



# Chargeurs

Service aux entreprises / France

## Résultats 2021 : alors que CPF a connu une année record, la situation financière du groupe continue de s'améliorer

Publication Res./CA - 18/02/2022

2021 a été une bonne année pour Chargeurs, les performances des activités historiques (ex-CHS) ayant bénéficié des ventes record de la division Protective Films, de la poursuite du développement des activités muséales, ainsi d'une reprise progressive des autres branches historiques. Bien que toujours tributaires des retombées persistantes de la pandémie, les perspectives pour 2022 sont encourageantes avec d'importants volumes attendus pour CPF et une accélération de la reprise pour les activités textiles.

### Actualité

Chargeurs a publié de solides résultats pour 2021, avec un chiffre d'affaires excédant légèrement nos prévisions pour toutes les divisions, à près de 737m€ pour l'ensemble du groupe (contre 707m€ attendus). Rappelons que 2020 avait constitué un exercice exceptionnel, porté par la forte contribution de la division masques et équipements de protection. La performance sur 2021 a été néanmoins louable, en baisse de 10,4% par rapport à 2020 mais en progression de +17,6 % par rapport au niveau plus comparable de 2019.

Le compte de résultat détaillé communiqué par le groupe, repris ci-dessous, permet de visualiser facilement la contribution des différents facteurs à l'origine des résultats 2021.

€m	2021	2020	2019
Revenue	736.6	822.0	626.2
Gross profit	186.3	219.0	167.0
As a % of revenue	25.3%	26.6%	26.7%
EBITDA	73.8	102.4	60.0
As a % of revenue	10.0%	12.5%	9.6%
Recurring operating profit	50.7	79.3	41.4
As a % of revenue	6.9%	9.6%	6.6%
Amort. intangible assets linked to acq.	-5.5	-5.3	-2.5
Non-recurring	-4.0	-18.2	-7.0
Operating profit	41.2	55.8	31.9
Net financial expense	-10.6	-9.5	-11.5
Tax	-0.5	-4.3	-4.9
Associates	0.7	-1.7	-0.4
Net profit	30.8	40.3	15.1
Attributable net profit	30.6	41.0	15.1
Earnings per share (euros per share)	1.30	1.79	0.66

Record business at CPF, double-digit growth at CFT\*PCC, CLM and CMS  
The gross margin rate remained high despite strong increase in supply costs  
All the business lines are profitable  
Slight increase stemming from the integration of D&P on a full-year basis  
Expenses mainly related to acquisitions and reorganizations  
Financial results optimised by dynamic cash management  
Activation of tax loss carryforwards related to improved performance outlook  
Second best performance in over 10 years

Source: Company reports

Découlant principalement du résultat d'exploitation des divisions CPF et CHS, et d'une gestion efficace du fonds de roulement, la forte génération de cash flow a permis une amélioration de la dette nette du groupe, revenue à 117m€ fin 2021 (contre 127m€ fin 2020).

Compte tenu de ses solides résultats, Chargeurs a proposé un dividende de 1,24€, dont 0,48€ déjà versé au titre d'acompte en octobre 2021, un solde de 0,76€ restant donc à distribuer en 2022.

### Analyse

Après les performances record de 2020, principalement tirées par plus de 300m de chiffre d'affaires provenant de la vente de masques et autres équipements de protection, les résultats 2021 dépendaient de la reprise dans les activités



Jorge VELANDIA

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-monnaire mineur tel que défini par MIFID2

### Achat Potentiel: 38,4 %

Cours objectif à 6 mois	33,2 €
Cours	24,0 €
Cap. boursière M€	588
Momentum du cours	DÉFAVORABLE
Extrême 12 mois	19,3 ▶ 28,9
Sustainability score	4,7 /10
Credit Risk	BBB →
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA

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

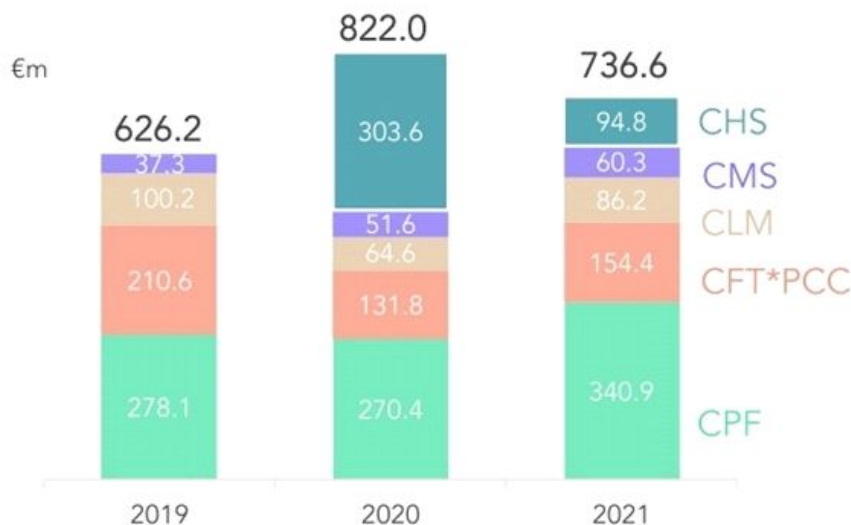
Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	-1,23 %	2,13 %	-9,84 %	24,2 %
Services aux entreprises	-2,33 %	-4,07 %	-12,5 %	5,60 %
STOXX 600	-1,65 %	-3,18 %	-5,18 %	11,6 %

Dernière maj : 12/01/2022	12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
PER ajusté (x)	9,00	21,8	17,6	15,8
Rendement net (%)	8,34	2,60	2,71	3,00
VE/EBITDA(R) (x)	4,66	9,07	8,20	6,93
BPA ajusté (€)	1,76	1,06	1,36	1,52
Croissance des BPA (%)	167	-39,8	28,7	11,6
Dividende net (€)	1,32	0,60	0,65	0,72
Chiffre d'affaires (M€)	822	707	770	841
Marge opérationnelle coura...	9,65	6,88	7,27	7,95
Résultat net pdg (M€)	41,0	24,6	31,9	35,8
ROE (après impôts) (%)	17,5	10,4	12,7	12,5
Taux d'endettement (%)	58,0	55,4	47,0	35,2

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

historiques, les revenus de CHS ayant progressivement reflué puisque la pandémie a reculé grâce aux campagnes de vaccination partout dans le monde. Malgré cette base de comparaison élevée, Chargeurs est parvenu à publier des résultats solides, traduisant une année record pour sa division Protective Films.

### Répartition du chiffre d'affaires par division



\_Source : société

A taux de change et périmètre comparables, le chiffre d'affaires hors Healthcare Solutions a progressé de 24% en glissement annuel, principalement grâce aux ventes record de la division Protective Films (341m€, en hausse de 27% en glissement annuel) et à la poursuite de la reprise pour les divisions Fashion Technologies (+20% à 154m€) et Luxury Materials (+31% à 86m€). Dans le même temps, le chiffre d'affaires publié par CHS se situe dans la partie haute des prévisions de la direction (95m€), intégrant une certaine normalisation de la demande des consommateurs en masques et en équipements de protection.

La rentabilité opérationnelle de la plupart des divisions s'est améliorée, les retombées positives liées aux volumes et à une bonne discipline sur le plan tarifaire ayant en partie compensé l'impact du renchérissement du coût des matières premières. Les marges de CPF, CMS et CLM sont en ligne avec nos attentes. Bien que découlant principalement d'annulations moins importantes que prévu, le résultat opérationnel consolidé (51m€) est supérieur à nos estimations (49m€). Compte tenu de la marge du groupe, le résultat opérationnel s'avère conforme à nos prévisions (6,9%).

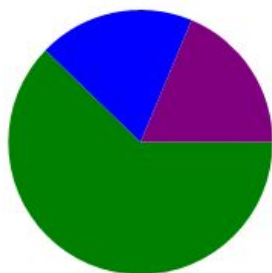
En termes de génération de FCF, Chargeurs bénéficie clairement de la faiblesse de ses besoins en CAPEX, comme en atteste le niveau impressionnant du ratio de conversion de la trésorerie, à 1,7x en 2021 (contre 1,6x en 2020). Ce cash a été utilisé à bon escient, le groupe ayant procédé à plusieurs acquisitions l'an dernier, dont Event Communications sur la période la plus récente pour renforcer son "guichet unique" pour les musées, rebaptisé "Museum Studio".

Bien que toujours tributaires des retombées persistantes de la pandémie, les perspectives pour 2022 sont encourageantes, avec d'importants volumes attendus pour CPF et une accélération de la reprise pour les activités textiles. Compensant largement les effets des hausses de prix des matières premières et laissant entrevoir un redressement plus rapide que prévu des marges, en particulier pour CPF, elles devraient, selon nous, permettre au groupe de viser des marges supérieures à 10% pour le second semestre de 2022.

## ■ Impact

Pour tenir compte de la solidité de ces résultats, nous allons revoir à la hausse nos prévisions pour 2022, et ce en particulier pour CPF et CMS. Nous maintenons notre recommandation positive sur le titre.

## Géographie du chiffre d'affaires



Europe (62,2 %)
Americas (19,1 %)
Asia (18,7 %)

## Compte d'exploitation consolidé

	12/20A	12/21E	12/22E
Chiffre d'affaires	M€ 822	707	770
Croissance du CA	% 31,3	-14,0	8,95
Variation des coûts de personnel	% 5,36	9,75	7,31
EBITDA	M€ 102	71,8	80,7
<b>Marge d'EBITDA(R)</b>	<b>% 12,5</b>	<b>10,2</b>	<b>10,5</b>
Dotations aux amortissements	M€ -20,6	-20,8	-19,9
Résultat opérationnel courant	M€ 79,3	46,6	57,3
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>M€ 55,8</b>	<b>38,6</b>	<b>49,3</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	-4,02	-6,97
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>24,6</b>	<b>31,9</b>
NOPAT	M€ 54,0	33,3	40,8

## Tableau de financement

	12/20A	12/21E	12/22E
EBITDA	M€ 102	71,8	80,7
Variation du BFR	M€ 2,60	-7,07	-0,65
Dividendes reçus des SME	M€ 0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€ -6,40	-4,02	-6,97
Eléments exceptionnels	M€		
Autres cash flow d'exploitation	M€ -14,6	-8,00	-8,00
Cash flow d'exploitation total	M€ 84,0	52,7	65,1
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	-8,93
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	-48,9
Variation de la trésorerie	M€ 115	-24,2	-11,2
<b>Cash flow disponible (avant div)</b>	<b>M€ 59,6</b>	<b>25,7</b>	<b>36,8</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. surval. et dilut.)</b>	<b>€ 1,76</b>	<b>1,06</b>	<b>1,36</b>
Actif net réévalué par action	€		
<b>Dividende net par action</b>	<b>€ 1,32</b>	<b>0,60</b>	<b>0,65</b>

## Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	38,8 €	35 %	● AkzoNobel
Somme des parties	38,0 €	20 %	● Rentokil Initial
VE/Ebitda	26,4 €	20 %	● Quadiant
P/E	22,0 €	10 %	● Teleperformance
Rendement	32,6 €	10 %	● Bureau Veritas
Cours/Actif net comptable	25,7 €	5 %	
Objectif de cours	33,2 €	100 %	

### 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€ -17,6	-10,5	-9,88
Autres actifs courants	M€ 51,1	35,0	37,0
Actif total (net des engagements CT)	M€ 399	404	421
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>M€ 237</b>	<b>234</b>	<b>266</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€ 48,7	48,7	48,7
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>M€ 127</b>	<b>133</b>	<b>117</b>
Passifs totaux	M€ 399	404	421

## Capitaux employés

	12/20A	12/21E	12/22E
Capitaux investis	M€ 339	361	376

## Ratios de profits & risques

		12/20A	12/21E	12/22E
<b>ROE (après impôts)</b>	%	<b>17,5</b>	<b>10,4</b>	<b>12,7</b>
Rendement des capitaux investis	%	15,9	9,22	10,9
<b>Ratio d'endettement</b>	%	<b>58,0</b>	<b>55,4</b>	<b>47,0</b>
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	1,61	2,39	1,95
Couverture des frais financiers	x	8,62	4,52	5,35

## Ratios de valorisation

		12/20A	12/21E	12/22E
<b>PER ajusté</b>	x	<b>9,00</b>	<b>21,8</b>	<b>17,6</b>
Rendement du cash flow disponible	%	16,3	4,79	6,53
P/ANC	x	1,54	2,30	2,12
<b>Rendement du dividende</b>	%	<b>8,34</b>	<b>2,60</b>	<b>2,71</b>

## Valeur d'entreprise

	12/20A	12/21E	12/22E
Capitalisation boursière	M€ 366	538	563
+ 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€ 88,6	93,7	77,8
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€ 38,1	38,9	39,6
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€ 32,3	37,3	37,3
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€ 0,00	0,00	0,00
= Valeur d'entreprise	M€ 478	652	662
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x 4,66</b>	<b>9,07</b>	<b>8,20</b>
VE/CA	x 0,58	0,92	0,86

Analyste : Jorge Velandia, Changements de prévisions : 12/01/2022.