



# Chargeurs

Service aux entreprises / France

## Première moitié solide avec une génération de trésorerie robuste

Publication Res./CA - 09/09/2024

Chargeurs confirme que la tendance du Q1 24 se poursuit dans le H1 24, avec des revenus et une rentabilité supérieurs aux attentes, soutenus par toutes les activités principales du groupe. Novacel (anciennement Chargeurs Advanced Materials), en particulier, a vu sa marge opérationnelle doubler, consolidant ainsi sa reprise. Une rentabilité améliorée associée à une meilleure gestion du fonds de roulement a conduit à une augmentation substantielle du FCF, permettant au groupe de réduire sa dette nette. En somme, un excellent deuxième trimestre soutenant une reprise qui s'accélère.

### Actualité

- Chargeurs a affiché des ventes de 374 millions d'euros au premier semestre 24, en hausse de 11% en organique par rapport à l'année précédente, à 374,3 millions d'euros, légèrement au-dessus des attentes, soutenues par toutes les activités.
- Le résultat opérationnel du groupe s'est amélioré de 34% par rapport à l'année précédente, pour atteindre 17 millions d'euros (7% au-dessus du consensus), portant la marge à 4,5%.
- La tendance à la hausse a été confirmée pour Novacel (ex-Chargeurs Advanced Material), qui a enregistré une hausse de 7,6% des ventes organiques, dont 12,2% au deuxième trimestre, à 157,9 millions d'euros, et un doublement de la rentabilité à 5,4% (contre 2,7% au premier semestre 23).
- Chargeurs a signalé une nette amélioration du FCF à 39,6 millions d'euros (contre 0,9 million d'euros), soutenue par une solide hausse de l'EBITDA et une gestion du fonds de roulement.
- Le groupe a réduit sa dette nette de 32,4 millions d'euros à 218,7 millions d'euros, ce qui correspond à un levier de 4,3x par rapport à 5x à la fin de décembre 2023.
- En accord avec ces bons chiffres, Chargeurs a confirmé la reprise des paiements de dividendes à partir de 2025.

€m	H1 2024	H1 2023 <sup>(1)</sup>	Reported Change	like-for-like Change
<b>Revenue</b>	<b>374.3</b>	<b>344.6</b>	<b>+8.6%</b>	<b>+11.1%</b>
Gross profit	99.3	88.3	+12.5%	
as a % of revenue	26.5%	25.6%	+0.9pt	
<b>EBITDA</b>	<b>29.6</b>	<b>24.5</b>	<b>+20.8%</b>	
as a % of revenue	7.9%	7.1%	+0.8pt	
<b>Recurring operating profit</b>	<b>17.0</b>	<b>12.7</b>	<b>+33.9%</b>	
as a % of revenue	4.5%	3.7%	+0.8pt	
<b>Operating profit</b>	<b>10.2</b>	<b>7.9</b>	<b>+29.1%</b>	
Net financial expense	-15.7	-12.7		
Tax	2.8	7.0		
<b>Net profit</b>	<b>-3.4</b>	<b>1.9</b>		
<b>Attributable net profit</b>	<b>-3.5</b>	<b>2.1</b>		

<sup>(1)</sup> Amounts calculated on a comparable basis following the change in valuation method for land and buildings, the consolidation of Swaine and the application of IFRS 5, Assets Held for Sale and Discontinued Operations



Saïma HUSSAIN

supportservices@alphavalue.eu

+33 (0) 1 70 61 10 50

corporate.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

### Accumuler Potentiel: 16,0 %

Cours objectif à 6 mois	13,9 €
Cours	12,0 €
Cap. boursière M€	298
Momentum du cours	<b>FORT</b>
Extrême 12 mois	6,40 ▶ 13,3
Sustainability score	2,5 / 10
Credit Risk	B →
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA


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


Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	-1,64 %	16,3 %	-9,09 %	10,9 %
Services aux entreprises	-1,85 %	2,05 %	1,00 %	9,39 %
STOXX 600	-3,52 %	2,14 %	-3,45 %	11,5 %

Dernière maj : 03/09/2024	12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
PER ajusté (x)	82,7	23,6	13,6	10,6
Rendement net (%)	0,00	5,00	5,83	6,67
VE/EBITDA(R) (x)	11,1	9,73	8,19	7,02
BPA ajusté (€)	0,14	0,51	0,88	1,13
Croissance des BPA (%)	-84,5	256	73,6	27,8
Dividende net (€)	0,00	0,60	0,70	0,80
Chiffre d'affaires (M€)	653	730	810	888
Marge opérationnelle coura...	4,07	4,88	5,87	6,65
Résultat net pdg (M€)	1,50	12,0	20,8	26,6
ROE (après impôts) (%)	0,56	4,64	7,62	9,05
Taux d'endettement (%)	89,6	103	98,3	92,7

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

## ■ Analyse

Avant de plonger dans les détails financiers, il convient de mentionner que l'offre publique d'achat de Chargeurs annoncée lors de ses résultats FY 23 a été un succès retentissant pour la société de portefeuille, qui peut désormais se targuer d'une structure de capital plus en phase avec sa stratégie. Suite à l'offre publique d'achat, le Groupe Familial Fribourg détient 67,6% du capital (68,5% des droits de vote), aux côtés d'investisseurs institutionnels de premier plan, dont la famille Habert-Dassault et Groupama.

En ce qui concerne les chiffres en tant que tels, la reprise de Chargeurs, qui a commencé au T1 24, s'est accélérée au S1 24, avec des résultats supérieurs aux attentes au S1 24. Le groupe a affiché une croissance organique des ventes de 11% en glissement annuel à 374 millions d'euros, soutenue par une forte amélioration de l'activité Novacel (ex-Chargeurs Advanced Materials) et la dynamique positive de Chargeurs Museum Studio (CMS). Le groupe a également bénéficié de son positionnement géographique, notamment en Amérique du Nord, en Asie, en Afrique et au Moyen-Orient, dont la croissance a compensé la dynamique plus faible en Europe. En termes de rentabilité, Chargeurs a enregistré une amélioration de sa marge brute dans un contexte de progrès dans la chaîne d'approvisionnement, et, en cohérence avec la performance améliorée de ses principales activités, à savoir Novacel, Chargeurs a rapporté une augmentation de 34% de son bénéfice d'exploitation récurrent à 17 millions d'euros, portant sa marge à 4,5%, soit une hausse de 80 pb.

### **La reprise de Novacel s'accélère**

Novacel (ex-Chargeurs Advanced Materials) montre des signes clairs de reprise, comme en témoigne la croissance organique de 7,6% enregistrée par la division au S1 24, dont 12,2% au seul T2 24. Ce succès reflète la hausse de 10% des volumes réalisés au S1 24, malgré la baisse des prix du polyéthylène sur la période. La division a connu une forte hausse de sa marge, qui a doublé pour atteindre 5,4% contre 2,7% au S1 23, à 8,6 millions d'euros. Chargeurs prévoit de revenir à une marge d'exploitation normale d'environ 9-10% d'ici 2025.

### **La rentabilité de Chargeurs PCC progresse**

Alors que la croissance en glissement annuel de l'activité Mode de Chargeurs (PCC) était pratiquement stable au S1 24, la division a affiché une croissance organique soutenue de 9,4%, soutenue par des gains sur les marchés américain et asiatique et compensée par des facteurs de change. La rentabilité de la division s'est également améliorée, avec un résultat d'exploitation de 7,9 millions d'euros correspondant à une marge de 7,8% (contre 7,1 millions d'euros et une marge de 7,1%), reflétant la stratégie de premiumisation du groupe et une bonne gestion des coûts. Dans le cadre de son approche de premiumisation, Chargeurs a finalisé l'acquisition de Cilander en juillet, renforçant le leadership de la division dans les textiles de haute technologie et de haute qualité.

### **L'expansion de Chargeurs Museum Studio se poursuit**

Chargeurs Museum Studio continue de consolider sa position de moteur de croissance le plus prometteur du groupe, avec une hausse des ventes de 27% au S1 24 à 66,3 millions d'euros. La division a notamment bénéficié de la dynamique favorable des ventes aux États-Unis et en Arabie Saoudite, où des projets majeurs ont été lancés. La rentabilité de la division s'est également améliorée de 33% à 6 millions d'euros au S1 24, portant la marge à 9%. Chargeurs a ainsi réaffirmé son objectif de 150 millions d'euros de ventes d'ici 2024 pour la division, et prévoit un résultat d'exploitation supérieur à 11 millions d'euros pour l'année.

### **Une performance opérationnelle solide se traduit par une génération de**

### **trésorerie solide**

Une amélioration significative de l'EBITDA au S1 24 couplée à une meilleure gestion du BFR a entraîné une forte génération de FCF à 39,6 millions d'euros contre 0,9 million d'euros l'année dernière.

Le bilan de l'entreprise s'est renforcé, avec une hausse des fonds propres de 39,7 millions d'euros à 292,1 millions d'euros, grâce principalement à la réévaluation des actifs immobiliers comptabilisés à des prix historiques bien inférieurs à leur valeur marchande. Par rapport à une réinitialisation en 2023, les fonds propres ont gagné 6 millions d'euros, passant de 286 millions d'euros.

La forte génération de FCF a entraîné une réduction de la dette nette de 32,4 millions d'euros à 218,7 millions d'euros, ramenant le ratio d'endettement à 4,3x, contre 5x à la fin de décembre 2023, avec un objectif de 3,5x d'ici la fin de 2024.

### **Perspectives FY 24**

Malgré l'amélioration de la rentabilité opérationnelle du groupe, le résultat net de Chargeurs est passé à -3,5 millions d'euros contre 2,1 millions d'euros au S1 23, en raison de charges exceptionnelles liées à l'offre publique d'achat partielle et aux coûts de restructuration. Néanmoins, Chargeurs prévoit une amélioration au S2 24 en raison de la réduction de la dette de financement excédentaire, de la baisse attendue des taux d'intérêt et du FCF. Chargeurs s'attend donc à ce que le résultat net soit positif en 2024, avec un scénario de reprise accélérée fin 2024 et début 2025.

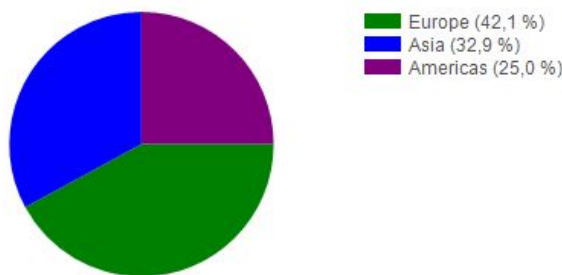
Pour le S2 24, les priorités de Chargeurs sont : i) d'améliorer encore la rentabilité de chacune de ses divisions, ii) de continuer à améliorer la génération de trésorerie et à améliorer le fonds de roulement, et iii) de finaliser l'intégration de Cilander.

En somme, un bon début pour l'exercice 24, à la suite duquel Chargeurs a rétabli ses dividendes pour 2025.

### **■ Impact**

Bien que nous ayons une vision positive de ces résultats, nous réviserons nos estimations de bénéfice net à la baisse pour tenir compte des charges exceptionnelles du groupe liées à l'offre publique d'achat et aux coûts de restructuration. Cela n'altère pas notre opinion positive sur l'action. De plus, nous réviserons notre méthodologie d'évaluation afin de reclasser Chargeurs en tant que société de portefeuille.

## Géographie du chiffre d'affaires



## Compte d'exploitation consolidé

	12/23A	12/24E	12/25E
Chiffre d'affaires	M€ 653	730	810
Croissance du CA	% -12,5	11,8	10,9
Variation des coûts de personnel	% -3,34	4,39	3,47
EBITDA	M€ 46,9	55,5	67,0
<b>Marge d'EBITDA(R)</b>	<b>% 7,18</b>	<b>7,60</b>	<b>8,27</b>
Dotations aux amortissements	M€ -20,3	-22,9	-24,2
Résultat opérationnel courant	M€ 21,2	26,6	36,5
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>M€ 22,0</b>	<b>27,4</b>	<b>37,3</b>
Résultat financier net	M€ -29,7	-20,0	-18,0
dt serv. des engagts de retraites	M€	-0,25	-0,87
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€		
Impôts sur les sociétés	M€ 11,1	3,60	0,53
Mises en équivalence	M€ -0,30	0,70	0,70
Intérêts minoritaires	M€ 0,30	0,30	0,30
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	<b>M€ 3,40</b>	<b>12,0</b>	<b>20,8</b>
NOPAT	M€ 15,6	20,8	28,7

## Tableau de financement

	12/23A	12/24E	12/25E
EBITDA	M€ 46,9	55,5	67,0
Variation du BFR	M€ -17,0	-12,5	-13,2
Dividendes reçus des SME	M€ 0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€ -5,60	3,60	0,53
Eléments exceptionnels	M€		
Autres cash flow d'exploitation	M€ -15,6		
Cash flow d'exploitation total	M€ 8,70	46,7	54,3
Investissements matériels	M€ -19,2	-19,4	-21,5
Flux d'investissement net	M€ -29,0	-29,4	-31,5
Charges financières nettes	M€ -29,7	-20,0	-18,0
Dividendes (maison mère)	M€ -8,60	0,00	-14,1
Dividendes payés aux minoritaires	M€ 0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€ -4,20	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€ 4,20	-19,8	-31,2
Variation de la trésorerie	M€ -16,1	-2,53	-8,52
<b>Cash flow disponible (avant div)</b>	<b>M€ -40,2</b>	<b>7,22</b>	<b>14,7</b>

## Données par action

	12/23A	12/24E	12/25E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio 23,5	23,5	23,5
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio 23,8	23,5	23,5
<b>BPA ajusté (at amort. surval. et dilut.)</b>	<b>€ 0,14</b>	<b>0,51</b>	<b>0,88</b>
Actif net réévalué par action	€		
<b>Dividende net par action</b>	<b>€ 0,00</b>	<b>0,60</b>	<b>0,70</b>

## Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	12,0 €	35 %	● AkzoNobel
Somme des parties	27,3 €	20 %	● Rentokil Initial
VE/Ebitda	4,23 €	20 %	● Quadient
P/E	7,40 €	10 %	● Teleperformance
Rendement	16,9 €	10 %	● Bureau Veritas
Cours/Actif net comptable	19,8 €	5 %	
Objectif de cours	13,9 €	100 %	

### Calcul NAV/SOTP

## Bilan

	12/23A	12/24E	12/25E
Survaleurs	M€ 205	212	218
Total actif incorporel	M€ 271	278	284
Immobilisations corporelles	M€ 85,0	92,0	99,0
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€ 5,60	5,60	5,60
BFR	M€ 23,6	36,1	49,3
Autres actifs courants	M€ 57,5	57,5	57,5
Actif total (net des engagements CT)	M€ 503	529	557
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>M€ 252</b>	<b>264</b>	<b>282</b>
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€		
Intérêts minoritaires	M€ -0,10	0,00	0,00
Provisions pour retraite	M€ 12,4	25,1	25,4
Autres prov. pour risques et charges	M€ 6,40	6,40	6,40
Total des prov. pr risques et charges	M€ 18,8	31,5	31,8
Charges d'IS	M€ -53,1	-53,1	-53,1
Autres charges	M€ 14,6	14,6	14,6
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>M€ 270</b>	<b>273</b>	<b>281</b>
Passifs totaux	M€ 503	529	557

## Capitaux employés

	12/23A	12/24E	12/25E
Capitaux investis	M€ 405	431	458

## Ratios de profits & risques

	12/23A	12/24E	12/25E
<b>ROE (après impôts)</b>	<b>% 0,56</b>	<b>4,64</b>	<b>7,62</b>
Rendement des capitaux investis	% 3,85	4,83	6,26
<b>Ratio d'endettement</b>	<b>% 89,6</b>	<b>103</b>	<b>98,3</b>
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x 5,76	4,91	4,20
Couverture des frais financiers	x 0,71	1,35	2,13

## Ratios de valorisation

	12/23A	12/24E	12/25E
<b>PER ajusté</b>	<b>x 82,7</b>	<b>23,6</b>	<b>13,6</b>
Rendement du cash flow disponible	% -14,5	2,56	5,22
P/ANC	x 1,10	1,07	1,00
<b>Rendement du dividende</b>	<b>% 0,00</b>	<b>5,00</b>	<b>5,83</b>

## Valeur d'entreprise

	12/23A	12/24E	12/25E
Capitalisation boursière	M€ 278	282	282
+ Provisions	M€ 18,8	31,5	31,8
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€ 0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€ 250	252	261
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€ 20,0	20,0	20,0
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€ 45,8	45,8	45,8
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€ 0,00	0,00	0,00
= Valeur d'entreprise	M€ 521	540	549
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x 11,1</b>	<b>9,73</b>	<b>8,19</b>
VE/CA	x 0,80	0,74	0,68

Analyste : Saïma Hussain, Changements de prévisions : 03/09/2024.