



# Chargeurs

Service aux entreprises / France

## S1 2022 : le groupe confirme sa solidité avec un bon début d'année 2022

Publication Res./CA - 12/09/2022

Dans un environnement incertain et difficile, Chargeurs a une nouvelle fois démontré ses capacités d'adaptation et a confirmé sa flexibilité. Avec des performances pourtant moins exceptionnelles qu'au S1 2021, le groupe a affiché sa résistance en publiant des résultats d'exploitation solides marqués par une amélioration en termes de chiffre d'affaires et de rentabilité par rapport aux niveaux d'avant la pandémie, et ce pour l'ensemble des activités. Même si les performances au S2 et sur l'ensemble de 2022 ne devraient pas être aussi impressionnantes que celles de 2021, les perspectives à long terme demeurent encourageantes pour Chargeurs malgré une inflation record, la guerre en Ukraine et une récession dans certaines régions clés.

### Actualité

- Chargeurs a publié un chiffre d'affaires de 398,7m€ au S1, en progression de 7,1% en glissement annuel et de 22,3% par rapport au S1 2019, soit avant la pandémie. Par rapport à cette dernière référence, la croissance a atteint 15,6% lfl, portée par les activités non liées à la santé et au pôle Technologies.
- Alors que l'EBITDA de Chargeurs a atteint 37m€ (marge de 9,3%), son résultat opérationnel courant s'est établi à 25m€ (marge de 6,4 %).
- La génération de trésorerie n'a pas été aussi importante qu'avant la pandémie à 0,3m€ (contre 58m€ au S1 2021 et 0,5m€ au S1 2019), entraînant une augmentation de la dette nette à 135,8m€ contre 89m€ au S1 2021.
- A 0,22, l'acompte sur dividende au titre de 2022 a été fixé à un niveau très inférieur à celui de 2021, soit 0,48€.
- Malgré des résultats moins bons que ceux du S1 2021 et une conjoncture toujours difficile, les perspectives à l'horizon fin 2022 demeurent encourageantes grâce à : 1) la capacité du groupe à répercuter les hausses de prix sur ses clients, et 2) la solidité du carnet de commandes.

	H1 2022	H1 2021	Change
<b>Revenu</b>	<b>398,7</b>	372,4	7,06%
<b>EBITDA</b>	<b>37</b>	46,3	-20,09%
<i>As a % of revenue</i>	9,3%	12,4%	
<b>Recurring operating profit</b>	<b>25,4</b>	34	-25,29%
<i>As a % of revenue</i>	6,4%	9,1%	
<b>Attributable net profit</b>	<b>10,2</b>	24,7	-58,70%

Source: société

### Analyse

Tout d'abord, pour rappel, le groupe a réorganisé ses activités autour de trois pôles d'activité stratégiques : Technologies, Luxe et Diversification.

- Le pôle Technologies regroupe désormais les activités de Chargeurs Advanced Materials (anciennement Chargeurs Protective Films) et de Chargeurs PCC Fashion Technologies.



Saïma HUSSAIN

supportservices@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: 121 %
Cours objectif à 6 mois	32,2 €
Cours	14,5 €
Cap. boursière M€	360
Momentum du cours	<b>NÉGATIF</b>
Extrême 12 mois	13,6 ▶ 27,8
Sustainability score	4,9 / 10
Credit Risk	BBB →
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA


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


Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	-3,07 %	-14,0 %	-17,0 %	-41,9 %
Services aux entreprises	5,96 %	-2,45 %	3,27 %	-18,9 %
STOXX 600	3,47 %	-2,98 %	1,19 %	-8,28 %

Dernière maj : 13/05/2022	12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
PER ajusté (x)	17,7	11,0	9,80	7,23
Rendement net (%)	5,37	5,23	5,91	7,57
VE/EBITDA(R) (x)	9,03	5,73	5,16	4,15
BPA ajusté (€)	1,30	1,32	1,48	2,01
Croissance des BPA (%)	-14,9	1,32	12,5	35,5
Dividende net (€)	1,24	0,76	0,86	1,10
Chiffre d'affaires (M€)	737	797	854	926
Marge opérationnelle coura...	6,88	7,15	7,55	8,91
Résultat net pdg (M€)	30,6	31,4	35,3	48,1
ROE (après impôts) (%)	12,1	11,4	11,7	14,2
Taux d'endettement (%)	45,6	41,8	37,3	29,9

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

- Chargeurs Luxury contient Chargeurs Luxury Fibers, Chargeurs Museum Studio et Chargeurs Personal Care ainsi que les marques Swaine et The Cambridge Satchel Company. La composition de cette nouvelle division n'est encore pas figée, car le groupe continue d'y ajouter de nouveaux actifs et le secteur de la santé reste marqué par de fortes variations d'activité.
- Le pôle Diversification intègre les divers intérêts minoritaires du groupe.

Le chiffre d'affaires consolidé de Chargeurs atteint 398,7m€, en progression de 7,1% par rapport aux 372,4m€ du S1 2021. Cependant, avec un EBITDA de 37m€ contre de 46,3m€ au S1 2021 et une marge d'EBITDA en repli de 310 points de base, la rentabilité du groupe s'est dégradée.

### **Les performances du pôle Technologies résistent**

Au S1, le chiffre d'affaires de Chargeurs Technologies s'est élevé à 301,8m€ contre 238,8m€ en 2021, affichant une croissance de 21,9% lfl. Chargeurs Advanced Materials et Chargeurs PCC Technologies ont été à l'origine de cette progression. Le chiffre d'affaires de Chargeurs Advanced Materials a progressé de 9,3%, principalement entraîné par les prix, avec une marge d'EBITDA relativement stable à 11%. Au sein d'un environnement inflationniste, une telle performance témoigne de l'agilité du groupe et de son pouvoir en matière de fixation des prix. Grâce au rebond du marché de la mode, d'une part, et à des gains de parts de marché, d'autre part, Chargeurs PCC Fashion Technologies a publié un chiffre d'affaires en progression de 52,3% en glissement annuel avec une amélioration de 80pb de sa marge EBITDA, à 10,2% au S1.

### **Dégradation de la rentabilité en raison du pôle Luxe**

Passant de 133,6m€ à 96,9 M€, le chiffre d'affaires de la division a baissé de 33,1% en glissement annuel en raison d'une contraction de 91,3% lfl des activités de soins personnels par rapport à 2021, dans un contexte marqué par une amélioration de la situation sanitaire en Europe.

Le chiffre d'affaires des autres activités composant la division Luxe a augmenté. Celui de Chargeurs Luxury Fibers est ainsi passé de 39,4m€ à 54,4m€, correspondant à une croissance organique de 35,5% en glissement annuel au S1, principalement portée par les volumes. La division développe également la gamme Nativa garantissant la traçabilité de la laine à partir d'une agriculture durable. Cependant, en dépit de la progression du chiffre d'affaires, l'activité continue d'afficher une faible rentabilité, publiant un EBITDA de 1,1m€ correspondant à une marge d'EBITDA de 2%.

Enfin, Chargeurs Museum Studio a publié un chiffre d'affaires en hausse organique de 30%, passant de 22,9m€ à 36,3m€. Pour cette activité également, la rentabilité n'a pas suivi le rythme des ventes et la marge d'EBITDA a baissé de 16,6% à 8,9%.

### **Le pôle Luxe en pleine expansion**

Chargeurs restructure sa division Luxe. Alors qu'elles étaient concentrées sur la production de masques, les activités des soins personnels se diversifient. Le chiffre d'affaires lié à la pandémie de COVID n'est pas près de retrouver son niveau de 2020. Grâce à son activité tournée vers les musées, Chargeurs s'est fixé pour objectif de devenir un acteur de premier plan dans tous les domaines liés aux services aux musées et a renforcé son expertise via ses acquisitions. En juillet 2022, Chargeurs a acquis 80% du capital de Skira, un éditeur renommé de livres d'art classique, moderne et de design. Enfin, Chargeurs cherche à devenir un acteur du luxe au travers de sa dernière acquisition en août 2022, la Cambridge Satchel Company, un groupe produisant des articles de cuir de luxe à des prix

abordables. La direction entrevoit un effet de levier opérationnel au travers des capacités de fabrication de Cambridge Satchel qui seront utilisées par les autres marques.

### **Dégradation de la liquidité**

Globalement, le résultat opérationnel courant du groupe s'est établi à 25,4m€, correspondant à une marge de 6,4%, en baisse de 25% en valeur absolue et de 270pb en termes de marge, et ce principalement en raison de l'arrêt marqué par l'activité santé.

La dégradation des performances opérationnelles et l'augmentation du besoin en fonds de roulement (+17,8m€) ont entraîné une baisse du cash-flow au S1 avec un flux de trésorerie provenant de l'exploitation de 0,3m€ contre de 58m€ au S1 2021. L'endettement a donc augmenté, la dette nette atteignant 135,8m€ contre 80,6m€ au S1 21, portant le taux d'endettement à 2,1x. Néanmoins, il convient de noter que la situation de trésorerie du groupe reste bonne à 313,5m€, avec en outre la mise en place de nouvelles lignes bancaires bilatérales pour un montant de 105m€.

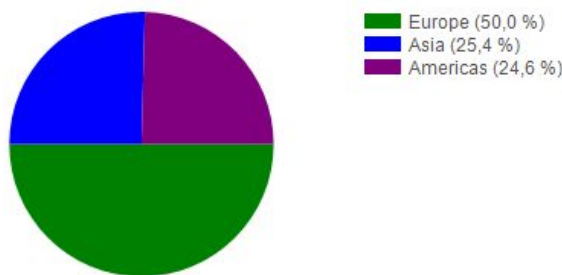
En résumé, si les performances de début 2022 ont été moins bonnes qu'en 2021, elles demeurent encourageantes compte tenu de la dégradation de l'environnement.

La direction reste confiante quant aux capacités du groupe à maintenir sa rentabilité et à faire face à la conjoncture difficile de 2022 grâce à 1) des carnets de commandes pleins, 2) son pouvoir en matière de fixation des prix, 3) sa diversification géographique et 4) sa position de leader sur des marchés de niche. Notre recommandation sur le titre reste positive et nous estimons que les niveaux de valorisation actuel laissent entrevoir un potentiel de hausse important.

### **■ Impact**

Même si nous allons réviser en légère baisse nos prévisions pour le reste de 2022, notre recommandation sur le titre reste positive.

## Géographie du chiffre d'affaires



## Compte d'exploitation consolidé

	12/21A	12/22E	12/23E
Chiffre d'affaires	M€ 737	797	854
Croissance du CA	% -10,4	8,21	7,08
Variation des coûts de personnel	% 8,75	3,28	3,26
EBITDA	M€ 73,8	80,5	88,5
<b>Marge d'EBITDA(R)</b>	<b>% 10,0</b>	<b>10,1</b>	<b>10,4</b>
Dotations aux amortissements	M€ -23,1	-23,6	-24,0
Résultat opérationnel courant	M€ 45,2	51,5	59,0
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>M€ 41,2</b>	<b>45,5</b>	<b>53,0</b>
Résultat financier net	M€ -10,6	-10,0	-10,5
dt serv. des engagts de retraites	M€	-0,06	-0,11
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€		
Impôts sur les sociétés	M€ -0,50	-4,72	-7,89
Mises en équivalence	M€ 0,70	0,70	0,70
Intérêts minoritaires	M€ -0,20	0,00	0,00
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	<b>M€ 30,6</b>	<b>31,4</b>	<b>35,3</b>
NOPAT	M€ 32,3	36,8	42,1

## Tableau de financement

	12/21A	12/22E	12/23E
EBITDA	M€ 73,8	80,5	88,5
Variation du BFR	M€ 21,9	-8,18	-11,3
Dividendes reçus des SME	M€ 0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€ -6,10	-4,72	-7,89
Eléments exceptionnels	M€		
Autres cash flow d'exploitation	M€ -11,7	-8,00	-8,00
Cash flow d'exploitation total	M€ 77,9	59,6	61,3
Investissements matériels	M€ -13,0	-17,3	-18,0
Flux d'investissement net	M€ -16,9	-27,3	-28,0
Charges financières nettes	M€ -10,6	-10,0	-10,5
Dividendes (maison mère)	M€ -17,7	-24,1	-13,1
Dividendes payés aux minoritaires	M€ 0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€ 0,00	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€ -54,0	-37,8	-74,1
Variation de la trésorerie	M€ 10,2	-5,47	-40,8
<b>Cash flow disponible (avant div)</b>	<b>M€ 54,3</b>	<b>32,3</b>	<b>32,8</b>

## Données par action

	12/21A	12/22E	12/23E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio 24,0	23,7	23,8
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio 23,5	23,8	23,8
<b>BPA ajusté (at amort. surv. et dilut.)</b>	<b>€ 1,30</b>	<b>1,32</b>	<b>1,48</b>
Actif net réévalué par action	€		
<b>Dividende net par action</b>	<b>€ 1,24</b>	<b>0,76</b>	<b>0,86</b>

## Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	38,2 €	35 %	● AkzoNobel
Somme des parties	38,4 €	20 %	● Rentokil Initial
VE/Ebitda	24,3 €	20 %	● Quadient
P/E	20,2 €	10 %	● Teleperformance
Rendement	29,1 €	10 %	● Bureau Veritas
Cours/Actif net comptable	25,9 €	5 %	
Objectif de cours	32,2 €	100 %	

### Calcul NAV/SOTP

## Bilan

	12/21A	12/22E	12/23E
Survaleurs	M€ 189	195	202
Total actif incorporel	M€ 238	245	251
Immobilisations corporelles	M€ 85,3	92,3	99,3
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€ 7,90	7,90	7,90
BFR	M€ -18,0	-9,82	1,49
Autres actifs courants	M€ 42,4	42,4	42,4
Actif total (net des engagements CT)	M€ 418	440	466
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>M€ 267</b>	<b>286</b>	<b>319</b>
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€		
Intérêts minoritaires	M€ -0,60	-0,60	-0,60
Provisions pour retraite	M€ 14,6	13,1	13,4
Autres prov. pour risques et charges	M€ 13,8	13,8	13,8
Total des prov. pr risques et charges	M€ 28,4	26,9	27,2
Charges d'IS	M€ -36,9	-36,9	-36,9
Autres charges	M€ 42,4	42,4	42,4
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>M€ 117</b>	<b>122</b>	<b>115</b>
Passifs totaux	M€ 418	440	466

## Capitaux employés

	12/21A	12/22E	12/23E
Capitaux investis	M€ 345	367	392

## Ratios de profits & risques

		12/21A	12/22E	12/23E
<b>ROE (après impôts)</b>	%	<b>12,1</b>	<b>11,4</b>	<b>11,7</b>
Rendement des capitaux investis	%	9,38	10,0	10,7
<b>Ratio d'endettement</b>	%	<b>45,6</b>	<b>41,8</b>	<b>37,3</b>
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	2,01	1,91	1,66
Couverture des frais financiers	x	4,26	5,17	5,68

## Ratios de valorisation

		12/21A	12/22E	12/23E
<b>PER ajusté</b>	<b>x</b>	<b>17,7</b>	<b>11,0</b>	<b>9,80</b>
Rendement du cash flow disponible	%	9,82	9,38	9,46
P/ANC	x	2,07	1,20	1,09
<b>Rendement du dividende</b>	<b>%</b>	<b>5,37</b>	<b>5,23</b>	<b>5,91</b>

## Valeur d'entreprise

	12/21A	12/22E	12/23E	
Capitalisation boursière	M€ 553	345	347	
+ Provisions	M€ 28,4	26,9	27,2	
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€ 0,00	0,00	0,00	
+ Dette nette fin d'année	M€ 85,9	90,0	82,6	
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€ 31,4	32,0	32,0	
- 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€ 666	461	456	
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x</b>	<b>9,03</b>	<b>5,73</b>	<b>5,16</b>
VE/CA	x	0,90	0,58	0,53

Analyste : Saïma Hussain, Changements de prévisions : 13/05/2022.