



Chargeurs

Sociétés holdings / France

Résultats S1 2021 : de solides performances opérationnelles et des carnets de commandes record renforcent la confiance dans les perspectives pour 2022

Publication Res./CA - 13/09/2021

Le groupe a publié des résultats S1 2021 encourageants, soutenus principalement par les bonnes performances de Protective Films et de Healthcare Solutions. L'ensemble des divisions ont néanmoins contribué positivement à la rentabilité du groupe. Après avoir généré une trésorerie opérationnelle de 131m€ au cours des 18 derniers mois, Chargeurs détient un trésor de guerre important et renoue avec une stratégie active en termes d'acquisition. Sur le front de la croissance organique, la solidité des carnets de commandes dans ses principales activités laisse entrevoir une bonne année 2022.

Actualité

- Chargeurs a publié un chiffre d'affaires total de 372m€ au titre du S1, en progression de 14% lfl par rapport au S1 2019, soit avant la pandémie. Après retraitement de la contribution exceptionnelle de CHS au S1 2020, le CA a diminué de 28% en glissement annuel.
- Alors que l'EBITDA consolidé s'établit à 46m€ (marge de 12,4%), le ROPA a atteint 34m€, un niveau correspondant à une marge de 9,1%.
- La génération de trésorerie a été très importante, à 58m€ pour la seule composante opérationnelle, contribuant à faire baisser le niveau de la dette nette à 89m€ (contre 127m€ à fin décembre 2020).
- Compte tenu des bons résultats du S1, le groupe a décidé de verser un acompte sur dividende d'un montant de 0,48€ par action.

*Les perspectives pour 2021 dépendent de l'évolution de la crise sanitaire toujours en cours et de la reprise de l'activité au sein de ses principales divisions, ces dernières restant affectées (notamment CFT et CLM). Néanmoins, la direction se dit "très confiante" concernant 2022.

€m	H1 2021	H1 2019	change
Revenue	372.4	326.1	+14.2%
EBITDA	46.3	32.5	+42.5%
<i>As a % of revenue</i>	<i>12.4%</i>	<i>10.0%</i>	
Recurring operating profit	34.0	22.7	+49.8%
<i>As a % of revenue</i>	<i>9.1%</i>	<i>7.0%</i>	
Attributable net profit	24.7	8.3	+197.6%
Net cash from operating activities	58.0	0.5	x 116

Source: Company reports



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: 30,9 %
Cours objectif à 6 mois	34,8 €
Cours	26,6 €
Cap. boursière M€	647
Momentum du cours	FORT
Extrême 12 mois	15,3 ▶ 26,6
Sustainability score	3,1 / 10
Credit Risk	BB →
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA


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


Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	14,3 %	15,3 %	20,1 %	58,4 %
Autres Financières	-0,57 %	0,21 %	7,96 %	30,1 %
STOXX 600	-1,18 %	-1,68 %	2,59 %	26,9 %

Dernière maj : 31/05/2021	12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
PER ajusté (x)	9,00	23,6	20,5	17,0
Rendement net (%)	8,34	2,26	2,45	2,71
VE/EBITDA(R) (x)	5,48	11,2	10,2	8,20
BPA ajusté (€)	1,76	1,13	1,30	1,56
Croissance des BPA (%)	167	-35,9	15,0	20,5
Dividende net (€)	1,32	0,60	0,65	0,72
Chiffre d'affaires (M€)	822	711	761	846
Marge opérationnelle coura...	9,65	7,47	8,27	8,95
Résultat net pdg (M€)	41,0	26,2	30,3	36,8
ROE (après impôts) (%)	17,5	11,4	12,7	13,4
Taux d'endettement (%)	75,7	93,8	79,1	61,4

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

■ Analyse

Il convient tout d'abord de préciser que les résultats du S1 2020 présentaient un caractère exceptionnel, 254m€ sur les 519m€ de chiffre d'affaires publiés au titre de la période s'expliquant par l'explosion de la demande d'équipements de protection individuelle liée à la pandémie. Dans ce contexte, une comparaison avec les niveaux d'avant la crise sanitaire paraît plus appropriée, laissant apparaître une progression encourageante de 11,6% du chiffre d'affaires par rapport au S1 2019, et ce bien que l'activité au sein de CFT-PCC et de CLM ne se soit pas encore complètement remise, les restrictions pesant sur le commerce de détail non essentiel n'étant levées que progressivement au sein des différents pays.

Des résultats encourageants portés par Protective Films

La croissance du chiffre d'affaires sur le semestre s'explique par les performances record de CPF, dont le CA, à 169m€ a progressé de respectivement 29% lfl et 21% lfl en glissement annuel par rapport au S1 2020, et au S1 2019. Comme nous l'avons évoqué en avril dernier pour justifier la révision de nos estimations, CPF était placé en première ligne pour tirer parti de la forte demande de biens industriels et de matériaux de construction, ses marges bénéficiant de la gamme de produits haut de gamme de la division et des capacités de production à la pointe du progrès. La tendance s'est depuis vérifiée, le raffermissement de la demande émanant des secteurs du bâtiment et de l'électroménager ayant conduit à une hausse du carnet de commandes correspondant à un quasi doublement par rapport à son niveau "normalisé".

Sur le front des marges, Chargeurs a pu minimiser l'impact de la flambée du prix du polyéthylène grâce à son fort pricing power, en répercutant en partie la hausse sur les consommateurs, et en bénéficiant de contrats d'approvisionnement signés dans le passé à des prix de vente plus avantageux. De fait, le résultat opérationnel sous-jacent a atteint 12m€, correspondant à une marge de 8,4% (contre 8,0% attendu par Alphavalue).

Les perspectives bénéficient de la normalisation post-Covid

Concernant CHS, si le chiffre d'affaires s'est normalisé par rapport à la conjoncture exceptionnelle du marché des EPI au S1 2020 (à 71m€ contre 254m€ l'an dernier), la rentabilité opérationnelle de la division s'est améliorée, portée par la priorité donnée aux biens de haute qualité et aux services conformément à la philosophie de Chargeurs. Le ROPA s'établit à 18m€, correspondant à une marge solide de 25,4%. Le lancement de nouveaux produits et la signature de contrats de distribution avec un certain nombre de partenaires du secteur de la santé et des soins personnels devraient porter le chiffre d'affaires 2021 dans le haut de la fourchette de prévision du groupe (entre 50m€ et 100m€).

En ce qui concerne Museum Solutions, l'intégration de D&P et Hypsos a entraîné un effet de périmètre favorable, le CA de la division progressant de 9,6% lfl en glissement annuel. Le redémarrage partiel des activités hors musées et la forte rentabilité opérationnelle de D&P ont également contribué à améliorer fortement les marges en glissement annuel (passées de 3,2% à 9,9% au S1 2021). Compte tenu de la levée progressive des mesures de restriction liées à la crise sanitaire, une normalisation de l'activité est désormais attendue. Le potentiel d'amélioration est donc important pour 2022, notamment pour les segments exposés au commerce de détail et aux salons professionnels.

Quant à CFT-PCC et CLM, les deux divisions restent exposées à la faiblesse des secteurs de la mode et du commerce de détail, avec une quasi-stagnation de leur chiffre d'affaires en glissement annuel. Néanmoins, il existe un certain nombre de

signes encourageants. Ainsi, le niveau du carnet de commandes de CFT excède désormais celui d'août 2019 et l'environnement de marché devrait s'améliorer au S2 et en 2022 grâce à la réouverture progressive des économies dans un contexte de fin de pandémie.

Une solide génération de trésorerie encourage une stratégie offensive en termes de croissance externe

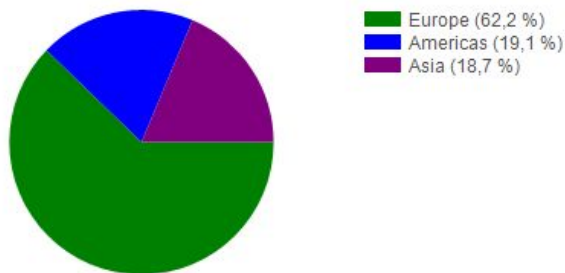
Globalement, le ROPA consolidé a atteint 34m€, correspondant à une marge de 9,1%, un niveau supérieur à notre prévision (28m€). La solidité des performances opérationnelles et une gestion efficace du BFR ont conduit à une forte génération de trésorerie au S1, à 58m€. Outre une réduction drastique de la dette nette à 1,1x l'EBITDA, une telle performance a contribué à augmenter la liquidité jusqu'à pratiquement 400m€. Sur cette base, le groupe dispose de fortes marges de manœuvre pour poursuivre sa croissance externe, la direction prônant une stratégie plus agressive en termes d'acquisition, avec des effets déjà visibles avec l'annonce d'une acquisition au Royaume Uni dans le luxe.

Selon nous, cette nouvelle acquisition est pleinement conforme à l'évolution naturelle de Chargeurs, correspondant aux ambitions du groupe dans les secteurs à haute valeur ajoutée et à faible intensité capitalistique. Elle pourrait conduire à la création d'un sixième pilier susceptible d'aider le groupe à atteindre ses objectifs à l'horizon 2025.

■ Impact

Les perspectives pour le S2 restant tributaires de la réouverture complète des économies sur fond de fin progressive de la crise sanitaire, nous n'ajusterons qu'à la marge nos prévisions actuelles, en particulier pour les divisions qui ont été les plus affectées, à savoir CFT-PCC et CLM. Pour 2022, la confiance affichée par la direction concernant ses prévisions et la très bonne visibilité découlant du niveau record du carnet de commandes, notamment pour CPF, soutiennent nos prévisions actuelles et notre recommandation positive.

Géographie du chiffre d'affaires



Compte d'exploitation consolidé

		12/20A	12/21E	12/22E
Chiffre d'affaires	M€	822	711	761
Croissance du CA	%	31,3	-13,5	6,92
Variation des coûts de personnel	%	5,36	9,75	7,31
EBITDA	M€	102	72,8	78,7
Marge d'EBITDA(R)	%	12,5	10,2	10,3
Dotations aux amortissements	M€	-20,6	-20,8	-19,9
Résultat opérationnel courant	M€	79,3	48,7	55,3
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	55,8	40,7	47,3
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	-4,56	-6,43
Mises en équivalence	M€	-1,70	0,50	0,50
Intérêts minoritaires	M€	0,70	0,00	0,00
Résultat net ajusté, pdg	M€	40,3	26,2	30,3
NOPAT	M€	54,0	34,8	39,4

Tableau de financement

		12/20A	12/21E	12/22E
EBITDA	M€	102	72,8	78,7
Variation du BFR	M€	2,60	1,22	0,26
Dividendes reçus des SME	M€	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€	-6,40	-4,56	-6,43
Eléments exceptionnels	M€			
Autres cash flow d'exploitation	M€	-14,6	-8,00	-8,00
Cash flow d'exploitation total	M€	84,0	61,5	64,5
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	-15,4	-11,8
Cash flow disponible (avant div)	M€	59,6	34,5	36,2

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
BPA ajusté (at amort. surval. et dilut.)	€	1,76	1,13	1,30
Actif net réévalué par action	€			
Dividende net par action	€	1,32	0,60	0,65

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	38,9 €	55 %	Ackermans & van H...
Rendement	29,1 €	20 %	Wacker Chemie
DCF	37,5 €	10 %	AkzoNobel
P/E	29,8 €	10 %	Solvay
Cours/Actif net comptable	17,5 €	5 %	Bolloré
Objectif de cours	34,8 €	100 %	GBL
			Sonae
			Hal Trust

[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€	19,6	18,4	18,1
Autres actifs courants	M€	71,4	35,0	37,0
Actif total (net des engagements CT)	M€	456	433	449
Capitaux propres part du groupe	M€	237	223	254
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€	22,2	13,4	13,4
Endettement net / (trésorerie)	M€	211	208	193
Passifs totaux	M€	456	433	449

Capitaux employés

		12/20A	12/21E	12/22E
Capitaux investis	M€	377	390	404

Ratios de profits & risques

		12/20A	12/21E	12/22E
ROE (après impôts)	%	17,5	11,4	12,7
Rendement des capitaux investis	%	14,3	8,92	9,75
Ratio d'endettement	%	75,7	93,8	79,1
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	2,43	3,39	2,96
Couverture des frais financiers	x	8,62	4,73	5,16

Ratios de valorisation

		12/20A	12/21E	12/22E
PER ajusté	x	9,00	23,6	20,5
Rendement du cash flow disponible	%	16,3	5,57	5,80
P/ANC	x	1,54	2,78	2,46
Rendement du dividende	%	8,34	2,26	2,45

Valeur d'entreprise

		12/20A	12/21E	12/22E
Capitalisation boursière	M€	366	620	624
+ 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€	173	169	154
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€	38,1	38,9	39,6
- 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€	562	814	804
VE/EBITDA(R)	x	5,48	11,2	10,2
VE/CA	x	0,68	1,14	1,06

Analyste : Jorge Velandia, Changements de prévisions : 31/05/2021.