



# Chargeurs

Service aux entreprises / France

## Le pire est passé, Chargeurs Advanced Materials bénéficiant de l'amorce d'une reprise.

Publication Res./CA - 13/11/2023

Les différentes activités de Chargeurs sont restées pénalisées par un environnement difficile au T3 2023, conduisant à une baisse de 7,6% du chiffre d'affaires du groupe en organique. Néanmoins, le pire semble désormais passé, les ventes de la division Advanced Materials montrant des signes d'accélération, avec des volumes mensuels en septembre et octobre supérieurs à ceux observés en 2022. En outre, Chargeurs Museum Studio continue son statut de nouveau moteur de croissance. Les objectifs pour 2024 ont été confirmés.

### Actualité

- Chargeurs a publié un chiffre d'affaires en baisse de 7,6% en glissement annuel (en organique) à 150,8m€ au T3 2023, pénalisées par l'activité de Chargeurs Advanced Materials (ex Protective film) et Chargeurs Luxury Fibers (CLF).
- Les divisions Technologie et Luxury ont publié des baisses de chiffre d'affaires en organique de respectivement 6,1% et 12,3% au cours de la même période, avec des ventes de 112,7m€ et 38,1m€.
- Au T3 2023, à 64,1m€, le chiffre d'affaires de chargeurs Advanced Materials s'est replié de 13,9% en glissement annuel (en organique), affecté tant par un marché difficile que par un effet de saisonnalité lié au mois d'août.
- A 13,2m€, le chiffre d'affaires de Chargeurs Luxury Fibers s'est également fortement contracté, de 36,5% en glissement annuel (en organique), déprimé par un effet prix défavorable (forte baisse du prix de la laine conventionnelle avec -30% au T3 et -21% sur les 9 premiers mois de 2023) et un changement du mix produit (moins de laine conventionnelle et plus de laine certifiée Nativa) qui ne devrait pas peser sur la marge brute, la marge générée étant plus faible sur la laine conventionnelle que sur celle certifiée.
- En revanche, le chiffre d'affaires de Museum Studio (CMS) a résisté à 22,8m€ au T3 2023, affichant une progression de 13,6% en glissement annuel (en organique).
- Chargeurs a de nouveau confirmé ses prévisions pour 2024, tablant sur un chiffre d'affaires supérieur à 800 M€, une marge d'EBITDA comprise entre 9% et 10% et un multiple Dette/EBITDA inférieur à 3x.

€m	2023	2022	chg. 23 vs. 22	
			reported	like-for-like
Third quarter				
Technologies	112.7	132.7	-15.1%	-6.1%
Advanced Materials	64.1	76.8	-16.5%	-13.9%
PCC Fashion Technologies (incl. Healthcare Solutions)	48.6	55.9	-13.1%	+4.7%
PCC Fashion Technologies (excl. Healthcare Solutions)	48.6	55.8	-12.9%	+4.8%
Luxury	38.1	42.2	-9.7%	-12.3%
Museum Studio	22.8	20.4	+11.8%	+13.6%
Luxury Fibers	13.2	21.8	-39.4%	-36.5%
Personal Goods	2.1	-		
<b>CHARGEURS</b>	<b>150.8</b>	<b>174.9</b>	<b>-13.8%</b>	<b>-7.6%</b>



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

Achat	Potentiel: 119 %
Cours objectif à 6 mois	16,9 €
Cours	7,70 €
Cap. boursière M€	193
Momentum du cours	<b>DÉFAVORABLE</b>
Extrême 12 mois	6,40 ▶ 15,2
Sustainability score	2,3 / 10
Credit Risk	B ↗
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA

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

Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	-4,47 %	4,19 %	-28,7 %	-37,4 %
Services aux entreprises	-0,50 %	-6,94 %	-12,0 %	-11,9 %
STOXX 600	-0,21 %	-2,17 %	-4,51 %	2,64 %

Dernière maj : 16/09/2023	12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
PER ajusté (x)	18,3	19,9	10,4	5,94
Rendement net (%)	4,51	8,83	13,2	20,8
VE/EBITDA(R) (x)	8,72	7,21	5,99	4,57
BPA ajusté (€)	0,92	0,39	0,74	1,30
Croissance des BPA (%)	-29,2	-58,1	92,3	74,7
Dividende net (€)	0,76	0,68	1,02	1,60
Chiffre d'affaires (M€)	746	702	788	871
Marge opérationnelle coura...	6,08	4,99	6,16	8,00
Résultat net pdg (M€)	22,1	9,27	17,9	30,7
ROE (après impôts) (%)	8,08	3,38	6,52	10,5
Taux d'endettement (%)	53,5	71,8	75,3	71,8

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

## ■ Analyse

L'activité de Chargeurs reste à ce jour pénalisée par un environnement difficile, se traduisant par une baisse de son chiffre d'affaires de 7,6% en glissement annuel (en organique), à 150,8m€ au T3. Comme nous l'avons déjà mentionné, sa division plus exposée à la conjoncture macroéconomique du groupe, Chargeurs Advanced Materials (CAM), a le plus pesé sur les performances du groupe. Après une année 2021 exceptionnelle, portée par la reconstitution des stocks des clients, l'activité de la division est freinée par un déstockage opéré depuis 2022. Cela dit, elle a passé son point bas.

### **Chargeurs Advanced Materials prêt pour un rebond**

Au T3 2023, CAM a publié un chiffre d'affaires de 64,1m€, en repli de 13,9% en glissement annuel (en organique). Alors qu'à première vue, une telle contraction peut sembler alarmante, elle traduit en fait une amélioration des performances. Rappelons que cette même baisse avait atteint 27% au T1 2023 et 19,2% au T2 23 (à périmètre et taux de change constants). Malgré un marché difficile et un effet de saisonnalité lié au mois d'août, les volumes ont connu un cinquième mois consécutif de hausse en octobre, excédant leur niveau d'octobre 2022. Signe de la vigueur de l'embellie, la reprise des volumes a été observée dans toutes les régions – Asie, EMEA et Amériques.

### **Toujours pas de déclin dans la branche Mode**

Malgré un repli en données brutes de 12,9% en glissement annuel au T3 2023, à 48,6m€, le chiffre d'affaires de Chargeurs PCC Fashion Technologies (CFT PCC) a affiché une croissance organique de 4,8% en organique. La division a bénéficié d'un effet prix favorable découlant d'une hyperinflation en Argentine et d'un rebond des volumes en Asie. Chargeurs ne semble pas s'inquiéter de la légère baisse des ventes en Europe observée au T3, CFT PCC prévoyant d'étendre son réseau mondial à l'ensemble des segments de l'habillement et d'augmenter ses parts de marché.

### **Les musées s'affirment comme nouveaux moteurs de la croissance**

Comme au S1 23, Chargeurs Museum Studio (CMS) s'est affirmé en tant que nouveau relai de croissance, avec un chiffre d'affaires progression de 13,6% en glissement annuel, à 22,8m€, portant la croissance organique sur 9 mois à 35,9% en glissement annuel correspondant à un total des ventes de 84m€. Portée par la mise en œuvre de projets d'envergure mondiale, la division reste sur une bonne dynamique. Une telle performance est d'autant plus impressionnante que l'activité a été créée de toutes pièces. Elle a conduit la division à confirmer ses objectifs en termes de chiffre d'affaires pour 2023 et 2024, à respectivement 120m€ et 150m€.

### **Les marges de Chargeurs Luxury Fibers ne devraient pas être affectées par la contraction du chiffre d'affaires**

Chargeurs Luxury Fibers (CLF) a publié un chiffre d'affaires en repli de 36,5% en glissement annuel (en organique) au T3 2023, à 13,2m€ (contre 21,8m€ en 2022), pénalisé par la baisse des prix de la laine conventionnelle. Cela étant dit, chargeurs entend accélérer la concentration de ses ventes sur les fibres durables commercialisées sous la marque Nativa, ces dernières représentant désormais 20% du chiffre d'affaires contre 10% en 2022. De tels efforts devraient permettre à CLF de maintenir ses marges opérationnelles.

### **Les premiers chiffres publiés pour Chargeurs Personal Goods sont bons**

La division Chargeurs Personal Goods a enregistré de bonnes performances sur les 9 premiers mois de 2023, avec un chiffre d'affaires avoisinant 6,2m€. En l'absence d'année de référence, les marques Cambridge Satchel et Altessa

Studio ayant été consolidées en décembre 2022, nous pouvons néanmoins estimer que les perspectives pour la division sont bonnes. De nouveaux partenariats devraient être signés du côté de Cambridge Satchel et de nouveaux distributeurs, notamment les Galeries Lafayette, sont attendus pour Altesse Studio.

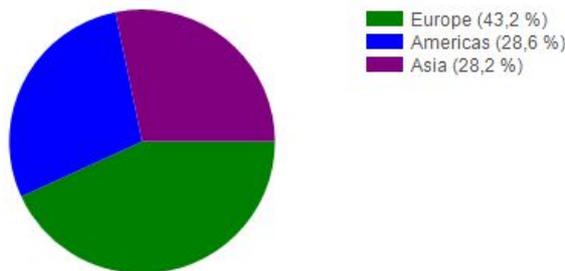
#### **Confirmation des prévisions pour 2024**

Compte tenu de l'évolution des volumes sur la période récente, le scénario d'une reprise progressive de l'activité de CAM se confirme. Il s'agit, selon nous, d'une très bonne nouvelle. Pour 2024, Chargeurs table toujours sur un chiffre d'affaires supérieur à 800 M€, une marge d'EBITDA comprise entre 9% et 10% et un multiple Dette/EBITDA inférieur à 3x.

#### **■ Impact**

S'il est probable que nous ajustons en baisse nos estimations de chiffre d'affaires pour Chargeurs Luxury Fibers, nos prévisions devraient être globalement inchangées.

## Géographie du chiffre d'affaires



## Compte d'exploitation consolidé

	12/22A	12/23E	12/24E
Chiffre d'affaires	M€ 746	702	788
Croissance du CA	% 1,33	-5,95	12,2
Variation des coûts de personnel	% 6,99	5,45	5,40
EBITDA	M€ 67,9	56,5	71,1
<b>Marge d'EBITDA(R)</b>	<b>% 9,10</b>	<b>8,05</b>	<b>9,02</b>
Dotations aux amortissements	M€ -22,5	-22,0	-24,7
Résultat opérationnel courant	M€ 38,9	28,4	39,5
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>M€ 38,5</b>	<b>23,4</b>	<b>34,5</b>
Résultat financier net	M€ -19,1	-20,5	-16,2
dt serv. des engagts de retraites	M€	-0,23	-0,96
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€		
Impôts sur les sociétés	M€ 2,50	5,69	-1,13
Mises en équivalence	M€ 0,00	0,70	0,70
Intérêts minoritaires	M€ 0,20	0,00	0,00
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	<b>M€ 22,1</b>	<b>9,27</b>	<b>17,9</b>
NOPAT	M€ 29,2	22,1	31,0

## Tableau de financement

	12/22A	12/23E	12/24E
EBITDA	M€ 67,9	56,5	71,1
Variation du BFR	M€ -40,5	-10,7	-14,6
Dividendes reçus des SME	M€ 0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€ -4,00	5,69	-1,13
Eléments exceptionnels	M€		
Autres cash flow d'exploitation	M€ -15,9	-8,00	-8,00
Cash flow d'exploitation total	M€ 7,50	43,5	47,4
Investissements matériels	M€ -10,8	-18,7	-21,0
Flux d'investissement net	M€ -23,1	-28,7	-31,0
Charges financières nettes	M€ -19,1	-20,5	-16,2
Dividendes (maison mère)	M€ -17,9	-13,2	-13,3
Dividendes payés aux minoritaires	M€ 0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€ -3,90	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€ -81,7	-8,09	-31,5
Variation de la trésorerie	M€ -97,3	6,73	-15,1
<b>Cash flow disponible (avant div)</b>	<b>M€ -22,4</b>	<b>4,34</b>	<b>10,2</b>

## Données par action

	12/22A	12/23E	12/24E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio 24,0	24,0	24,2
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio 24,0	24,0	24,1
<b>BPA ajusté (at amort. surval. et dilut.)</b>	<b>€ 0,92</b>	<b>0,39</b>	<b>0,74</b>
Actif net réévalué par action	€		
<b>Dividende net par action</b>	<b>€ 0,76</b>	<b>0,68</b>	<b>1,02</b>

## Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	16,9 €	35 %	● AkzoNobel
Somme des parties	32,2 €	20 %	● Rentokil Initial
VE/Ebitda	7,39 €	20 %	● Quadient
P/E	7,31 €	10 %	● Teleperformance
Rendement	15,4 €	10 %	● Bureau Veritas
Cours/Actif net comptable	15,4 €	5 %	
Objectif de cours	16,9 €	100 %	

### Calcul NAV/SOTP

## Bilan

	12/22A	12/23E	12/24E
Survaleurs	M€ 217	224	230
Total actif incorporel	M€ 276	283	289
Immobilisations corporelles	M€ 84,4	91,4	98,4
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€ 8,10	8,10	8,10
BFR	M€ 15,4	26,1	40,6
Autres actifs courants	M€ 49,0	49,0	49,0
Actif total (net des engagements CT)	M€ 475	500	529
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>M€ 280</b>	<b>268</b>	<b>280</b>
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€		
Intérêts minoritaires	M€ 0,20	0,20	0,20
Provisions pour retraite	M€ 12,6	27,3	28,7
Autres prov. pour risques et charges	M€ 13,1	13,1	13,1
Total des prov. pr risques et charges	M€ 25,7	40,4	41,8
Charges d'IS	M€ -42,8	-42,8	-42,8
Autres charges	M€ 30,4	30,4	30,4
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>M€ 182</b>	<b>203</b>	<b>219</b>
Passifs totaux	M€ 475	500	529

## Capitaux employés

	12/22A	12/23E	12/24E
Capitaux investis	M€ 413	438	466

## Ratios de profits & risques

	12/22A	12/23E	12/24E
<b>ROE (après impôts)</b>	<b>% 8,08</b>	<b>3,38</b>	<b>6,52</b>
Rendement des capitaux investis	% 7,06	5,06	6,65
<b>Ratio d'endettement</b>	<b>% 53,5</b>	<b>71,8</b>	<b>75,3</b>
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x 3,11	4,12	3,50
Couverture des frais financiers	x 2,04	1,40	2,60

## Ratios de valorisation

	12/22A	12/23E	12/24E
<b>PER ajusté</b>	<b>x 18,3</b>	<b>19,9</b>	<b>10,4</b>
Rendement du cash flow disponible	% -5,53	2,35	5,50
P/ANC	x 1,45	0,69	0,66
<b>Rendement du dividende</b>	<b>% 4,51</b>	<b>8,83</b>	<b>13,2</b>

## Valeur d'entreprise

	12/22A	12/23E	12/24E
Capitalisation boursière	M€ 405	185	186
+ Provisions	M€ 25,7	40,4	41,8
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€ 0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€ 152	173	188
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€ 29,5	29,5	30,1
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€ 20,7	20,7	20,7
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€ 0,00	0,00	0,00
= Valeur d'entreprise	M€ 592	408	425
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x 8,72</b>	<b>7,21</b>	<b>5,99</b>
VE/CA	x 0,79	0,58	0,54

Analyste : Saïma Hussain, Changements de prévisions : 16/09/2023.