



# Chargeurs

Sociétés holdings / France

## Résultats record au T1 grâce à Protective Films et Healthcare Solutions.

Publication Res./CA - 05/05/2021

Tirant parti de la vigueur de la demande du secteur de la construction, le chiffre d'affaires de Chargeurs Protective Films a fortement progressé, permettant au groupe, grâce également à la contribution de sa nouvelle division, Healthcare Solutions, d'afficher ses meilleurs résultats trimestriels jamais publiés pour un T1. Alors que la reprise progressive de l'activité se poursuit pour les branches les plus touchées par la pandémie, la solidité des tendances observées pour CPF et CHS laisse entrevoir des résultats 2021 très encourageants.

### Actualité

En progression de 15,9% lfl, Chargeurs a publié un chiffre d'affaires de 181m€ au T1 2021, principalement porté par la division Protective Films dont la croissance organique a atteint 10,9% à 77m€, et par Healthcare Solutions dont la contribution a représenté 42m€. Toujours plombés par les effets des mesures de confinement et la faiblesse des marchés finaux, les chiffres d'affaires de CFT-PCC et de Luxury Materials se sont repliés de respectivement 24,6% et 38,5%. Museum Solutions (+11,5% en publié) a bénéficié d'un effet de périmètre favorable lié aux acquisitions de D&P et d'Hypsos.

### Répartition du chiffre d'affaires par division

(in €m)	First quarter			chg. 2021 vs. 2020		chg. 2021 vs. 2019	
	2021	2020	2019	reported	like-for-like	reported	like-for-like
Protective Films	76.5	70.9	69.2	+7.9%	+10.9%	+10.5%	+12.7%
PCC Fashion Technologies	31.6	45.2	53.0	-30.1%	-24.6%	-40.4%	-34.9%
Museum Solutions	12.6	11.3	8.1	+11.5%	-19.5%	+55.6%	-50.6%
Luxury Materials	18.4	30.1	30.9	-38.9%	-38.5%	-40.5%	-39.8%
<b>Chargeurs excl. Healthcare Solutions</b>	<b>139.1</b>	<b>157.5</b>	<b>161.2</b>	<b>-11.7%</b>	<b>-10.9%</b>	<b>-13.7%</b>	<b>-16.2%</b>
Healthcare Solutions	41.7	-	-	-	-	-	-
<b>Chargeurs</b>	<b>180.8</b>	<b>157.5</b>	<b>161.2</b>	<b>+14.8%</b>	<b>+15.6%</b>	<b>+12.2%</b>	<b>+9.7%</b>

\_Source: société

La société n'a pas modifié ses perspectives pour l'ensemble de l'exercice et a confirmé l'objectif pour CHS d'un chiffre d'affaires compris entre 50m€ et 100m€ en 2021.

### Analyse

#### CPF : des résultats trimestriels impressionnants

Bénéficiant d'une demande croissante provenant de secteurs tels que la construction, Protective Films a publié ses meilleurs résultats trimestriels à ce jour, après un T4 2020 déjà bon, dans le prolongement de la forte dynamique nous ayant incité à revoir sensiblement à la hausse nos prévisions pour 2021. La montée en charge de la ligne de production italienne a permis à la division de répondre à cette demande, confirmant ce scénario optimiste.

La croissance de +10,9% lfl publiée au T1 2021 laisse entrevoir des résultats impressionnants sur l'ensemble de 2021. Les bases de comparaison du T1 2020 n'étaient pourtant pas spécialement favorables, la division ayant été alors épargnée par les effets de la pandémie. La performance du T1 2021 est d'autant plus remarquable.

Bien que le groupe n'ait pas communiqué sur sa rentabilité, le niveau actuellement



Jorge VELANDIA

otherfinancials@alphavalue.eu

+33 (0) 1 70 61 10 50

cs.alphavalue.com

Cette analyse a été commandée et financée par l'entreprise concernée et constitue donc un avantage non-matériel mineur tel que défini par MIFID2

### Achat

Potentiel: 51,8 %

Cours objectif à 6 mois	34,0 €
Cours	22,4 €
Cap. boursière M€	546
Momentum du cours	<b>FORT</b>
Extrême 12 mois	12,4 ▶ 24,5
Sustainability score	4,4 /10
Credit Risk	BB →
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA


[Téléchargez l'analyse complète](#) [Page valeur](#)


Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	-3,20 %	-3,22 %	20,4 %	36,0 %
Autres Financières	-3,10 %	0,28 %	3,51 %	41,7 %
STOXX 600	-1,41 %	0,33 %	5,89 %	32,0 %

Dernière maj : 29/04/2021	12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
PER ajusté (x)	9,00	18,5	16,8	14,4
Rendement net (%)	8,34	2,23	2,90	3,35
VE/EBITDA(R) (x)	5,48	9,23	8,67	7,12
BPA ajusté (€)	1,76	1,21	1,33	1,56
Croissance des BPA (%)	167	-31,3	10,4	17,0
Dividende net (€)	1,32	0,50	0,65	0,75
Chiffre d'affaires (M€)	822	786	782	850
Marge opérationnelle coura...	9,65	8,48	8,10	8,72
Résultat net pdg (M€)	41,0	28,1	31,2	36,8
ROE (après impôts) (%)	17,5	12,1	12,9	13,1
Taux d'endettement (%)	75,7	93,0	76,7	58,8

[Valorisation](#) - [Comptes](#)

élevé des prix des matières premières, telles que le polyéthylène, pourrait peser sur ses marges au S1 compte tenu de la forte progression des volumes, et ce même si Chargeurs sera en mesure de répercuter progressivement ce renchérissement des coûts sur les clients. Globalement, nous tablons sur un retour en 2021 des marges de la division à leur niveau de 2019.

### **Rappel à la réalité**

Les tendances favorables liées à la forte reprise dans l'industrie et à la faiblesse des stocks après la pandémie nous ont conduits à revoir sensiblement à la hausse nos prévisions de chiffre d'affaires de la division avant même la publication des résultats du T1. Nous avons interprété les tensions actuellement observées sur les chaînes d'approvisionnement mondiales, la hausse des prix des matières premières et les pénuries de capacités à l'échelle mondiale dans les secteurs du transport et du fret comme les signes d'un environnement commercial porteur laissant entrevoir une forte surperformance de CPF.

Bien qu'un tel scénario reste envisageable, en tant qu'analystes, nous sommes contraints de nous en tenir au domaine du possible. Nous prenons donc acte d'une erreur commise dans nos prévisions de chiffre d'affaires pour 2021, nettement trop optimistes à 385m€, et ajustées de fait à 317m€, à un niveau encore record.

### **Encore un bon trimestre pour Healthcare Solutions**

Aidée par un solide carnet de commandes, CHS ayant remporté un certain nombre d'appels d'offres importants auprès de gouvernements et de municipalités, notamment concernant la vente d'EPI et une nouvelle activité dans le secteur de la biosécurité (désinfection du réseau de transport en commun de Rouen), la division est en bonne voie d'atteindre l'objectif d'un chiffre d'affaires compris entre 50m€ et 100m€ en 2021, une cible que nous jugeons plutôt faiblement ambitieuse puisque nos prévisions actuelles tablent sur 120m€.

Élargissant d'ores et déjà le périmètre et les créneaux de cette nouvelle division, CHS a fait son entrée dans le secteur du "bien-être" au travers de l'acquisition de Fournival Altesse, une entreprise française de brosses à cheveux. Bien que de petite taille, cette acquisition est prometteuse, témoignant des efforts de la direction pour développer un véritable quatrième pilier de croissance pour renforcer la diversification du groupe. Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, aidé par sa croissance organique et ses nouvelles acquisitions, nous estimons que le chiffre d'affaires de CHS atteindra 133m€ d'ici 2023.

### **CFT-PCC et Luxury Materials toujours sous pression**

Les deux divisions les plus durement touchées par les effets de la pandémie et les mesures de confinement sur le secteur de la mode connaissent toujours une reprise progressive, la direction notant une amélioration des conditions du marché dans certaines régions du monde.

Ces tensions devraient s'atténuer dans le courant de 2021, notamment dans les pays occidentaux qui lèvent désormais les restrictions à mesure que les campagnes de vaccination progressent. Néanmoins, 2021 restera, selon nous, une année de transition et il faudra attendre 2022 pour une véritable reprise.

### **Museum Solutions, un bon carnet de commandes mais faiblesse persistante des substrats techniques**

Le chiffre d'affaires de la division a augmenté grâce à la contribution de D&P et d'Hypsos, les nouveaux venus qui portent les ambitions de Chargeurs dans le secteur des services aux musées, un marché moins affecté par la pandémie que redouté, un grand nombre de musées ayant profité des fermetures de plusieurs mois imposées par le confinement pour réaliser de grands chantiers de

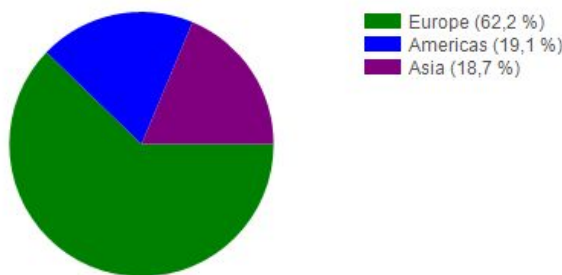
rénovation.

En revanche, les activités historiques dans le domaine des substrats techniques ont encore été très affectées par l'absence de demande sur les principaux marchés finaux tels que la vente au détail et les salons professionnels. Tout comme pour les activités liées à la mode, la levée progressive des mesures de confinement devrait entraîner une amélioration de l'environnement commercial dans le courant de 2021.

## ■ Impact

Nous ajustons nos prévisions pour 2021 et 2022, dont celles concernant le chiffre d'affaires de CPF. Ces changements ne modifient qu'à la marge notre objectif de cours. De fait, nous maintenons notre recommandation à l'achat sur le titre.

## Géographie du chiffre d'affaires



## Compte d'exploitation consolidé

	12/20A	12/21E	12/22E
Chiffre d'affaires	M€ 822	786	782
Croissance du CA	% 31,3	-4,43	-0,45
Variation des coûts de personnel	% 5,36	9,75	7,31
EBITDA	M€ 102	77,7	80,9
<b>Marge d'EBITDA(R)</b>	<b>% 12,5</b>	<b>9,89</b>	<b>10,3</b>
Dotations aux amortissements	M€ -20,6	-20,8	-19,9
Résultat opérationnel courant	M€ 79,3	53,6	57,5
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>M€ 55,8</b>	<b>45,6</b>	<b>49,5</b>
Résultat financier net	M€ -9,50	-10,5	-11,0
dt serv. des engagts de retraites	M€ -0,30	-0,20	-0,28
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€		
Impôts sur les sociétés	M€ -4,30	-7,53	-7,78
Mises en équivalence	M€ -1,70	0,50	0,50
Intérêts minoritaires	M€ 0,70	0,00	0,00
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	<b>M€ 40,3</b>	<b>28,1</b>	<b>31,2</b>
NOPAT	M€ 54,0	38,2	40,9

## Tableau de financement

	12/20A	12/21E	12/22E
EBITDA	M€ 102	77,7	80,9
Variation du BFR	M€ 2,60	-0,70	1,66
Dividendes reçus des SME	M€ 0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€ -6,40	-7,53	-7,78
Eléments exceptionnels	M€		
Autres cash flow d'exploitation	M€ -14,6	-8,00	-8,00
Cash flow d'exploitation total	M€ 84,0	61,5	66,8
Investissements matériels	M€ -14,9	-16,5	-17,3
Flux d'investissement net	M€ -76,9	-26,5	-27,3
Charges financières nettes	M€ -9,50	-10,5	-11,0
Dividendes (maison mère)	M€ -5,90	-18,8	-6,61
Dividendes payés aux minoritaires	M€ 0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€ -0,10	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€ 111	-50,4	-46,6
Variation de la trésorerie	M€ 115	-15,5	-7,15
<b>Cash flow disponible (avant div)</b>	<b>M€ 59,6</b>	<b>34,5</b>	<b>38,5</b>

## Données par action

	12/20A	12/21E	12/22E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio 23,1	23,3	23,5
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio 22,9	23,2	23,4
<b>BPA ajusté (at amort. surv. et dilut.)</b>	<b>€ 1,76</b>	<b>1,21</b>	<b>1,33</b>
Actif net réévalué par action	€		
<b>Dividende net par action</b>	<b>€ 1,32</b>	<b>0,50</b>	<b>0,65</b>

## Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	39,6 €	55 %	Ackermans & van H...
Rendement	24,8 €	20 %	Wacker Chemie
DCF	38,7 €	10 %	AkzoNobel
P/E	26,2 €	10 %	Solvay
Cours/Actif net comptable	15,6 €	5 %	Bolloré
Objectif de cours	34,0 €	100 %	GBL
			Sonae
			Hal Trust

Calcul NAV/SOTP

## Bilan

	12/20A	12/21E	12/22E
Survaleurs	M€ 191	197	204
Total actif incorporel	M€ 229	235	242
Immobilisations corporelles	M€ 83,1	90,1	97,1
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€ 7,00	7,00	7,00
BFR	M€ 19,6	20,3	18,6
Autres actifs courants	M€ 71,4	35,0	37,0
Actif total (net des engagements CT)	M€ 456	435	450
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>M€ 237</b>	<b>225</b>	<b>259</b>
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€		
Intérêts minoritaires	M€ -0,80	0,00	0,00
Provisions pour retraite	M€ 16,8	18,2	18,4
Autres prov. pour risques et charges	M€ 0,40	0,40	0,40
Total des prov. pr risques et charges	M€ 17,2	18,6	18,8
Charges d'IS	M€ -30,5	-30,0	-30,0
Autres charges	M€ 22,2	13,4	13,4
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>M€ 211</b>	<b>208</b>	<b>189</b>
Passifs totaux	M€ 456	435	450

## Capitaux employés

	12/20A	12/21E	12/22E
Capitaux investis	M€ 377	392	404

## Ratios de profits & risques

	12/20A	12/21E	12/22E
<b>ROE (après impôts)</b>	<b>% 17,5</b>	<b>12,1</b>	<b>12,9</b>
Rendement des capitaux investis	% 14,3	9,74	10,1
<b>Ratio d'endettement</b>	<b>% 75,7</b>	<b>93,0</b>	<b>76,7</b>
Dettes nettes ajustées/EBITDA(R)	x 2,43	3,18	2,82
Couverture des frais financiers	x 8,62	5,20	5,36

## Ratios de valorisation

	12/20A	12/21E	12/22E
<b>PER ajusté</b>	<b>x 9,00</b>	<b>18,5</b>	<b>16,8</b>
Rendement du cash flow disponible	% 16,3	6,59	7,31
P/ANC	x 1,54	2,32	2,03
<b>Rendement du dividende</b>	<b>% 8,34</b>	<b>2,23</b>	<b>2,90</b>

## Valeur d'entreprise

	12/20A	12/21E	12/22E
Capitalisation boursière	M€ 366	523	526
+ Provisions	M€ 17,2	18,6	18,8
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€ 0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€ 173	169	149
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€ 38,1	38,9	39,6
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€ 32,3	32,3	32,3
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€ 0,00	0,00	0,00
= Valeur d'entreprise	M€ 562	717	701
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x 5,48</b>	<b>9,23</b>	<b>8,67</b>
VE/CA	x 0,68	0,91	0,90

Analyste : Jorge Velandia, Changements de prévisions : 29/04/2021.