



Chargeurs

Sociétés holdings / France

S1 : une véritable réussite

Publication Res./CA - 14/09/2020

Compte tenu de la difficulté du contexte, les performances de Chargeurs ont été remarquables au S1. La réactivité de la direction et d'excellentes performances en termes d'exécution ont permis au groupe de publier des résultats historiques au S1, portés par la nouvelle branche Chargeurs Healthcare Solutions. Même si le S2 et 2021 pourraient ne pas être aussi exceptionnels, les perspectives à long terme demeurent plus qu'encourageantes.

Actualité

- En hausse de +54% lfl, le chiffre d'affaires consolidé de Chargeurs s'est élevé à 519m€ au S1, porté par Chargeurs Healthcare Solutions dont les ventes ont atteint 254m€.
- Les meilleures performances qu'attendu en termes de CA se sont retrouvées au niveau du compte de résultat avec une hausse de l'EBITDA et du résultat opérationnel récurrent de respectivement +14% à 71m€ et de +12% à 60m€.
- La forte génération de liquidités des nouvelles activités comme des branches historiques a permis une stabilisation de la dette nette de Chargeur par rapport à 2019, à 122m€.
- Compte tenu de la qualité des résultats du S1, le groupe versera un acompte sur le dividende de 0,28€ par action.
- Les prévisions pour l'ensemble de 2020 ont été confirmées. Elles tablent sur un chiffre d'affaires et résultat opérationnel récurrent supérieurs à respectivement 750m€ et 60m€.

In € millions	H1 2020	H1 2019	H1 2020 vs H1 2019	Q2 2020 vs Q2 2019	Q1 2020 vs Q1 2019
Revenue	518.5	326.1	+59.0%	+119.1%	-2.3%
Like-for-like change			+54.4%	+112.3%	-4.7%
EBITDA	71.2	32.5			
as a % of revenue	13.7%	10.0%			
Recurring operating profit	59.5	22.7			
as a % of revenue	11.5%	7.0%			
Profit for the period	28.9	8.3			

Source: Company reports

Analyse

En avril dernier, au moment de l'annonce par Chargeurs de la création d'une cinquième division (nommée à l'époque Lainière Santé), nous avons perçu le potentiel de cette nouvelle branche en tant que moyen de contrebalancer l'impact des crises sanitaire et économique sur les activités traditionnelles. Nous avons en revanche complètement sous-estimé la capacité de Chargeurs à redéployer son outil industriel et à concentrer ses ressources et ses talents en vue de la création, à partir de zéro, d'une nouvelle ligne d'activité lui permettant de publier ses meilleurs résultats pour un S1 à ce jour.

Chargeurs Healthcare Solutions s'impose désormais comme un pilier du groupe,



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: 51,3 %

Cours objectif à 6 mois 28,2 €

Cours 18,6 €

Cap. boursière M€ 532

Momentum du cours **FORT**

Extrême 12 mois 8,61 ▶ 19,8

Bloomberg CRI FP Equity

Reuters CRIP.PA


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


Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	16,8 %	28,6 %	30,3 %	19,6 %
Autres Financières	2,18 %	0,20 %	8,95 %	3,97 %
STOXX 600	1,67 %	-1,85 %	4,22 %	-5,58 %

Dernière maj : 17/04/2020	12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
PER ajusté (x)	27,5	23,0	12,9	12,0
Rendement net (%)	4,14	4,56	4,83	5,10
VE/EBITDA(R) (x)	9,32	10,5	7,02	6,70
BPA ajusté (€)	0,66	0,81	1,44	1,55
Croissance des BPA (%)	-42,6	22,8	77,7	7,44
Dividende net (€)	0,75	0,85	0,90	0,95
Chiffre d'affaires (M€)	626	643	887	974
Marge opérationnelle coura...	6,61	6,35	8,43	8,84
Résultat net pdg (M€)	15,1	20,3	39,5	42,4
ROE (après impôts) (%)	6,42	6,93	10,7	10,4
Taux d'endettement (%)	51,9	38,8	38,8	47,7

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

avec des ambitions sans équivoque en matière de croissance organique, et témoigne de la volonté de la direction de tirer le meilleur parti des conditions exceptionnelles qui ont caractérisé le dernier semestre. Le chiffre d'affaires impressionnant (254m€) généré par la division au cours du seul T2 s'explique par l'augmentation de la demande d'équipements de protection individuelle (EPI). En seulement quelques mois, Chargeurs a mis à profit son expertise en matière de textiles techniques et de mobilisation de ses actifs industriels et des capacités logistiques générées par l'acquisition de PCC pour répondre à un carnet de commandes massif de 250m€.

Le carnet de commandes pour le S2 est certainement plus modeste, avoisinant 50m€. L'empressement des gouvernements et des institutions à remplir leurs stocks au S2 explique probablement en partie la prudence des prévisions de la direction à l'horizon de fin 2020. Même si les activités historiques devraient rester sous pression au S2, nous estimons néanmoins que le seuil des 750m€ de chiffre d'affaires devrait être facilement dépassé.

En ce qui concerne Chargeurs Protective Films, la division a bénéficié de sa diversification géographique, parvenant de fait à maintenir un niveau d'activité atténuant l'impact de la crise. A titre d'exemple, l'augmentation des commandes aux États-Unis a en partie compensé le ralentissement en Europe. A 134m€, la baisse du chiffre d'affaires a été relativement modeste (-6,3%). Plus important encore, la production a été rapidement ajustée, protégeant les marges, avec un EBITDA de 12,7m€ (marge de 9,5%) et un résultat opérationnel récurrent de 6,9m€ (marge de 5,2%).

Compte tenu de son exposition à ses clients de la mode et du luxe, CFT-PCC a été plus durement touché. A 66m€, le chiffre d'affaires de la division a chuté de 39%. Il convient toutefois de souligner que l'activité est restée rentable, générant un résultat opérationnel récurrent de 2,3m€ (marge de 3,5%). Elle a pour cela surtout bénéficié du pricing power et de l'optimisation de la base de fournisseurs de Chargeurs qui ont permis une stabilisation de la marge brute. Egalement fortement exposée au secteur de la mode et du luxe, l'activité de CLM a fortement souffert, avec un chiffre d'affaires en baisse de 30% à 40M€.

Quant à la nouvelle activité Chargeurs Museum Solutions, ses résultats publiés au titre du S1 ont bénéficié de l'intégration des dernières acquisitions de Chargeurs dans le domaine des services aux musées, D&P et Hypsos. En progression de 39% à 25m€, le chiffre d'affaires de la division a néanmoins chuté de 47% en données lfl. Bien que l'activité ait été mécaniquement affectée par les mesures de confinement, la direction a tenu à souligner qu'elle n'avait fait face à aucune annulation de contrat (uniquement des reports) et qu'elle était parvenue à remporter de nouveaux projets lors d'appels d'offres. La performance en données lfl s'explique simplement par le ralentissement du secteur traditionnel des textiles techniques découlant de la mauvaise tenue des ventes au détail.

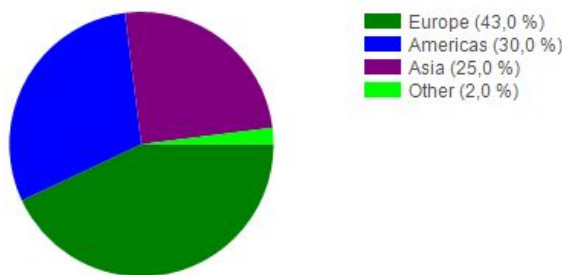
La génération de cash a été le véritable point à retenir du communiqué. L'excellente performance de CHS et la résistance des principales activités du groupe se sont traduites par un cash-flow opérationnel de 71m€, couvrant entièrement les acquisitions réalisées dans le secteur des services aux musées. Par conséquent, la dette nette du groupe est restée stable à 122m€ et l'EBITDA a progressé, conduisant à une réduction du ratio dette nette/EBITDA à un solide 1,2x au S1 (contre 2x en 2019), une performance remarquable compte tenu de la situation actuelle des marchés.

■ Impact

Les résultats du S1 ont excédé nos anticipations les plus optimistes tant ils sont impressionnants. Par conséquent, nos prévisions pour 2020 devront être fortement révisées à la hausse, en particulier en termes de marges opérationnelles.

La plus grande prudence des prévisions pour 2021 par rapport à nos projections actuelles devrait en partie compenser cet ajustement. Néanmoins, les perspectives à long terme demeurent solides. Notre conviction est encore renforcée par les excellentes performances de Chargeurs en termes de préparation comme d'exécution en cette période compliquée et très instable.

Géographie du chiffre d'affaires



Compte d'exploitation consolidé

	12/19A	12/20E	12/21E
Chiffre d'affaires	M€ 626	643	887
Croissance du CA	% 9,23	2,73	37,8
Variation des coûts de personnel	% 7,15	28,5	32,7
EBITDA	M€ 60,0	60,6	97,2
Marge d'EBITDA(R)	% 9,58	9,42	11,0
Dotations aux amortissements	M€ -18,6	-19,7	-22,5
Résultat opérationnel courant	M€ 38,9	37,4	69,7
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€ 31,9	30,4	61,7
Résultat financier net	M€ -11,5	-12,8	-16,8
dt serv. des engagts de retraites	M€ -0,30	-0,14	-0,21
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€		
Impôts sur les sociétés	M€ -4,92	2,23	-5,98
Mises en équivalence	M€ -0,40	0,50	0,50
Intérêts minoritaires	M€ 0,00	0,00	0,00
Résultat net ajusté, pdg	M€ 15,1	20,3	39,5
NOPAT	M€ 27,0	26,8	49,5

Tableau de financement

	12/19A	12/20E	12/21E
EBITDA	M€ 60,0	60,6	97,2
Variation du BFR	M€ -13,3	-11,5	0,00
Dividendes reçus des SME	M€ 0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€ -3,30	2,23	-5,98
Eléments exceptionnels	M€		
Autres cash flow d'exploitation	M€ -8,10	-8,00	-8,00
Cash flow d'exploitation total	M€ 35,3	43,3	83,2
Investissements matériels	M€ -25,3	-17,0	-18,0
Flux d'investissement net	M€ -34,7	-87,0	-88,0
Charges financières nettes	M€ -11,5	-12,8	-16,8
Dividendes (maison mère)	M€ -8,60	-17,6	-24,2
Dividendes payés aux minoritaires	M€ 0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€ -9,80	100	0,00
Flux financiers totaux	M€ -15,2	55,9	-50,5
Variation de la trésorerie	M€ -16,1	12,2	-55,3
Cash flow disponible (avant div)	M€ -1,50	13,5	48,4

Données par action

	12/19A	12/20E	12/21E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio 22,7	27,4	27,4
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio 22,8	25,1	27,4
BPA ajusté (at amort. surv. et dilut.)	€ 0,66	0,81	1,44
Actif net réévalué par action	€		
Dividende net par action	€ 0,75	0,85	0,90

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	26,6 €	55 %	● Ackermans & van H...
Rendement	34,1 €	20 %	● Wacker Chemie
DCF	34,0 €	10 %	● AkzoNobel
P/E	24,7 €	10 %	● Solvay
Cours/Actif net comptable	17,7 €	5 %	● Bolloré
Objectif de cours	28,2 €	100 %	● GBL
			● Sonae
			● Hal Trust

Calcul NAV/SOTP

Bilan

	12/19A	12/20E	12/21E
Survaleurs	M€ 136	182	228
Total actif incorporel	M€ 173	220	266
Immobilisations corporelles	M€ 87,3	110	134
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€ 12,6	20,0	25,0
BFR	M€ 48,5	60,0	60,0
Autres actifs courants	M€ 31,6	32,0	35,0
Actif total (net des engagements CT)	M€ 386	480	562
Capitaux propres part du groupe	M€ 232	354	387
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€		
Intérêts minoritaires	M€ 0,00	0,00	0,00
Provisions pour retraite	M€ 18,3	16,2	16,5
Autres prov. pour risques et charges	M€ 0,40	0,50	0,50
Total des prov. pr risques et charges	M€ 18,7	16,7	17,0
Charges d'IS	M€ -27,7	-30,0	-30,0
Autres charges	M€ 13,4	13,4	13,4
Endettement net / (trésorerie)	M€ 149	126	174
Passifs totaux	M€ 386	480	562

Capitaux employés

	12/19A	12/20E	12/21E
Capitaux investis	M€ 322	411	485

Ratios de profits & risques

	12/19A	12/20E	12/21E
ROE (après impôts)	% 6,42	6,93	10,7
Rendement des capitaux investis	% 8,41	6,52	10,2
Ratio d'endettement	% 51,9	38,8	38,8
Dettes nettes ajustées/EBITDA(R)	x 2,48	2,08	1,79
Couverture des frais financiers	x 3,47	2,95	4,20

Ratios de valorisation

	12/19A	12/20E	12/21E
PER ajusté	x 27,5	23,0	12,9
Rendement du cash flow disponible	% -0,36	2,64	9,49
P/ANC	x 1,77	1,44	1,32
Rendement du dividende	% 4,14	4,56	4,83

Valeur d'entreprise

	12/19A	12/20E	12/21E
Capitalisation boursière	M€ 411	511	511
+ Provisions	M€ 18,7	16,7	17,0
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€ 0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€ 149	126	174
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€ 0,00	0,00	0,00
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€ 19,3	19,3	19,3
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€ 0,00	0,00	0,00
= Valeur d'entreprise	M€ 559	634	683
VE/EBITDA(R)	x 9,32	10,5	7,02
VE/CA	x 0,89	0,99	0,77

Analyste : Jorge Velandia, Changements de prévisions : 17/04/2020.