

Cette analyse a été commandée et financée par l'entreprise concernée et constitue donc un avantage non-monnaire mineur tel que défini par MIFID2

Chargeurs

Des objectifs ambitieux à l'horizon 2025, portés par le luxe.

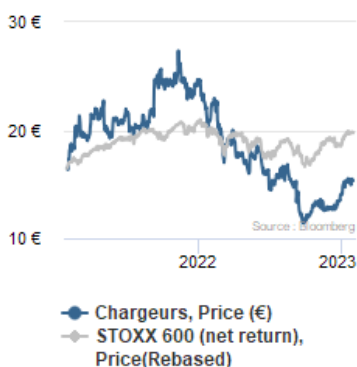
Opinion	Achat
Upside (%)	77,9
Cours (€)	15,33
Objectif de cours (€)	27,3
Bloomberg Code	CRI FP
Capitalisation boursière (M€)	381
Enterprise Value (M€)	519
Momentum	FORT
Sustainability	3/10
Credit Risk	BBB→

Analyste financier

Saima Hussain

+33 (0) 1 70 61 10 50

supportservices@alphavalue.eu



Conflits d'intérêts

Contrat de liquidité	Non
Activité de placement (actions/obligations)	Non
Intérêt personnel de l'analyste	Non
Conseil auprès de l'émetteur	Non
Recherche financée par l'émetteur	Oui
Rencontres investisseurs payées par l'émetteur	Non
Activité de négociation sur titre chez AlphaValue	Non
Client de la recherche AlphaValue	Oui

POUR

- Se concentrant sur la croissance rentable et pertinente, Chargeurs a un penchant affirmé pour le développement d'activités de niche à faible intensité capitalistique
- La création de Healthcare Solutions est preuve d'une gestion judicieuse et efficace, devenant un actif fantastique qui a permis au groupe de faire un bond en avant dans ses ambitions de diversification
- L'activité principale, Protective Films, présente un potentiel remarquable en termes de FCF tant les besoins en qualité au sein des processus industriels sont importants.

CONTRE

- En raison de sa petite taille en terme nominal, le groupe peut passer en dessous des radars de la plupart des investisseurs
- Les conditions de marché difficiles dans l'industrie de la mode continueront à peser sur les activités du CFT-PCC au cours de l'exercice 21, avec une reprise matérielle attendue seulement pour l'exercice 22.
- Depuis 2019, le PDG a acquis une position largement majoritaire dans Columbus, holding de contrôle avec 30% de Chargeurs. C'est une bonne nouvelle pour les minoritaires. Cependant l'actionnariat précis de Columbus reste inconnu.

Chiffres Clés	12/20A	12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
PER ajusté (x)	10,3	17,7	19,5	12,4	9,22
Rendement net (%)	8,34	5,37	4,98	7,05	9,52
VE/EBITDA(R) (x)	4,65	9,03	8,67	6,49	5,37
BPA ajusté (€)	1,53	1,30	0,86	1,24	1,66
Croissance des BPA (%)	132	-14,9	-33,7	43,1	34,6
Dividende net (€)	1,32	1,24	0,84	1,08	1,46
Chiffre d'affaires (M€)	822	737	752	827	892
Marge opérationnelle courant (%)	9,65	6,88	5,28	6,45	7,64
Résultat net pdg (M€)	35,7	30,6	20,6	29,4	39,8
ROE (après impôts) (%)	15,2	12,1	7,57	10,1	12,4
Taux d'endettement (%)	58,0	45,6	45,6	43,9	38,7

Comptes détaillés à la fin de ce rapport

Ratios clés

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
PER ajusté	x	17,7	19,5	12,4	9,22
VE/EBITDA	x	9,03	8,67	6,49	5,37
P/ANC	x	2,07	1,45	1,20	1,09
Rendement du dividende	%	5,37	4,98	7,05	9,52
Rendement du cash flow libre	%	9,82	4,76	8,10	10,0
Rendement des fonds propres (ROE)	%	12,1	7,57	10,1	12,4
Rendement des capitaux investis	%	10,0	7,29	9,78	11,9
Dette nette/EBITDA	x	2,01	2,60	2,06	1,67

Compte d'exploitation consolidé

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Chiffre d'affaires	M€	737	752	827	892
EBITDA	M€	73,8	64,1	80,1	96,5
Résultat opérationnel courant	M€	45,2	35,3	50,8	66,7
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	41,2	31,3	44,8	59,7
Résultat financier net	M€	-10,6	-11,6	-10,5	-11,0
Profits avant impôts et exceptionnels	M€	30,6	19,7	34,3	48,7
Impôts sur les sociétés	M€	-0,50	0,16	-5,59	-9,64
Résultat net pdg	M€	30,6	20,6	29,4	39,8
Résultat net ajusté, pdg	M€	30,6	20,6	29,4	39,8

Tableau de financement

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Cash flows d'exploitation total	M€	77,9	38,8	54,1	63,9
Investissements matériels	M€	-13,0	-8,20	-14,0	-16,0
Flux d'investissement net	M€	-16,9	-18,2	-24,0	-26,0
Dividendes (maison mère)	M€	-17,7	-24,1	-15,0	-20,7
Augmentation de capital	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	-54,0	-39,1	-75,4	-54,4
Variation de la dette nette	M€	35,0	-17,8	2,34	4,05
Cash flow disponible (avant div)	M€	54,3	19,0	29,6	36,9

Bilan

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Survaleurs	M€	189	195	202	209
Total actif incorporel	M€	238	245	251	258
Immobilisations corporelles	M€	85,3	92,3	99,3	106
Droits de tirage	M€	31,4	32,0	32,7	33,3
BFR	M€	-18,0	-0,50	11,9	26,8
Actif total (net des engagements CT)	M€	418	453	479	509
Capitaux propres part du groupe	M€	267	276	305	338
Provisions pour retraite	M€	14,6	22,6	22,8	23,1
Endettement net / (trésorerie)	M€	117	135	133	129
Passifs totaux	M€	418	453	479	509

Données par action

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	€	1,30	0,86	1,24	1,66
Dividende net par action	€	1,24	0,84	1,08	1,46
Cash flow libre par action	€	2,31	0,80	1,25	1,54
Actif net comptable par action	€	11,2	11,7	12,8	14,1
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	23,5	23,8	23,8	23,9

Table des matières

Activités et tendances.....	4
Mécanismes de profit.....	11
Valorisation.....	16
DCF.....	18
Actif net	19
Dette.....	20
A Savoir.....	21
Durabilité.....	23
Gouvernance & Management.....	24
Environnement.....	26
Social.....	27
Effectifs et retraites.....	29
Mises à jour.....	30
Objectif de cours & Opinion.....	42
Graphiques.....	43
Comptes.....	47
Méthodologie.....	57

Activités et tendances

Sous l'égide d'un nouveau propriétaire-gérant depuis 2015, Chargeurs est passé discrètement du statut de holding cherchant à rembourser ses banquiers à celui de groupe industriel investissant dans la croissance rentable. Cette "redynamisation" est une réussite, déployée principalement sur les secteurs d'activité préexistants, s'accompagnant en fin de période du développement de nouveaux axes de croissance au travers d'acquisitions stratégiques et d'une réallocation des actifs industriels existants.

Bien que nous ayons initialement perçu Chargeurs comme un conglomerat industriel, étant donnée l'importance de la part de ses activités quotidiennes déléguées à ses différentes unités opérationnelles, la stratégie poursuivie par le nouveau propriétaire et le développement de nouvelles activités à faible intensité capitalistique par la scission des segments de croissance existants en divisions à part entière (Healthcare Solutions et Museum Solutions) nous conduisent à revoir nos positions. Nous considérons donc Chargeurs comme un groupe industriel du secteur de la logistique dont les filiales proposent un grand nombre de services B2B, avec une faible intensité en capital.

La gestion active consiste à rechercher de la croissance sur des marchés de niche ayant une portée mondiale. Sans surprise, la "niche au sein de marchés mondiaux" est la caractéristique commune des quatre secteurs d'activité historiques.

Cette étendue géographique de Chargeurs constitue clairement un atout dans la mesure où la croissance peut se construire à partir d'un réseau léger d'unités commerciales, d'usines et de bureaux.

Après une première phase de relance/redéfinition de la stratégie, la direction de Chargeurs a été rajeunie et a renforcé ses compétences en termes d'acquisitions. Après avoir accumulé les moyens financiers en 2017, Chargeurs a lancé ses premières grandes opérations en 2018, à la fois par des acquisitions et en augmentant les capex et opex avec l'objectif d'un pay back immédiat.

A la mi-2019, Chargeurs est présent dans quatre secteurs d'activité distincts. Les ambitions du groupe en termes de croissance (doublement du chiffre d'affaires d'ici 2021) laissent toutefois entrevoir la perspective d'une acquisition de taille plus conséquente. Début 2020, l'acquisition de D&P Incorporated, le leader du marché américain des services aux musées, a confirmé cette tendance. Cette entrée stratégique dans le périmètre du groupe sera le fer de lance de la refonte de l'activité historique des substrats techniques en une nouvelle division baptisée "Museum Solutions".

Il convient également de souligner que la nouvelle équipe de direction a largement réussi à capturer les tendances sociétales au profit de la société : l'accent est au digital, à la "premiumisation" et au haut de gamme, à l'adoption des exigences ESG et à se jouer de la complexité des "supply chains" de plus en plus élaborées. Si la démarche n'est pas originale, Chargeurs se démarque par son agilité à tirer parti de cette évolution.

Healthcare Solutions, un coup de maître dans l'adversité

Cet atout s'est avéré précieux en début de pandémie, Chargeurs, comme de nombreux conglomérats industriels, devant alors faire face à des perspectives plus sombres. Pour répondre à la vigueur de la demande en équipements de protection individuelle, Chargeurs a pu mobiliser rapidement son expertise, ses capacités de production et le réseau de fournisseurs de sa division PCC Fashion Technologies pour créer une nouvelle division proposant une gamme de produits EPI (masques, blouses, gants de protection, etc.).

La réorientation des équipes commerciales, le déplacement des capacités de production et la coordination des moyens logistiques nécessaires au développement de la division "Healthcare Solutions" ont témoigné des progrès réalisés par la direction ces dernières années en matière de réorganisation de Chargeurs.

La création de facto de sa cinquième division a permis à Chargeurs de compenser entièrement l'impact de la crise sanitaire sur ses activités traditionnelles, portant ainsi son chiffre d'affaires au niveau record de 822m€ en 2020, tout en offrant par ailleurs de toutes nouvelles perspectives en matière d'expansion. Cette fois-ci, la croissance est davantage de nature organique et ne repose plus sur les acquisitions. Ce changement présente l'avantage de réduire les besoins en capital et d'exclure l'hypothèse d'un nouveau financement ou d'une éventuelle augmentation de capital comme dans nos précédentes estimations.

Au-delà d'une contribution au chiffre d'affaires supérieure à nos anticipations initiales à 304m€, la rentabilité exceptionnelle d'une division qui n'existait pourtant pas encore début 2020 apparaît comme la cerise sur le gâteau, sa marge opérationnelle récurrente atteignant 20,9%.

Si les très bonnes performances de 2020 ne devraient pas être reproduites en 2021, la pandémie étant maîtrisée grâce aux campagnes de vaccination en cours, la prévision de Chargeurs d'un chiffre d'affaires de CHS compris entre 50m€ et 100m€ en 2021 confirme que le groupe a su se doter d'un atout stratégique qui soutiendra ses ambitions en matière de croissance, comme le soulignent par ailleurs les objectifs du nouveau plan stratégique à l'horizon 2025.

Chargeurs Films de Protection reste la machine à cash de Chargeurs

Chargeurs Films de Protection est leader mondial en matière de films plastiques et de solutions techniques pour la protection de surface, avec 40 ans d'expérience et une part de marché estimée à plus de 25%.

Les principaux utilisateurs finaux (des secteurs de la construction, de l'électroménager, de l'électronique, des transports et de l'automobile) reflètent les progrès de la mondialisation de l'économie (les composants proviennent du monde entier et doivent être transportés et protégés) accélérés par la recherche constante d'amélioration de la qualité, qui passe par la protection de l'ensemble des éléments constituant les produits finis. L'utilisation de films jetables de plus en plus fins et des encollages associés implique aussi des effets mix positifs sur le long terme. Les films minces sont également très

utilisés dans certains procédés de fabrication, tels que l'estampage où ils renforcent les propriétés mécaniques. Leur manipulation à grande vitesse de déroulement repose sur une technologie plutôt complexe pour éviter qu'ils ne cassent et ne génèrent de trop importantes nuisances sonores.

Les films minces font partie de ces activités vitales (et malgré tout discrètes) pour lesquelles le client a besoin d'une prestation de qualité pour un composant à peine perceptible dans le coût final du produit. Le service a en effet autant de valeur que le film lui-même. Chargeurs a renforcé ce lien en acquérant en 2017 des concepteurs et fabricants de machines à filmer, permettant de fidéliser sa clientèle et d'améliorer sa proposition de valeur. En outre, la nouvelle ligne de production italienne opérationnelle depuis fin 2019 a renforcé l'orientation premium de la production.

En 2020, alors que l'environnement commercial a été la plupart du temps très difficile au sein des principaux marchés de CPF, la division a pu récupérer la majeure partie du terrain perdu, clôturant l'exercice avec un chiffre d'affaires de 270,4m€, en recul de seulement -1,8% en données Ifl par rapport à 2019.

Les performances en termes de rentabilité ont également plutôt bien résisté, les produits de CPF étant essentiels aux chaînes d'approvisionnement industrielles partout dans le monde, tandis que le positionnement sur le marché haut de gamme de la division contribue à freiner l'érosion de ses marges. La baisse a été modeste, la marge opérationnelle passant de 8,5% en 2019 à 6,3% (17,0m€) en 2020. La bonne tenue du ROPA devrait annoncer une amélioration significative en 2021, les volumes devant alors retrouver leurs niveaux d'avant la pandémie.

Chargeurs Films de Protection reste le métier de Chargeurs la plus tributaire de sa performance industrielle. L'ouverture de nouvelles capacités au S2 2019 devrait entraîner une forte augmentation de l'offre de produits à forte valeur ajoutée de la division.

Fashion Technologies retrouve ses lettres de noblesse

En 2015, Chargeurs a scindé son « ancienne » division Entoilage entre une « nouvelle » aujourd'hui rebaptisée Fashion Technologies et une division spécialisée appelée Technical Substrates (voir ci-après).

Si rebaptiser une vieille activité s'avère généralement rapidement vain, il en a été autrement dans ce cas de figure. L'objectif était clairement de transformer l'activité traditionnelle d'entoilage pour les vêtements en développant les services autour de la Fast Fashion. L'acquisition de PCC en 2018 a marqué une véritable inflexion avec la nomination de son patron animé d'un fort esprit d'entreprise à la tête de l'entité Fashion Technologies remaniée. Dans le secteur de la mode, PCC ne propose plus un produit mais des services. L'importance de cette transformation a été soulignée par un changement de dénomination, la division se nommant désormais PCC Fashion Technologies.

PCC a commencé comme une entreprise de dépôt de surfaces, puis s'est développée dans l'activité Interlining/entoilage par encollage à chaud dans

l'habillement. Son étendue géographique est très complémentaire de celle de Chargeurs, 90% de son chiffre d'affaires provenant des États-Unis et de l'Asie. Au sein de ces deux dernières régions, PCC ouvre à Chargeurs l'accès aux marques de mode et complète donc l'activité Interlining originale de Fashion Technologies par l'ajout de nouveaux territoires, surtout en augmentant le contenu en services de son offre. L'objectif est d'être sélectionné comme contact "prime" par une marque donnée pour la fourniture en temps voulu des divers intrants (provenant généralement de fournisseurs hétéroclites) nécessaires à la production de vêtements. Les concepteurs de marques souvent confrontés à des problèmes de cohérence de la qualité dépendent généralement de plusieurs sous-traitants.

En raison de son exposition au secteur de la mode, durement frappé par la pandémie et les mesures de confinement qui ont considérablement réduit les activités des détaillants de mode, la division n'a pas pu échapper à un ralentissement de son chiffre d'affaires et de ses résultats en 2020. Le chiffre d'affaires de CFT-PCC a baissé de 35,3% en données Ifl à 131,8m€, et le ROPA s'est effondré de 17,5m€ (marge de 8,3%) à 5,1m€ (marge de 3,9%).

A l'inverse de CPF, les perspectives 2021 pour Fashion Technologies restent difficiles, la direction reconnaissant qu'un retour des volumes à leurs niveaux d'avant la pandémie n'est pas attendu à court terme. Dans un contexte marqué par un recul structurel de ces derniers, l'accent devrait être mis en 2021 sur la sauvegarde de la rentabilité. Nous tablons donc sur une amélioration à 6,5% de marge opérationnelle en 2021.

Museum Solutions : une nouvelle histoire de croissance au sein d'une niche à fort potentiel

Complétant les bases de l'activité historique de Chargeurs dans le domaine des substrats techniques au sein de la filiale Senfa Technologies, cinq acquisitions stratégiques réalisées entre 2018 et 2020 ont conduit à la création d'une toute nouvelle division centrée sur la niche des services aux musées.

Initialement, les activités regroupées dans ce qui deviendra CMS étaient essentiellement de nature industrielle. Dès 2014, il est apparu que les marchés finaux hors secteur de l'habillement (essentiellement textiles non-tissés robustes et sophistiqués) s'étaient ... étoffés. Cela avait été le cas pour le secteur de la publicité, où les textiles techniques (bien que différent des doublures) avaient trouvé de nouvelles applications. Le principe en était d'enduire les textiles techniques avec des substrats appropriés pour leur donner les caractéristiques voulues (par exemple capturer seulement un certain type de lumière). En 2015, Chargeurs avait isolé cette activité au sein d'une nouvelle division baptisée Technical Substrates.

Le basculement vers un profil davantage centré sur les services s'est matérialisé en 2018 avec l'acquisition d'un petit groupe britannique nommé Leach, doté d'une expertise technique autour d'un système de rétroéclairage donnant naissance à un vaste marché de l'image à haute qualité auprès des magasins de mode et des musées. Cette opération a ensuite été complétée par les acquisitions en 2019 de MET Studio, spécialiste des services aux

musées et aux expositions et de l'expérience visiteurs, et de Design MP, un acteur clé de la gestion de projets de patrimoine muséal. La transformation a franchi une étape majeure avec le changement de dénomination de la division au S2 2019, devenant Museum Solutions.

Début 2020, le groupe a clairement affiché son ambition de devenir le leader mondial des services aux musées avec l'acquisition du leader du marché américain D&P Incorporated. Hypsos, une autre société acquise début 2020, a complété le modèle de « guichet unique » adopté par Chargeurs.

Les résultats 2020 de la division sont marqués par un contraste entre la gravité des conséquences de la crise sanitaire sur les activités de l'ancienne division et les bonnes performances de la niche des services et solutions pour les musées créée depuis peu. En ce qui concerne les premiers, le contexte difficile pour la vente au détail lié aux mesures de confinement et de distanciation sociale a entraîné une baisse de la demande de publicité et d'affiches dans les magasins de détail, tandis que l'absence totale de salons d'exposition a représenté un double coup dur pour les principaux marchés finaux de la division Technical Substrates.

Dans le même temps, les activités de Chargeurs tournées vers les musées ont encore remporté d'importants contrats qui devraient conférer une bonne visibilité à l'équipe voisine. Globalement, cette tendance s'est traduite par un chiffre d'affaires en baisse de 47,5% en organique, mais en hausse de 38,3% en publié, à 51,6m€. Le ROPA a atteint 1,9m€ (marge de 3,7%).

Luxury Materials (anciennement Chargeurs Wool)

Chargeurs est depuis longtemps un acteur mondial de premier plan dans les secteurs du « top-making » et de la vente de laine peignée haut de gamme. Connaissant parfaitement le secteur de la laine, le groupe s'est désengagé de sa partie risquée (transformation industrielle, commercialisation) dès 2012. Tournant essentiellement autour des services, son chiffre d'affaires est élevé mais stable, ne présente aucun risque, avec une rentabilité pratiquement nulle.

L'expertise du groupe a été valorisée avec le lancement du programme de garantie de la qualité sur l'ensemble de la chaîne de valorisation de la laine. Cet objectif de contrôle de qualité de bout en bout à partir de la blockchain pour les laines de qualité supérieure permet de capitaliser sur une demande de fibres naturelles toujours plus qualitatives et de matériaux toujours plus raffinés. Ce programme ambitieux est résumé sous le label Nativa. En 2018, et sans doute pour faire valoir ce changement de priorité, la division Laine a été rebaptisée Luxury Materials et a lancé une marque de laine de luxe (Amédée 1851) vendant des foulards très haut de gamme. Un moyen très distingué et efficace d'illustrer l'efficacité du recours à la blockchain dans le secteur de la laine.

Ces ambitions sont résumées sous le label Nativa. En 2018, vraisemblablement pour mettre en évidence ce changement d'orientation, l'activité laine a été rebaptisée Luxury Materials et a lancé une marque de laine

de luxe : Amédée 1851, qui vend des écharpes. Une façon très classe et utile de montrer que la blockchain fonctionne dans l'industrie de la laine.

Comme CFT-PCC, la division Luxury Materials a été durement frappée par l'impact de la pandémie et des mesures de confinement sur le secteur de la mode. La faiblesse de la demande mondiale de laine a significativement pesé sur l'activité en 2020, conduisant à une contraction du chiffre d'affaires de 34,6% en glissement annuel, à 64,6m€, et à un basculement du résultat opérationnel récurrent en territoire négatif (à -2,3m€). Globalement, cette contribution négative demeure toutefois marginale.

Les tensions observées depuis le début de la pandémie devraient s'atténuer d'ici fin 2021, notamment dans les pays occidentaux qui lèvent désormais les restrictions à mesure que les campagnes de vaccination progressent. Néanmoins, 2021 devrait rester une année de transition et il faudra attendre 2022 pour observer une véritable reprise.

Capital humain

En moins de quatre ans, Chargeurs est parvenu à conférer une nouvelle dynamique à ses activités grâce à une gestion rigoureuse et à la conviction que l'ensemble des niches méritaient d'être déployées dans une logique de croissance.

En parvenant à la fois à remobiliser les effectifs, à générer une croissance rentable, à recruter de jeunes talents puis à les former et à engager de nouvelles acquisitions, la réussite de Chargeurs a surpris positivement ses observateurs.

Chiffre d'affaires par division

Secteur	12/21A	12/22E	12/23E	12/24E	Chgt 22E/21		Chgt 23E/22E		
					M€	% du total	M€	% du total	
Chiffre d'affaires	737	752	827	892	15+	100 %	75+	100 %	
Protective Films	Chimie de spécialité	341	343	350	360	2+	13 %	7+	9 %
Fashion Technologies (ex Inte...)	Distribution textile	165	224	247	267	59+	393 %	23+	31 %
Museum Solutions (ex Techni...)	Matériaux technologiques	49,8	83,2	121	145	33+	223 %	38+	50 %
Luxury Materials (ex Wool)	Distribution textile	86,2	95,2	102	109	9+	60 %	7+	9 %
Personal Care (ex Healthcare...)	Autres services de santé	94,8	6,40	8,32	11,6	-88+	-589 %	2+	3 %
Other	0,00 ⁽¹⁾	0,00	0,00	0,00	0+	0 %	0+	0 %	

1. Augmentation du chiffre d'affaires via les acquisitions. Estimation AV. Éventuellement avec la création d'un cinquième secteur d'activité

Principales expositions

	Revenus	Coûts	Fonds propres
\$ Canadien	0,0 %	10,0 %	0,0 %
Devises "émérgentes"	10,0 %	10,0 %	0,0 %
Dollar	15,0 %	10,0 %	0,0 %
Pétrole (Brent \$/bl)	0,0 %	13,0 %	0,0 %
Renminbi	12,0 %	10,0 %	0,0 %
Risque climatique à long term	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Géographie du chiffre d'affaires

Europe	50,0 %
Dont France	17,3 %
Dont Italie	9,5 %
Dont Allemagne	6,4 %
Asia	25,4 %
Dont Chine	9,3 %
Americas	24,6 %
Dont Etats-Unis	19,2 %

Nous identifions les expositions aux thématiques macro économiques (quelle est la part du chiffre d'affaires exposée au Dollar par ex.) plutôt que les sensibilités (quel est l'impact d'une variation de 5pc du Dollar sur le résultat net par ex.). Les expositions du chiffre d'affaires sont simples à comprendre. Celles qui concernent les coûts sont plus difficiles à identifier. C'est encore plus complexe en termes de fonds propres. L'évaluation se fait en prenant par défaut la position d'un investisseur en action jugeant de son patrimoine en Euro. Certains cas de figure sont délicats à démonter tel qu'un investisseur de la zone Euro achetant une valeur suisse cotant en CHF mais avec des comptes en Dollar...

Mécanismes de profit

Année après année, la stratégie de Chargeurs consistant à privilégier la formation du personnel, l'orientation premium de la production et le développement des marques semble porter ses fruits. En outre, une gestion astucieuse permet de tirer parti des actifs industriels existants pour dégager d'éventuels nouveaux axes de croissance.

Compte tenu des résultats 2020 publiés par Chargeurs, la direction du groupe a réalisé un véritable exploit, sachant transformer un contexte défavorable en une opportunité de créer une nouvelle ligne de métier, désormais le cinquième pilier de ses nouvelles ambitions en matière de croissance organique, en tournant la page du précédent plan stratégique Game Changers. Autre exploit, Chargeurs sort d'une année 2020 pour le moins agitée avec une situation financière plus solide, tout en ayant financé deux acquisitions tactiques venues compléter l'offre de "one-stop-shop" de sa division Museum Solutions.

Définir le modèle économique d'un groupe industriel consiste essentiellement à préciser les intentions de la direction. Chargeurs s'est fixé pour objectif de conserver la maîtrise de projets de croissance conçus par des managers entrepreneuriaux. La création de valeur, sincère et inscrite dans la durée, présente des avantages, notamment une accumulation d'actifs réels et bien tangibles grâce à laquelle les actionnaires minoritaires peuvent espérer percevoir un flux de dividendes en croissance régulière.

Conséquence des constats qui précèdent, la croissance a été convaincante et les résultats ont se s'améliorent depuis 2016. Visant un chiffre d'affaires de 1,5md€ et un ROPA de 150m€ provenant tant de la croissance Ifl que des acquisitions, les objectifs du programme stratégique « Leap Forward 2025 », constituent la prochaine étape après le précédent plan « Game Changers ». Ce dernier mettait en effet davantage l'accent sur les acquisitions stratégiques pour pénétrer de nouveaux marchés et poursuivre la diversification.

Dans les paragraphes qui suivent, nous abordons les particularités propres à chacun des cinq secteurs d'activité :

Protective Films

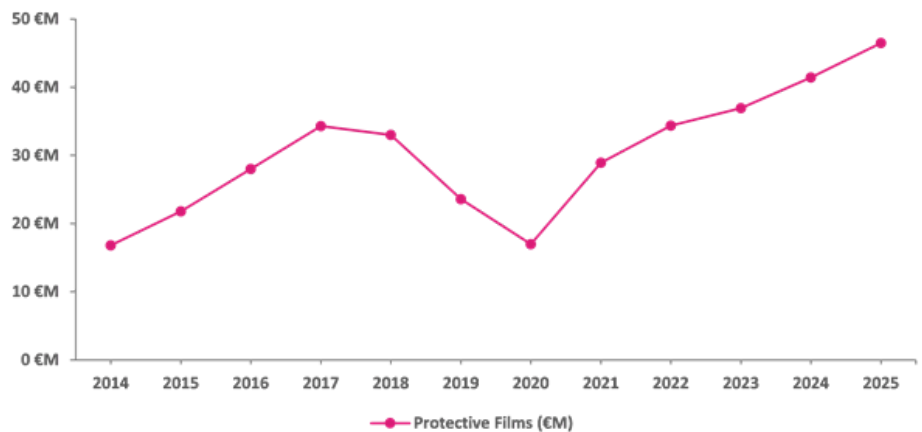
Protective Films se bat pour se rendre indispensable dans les secteurs où il intervient. La culture en est une d'investissement continu pour rendre le produit toujours probant, plus fin, plus silencieux, plus vert, etc. La montée en gamme vise à contenir la dimension cyclique inévitable et caractéristique des produits à base chimique.

Augmenter les capacités dans les bonnes zones géographiques aide également à lisser les cycles. Pour la fabrication des films de protection, de fait une activité de chimie de spécialité (le polyéthylène en est l'intrant de base) la performance s'articule autour du taux d'utilisation des capacités de production, des gains de productivité, de l'aptitude à répercuter l'augmentation du coût des intrants par le biais d'une hausse des prix et des contrats de "pass through" et de l'amélioration constante des produits.

Comme tant d'entreprises industrielles, Protective Films a élargi son offre en prenant le contrôle de trois petites entreprises fournissant des machines d'application de film mince. Cela permet non seulement de réaliser un chiffre d'affaires à partir de ces équipements indispensables, mais aussi de beaucoup mieux cerner la façon dont les clients déploient les films de protection. Cela permettra à Protective Films d'élargir le contenu de ses prestations de services. Si cette augmentation du contenu en services prendra nécessairement du temps, elle crée les conditions d'un renforcement de la relation client et, partant, d'une garantie de marges durablement plus élevées.

La limite haute des marges d'EBIT est difficile à estimer, le secteur étant organisé autour d'un oligopole alors même qu'aucune barrière à l'entrée sérieuse n'est susceptible de dissuader un groupe chimique disposé à tenter sa chance. Jusqu'à présent, la situation n'a, de ce point de vue, pas évolué. La croissance et les marges futures dépendront surtout du flux d'acquisitions destinées à sécuriser les parts de marché.

Selon nous, l'EBIT devrait évoluer comme suit :



Sources : société, estimations AlphaValue.

Fashion Technologies

L'intuition selon laquelle la pression structurelle due à la concurrence des pays à bas coûts et à l'évolution rapide des goûts pouvait être amortie par une étroite collaboration avec les marques réputées et celles de la Fast Fashion s'est avérée juste. Concevoir le bon type d'entoilage de haute technologie, aider les clients, installer des capacités à proximité des usines clientes et, surtout, passer à un modèle économique privilégiant le partenariat/la maintenance a porté ses fruits. Les clients ont effectivement besoin de fiabilité et de confiance en leurs fournisseurs en raison de leurs délais d'exécution très courts. Malgré le fait que la concurrence par les prix devrait rester forte, il y a donc tout lieu de croire que les marges peuvent être en partie défendues par le niveau de service élevé que Fashion Technologies cultive.

La division Fashion Technologies étant dominée par le marché de l'habillement et étant marquée par une alternance de phases d'expansion et de récession, le retour des marges à des niveaux historiques record de 5% demeurerait un

objectif ambitieux. Cependant, elles ont atteint 6,1% en 2016, en partie grâce à la cession d'une filiale chinoise en pertes, 6,2% en 2017 en dépit d'une stagnation du chiffre d'affaires (+1,3% à périmètre comparable), puis ont rebondi à 9,2% en 2018, en partie seulement du fait de la comptabilisation sur quatre mois des excellentes marges chez PCC. Grâce à l'intégration complète de PCC en 2019, la division a de nouveau publié de solides résultats annuels, affichant une marge de 8,5% malgré l'augmentation de l'opex liée à la stratégie de premiumisation.

Cette bonne dynamique a été stoppée en 2020 avec les retombées de la pandémie de COVID-19. En raison de son exposition au secteur de la mode, durement frappé par les mesures de confinement adoptées partout dans le monde, le chiffre d'affaires de CFT-PCC s'est contracté de 35,3% en données IFRS à 132m€, avec une chute de la marge à 3,9%, bien que les performances se soient améliorées en fin d'exercice grâce à la meilleure tenue d'un certain nombre des principaux marchés finaux. Ces tensions devraient s'atténuer d'ici fin 2021, notamment dans les pays occidentaux qui lèvent désormais les restrictions à mesure que les campagnes de vaccination progressent. Néanmoins, selon nous, 2021 devrait rester une année de transition et il faudra attendre 2022 pour observer une véritable reprise.

Museum Solutions (ex Technical Substrates)

L'anciennement nommée Technical Substrates est une division autonome depuis seulement quatre ans. Son modèle économique a d'abord évolué avec l'intégration de Leach. Ce qui était dans un premier temps un acte industriel – produire des substrats techniques de qualité appropriée – s'apparente désormais davantage à un produit fini (affichage d'image dans un encadré) ouvrant de nouveaux marchés inattendus tels que les musées. Ce marché de niche est ensuite devenu la principale priorité de la division, conduisant à la création de Chargeurs Creative Collection, une bannière regroupant initialement Leach et les acquisitions qui ont suivi (Design MP, MET Studio), devenant ensuite une solution à part entière dans le domaine des services aux musées avec l'ajout d'Hypsos et de D&P en 2020.

L'acquisition récente du leader du marché américain, D&P Incorporated, met en lumière la rentabilité de l'activité, avec une marge opérationnelle récurrente attendue à environ 10%, même si les éventuelles synergies découlant du périmètre de Chargeurs dans les services muséaux pourraient permettre une amélioration des marges à moyen terme. Selon nous, la marge d'exploitation récurrente du groupe devrait avoisiner 8,0% en 2022, porté par un carnet de commandes bien rempli, alors que les espaces culturels se multiplient dans un certain nombre de régions telles le Moyen-Orient et l'Asie, et que de vastes rénovations ont lieu aux États-Unis, contrebalançant les difficultés temporaires rencontrées en 2020 en raison de la pandémie.

Luxury Materials (anciennement Laine)

L'industrie de la laine est un monde à part auquel le groupe applique ses recettes ; amélioration du mix et de stratégie de marque. Se tourner vers le segment de luxe du marché de la laine en agissant en tant que garant de la

qualité implique certainement l'adoption d'un nouveau modèle de développement dans lequel l'image de marque en tant que garantie de qualité génère des revenus indépendamment des volumes échangés. Cette évolution prendra du temps.

Notons que les risques de marché associés aux marchés de la laine ont été plafonnés au capital détenu (participations de 50%, soit environ 11m€) dans des sociétés partenaires du secteur de la transformation de la laine, sans engagement supplémentaire, ce qui évite de mobiliser un capital important. Si les risques ont diminué, l'hypothèse d'une croissance significative implique à la fois une évolution de la demande en faveur des fibres naturelles et une capacité de la division à structurer le secteur autour des notions de qualité, et ce à l'aide des technologies de suivi modernes.

Healthcare Solutions

La nouvelle division de Chargeurs n'est rien de moins qu'un tour de force de la direction du groupe, qui a su transformer un contexte défavorable en une opportunité de créer une nouvelle ligne d'activité devenue désormais cinquième pilier des ambitions en matière de croissance organique retrouvées du groupe. Si le succès commercial de la ligne de produits EPI a été facilité par une crise sanitaire sans précédent, la capacité du management à générer une forte trésorerie (EBIT récurrent de 63,5m€ en 2020) à partir d'actifs existants doit être saluée. En outre, la division a été conçue avec des besoins minimum en termes de capitaux employés, ces derniers restant globalement stables à l'échelle de l'ensemble de groupe par rapport à leur niveau en 2019.

Élargissant d'ores et déjà le périmètre et les créneaux de cette nouvelle division, CHS a fait son entrée dans le secteur du "bien-être" au travers de l'acquisition de Fournival Altesse, une entreprise française de brosses à cheveux. Bien que de petite taille, cette acquisition est prometteuse, témoignant des efforts de la direction pour renforcer la diversification du groupe.

Concernant 2021, nous tablons sur un repli du chiffre d'affaires jusqu'à un niveau normalisé d'environ 115m€ entre 2021 et 2022, la demande d'EPI diminuant sans qu'aucun « scénario de pénurie » ne soit envisageable, la pandémie étant maîtrisée grâce aux efforts de vaccination à l'échelle mondiale. Compte tenu de l'offre disponible, les prix devraient également se normaliser, conduisant à une baisse de la marge opérationnelle récurrente à un niveau plus soutenable, à 18,5% en 2022 (contre 20,9% en 2020). CHS reste un actif remarquable qui a permis au groupe de dépasser ses objectifs en termes de diversification ; la croissance organique et les éventuelles acquisitions dans le secteur du "bien-être" devraient permettre à la division de porter son chiffre d'affaires à environ 100m€ d'ici 2023.

Underlying operat. profit par division

	12/21A	12/22E	12/23E	12/24E	Chgt 22E/21		Chgt 23E/22E	
					M€	% du total	M€	% du total
Total	50,7	39,7	53,3	68,1	-11 ↓	100 %	14 ↑	100 %
Protective Films	26,1	24,0	29,7	37,8	-2	19 %	6	42 %
Fashion Technologies (ex Interlining)	4,50	14,7	17,3	20,0	10	-93 %	3	19 %
Museum Solutions (ex Technical Substrates)	5,00	4,16	9,65	13,0	-1	8 %	5	40 %
Luxury Materials (ex Wool)	1,00	1,71	2,04	2,40	1	-6 %	0	2 %
Personal Care (ex Healthcare Solutions)	21,7	1,92	2,08	2,91	-20	180 %	0	1 %
Other/cancellations	-7,60 ⁽²⁾	-6,77	-7,44	-8,03	1	-8 %	-1	-5 %

2. Combine les coûts centraux d'environ 8m€ par an et la contribution au niveau de l'exploitation des cibles nouvellement acquises

Marge d'Underlying operat. profit par division

	12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Total	6,88 %	5,28 %	6,45 %	7,64 %
Protective Films	7,66 %	7,00 %	8,50 %	10,5 %
Fashion Technologies (ex Interlining)	2,73 %	6,55 %	7,00 %	7,50 %
Museum Solutions (ex Technical Su...)	10,0 %	5,00 %	8,00 %	9,00 %
Luxury Materials (ex Wool)	1,16 %	1,80 %	2,00 %	2,20 %
Personal Care (ex Healthcare Soluti...)	22,9 %	30,0 %	25,0 %	25,0 %

Valorisation

Nous percevons Chargeurs SA comme un groupe industriel du secteur de la logistique, composé de filiales très diversifiées proposant un grand nombre de services B2B peu intensifs en capital. Nous avons initié la couverture de Chargeurs en tant que société holding se débattant pour rembourser sa dette. Concentrée sur une gestion active des actifs industriels et le développement de nouvelles activités à faible intensité capitalistique à partir des capacités existantes, la stratégie poursuivie par le nouveau propriétaire nous conduit à réévaluer nos positions sur le profil de valorisation du groupe.

Les pairs qui servent de base à la comparaison sont en majorité des groupes présents dans plusieurs secteurs proposant des services B2B auxquels s'ajoutent ceux de la chimie de spécialité, Protective Films représentant historiquement la principale activité de ce petit groupe (temporairement dépassée par CHS en 2020 dans un contexte de crise sanitaire) avec une contribution moyenne sur les 5 dernières années de 46% du CA et de 58% de l'EBITDA. Nous appliquons une décote sur les comparables pour tenir compte de la plus petite taille de Chargeurs.

Le DCF repose sur une croissance relativement modeste de 3.0 % de l'EBITDA. Nous considérons que la bonne gestion de la dette nette devrait justifier un spread de taux modeste de 280pdb. Cela reflète le fait que l'entreprise paraît déterminée à maintenir un financement en excès de ses besoins ce qui revient à se doter d'une assurance.

Nous ne tenons pas compte de la valeur actuelle nette des actifs d'impôts (cf. ci-dessous) au-delà de ce qui ressort du taux d'imposition relativement faible prévu en 2022 (19%).

Pour la valorisation par l'ANR, nous avons cessé d'utiliser les données calculées et fournies par la société dans les états financiers de la société mère. Le mode de gestion plus entrepreneurial du groupe (depuis fin 2015) justifie l'utilisation de multiples sectoriels, ce qui conduit à comptabiliser l'activité Protective Films pour environ 50% des actifs bruts.

Enfin, reste l'épineuse question : que faire des énormes reports fiscaux déficitaires résultant des pertes historiques ? L'opinion selon laquelle il était peu probable qu'ils soient utilisés dans le cadre de l'exploitation, au cours des prochains exercices et que par ailleurs, la réglementation fiscale française ayant été durcie, la fraction disponible n'avait que peu de chances de se matérialiser est probablement désormais trop prudente compte tenu des fortes capacités du groupe à générer des résultats, avérées depuis 5 ans.

Valorisation

Méthodes		Valeurs (€)	Potentiel	Poids
DCF		27,9	82 %	35 %
Somme des parties		38,0	148 %	20 %
VE/Ebitda	<i>Comparables</i>	19,4	27 %	20 %
P/E	<i>Comparables</i>	17,3	13 %	10 %
Rendement	<i>Comparables</i>	30,7	100 %	10 %
Cours/Actif net comptable	<i>Comparables</i>	24,2	58 %	5 %
Objectif de cours		27,3	78 %	

Valorisation basée sur les comparables

Calculé sur 18 mois de prévisions	P/E (x)	VE/Ebitda (x)	Cours/Actif net comptable (x)	Rendement (%)
Ratios des pairs	19,4	11,0	2,76	2,03
Ratios Chargeurs	11,5	6,20	1,17	7,65
Prime	-33,0 %	-33,0 %	-33,0 %	-33,0 %
Cours objectifs (€)	17,3	19,4	24,2	30,7
Teleperformance	14,1	8,92	3,39	1,60
Rentokil Initial	25,5	11,5	2,00	1,39
AkzoNobel	21,6	13,9	2,77	2,98
Bureau Veritas	23,5	12,0	5,20	2,28
Quadient	7,14	5,02	0,42	3,89

DCF par action

Coût moyen pondéré du capital (CMPC) %	8,02	Dettes (trésorerie) nette moyenne	M€	134	
Valeur actuelle des cash flow des années 1 à 11	M€	358	Provisions	M€	36,4
Free cash flow de l'année 11	M€	63,7	Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00
Taux de croissance à l'infini "g"	%	2,00	Immobilisations financières (juste valeur)	M€	15,0
"g" de Durabilité	%	1,70	Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	0,00
Valeur terminale	M€	1 007	Valeur des fonds propres	M€	668
Valeur actuelle de la valeur terminale	M€	465	Nombre d'actions	Mio	23,9
en % de la valeur totale	%	56,5	DCF par action	€	27,9
Valeur totale actuelle	M€	823	Impact de la Durabilité sur le DCF	%	-3,35

Evaluer le coût du capital

Taux sans risque synthétique	%	3,50	Spread de crédit	bp	350
Prime de risque normative	%	5,00	Coût marginal de la dette	%	7,00
Taux d'impôt normalisé	%	25,0	Bêta de la société (endettée)	x	1,05
Échéance moyenne de la dette	Année	5	Ratio d'endettement à valeur de marché	%	37,0
Bêta sectoriel	x	0,88	Dettes/VE	%	27,0
Bêta de la dette	x	0,70	Taux de rentabilité exigé par les actionnaires	%	8,77
Capitalisation boursière	M€	366	Coût de la dette	%	5,25
Dettes nettes (trésorerie) à valeur comptable	M€	135	Coût des fonds propres desendettés	%	7,89
Dettes nettes (trésorerie) à valeur de marché (Est.)	M€	97,7	Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	%	8,02

Calcul du DCF

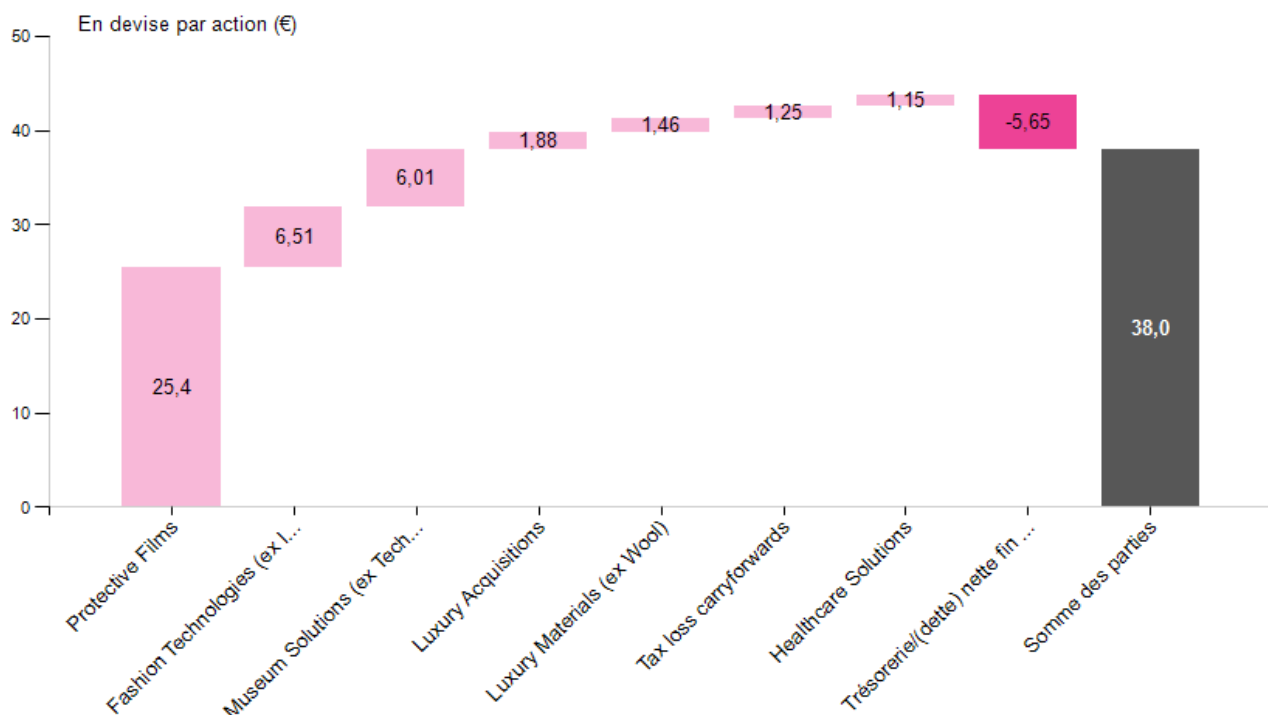
		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E	Croissance	12/25E	12/32E
Chiffres d'affaires	M€	737	752	827	892	3,00 %	919	1 130
EBITDA	M€	73,8	64,1	80,1	96,5	2,50 %	98,9	118
Marge d'EBITDA	%	10,0	8,53	9,68	10,8		10,8	10,4
Variation du BFR	M€	21,9	-17,5	-12,4	-14,9	2,50 %	-15,3	-18,2
Cash flow d'exploitation total	M€	78,4	38,6	59,7	73,6		83,6	99,4
Impôts sur les sociétés	M€	-0,50	0,16	-5,59	-9,64	2,50 %	-9,88	-11,7
Bouclier fiscal	M€	-2,65	-2,90	-2,63	-2,75	2,50 %	-2,82	-3,35
Investissements matériels	M€	-13,0	-8,20	-14,0	-16,0	4,00 %	-16,6	-21,9
Investissements matériels/CA	%	-1,76	-1,09	-1,69	-1,79		-1,81	-1,94
Cash flows libres avant coût du financement	M€	62,3	27,7	37,5	45,2		54,3	62,4
Divers ajustements (incl R&D, etc.) pour les besoins...	M€	0,00	0,00	0,00	0,00		0,00	0,00
Free cash flow ajustés	M€	62,3	27,7	37,5	45,2		54,3	62,4
Free cash flow actualisés	M€	62,3	27,7	34,7	38,7		43,1	28,8
Capitaux investis	€	345	376	402	432		449	591

Somme des parties

	% détenu	Technique d'évaluation	Multiple utilisé	Participation à 100% (M€)	Valorisation participation (M€)	En devise par action (€)	% des actifs bruts
Protective Films	100 %	EV/EBITDA	14,5	608	608	25,4	58,2 %
Fashion Technologie...	100 %	EV/EBIT	9	156	156	6,51	14,9 %
Museum Solutions (e...	100 %	EV/EBITDA	10,5	144	144	6,01	13,8 %
Luxury Acquisitions	100 %	AlphaValue valuation		45,0	45,0 ⁽¹⁾	1,88	4,31 %
Luxury Materials (ex ...	100 %	Adj. historical price		35,0	35,0	1,46	3,35 %
Tax loss carryforwards	100 %	AlphaValue valuation		30,0	30,0	1,25	2,87 %
Healthcare Solutions	100 %	EV/EBITDA	12	27,6	27,6	1,15	2,64 %
Autre							
Actif brut					1 045	43,7	100 %
Trésorerie/(dette) nette fin d'année					-135 ⁽²⁾	-5,65	-12,9 %
Engagements donnés							
Engagements reçus							
Somme des parties					910	38,0	87,1 %
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)					23,9		
Somme des parties par action (€)					38,0		
Décote du cours actuel par rapport à la somme des parties (%)						59,7	

1. Rough estimated value of the acquisition of Skira and The Cambridge Satchel.

2. Year-end expected group net cash (debt) position



Dettes

Le financement n'a pas posé problème, la direction de Chargeurs ayant judicieusement choisi de se doter de ressources financières au-delà de ses besoins immédiats, en associant placements de dette privée (Euro PP), dont le plus récent a été lancé fin 2020 pour 100m€, et diverses lignes de crédit, qui représentaient 141m€ fin décembre 2020.

La dette nette du groupe a légèrement augmenté en 2019-20, atteignant 127m€ fin décembre, tandis que le ratio dette nette/EBITDA s'est significativement replié en raison de la forte génération d'EBITDA de 2020 (102m€), passant de 2,0x l'année précédente à 1,2x. Cette faiblesse de l'endettement devrait offrir de grandes marges de manœuvre en termes d'investissements et de CAPEX futurs afin d'atteindre les objectifs ambitieux de Chargeurs à l'horizon 2025 en termes de chiffre d'affaires (1,5m€) et de résultat opérationnel (150m€).

Detailed financials at the end of this report

Financement et liquidité

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
EBITDA	M€	73,8	64,1	80,1	96,5
Cash flow des opérations	M€	43,0	45,1	56,7	68,6
Fonds propres	M€	267	276	305	338
Dette brute	M€	332	331	284	263
+ Trésorerie brute	M€	215	196	151	135
= Dette nette / (trésorerie)	M€	117	135	133	129
Ratio d'endettement	%	45,6	45,6	43,9	38,7
Fonds propres/Actif total (%)	%	64,0	61,1	63,7	66,5
<i>Dette nette ajustée/EBITDA(R)</i>	x	2,01	2,60	2,06	1,67
<i>Dette brute ajustée/EBITDA(R)</i>	x	4,88	5,73	4,00	3,11
<i>Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds ...)</i>	%	57,4	57,1	51,2	47,0
<i>Ebit cover</i>	x	4,26	3,14	5,22	6,53
<i>CF des opérations/dette brute</i>	%	11,9	12,3	17,7	22,9
<i>CF des opérations/dette nette</i>	%	36,7	33,4	42,7	53,3
<i>FCF/Dette brute ajustée</i>	%	15,1	5,17	9,24	12,3
<i>(Trés. brute + FCF + Découverts)/Dette CT</i>	x	9,48	3,30	5,15	4,11
<i>FCF/Dette CT</i>	x	1,83	0,30	0,87	0,90

Covenants

Begin	End	Trigger	Condition	Consequence
30/06/2017	31/12/2023	Gearing	< 85,0	Early repayment
30/06/2017	31/12/2023	Net debt/Ebitda(R)	< 3,50	Early repayment

A Savoir

Un peu d'histoire

Au cours de l'exercice 2015, l'actionariat du groupe a connu des bouleversements profonds, 28% du capital ayant changé de mains (voir la rubrique Gouvernance). Cela a mis fin à environ 25 ans de gestion par M. Eduardo Malone, soutenu par l'actionnaire principal historique de Chargeurs, M. Seydoux. Les deux hommes exerçaient alors leur contrôle par le biais d'obligations convertibles qui ont été converties en septembre 2015 et cédées. Columbus Holding SAS, un regroupement ad hoc d'investisseurs est depuis le nouvel actionnaire "de référence". Cette société dont le seul objet est la détention de titres Chargeurs a été fondée par M. Michaël Fribourg qui la dirige et qui agit également en qualité de PDG de Chargeurs SA. Si le poids relatif des actionnaires de Columbus reste inconnu, M. Fribourg a annoncé début 2019 détenir désormais la "grande majorité" de Columbus. Columbus lui-même peut être jusque dans une certaine mesure endetté, Chargeurs ayant opté pour une politique proactive en termes de dividendes.

Une stratégie pertinente

Le grand changement décidé par le nouveau propriétaire et dirigeant a consisté à donner la priorité à la poursuite d'une croissance rentable au sein des quatre branches d'activité existantes. Il s'agit de niches, de taille néanmoins importante en raison de l'envergure mondiale de Chargeurs, offrant des perspectives favorables en termes de résultats/dividendes, à condition de mettre une méthode à la poursuite de ce potentiel de croissance. Ce qui fut fait.

Au cours des cinq dernières années, il paraît clair que la nouvelle gouvernance a su accélérer le développement des activités existantes et est parvenue à s'entourer d'une nouvelle génération de gestionnaires entrepreneuriaux y compris au siège. Ceci a déjà conduit à tirer meilleur parti des activités existantes par la réintroduction d'une logique de développement (par opposition aux logiques insistant trop fortement sur la maîtrise des coûts) et de préparer le groupe à une croissance de qualité grâce à des acquisitions bien ciblées.

Prochaine grande étape

En matière de croissance, Chargeurs s'est fixé comme objectif de porter le chiffre d'affaires à 1,5md€ en 2025, ce qui nécessitera à la fois une croissance soutenue (pour atteindre 1,0md€ de chiffre d'affaires) et une contribution d'environ 500m€ des acquisitions. Grâce à la création de CHS en 2020, il n'est plus nécessaire, selon nous, de créer une nouvelle ligne d'activité pour atteindre cet objectif.

Actionnaires

Nom	% détenu	Dont droits de votes	Dont flottant
Columbus Holding SAS	27,1 %	29,6 %	0,00 %
Sycomore Asset Mgt	8,70 %	8,30 %	8,70 %
Amundi	5,70 %	5,40 %	5,70 %
Treasury Shares	4,60 %	4,40 %	0,00 %
Flottant			68,3 %

Principaux actionnaires des actionnaires

Actionnaires	Actionnaires des actionnaires
Amundi	Crédit Agricole

Sustainability

La stratégie de Chargeurs en matière de développement durable

La stratégie de Chargeurs en termes de développement durable est alignée sur les objectifs de l'ONU en la matière. Le Groupe est signataire du Pacte mondial des Nations unies depuis 2017. En 2020, il a lancé une émission Sustainability-Linked Euro PP, incorporant deux indicateurs clés de performance (KPI) : la réduction du taux de fréquence des accidents du travail et l'augmentation de la part du chiffre d'affaires réalisée avec des produits vertueux. Sa stratégie s'appuie sur 2 autres KPI : la réduction des émissions de CO2 et de la consommation d'eau des unités de production. L'amélioration des performances du groupe sur le front de l'ESG est évaluée par l'agence de notation indépendante EthiFinance (notation GAIA). Globalement, Chargeurs est bien classé avec un score de 77/100 en 2020 (vs 69 en 2019), ce qui signifie qu'il surperforme la moyenne (51/100) des 230 entreprises composant l'échantillon Gaïa.

Score de durabilité

La durabilité est constituée d'éléments analytiques contribuant au E, au S et au G, qui peuvent être mis en évidence comme précurseurs de la durabilité et peuvent être combinés de manière satisfaisante.

	Score	Poids
Gouvernance		
Taux de membres indépendants du Conseil d'Administration	4/10	25 %
Diversité géographique du Conseil d'Administration	3/10	20 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif	✘	5 %
Environnement		
Emissions CO ²	2/10	25 %
Prélèvement d'eau	4/10	10 %
Social		
Évolution de la dispersion des salaires	6/10	5 %
Satisfaction au travail	0/10	5 %
Communication interne	10/10	5 %
Score de durabilité		3,4/10 100%

Gouvernance & Management

À partir d'octobre 2015, le changement de contrôle a conduit à un changement de la gouvernance : M. Michaël Fribourg exerce aujourd'hui les fonctions de président et de directeur général, alors que ces fonctions étaient auparavant exercées par deux personnes différentes. En outre, le conseil d'administration comprend cinq nouveaux membres : M. Fribourg, M. Coquoin (gérant d'actifs pour le Family Office de Habert-Dassault), M. Urbain en qualité de représentant de Columbus, Mme Cécilia Ragueneau, et Mme Isabelle Guichot.

M. Fribourg a pris en charge la gestion complète de Chargeurs dans un laps de temps remarquablement court à la fin de 2015. Ses décisions se sont depuis avérées très judicieuses.

Le «nouveau» Chargeurs se démarque de ce qu'il a été dans le passé par le style de sa gouvernance avec un PDG désireux de reconstituer le potentiel de croissance des divisions existantes grâce à un mode de gestion volontariste et entrepreneurial. L'attention se concentre sur les performances financières et sur la préservation d'un bilan robuste, soit un exercice exigeant dans l'absolu.

Score de gouvernance

Société (Secteur)









5,8 (6,7)

Independent board















Non

Paramètres	Société	Secteur	Score	Poids
Nombre de membres du Conseil d'Administration	7	8	9/10	5,0 %
Féminisation du Conseil d'Administration (%)	42	38	8/10	5,0 %
Diversité géographique du Conseil d'Administration (%)	85	50	3/10	10,0 %
Age moyen des membres du CA	56	59	7/10	5,0 %
Type de société : Small cap, contrôlée			4/10	10,0 %
Taux de membres indépendants du Conseil d'Administration	42	52	4/10	20,0 %
Une Action, un droit de vote			✗	10,0 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif			✗	0,0 %
Le Chairman n'est pas un ancien membre du comité de direction			✓	5,0 %
Transparence totale des rémunérations du comité de direction			✓	5,0 %
Transparence des seuils à atteindre avant attribution de bonus			✓	5,0 %
Le comité des rémunérations rapporte au Conseil d'Administration			✗	5,0 %
Statuts intelligibles et simples			✓	15,0 %
Score de gouvernance			5,8/10	100,0 %

Management

Nom		Fonction	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Salaire, in k€ (year)	
						Trésorerie	Rémunération en titres
Michaël FRIBOURG	M	 DG	1982	2015		1 548 (2021)	
Olivier BUQUEN	M	 DAF		2016			(2021)
Matthieu BADESCUT	M	 Member of the management board	1976	2018			
Joelle FABRE-HOFFMEISTER	F	 Member of the management board		2016			
Angela CHAN	F	 Executive Officer	1967	2017			
Laurent DEROLEZ	M	 Executive Officer	1958				
Sampiero LANFRANCHI	M	 Executive Officer	1983	2017			(2021)
Federico PAULLIER	M	 Executive Officer	1960	2013			

Conseil d'administration

Nom		Indep.	Fonction	Fin du mandat actuel	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Jetons de présence, en k€ (année)		Valeur des titres, en k€ (année)
Michaël FRIBOURG	M	 	Président	2021	1982	2015		0,00 (2021)		
Emmanuel COQUOIN	M	 	Membre	2022	1961	2015		71,7 (2021)		
Isabelle GUICHOT	F	 	Membre	2022	1966	2016		71,7 (2021)		
Cecilia RAGUENEAU	F	 	Membre	2023	1973	2017		61,5 (2021)		
Nicolas URBAIN	M	 	Membre	2023	1960	2015		71,7 (2021)		
Maria VARCIU	F	 	Membre	2022	1973	2019		71,7 (2021)		
Georges RALLI	M	 	Secretary	2022	1948	2013		71,7 (2021)		

Environnement

Concernant le pilier environnemental, Chargeurs a obtenu un score de 92/100 en 2020 grâce à sa bonne gestion de l'eau, de l'air, des sols et des déchets. Le groupe s'est fixé pour objectif d'augmenter la part des produits et services durables dans son chiffre d'affaires. Le groupe ambitionne de porter cette dernière à 100% d'ici 2030 alors qu'elle représentait 15% en 2020. Il prévoit également d'améliorer son empreinte carbone. En 2020, les émissions de Chargeurs ont avoisiné 52t de CO₂, en baisse de 2% par rapport à 2019. Sur le front de la consommation d'eau, l'objectif de Chargeurs est de réduire sa consommation et de mettre en œuvre une gestion intégrée des ressources en eau à tous des niveaux d'ici 2030. En 2020, le groupe est parvenu à faire baisser sa consommation d'eau de 28%.

Score d'Environnement

Ensembles de données évalués en tant que tendances sur un calendrier glissant, en fonction du secteur

Paramètres	Score	Secteur	Poids
Emissions CO ²	2/10	5/10	30 %
Prélèvement d'eau	4/10	5/10	30 %
Energie	3/10	5/10	25 %
Déchets	4/10	5/10	15 %
Score d'Environnement	3,2		100%











Société (Secteur)

3,2 (4,7)

Paramètres environnementaux

	Société							Secteur
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2020
Énergie (GJ) par million d'euros de capital employé	4 558	3 001	2 485	3 001				380
					2,2	4,3	3,2	4,7
Tonnes de CO ² par million d'euros de capitaux employés	284	0	0	0				12
Tonnes de déchets générés par million d'euros de capitaux employés	53		32	34				8
Mètre cube d'eau prélevée par million d'euros de capitaux employés	3 727	2 242	1 873	2 427				303

Données sectorielles

Société	Pays	Score d'Environnement	Energie (totale, GJ)	Emissions CO ₂ (tonnes)	Prélèvement d'eau (m ³)	Déchets (total, tonnes)
DKSH		4/10	431 802	59 567		
Chargeurs		3/10	1 018 271	54	823 511	11 589
Adecco		5/10		48 535		
SGS		4/10	3 339 450	115 303	1 919 430	65 199
Experian		7/10	270 000	23 600		
Rentokil Initial		3/10	3 093 116	200 060		
Randstad Holding		7/10	1 188 379	58 400	192 000	1 050
Securitas		5/10		138 765		
Bureau Veritas		5/10	951 761	152 324	1 073 000	
Eurofins Scientific		5/10		194 250		

Social

Le pilier social de Chargeurs est encore plus impressionnant que celui environnemental, avec un score de 100/100. La stratégie sociale adoptée par le groupe s'articule autour de quatre objectifs : la sécurité des salariés, la diversité et l'inclusion, le respect des droits de l'homme et la formation. Pour parvenir à de tels objectifs, Chargeurs a développé une nouvelle approche en matière de sécurité sur site ainsi qu'une culture de la sécurité en participant à la Journée mondiale de la sécurité. Le groupe a également mis en place un programme de parrainage des talents et propose une assurance maladie à 100 % de ses employés à temps complet. Il a également fait don de 80 000 masques et de 10 000 litres de produit désinfectant pour les mains à un certain nombre d'hôpitaux, de maisons de retraite et d'associations à but non lucratif.

Social score

Société (Secteur)

7,0

(6,2)

Paramètres Quantitatifs (67 %)

Ensemble de mesures numériques liées au personnel, disponibles dans le modèle propriétaire AlphaValue, visant à établir un classement sur les questions sociales et de ressources humaines.

Paramètres	Score	Poids
Evolution du personnel total	6/10	15 %
Evolution du salaire moyen	7/10	30 %
Part de la valeur ajoutée absorbée par les frais de personnel	5/10	20 %
Part de la valeur ajoutée absorbée par les impôts	5/10	15 %
Évolution de la dispersion des salaires	6/10	20 %
Bonus Effectif et Retraites (0 ou 1)	0	
Quantitative score	6,0/10	100%

Paramètres Qualitatifs (33 %)

Ensemble de critères qualitatifs, à cocher par l'analyste

Paramètres	Score	Poids
Accidents du travail	10/10	25 %
Developpement des ressources humaines	10/10	35 %
Paye	10/10	20 %
Satisfaction au travail	0/10	10 %
Communication interne	10/10	10 %
Score Qualitatif	9,0/10	100%

Les analystes d'AlphaValue cochent des cases sur les composantes essentielles de la vie sociale et des ressources humaines de l'entreprise.

La décision de cocher Oui ou Non est en grande partie une évaluation qui combine la communication de l'entreprise sur la question pertinente et le meilleur jugement de l'analyste à partir de son expérience.

Score Qualitatif

Paramètres	Oui  / Non 	Poids
Accidents du travail		25 %
Des objectifs ont-ils été fixés sur tous les sites du groupe?		10,0 %
Les accidents du travail sont-ils en diminution?		15,0 %
Developpement des ressources humaines		35 %
Les compétences nécessaires pour atteindre les objectif du groupe sont-elles identifiées		3,5 %
Existe-t-il un plan de recrutement à moyen terme (2 à 5 ans)		3,5 %
Existe-t-il une stratégie de formation pour atteindre les objectifs fixés par la société?		3,5 %
Les salariés sont-ils formés aux objectifs de demain?		3,5 %
Tous les salariés ont-ils accès à la formation?		3,5 %
Le groupe n'a pas fait de plan social ou tout autre forme licenciement économique sur l'année?		3,5 %
Les talents sont-ils restés?		3,5 %
Les managers ont-ils des objectifs de management?		3,5 %
Si oui, les résultats sont-ils pris en compte pour la réévaluation salariale?		3,5 %
La mobilité interne entre les différentes unités du groupe est-elle encouragée?		3,5 %
Paye		20 %
Existe-t-il un comité de rémunération ?		6,0 %
La rémunération variable prend-t-elle en compte la performance du groupe et celle du salarié?		14,0 %
Satisfaction au travail		10 %
Existe-t-il une mesure de la satisfaction des salariés?		3,3 %
Chacun peut-il y participer?		3,4 %
Y a-t-il un plan d'action pour améliorer le moral des salariés?		3,3 %
Communication interne		10 %
La stratégie et les objectifs du groupe sont-ils disponibles pour tous les salariés?		10,0 %
Score Qualitatif	9,0/10	100.0%

Effectifs et retraites

À fin 2020, Chargeurs employait 2 500 personnes, contre seulement environ 2 000 en 2019, l'augmentation s'expliquant essentiellement par les acquisitions, dont en particulier D&P en 2020. Environ la moitié (1 083) est basée en Europe, la majeure partie (environ 600) en France étant principalement tirée par les activités de Chargeurs Films de Protection et Chargeurs Fashion Technologies. Chargeurs souhaite à la fois rééquilibrer sa géographie des actifs de production (via l'ouverture de nouvelles usines hors de France à l'image de la ligne de production récemment ouverte en Italie) et rajeunir son personnel français après de nombreuses années de réduction des coûts.

Avec un déficit d'environ 17m€ (principalement sous forme d'engagements de retraite non financés en Europe), les risques en matière de retraites paraissent maîtrisés alors même que le groupe utilise des taux d'actualisation prudents (0,25%) pour évaluer ses engagements, au moins en Europe. En comparaison, le taux appliqué aux Etats-Unis paraît élevé (3,3%).

Comptes détaillés à la fin de ce rapport

Synthèse des risques liés aux engagements de retraites		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Ratio des engagements retraite	%	5,62	7,56	6,96	6,38
Fonds propres part groupe	M€	267	276	305	338
Valeur actualisée des engagements	M€	15,9	22,6	22,8	23,1
<i>dont engagements financés</i>	<i>M€</i>	<i>1,20</i>	<i>6,29</i>	<i>6,18</i>	<i>6,08</i>
<i>dont engagements non financés</i>	<i>M€</i>	<i>14,3</i>	<i>15,9</i>	<i>16,2</i>	<i>16,5</i>
<i>dont autres engagements (santé)</i>	<i>M€</i>	<i>0,40</i>	<i>0,42</i>	<i>0,43</i>	<i>0,45</i>
Ecarts actuariels non comptabilisés au bilan	M€	0,00	0,00	0,00	0,00

Répartition géo. des engagements de retraites		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Exposition US	%	33,0	33,0	33,0	33,0
Exposition GB	%				
Exposition Euro	%	67,0	67,0	67,0	67,0
Exposition Pays Nordiques	%				
Exposition Suisse	%				
Autre exposition	%				
Total	%	100	100	100	100

Recent updates

19/12/2022

Bientôt davantage un acteur du luxe qu'un industriel ?

Strategic Plan

Loin d'être purement symbolique, la réorganisation des activités de Chargeurs autour de deux divisions opérationnelles stratégiques, en juillet 2022, marque une inflexion dans la stratégie du groupe, ce dernier cherchant désormais davantage à se développer dans le secteur du luxe au-delà de ses compétences suprêmes au sein de ses niches industrielles. Dans la perspective d'une importante acquisition à venir, la direction de Chargeurs crée une valeur d'option, chose d'autant plus positive, selon nous, compte tenu des bons résultats obtenus jusqu'ici. Chargeurs s'adapte rapidement avec une volonté affichée d'extraire de la valeur partout où cela est possible.

Actualité

- Chargeurs a communiqué sa stratégie de renforcement du caractère premium de son offre.
- Pour mémoire, Chargeurs a fait l'acquisition de la marque de luxe britannique Swaine en 2021.
- En juillet 2022, Chargeurs a acquis 80% du capital de Skira, un éditeur renommé de livres d'art classique, moderne et de design.
- En août 2022, Chargeurs a fait l'acquisition de la Cambridge Satchel Company, un groupe produisant des articles de cuir de luxe à des prix abordables.
- En septembre 2022, Chargeurs Luxury Fibers a signé un partenariat de long terme, sur quatre ans renouvelables, pour la fourniture de laine responsable (Nativa) à Gucci.

Analyse

Un changement de cap en vue

Après plus de 7 ans à la tête du groupe, Michaël Fribourg a récemment annoncé une inflexion dans la stratégie de Chargeurs : à présent, le groupe souhaite devenir d'abord un acteur du luxe, plus qu'un industriel. Ce changement s'était d'ores et déjà traduit par la réorganisation des divisions du groupe autour de deux entités opérationnelles, technologie et luxe, en juillet 2022. Ces dernières années, le groupe ne s'est pas contenté de rebaptiser ses divisions, diversifiant également son portefeuille d'activités et faisant évoluer sa gamme de produits offerts. A titre d'exemple, concernant Chargeurs PCC (qui propose des composants techniques aux industries textiles), face à l'inéluctable tombée en désuétude du port du costume, l'évolution des macro-tendances s'est traduite par un accroissement de la demande pour l'athlisure, les marques numériques natives et le marché du luxe, permettant une redéfinition de l'offre de la division. Le même constat vaut pour Chargeurs Advanced Materials, passé des simples films de protection à des produits plus sophistiqués et à des solutions haut de gamme contribuant à la transition

environnementale. La division est désormais spécialisée dans les solutions de surface à plus haute valeur ajoutée.

Une montée en puissance rapide du pôle Luxe

Le point le plus important à nos yeux réside dans la mise sur pied imminente d'une division Luxe de taille conséquente. Ces dernières années, le pôle Luxe a été un véritable chantier consistant à agréger un certain nombre d'offres non conventionnelles. Chargeurs Museum Solutions (CMS) en est l'un des meilleurs exemples. Initialement de très petite taille, ce segment devrait générer plus de 200m€ de chiffre d'affaires d'ici 2025. Grâce à ses nombreuses acquisitions, Chargeurs propose désormais une offre novatrice de guichet unique au sein d'un marché très fragmenté où opère un grand nombre de petits intervenants. Un autre exemple marquant a été le développement de Chargeurs Luxury Fibers qui, au travers de son label Nativa, a permis de surfer sur la tendance vers des normes ESG plus contraignantes. En septembre dernier, la division a signé un partenariat stratégique avec Gucci prévoyant la fourniture de sa laine responsable. Enfin, les acquisitions de Swaine (Royaume-Uni, cuir de luxe) en 2021 et de Cambridge Satchel Company en août 2022 sont d'autres éléments plus conventionnels témoignant du virage vers le luxe que souhaite opérer Chargeurs.

Quelle est la prochaine étape ?

Chargeurs a clairement fait savoir qu'il était sur le point d'effectuer un saut quantique vers le luxe ou une activité connexe. Selon nous, cette inflexion pourrait intervenir d'ici les prochaines années. Depuis 2015, si Chargeurs, sous la direction de Michaël Fribourg, a d'ores et déjà réalisé cinq acquisitions liées à son pôle technologie et dix autres liées à son pôle luxe, le groupe se montre désormais plus ambitieux en termes de taille de cible. Chargeurs a en effet en ligne de mire des acquisitions plus importantes susceptibles de le transformer en acteur du luxe. Son actionnaire principal, Columbus Holding, lui laissant le champ libre sur ce front, l'acquisition d'une cible réalisant plus de 150m€ de chiffre d'affaires, intégralement financée par la dette liée aux droits de tirage existants, pourrait, pratiquement du jour au lendemain, permettre de constituer un ANR clairement tourné vers le luxe. Comme chargeurs l'a indiqué un communiqué en juillet 2022, grâce une telle opération, les contributions attendues des deux pôles Technologies et Luxe au ROPA du Groupe pourraient être sensiblement équivalentes à l'horizon 2025. Selon nos calculs, cette acquisition ne devrait probablement pas modifier la répartition du chiffre d'affaires en tant qu'estimation des ventes supplémentaires dans le luxe. En résumé, Chargeurs fait savoir aux investisseurs qu'il est sur le point d'opérer un virage stratégique radical, et de délaisser son statut de société holding et de services aux entreprises pour devenir un acteur du secteur du luxe, avec un réservoir de talents suffisant en termes de management pour assurer une mutation plutôt rapide. Pourquoi pas.

15/11/2022

Ajustement en baisse de nos prévisions pour tenir compte du CA du T3.

Changement d'EPS	2022 : € 0,86 vs 1,05	-17,7 %
	2023 : € 1,24 vs 1,35	-8,43 %

Nous avons ajusté nos estimations pour tenir compte du chiffre d'affaires publié pour les 9 premiers mois de 2022. Prenant acte de la forte augmentation (+64%) du chiffre d'affaires sur 9 mois de CMS et de son niveau désormais attendu à 120m€ en 2023 par la direction, nous avons révisé à la hausse nos anticipations de chiffre d'affaires à respectivement 83m€ et 121m€ pour 2022 et 2023 (contre 78m€ et 91m€ précédemment). Nous tablons dorénavant sur une marge de respectivement 4,2m€ et 9,6m€ en 2022 et 2023. Nous avons également revu à la hausse nos estimations pour CFT, qui n'a pas encore connu le ralentissement que nous attendions (+49% sur 9m), qui devrait désormais générer un chiffre d'affaires de 224m€ en 2022 (contre 193m€) et un résultat opérationnel de 14,6m€ (contre 12,5m€) en 2022. Concernant CPC, compte tenu de la rapidité de l'amélioration sur le front sanitaire en Europe, notre prévision de 28,4m€ pour 2022 s'est avérée trop ambitieuse. Nous tablons à présent sur un chiffre d'affaires de 6,4m€ et sur une marge de 1,9m€. Nous avons également revu à la baisse le chiffre d'affaires de CAM pénalisé par un recul des volumes malgré un effet prix favorable, à 343m€ avec une marge de 7% à 24m€. Enfin, CFL a également été revu à la baisse, à 95m€ (contre 108m€ précédemment). L'ensemble de ces ajustements ont entraîné un ajustement à la baisse de nos estimations de chiffre d'affaires à 752 M€ pour 2022 (contre 775m€ précédemment) et 827m€ pour 2023 (contre 831m€ précédemment) ainsi que du résultat opérationnel à 40m€ en 2022 (contre 48m€) et à 53m€ en 2023 (contre 60m€), pesant sur nos prévisions de BPA pour 2022 et 2023.

Changement de DCF	€ 29,6 vs 37,7	-21,5 %
--------------------------	----------------	---------

Après prise en compte des ajustements sur nos prévisions de BPA pour 2022 et 2023 (cf. commentaires sur le BPA), notre valorisation par le DCF est revue à la baisse à 29,6€ (contre 37,2€ précédemment). Cette révision à la baisse s'explique par une nette dégradation de la conjoncture pour le groupe, marquée par une contraction des volumes pour la division CAM, un effondrement de la demande d'articles sanitaires pour CPC malgré les efforts de restructuration de la division et CLF qui a encore tardé à porter ses fruits. Néanmoins, selon nous, CMS et CFT seront les prochains moteurs de la croissance du groupe, et les performances de ce dernier devraient résister en dépit d'une conjoncture macroéconomique peu porteuse. Nos estimations découlent d'un scénario sur la croissance organique et ne tiennent donc pas compte de la contribution d'éventuelles prochaines acquisitions.

10/11/2022

Performances mitigées au T3 2022

Publication Res./CA

Malgré une conjoncture macroéconomique peu porteuse, Chargeurs a résisté, affichant une stabilité de la croissance organique de son chiffre d'affaires sur neuf mois. Dans un contexte de plus en plus difficile, la solidité des performances du groupe s'explique par : i) son pricing power, ii) un mix géographique favorable, avec une exposition marquée à toutes les Amériques et à l'Asie, permettant d'atténuer les retombées de la récession à venir en Europe, et iii) le développement de nouveaux moteurs de croissance.

Actualité

- Chargeurs a publié un chiffre d'affaires sur 9 mois de 573,6m€, en progression de 5,2% en glissement annuel et en amélioration pour l'ensemble des divisions (à l'exception de Personal Care). A taux de change et périmètre constants, le chiffre d'affaires a stagné (-0,1%).
- Chargeurs a réalisé un chiffre d'affaires de 174,9m€ au T3, en progression de 1,2% en glissement annuel et de 8,2 % hors CPC. A taux de change et périmètre constants, le chiffre d'affaires s'est contracté de 5,1%.
- Le repli au T3 du chiffre d'affaires en glissement annuel et sur une base LFL a pour contributeurs Chargeurs Advanced Materials (-16,1% en glissement annuel), en raison d'une baisse des volumes découlant d'une normalisation des stocks, Chargeurs Personal Care (-99,1% en glissement annuel), en raison de l'amélioration du contexte sanitaire, et Chargeurs Luxury Fibers, dont les ventes ont légèrement baissé (-4,3% en glissement annuel sur une base LFL).
- En revanche, Chargeurs PCC Fashion Technologies semble à l'abri des récessions se profilant, avec un chiffre d'affaires en hausse de 29,5% en glissement annuel, à 55,8m€. Chargeurs Museum Studio a affiché une croissance impressionnante, de 41,2% en glissement annuel, témoignant de la vigueur de l'activité.

Répartition du chiffre d'affaires par division

€m	2022	2021	2020	2019	chg. 22 vs. 21		chg. 22 vs. 20	
					reported	like-for-like	reported	like-for-like
Third quarter								
Technologies	132,6	127,8	102,6	121,9	+3,8%	-1,2%	+29,2%	+22,9%
Advanced Materials	76,8	86,2	67,1	69,8	-10,9%	-16,1%	+14,5%	+6,6%
PCC Fashion Technologies	55,8	41,6	35,5	52,1	+34,1%	+29,5%	+57,2%	+53,6%
Luxury	42,3	45,1	67,1	24,5	-6,2%	-16,3%	-37,0%	-44,2%
Luxury Fibers	21,8	22,1	9,8	21,5	-1,4%	-4,3%	+122,4%	+112,0%
Museum Studio	20,4	11,7	10,6	3,0	+74,4%	+41,2%	+92,5%	+56,6%
Personal Care	0,1	11,3	46,7	-	-99,1%	-99,1%	-99,8%	-99,8%
CHARGEURS	174,9	172,9	169,7	146,4	+1,2%	-5,1%	+3,1%	-3,6%

Analyse

- Chargeurs a publié un solide chiffre d'affaires sur 9 mois de 573,6m€, en progression de 5,2% en glissement annuel et stable (-0,1%) à taux de change et périmètre constants. L'activité a été portée par pratiquement l'ensemble des divisions, à savoir PCC Fashion Technologies (+43,8% en glissement annuel), Luxury Fibers (+21,2 %

en glissement annuel) et Museum Studio (+33,8 % en glissement annuel), à l'exception de Chargeurs Personal Care, une nouvelle fois affecté par le recul de la pandémie.

Advanced Material reste pénalisé par une baisse des volumes.

Malgré un effet prix plus que favorable, la division Advanced Materials a publié un chiffre d'affaires en repli sur une base LFL de 16,1% au T3, à 76,8m€, pénalisé par une baisse des volumes par rapport au T3 2021. La demande des clients progressant fortement face aux perturbations de la chaîne d'approvisionnement, 2021 avait été une année record en termes de volumes. La baisse de ces derniers s'explique donc par la normalisation des stocks et le déstockage en cours chez les clients. Malgré le ralentissement du marché de la construction neuve, le groupe reste confiant concernant les perspectives de la division, l'essoufflement étant compensé par l'activité dans la rénovation. Bien qu'aucun détail n'ait été communiqué sur le front de la rentabilité, nous estimons que le niveau élevé des prix des intrants continuera de peser sur les marges. Selon nous, ces dernières resteront inférieures à 10% jusqu'en 2024.

Toujours pas de signes précurseurs d'une baisse de la consommation pour CFT

En organique, le chiffre d'affaires de la division Fashion Technologies a progressé de 29,5% en glissement annuel, à 55,8m€. Cette performance découle des fortes hausses de prix en réponse à l'inflation et de la progression des volumes en Asie et en Amérique latine. Si la visibilité sur l'activité est faible tant le carnet de commandes dépend du court terme, pour le moment, le groupe n'observe aucun signe précurseur d'une dégradation. A moins d'un effondrement de la consommation à l'échelle mondiale, l'activité de la division devrait rester bien orientée.

L'expansion de l'offre Nativa n'a pas produit ses effets au T3

Malgré une renommée croissante, l'offre Nativa n'a pas eu de retombée particulièrement positive sur le chiffre d'affaires du T3 2022 de la division CLF, en repli de -4,3% en organique à 21,8m€. Cependant, le groupe prévoit d'accélérer le développement et d'élargir encore son offre Nativa, ayant récemment signé un contrat avec Gucci dans cette optique.

CMS, le nouveau moteur de croissance

Comme nous l'avons évoqué dans une précédente étude, le groupe a procédé à plusieurs acquisitions ces dernières années afin de proposer un "guichet unique" pour les musées, cherchant à intervenir de la gestion de projet, à la conception et à la fabrication jusqu'à la production de contenus audiovisuels en passant même par la publication de livres d'art. Malgré la rapidité du développement de la division, compte tenu du phasage des projets remportés en 2021 et 2022, les marges ne devraient pas s'améliorer avant les S2 2023/24 et 2025. Chargeurs table sur un chiffre d'affaires supérieur à 120m€ en 2023 et sur une amélioration des résultats en 2023. Le groupe a insisté tant sur le caractère acyclique de l'activité et que sur le potentiel de croissance de la division.

CPC est confronté au recul de la pandémie

Compte tenu de la fin de la crise sanitaire en Europe, le chiffre d'affaires de Chargeurs Personal Care s'est de nouveau contracté, à 0,1m€ au troisième trimestre. Rappelons que le groupe a cherché à diversifier l'activité de la division, se limitant jusqu'à présent à la production de masques, au travers de ses acquisitions de Fournival Altesse, leader du segment des brosses à cheveux haut de gamme, de Swaine, une entreprise britannique de premier plan du secteur du luxe, et de The Cambridge Satchel Company, un groupe produisant des articles de cuir de luxe à des prix abordables.

Une situation financière solide

Au troisième trimestre, la situation financière de Chargeurs s'est encore améliorée, le groupe obtenant de nouvelles lignes de crédit bilatérales à trois, cinq et sept ans d'un montant total de 105m€. Disposer d'une réserve de fonds constitue un avantage certain, surtout par les temps qui courent.

Perspectives à l'horizon des prochaines années

A l'horizon des prochaines années, le groupe compte diversifier son business model, améliorer sa rentabilité, capitaliser sur sa position de leader sur des marchés de niche et accélérer la transition environnementale et numérique de ses activités. Concernant l'état de la conjoncture, Chargeurs retient l'hypothèse d'un retour sur les rails de la croissance mi-2023, avec un ralentissement de l'inflation, une amélioration de la situation sur le front sanitaire en Asie et les retombées des boucliers tarifaires en Europe.

Impact

Notre recommandation sur le titre Chargeurs reste positive. Nous estimons en effet que le cours actuel de l'action intègre d'ores et déjà l'environnement difficile. Pour tenir compte de cette publication au titre du T3, nous allons réviser nos prévisions de chiffre d'affaires à la baisse pour CAM, CLM et CHS et à la hausse pour CMS et CFT.

22/09/2022

Ajustement de nos prévisions pour 2022 et 2023 suite aux résultats du S1.

Changement d'EPS

2022 : € 1,05 vs 1,32	-20,4 %
2023 : € 1,35 vs 1,48	-9,08 %

Suite à la publication des résultats du S1 2022, nous avons ajusté en baisse nos prévisions de BPA pour 2022 et 2023. En raison de l'amélioration de la situation sanitaire, nous tablons désormais sur un repli du BPA 2022 avec une contraction plus forte que prévu du chiffre d'affaires et une moindre contribution à la marge de Chargeurs Personal Care (anciennement Chargeurs Healthcare Solutions). Sur cette base, pour 2022, nous anticipons un chiffre d'affaires de Chargeurs Personal Care de 28,4m€ (contre 85,3m€ précédemment) et un résultat sous-jacent de 7,1m€ (contre 18m€). Afin de rester en ligne avec la marge opérationnelle de 5% publiée au S1, nous avons également revu en baisse nos estimations pour la division CMS (Chargeurs

Museum Solutions) pour 2022. Nous attendons désormais une marge opérationnelle sous-jacente de 6,5% en 2022, et donc un moindre résultat sous-jacent à 5,1m€ (contre 6,8m€ attendus précédemment). Cependant, nous prévoyons une amélioration en 2023 et en 2024, à mesure que les contrats remportés en 2021 et en 2022 commenceront à contribuer aux résultats.

Changement de DCF € 37,2 vs 38,3 -3,08 %

Après prise en compte des ajustements sur nos prévisions de BPA pour 2022 et 2023 (cf. commentaires sur le BPA), notre valorisation par le DCF est marginalement revue à la baisse à 37,2€ (contre 38,3€ précédemment). Pour 2024, nous prévoyons un chiffre d'affaires avoisinant 905m€ (contre 926m€ précédemment) et un résultat opérationnel sous-jacent de 75m€.

15/09/2022

L'acteur du luxe en devenir

Nouvelle importante

Compte tenu de ses dernières acquisitions (Swaine en 2021 et Cambridge Satchel Company en 2022), de la croissance de sa division Chargeurs Museum Studio et de son développement dans la laine de luxe, Chargeurs apparaît désormais comme un acteur du secteur du luxe en devenir.

Actualité

- Chargeurs a fait l'acquisition de la marque de luxe britannique Swaine en 2021.
- En juillet 2022, Chargeurs a acquis 80% du capital de Skira, un éditeur renommé de livres d'art classique, moderne et de design.
- En août 2022, Chargeurs a fait l'acquisition de la Cambridge Satchel Company, un groupe produisant des articles de cuir de luxe à des prix abordables.

Analyse

Chargeurs a rebaptisé ses unités opérationnelles. La nouvelle entité dénommée Chargeurs Luxury regroupe 3 lignes d'activité : Chargeurs Luxury Fibers (anciennement Chargeurs Wool), Chargeurs Museum Studio et Chargeurs Personal Care auxquels s'ajoutent désormais une série de marques récemment acquises dans le secteur des biens personnels de luxe.

Une offre originale de services aux musées

Au travers des nombreuses acquisitions réalisées ces dernières années, Chargeurs a poursuivi son ambition de devenir le leader mondial du secteur des services aux musées via CMS (Chargeurs Museum Studio). Chargeurs cherche à intervenir à chaque niveau de la chaîne de décision au sein des musées, de la gestion de projet, à la conception et à la fabrication jusqu'à la production de contenus audiovisuels et même la publication de livres d'art. Pour cela, le groupe a récemment acquis Skira, un éditeur renommé de livres d'art classique, moderne et de design. Au fil des années, Chargeurs a

développé une offre unique complète sur un marché très dispersé composé de multiples petits acteurs, afin de concevoir et d'offrir la meilleure expérience aux visiteurs et de profiter pleinement de la forte croissance du secteur de l'expérience des musées et des marques de luxe. L'objectif est d'offrir une nouvelle jeunesse aux musées, d'augmenter leur audience et d'accélérer la croissance de leur chiffre d'affaires. Lors de sa journée analystes du 8 septembre, Chargeurs a fait la démonstration de ce que son unité CMS pouvait apporter au National Army Museum : repenser l'expérience client et transformer un musée ancien et terne en un lieu attrayant. A court terme, malgré une offre intégrée et innovante, l'évolution des résultats générés par l'activité reste contrainte par l'entrée en vigueur progressive des principaux contrats. La situation devrait évoluer. En effet, le carnet de commandes du groupe est constitué de grands projets remportés au S2 2021 et en 2022 qui généreront la majeure partie de leurs profits en fin de contrat, soit à partir de S2 2023, puis courant 2024 et 2025.

Un nouveau type de luxe

Grâce à sa division Luxury Fibers, et plus particulièrement à sa gamme Nativa, Chargeurs a su capitaliser sur les tendances du luxe, notamment sur les retombées positives de pratiques ESG plus vertueuses. Le label Nativa autorise une traçabilité de la laine de qualité premium et permet la production d'une laine de qualité à partir d'une agriculture durable et responsable. Aujourd'hui, bien qu'il ne s'agisse pas encore d'une activité générant de fortes marges, le label se développe et Chargeurs a proposé ses solutions à un certain nombre de marques, dont Stella McCartney, qui utilise Nativa dans son argumentaire de vente. Chargeurs cherche à accroître la visibilité du label ; le groupe s'attend à ce que les services autour de la traçabilité et de la durabilité contribuent à faire passer les marges de l'activité d'un niveau faible, comme actuellement, à plus de 10%. Cette transition ne se fera pas du jour au lendemain, le groupe devant être en mesure de vendre sa laine à un meilleur prix pour faire face à l'augmentation de ses coûts. En résumé, le groupe a l'intention de faire évoluer le modèle de CLF pour donner la priorité non plus au simple négoce mais à la création de valeur ajoutée au travers des services offerts par Nativa, ces derniers permettant notamment à l'agriculture durable d'aider les marques du luxe à réduire leurs émissions.

Le développement de la marque Swaine

Enfin, le développement du pôle Luxe de Chargeurs bénéficiera des deux récentes acquisitions du groupe, à savoir la marque Swaine, acquise en 2021, et la Cambridge Satchel, acquise en août 2022. Swaine est une entreprise britannique de premier plan du secteur du luxe, opérant dans la maroquinerie, les parapluies et la chapellerie depuis plus de 270 ans. Une fois encore, Chargeurs entreprend un travail remarquable de dépoussiérage de la marque, la faisant passer d'un positionnement centré sur l'image des gentlemen anglais à un positionnement également tourné vers la jeunesse et destiné aux femmes. Le groupe a d'ores et déjà changé l'emplacement du magasin de Mayfair et ouvrira prochainement une boutique amirale dans New Bond Street, modifié le logo, la stratégie numérique et entend générer des synergies avec la Cambridge Satchel Company. Inévitablement, les questions devraient

désormais porter sur la rapidité avec laquelle, et à quel risque pour la marque, Chargeurs pourra augmenter son chiffre d'affaires et ses résultats de manière significative en changeant le positionnement de la marque.

En résumé, en modifiant les contours de son activité et en faisant des acquisitions dans les secteurs adjacents, Chargeurs fait une incursion dans le secteur du luxe. Si elle devait être confirmée et couronnée de succès, une telle démarche devrait inévitablement modifier le profil du groupe pour le faire éventuellement passer de prestataire de services BtoB à une plus forte exposition aux consommateurs. Les prochains trimestres permettront d'en savoir un peu plus sur l'ampleur de cette transformation.

12/09/2022

S1 2022 : le groupe confirme sa solidité avec un bon début d'année 2022

Publication Res./CA

Dans un environnement incertain et difficile, Chargeurs a une nouvelle fois démontré ses capacités d'adaptation et a confirmé sa flexibilité. Avec des performances pourtant moins exceptionnelles qu'au S1 2021, le groupe a affiché sa résistance en publiant des résultats d'exploitation solides marqués par une amélioration en termes de chiffre d'affaires et de rentabilité par rapport aux niveaux d'avant la pandémie, et ce pour l'ensemble des activités. Même si les performances au S2 et sur l'ensemble de 2022 ne devraient pas être aussi impressionnantes que celles de 2021, les perspectives à long terme demeurent encourageantes pour Chargeurs malgré une inflation record, la guerre en Ukraine et une récession dans certaines régions clés.

Actualité

- Chargeurs a publié un chiffre d'affaires de 398,7m€ au S1, en progression de 7,1% en glissement annuel et de 22,3% par rapport au S1 2019, soit avant la pandémie. Par rapport à cette dernière référence, la croissance a atteint 15,6% lfl, portée par les activités non liées à la santé et au pôle Technologies.
- Alors que l'EBITDA de Chargeurs a atteint 37m€ (marge de 9,3%), son résultat opérationnel courant s'est établi à 25m€ (marge de 6,4 %).
- La génération de trésorerie n'a pas été aussi importante qu'avant la pandémie à 0,3m€ (contre 58m€ au S1 2021 et 0,5m€ au S1 2019), entraînant une augmentation de la dette nette à 135,8m€ contre 89m€ au S1 2021.
- A 0,22, l'acompte sur dividende au titre de 2022 a été fixé à un niveau très inférieur à celui de 2021, soit 0,48€.
- Malgré des résultats moins bons que ceux du S1 2021 et une conjoncture toujours difficile, les perspectives à l'horizon fin 2022 demeurent encourageantes grâce à : 1) la capacité du groupe à

répercuter les hausses de prix sur ses clients, et 2) la solidité du carnet de commandes.

	H1 2022	H1 2021	Change
Revenue	398,7	372,4	7,06%
EBITDA	37	46,3	-20,09%
<i>As a % of revenue</i>	9,3%	12,4%	
Recurring operating profit	25,4	34	-25,29%
<i>As a % of revenue</i>	6,4%	9,1%	
Attributable net profit	10,2	24,7	-58,70%

Source: société

Analyse

Tout d’abord, pour rappel, le groupe a réorganisé ses activités autour de trois pôles d’activité stratégiques : Technologies, Luxe et Diversification.

- Le pôle Technologies regroupe désormais les activités de Chargeurs Advanced Materials (anciennement Chargeurs Protective Films) et de Chargeurs PCC Fashion Technologies.
- Chargeurs Luxury contient Chargeurs Luxury Fibers, Chargeurs Museum Studio et Chargeurs Personal Care ainsi que les marques Swaine et The Cambridge Satchel Company. La composition de cette nouvelle division n’est encore pas figée, car le groupe continue d’y ajouter de nouveaux actifs et le secteur de la santé reste marqué par de fortes variations d’activité.
- Le pôle Diversification intègre les divers intérêts minoritaires du groupe.

Le chiffre d’affaires consolidé de Chargeurs atteint 398,7m€, en progression de 7,1% par rapport aux 372,4m€ du S1 2021. Cependant, avec un EBITDA de 37m€ contre de 46,3m€ au S1 2021 et une marge d’EBITDA en repli de 310 points de base, la rentabilité du groupe s’est dégradée.

Les performances du pôle Technologies résistent

Au S1, le chiffre d’affaires de Chargeurs Technologies s’est élevé à 301,8m€ contre 238,8m€ en 2021, affichant une croissance de 21,9% lfl. Chargeurs Advanced Materials et Chargeurs PCC Technologies ont été à l’origine de cette progression. Le chiffre d’affaires de Chargeurs Advanced Materials a progressé de 9,3%, principalement entraîné par les prix, avec une marge d’EBITDA relativement stable à 11%. Au sein d’un environnement inflationniste, une telle performance témoigne de l’agilité du groupe et de son pouvoir en matière de fixation des prix. Grâce au rebond du marché de la mode, d’une part, et à des gains de parts de marché, d’autre part, Chargeurs PCC Fashion Technologies a publié un chiffre d’affaires en progression de 52,3% en glissement annuel avec une amélioration de 80pb de sa marge EBITDA, à 10,2% au S1.

Dégradation de la rentabilité en raison du pôle Luxe

Passant de 133,6m€ à 96,9 M€, le chiffre d’affaires de la division a baissé de 33,1% en glissement annuel en raison d’une contraction de 91,3% lfl des

activités de soins personnels par rapport à 2021, dans un contexte marqué par une amélioration de la situation sanitaire en Europe.

Le chiffre d'affaires des autres activités composant la division Luxe a augmenté. Celui de Chargeurs Luxury Fibers est ainsi passé de 39,4m€ à 54,4m€, correspondant à une croissance organique de 35,5% en glissement annuel au S1, principalement portée par les volumes. La division développe également la gamme Nativa garantissant la traçabilité de la laine à partir d'une agriculture durable. Cependant, en dépit de la progression du chiffre d'affaires, l'activité continue d'afficher une faible rentabilité, publiant un EBITDA de 1,1m€ correspondant à une marge d'EBITDA de 2%.

Enfin, Chargeurs Museum Studio a publié un chiffre d'affaires en hausse organique de 30%, passant de 22,9m€ à 36,3m€. Pour cette activité également, la rentabilité n'a pas suivi le rythme des ventes et la marge d'EBITDA a baissé de 16,6% à 8,9%.

Le pôle Luxe en pleine expansion

Chargeurs restructure sa division Luxe. Alors qu'elles étaient concentrées sur la production de masques, les activités des soins personnels se diversifient. Le chiffre d'affaires lié à la pandémie de COVID n'est pas près de retrouver son niveau de 2020. Grâce à son activité tournée vers les musées, Chargeurs s'est fixé pour objectif de devenir un acteur de premier plan dans tous les domaines liés aux services aux musées et a renforcé son expertise via ses acquisitions. En juillet 2022, Chargeurs a acquis 80% du capital de Skira, un éditeur renommé de livres d'art classique, moderne et de design. Enfin, Chargeurs cherche à devenir un acteur du luxe au travers de sa dernière acquisition en août 2022, la Cambridge Satchel Company, un groupe produisant des articles de cuir de luxe à des prix abordables. La direction entrevoit un effet de levier opérationnel au travers des capacités de fabrication de Cambridge Satchel qui seront utilisées par les autres marques.

Dégradation de la liquidité

Globalement, le résultat opérationnel courant du groupe s'est établi à 25,4m€, correspondant à une marge de 6,4%, en baisse de 25% en valeur absolue et de 270pb en termes de marge, et ce principalement en raison de l'arrêt marqué par l'activité santé.

La dégradation des performances opérationnelles et l'augmentation du besoin en fonds de roulement (+17,8m€) ont entraîné une baisse du cash-flow au S1 avec un flux de trésorerie provenant de l'exploitation de 0,3m€ contre de 58m€ au S1 2021. L'endettement a donc augmenté, la dette nette atteignant 135,8m€ contre 80,6m€ au S1 21, portant le taux d'endettement à 2,1x. Néanmoins, il convient de noter que la situation de trésorerie du groupe reste bonne à 313,5m€, avec en outre la mise en place de nouvelles lignes bancaires bilatérales pour un montant de 105m€.

En résumé, si les performances de début 2022 ont été moins bonnes qu'en 2021, elles demeurent encourageantes compte tenu de la dégradation de l'environnement.

La direction reste confiante quant aux capacités du groupe à maintenir sa rentabilité et à faire face à la conjoncture difficile de 2022 grâce à 1) des carnets de commandes pleins, 2) son pouvoir en matière de fixation des prix, 3) sa diversification géographique et 4) sa position de leader sur des marchés de niche. Notre recommandation sur le titre reste positive et nous estimons que les niveaux de valorisation actuel laissent entrevoir un potentiel de hausse important.

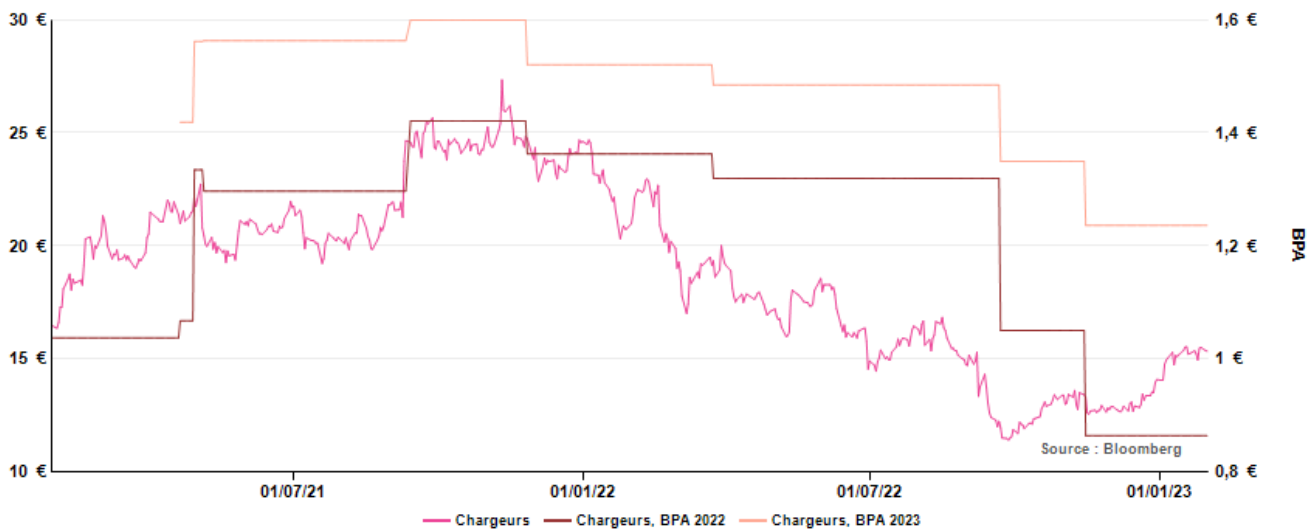
Impact

Même si nous allons réviser en légère baisse nos prévisions pour le reste de 2022, notre recommandation sur le titre reste positive.

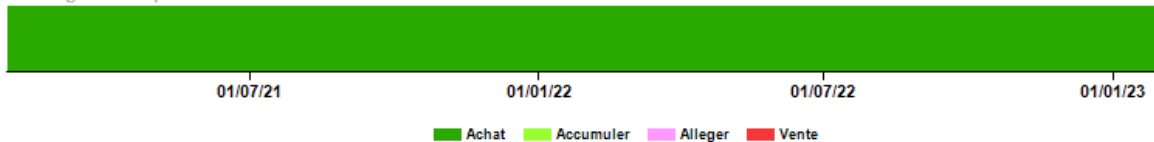
Cours & Objectif de cours



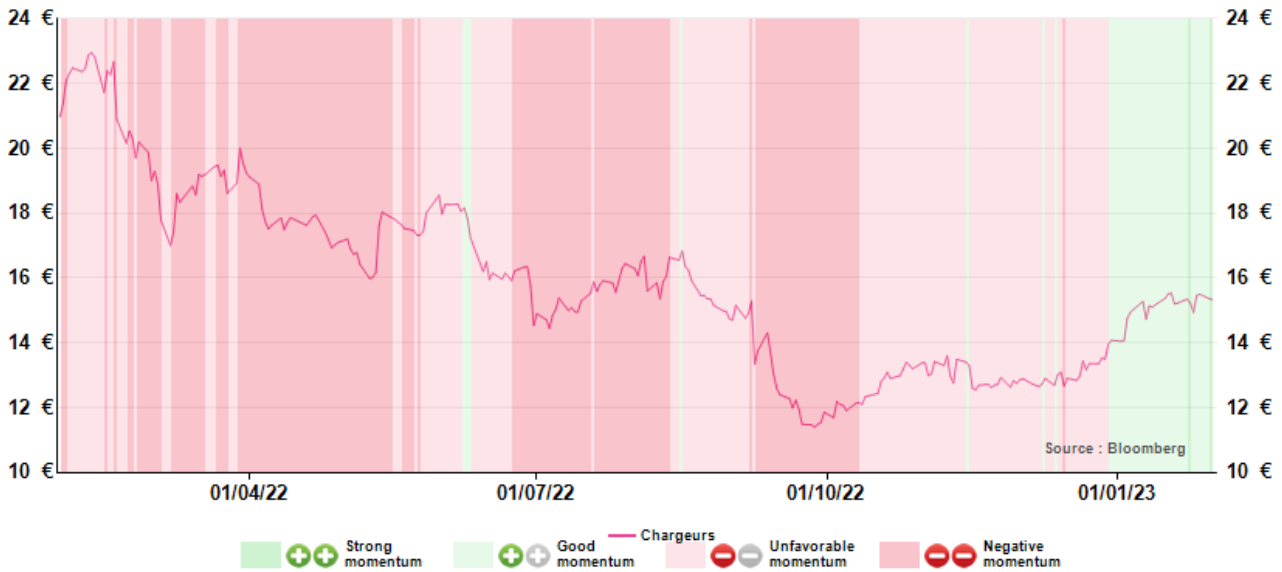
Bénéfices par action et Opinion



Chargeurs : Opinion



Momentum





L'analyse par le momentum consiste à évaluer la tendance boursière sur un instrument financier, à partir de l'analyse des flux d'échanges sur cet instrument. Les principaux indicateurs utilisés dans notre outil de momentum sont les moyennes mobiles simples sur 3 échelles de temps : le court terme (20 jours de bourse), le moyen terme (50j) et le long terme (150j).


Le positionnement de ces moyennes mobiles les unes par rapport aux autres nous indique l'orientation des flux sur ces 3 échelles de temps. Par exemple si les moyennes mobile courtes et intermédiaires sont au dessus de la moyenne longue cela détermine une orientation haussière à confirmer.


Nous prenons également en compte la position du dernier cours de bourse par rapport aux trois moyennes mobiles (indicateur avancé) ainsi que la dynamique de ces 3 moyennes -baissière, neutre, haussière- qui est plutôt un indicateur retardé.

Les indications directionnelles données par les flux au travers des moyennes mobiles et les cours doivent être confirmées par les volumes pour valider le signal. Nous utilisons pour cela un calcul de hausse moyenne des volumes sur 10 semaines complété par un calcul relatif sur les volumes à la hausses et les volumes à la baisse pour valider nos analyses

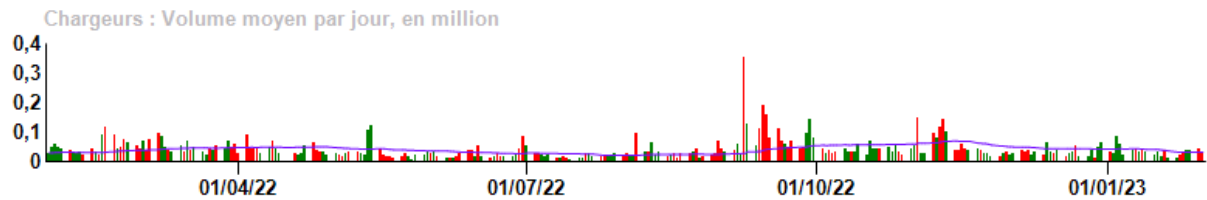
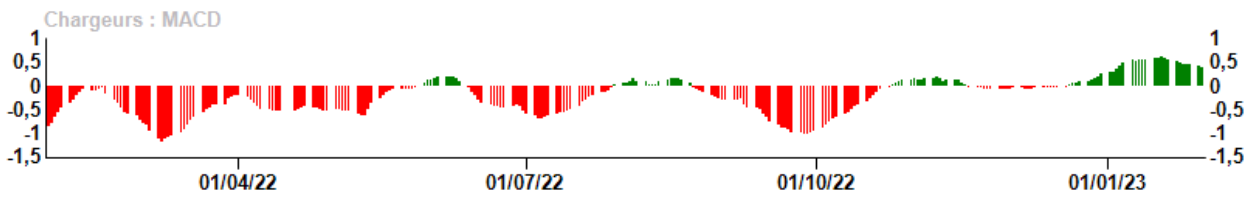
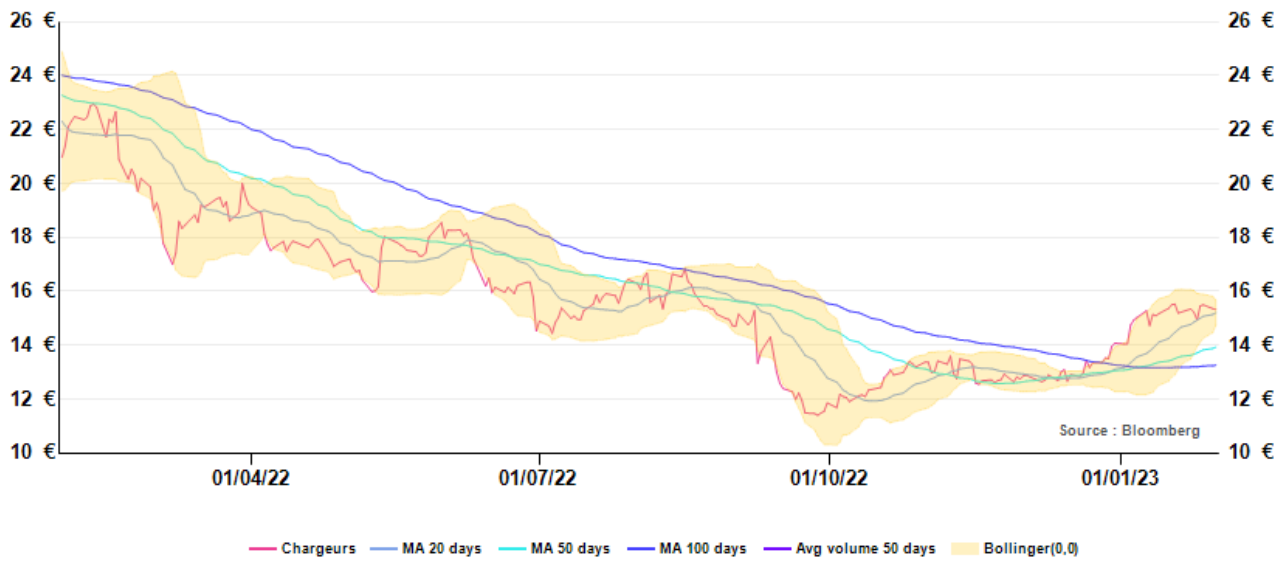
 : Momentum fortement positif correspondant à une tendance haussière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

 : Momentum plutôt positif correspondant à une orientation globalement haussière des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-achat ou par l'absence de volumes.

 : Momentum plutôt négatif correspondant à une orientation neutre ou baissière des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-vente ou par l'absence de volumes.

 : Momentum fortement négatif correspondant à une tendance baissière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

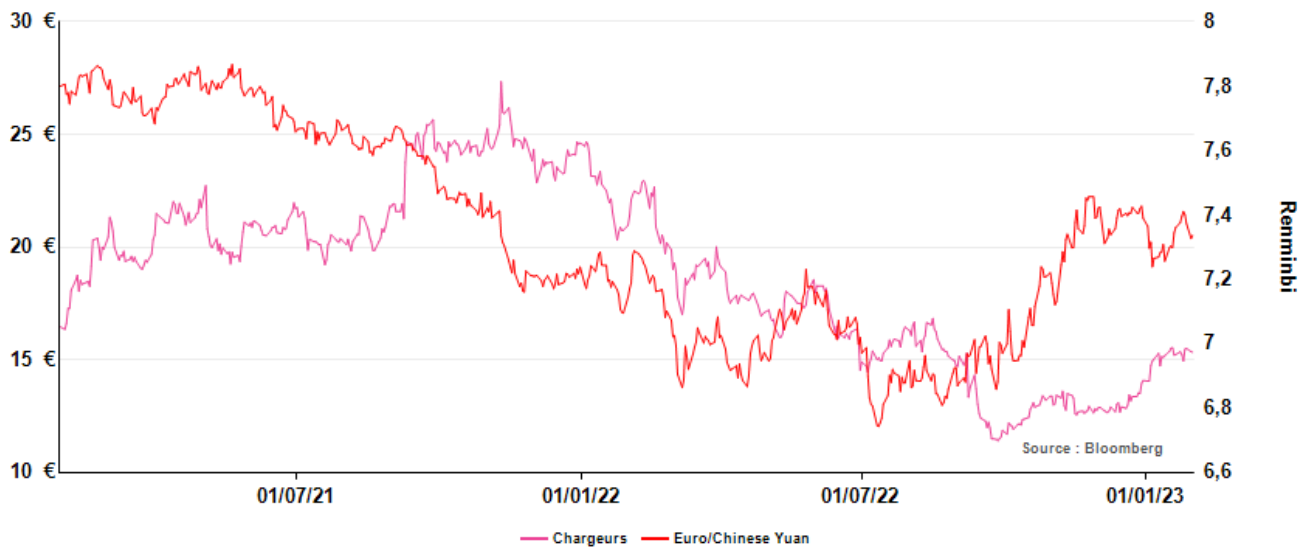
Moyenne mobile MACD & Volume



€/\$ sensibilité



Euro/Chinese Yuan sensibilité



Brent \$/bl sensibilité



Secteur Services aux entreprises



Données financières

Clefs de valorisation		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
PER ajusté	x	17,7	19,5	12,4	9,22
PER publié	x	18,1	19,4	12,4	9,25
VE/EBITDA(R)	x	9,03	8,67	6,49	5,37
EV/EBIT	x	14,7	15,7	10,2	7,76
EV/Sales	x	0,90	0,74	0,63	0,58
P/ANC	x	2,07	1,45	1,20	1,09
Rendement du dividende	%	5,37	4,98	7,05	9,52
<i>Rendement du cash flow disponible</i>	%	9,82	4,76	8,10	10,0
Cours moyen	€	23,1	16,9	15,3	15,3

Compte d'exploitation consolidé

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Chiffre d'affaires	M€	737	752	827	892
<i>Croissance du CA</i>	%	-10,4	2,08	10,0	7,83
<i>CA par employé</i>	k€	328	326	353	378
Coûts de personnel	M€	-123	-137	-142	-146
Loyers de location opérationnelle	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Coût des ventes (indicatif)	M€	-550			
EBITDA	M€	73,8	64,1	80,1	96,5
EBITDA(R)	M€	73,8	64,1	80,1	96,5
<i>Marge d'EBITDA(R)</i>	%	10,0	8,53	9,68	10,8
<i>EBITDA(R) par employé</i>	k€	32,8	27,8	34,2	40,8
Dotations aux amortissements	M€	-23,1	-23,3	-23,8	-24,3
<i>Dotations aux amortissements/CA</i>	%	3,14	3,10	2,88	2,72
Dépréciations	M€	-5,50 ⁽³⁾	-5,50	-5,50	-5,50
Résultat opérationnel courant	M€	45,2	35,3	50,8	66,7
<i>Marge opérationnelle courante</i>	%	6,14	4,70	6,14	7,48
Autres revenus/dépenses (cash)	M€	-4,00	-4,00	-6,00	-7,00
Autres rev./dép. (non cash; incl. réévaluat° d'actifs)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Valeur actuelle des instruments d'exploitation	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat des JV	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendes versés par les JV</i>	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Cash flow provenant des JV</i>	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Dépréciation des survaleurs	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	41,2	31,3	44,8	59,7
Charges financières	M€	-13,0	-14,0	-14,5	-15,0
<i>dont effectivement décaissé</i>	M€	-13,0	-14,0	-14,5	-15,0
Produits financiers	M€	4,40	4,40	6,00	6,00
Autres produits (charges) financiers	M€	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00
Résultat financier net	M€	-10,6	-11,6	-10,5	-11,0
<i>dont services des engagements de retraites</i>	M€		-0,36	-0,77	-0,78
Profits avant impôts et exceptionnels	M€	30,6	19,7	34,3	48,7
Eléments exceptionnels et autres (avant impôts)	M€				
Impôt courant	M€	-6,80	-4,34	-9,59	-13,6
Déficits fiscaux reportables	M€	6,30	4,50	4,00	4,00
Impôts différés	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôts sur les sociétés	M€	-0,50	0,16	-5,59	-9,64
<i>Taux d'imposition</i>	%	1,63	-0,82	16,3	19,8
<i>Marge nette</i>	%	4,09	2,64	3,47	4,38
Mises en équivalence	M€	0,70	0,70	0,70	0,70
<i>Dividendes reçus des mises en équivalences</i>	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Intérêts minoritaires	M€	-0,20	0,00	0,00	0,00
<i>dividendes versés aux minoritaires</i>	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat des activités destinées à être cédées	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat net pdg	M€	30,6	20,6	29,4	39,8
Dépréciation des survaleurs	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres ajustements	M€				
Résultat net ajusté, pdg	M€	30,6	20,6	29,4	39,8
Résultat corrigé et dilué	M€	30,6	20,6	29,4	39,8
NOPAT	M€	34,6	27,5	39,4	51,3

3. Dépréciation des immobilisations acquises des incorporelles

Tableau de financement

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
EBITDA	M€	73,8	64,1	80,1	96,5
Variation du BFR	M€	21,9	-17,5	-12,4	-14,9
<i>dont (augm.)/dimin. des créances clients</i>	M€	-6,90	-13,1	-10,2	-9,05
<i>dont (augm.)/dimin. des stocks</i>	M€	-9,10	-19,8	-18,9	-16,8
<i>dont augm./dimin. des dettes fournisseurs</i>	M€	38,4	10,3	18,4	13,0
<i>dont augm./dimin. autres dettes</i>	M€	-0,50	5,10	-1,72	-2,07
Dividendes reçus des mises en équivalence	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€	-6,10	0,16	-5,59	-9,64
Eléments exceptionnels	M€				
Autres cash flows d'exploitation	M€	-11,7	-8,00	-8,00	-8,00
Cash flows d'exploitation total	M€	77,9	38,8	54,1	63,9
Investissements matériels	M€	-13,0	-8,20	-14,0	-16,0
<i>Investissements / dotations aux amortissements</i>	%	45,5	28,4	47,8	53,7
Acquisitions de titres	M€	-20,4 ⁽⁴⁾	-10,0	-10,0	-10,0
Autres flux d'investissement	M€	16,5	0,00	0,00	0,00
Flux d'investissement net	M€	-16,9	-18,2	-24,0	-26,0
Charges financières nettes	M€	-10,6	-11,6	-10,5	-11,0
<i>dont compasante cash</i>	M€	-13,0	-11,2	-9,73	-10,2
Dividendes (maison mère)	M€	-17,7	-24,1	-15,0	-20,7
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>dont (achat)/vente d'actions d'autocontrôle</i>	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
(Aug.)/réduction de la dette nette	M€	-24,8	-0,70	-47,6	-20,5
Autres flux financiers	M€	1,50	-3,00	-3,00	-3,00
Flux financiers totaux	M€	-54,0	-39,1	-75,4	-54,4
Variations de périmètre	M€	3,20	0,00	0,00	0,00
Variation de la trésorerie	M€	10,2	-18,5	-45,3	-16,5
Variation de la dette nette	M€	35,0	-17,8	2,34	4,05
Cash flow disponible (avant div)	M€	54,3	19,0	29,6	36,9
Cash flow opérationnel	M€	77,9	38,8	54,1	63,9
<i>Taux de réinvestissement (invest./Immo. corporelles)</i>	%	15,2	8,88	14,1	15,1

4. Niveau normalisé du coût des acquisitions à VE = 1,5x CA

Bilan		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Survaleurs	M€	189	195	202	209
Autres immobilisations incorporelles	M€	49,3	49,3	49,3	49,3
Total actif incorporel	M€	238	245	251	258
Immobilisations corporelles	M€	85,3	92,3	99,3	106
Droits de tirage	M€	31,4	32,0	32,7	33,3
Immobilisations financières (invest. LT dans des sociétés)	M€	7,90	7,90	7,90	7,90
Autres immo. financières (optique de placement)	M€	30,9	30,9	30,9	30,9
BFR	M€	-18,0	-0,50	11,9	26,8
<i>dont clients (+)</i>	<i>M€</i>	<i>78,3</i>	<i>91,4</i>	<i>102</i>	<i>111</i>
<i>dont stocks (+)</i>	<i>M€</i>	<i>150</i>	<i>170</i>	<i>189</i>	<i>206</i>
<i>dont fournisseurs (+)</i>	<i>M€</i>	<i>225</i>	<i>235</i>	<i>254</i>	<i>267</i>
<i>dont engagements courants (+)</i>	<i>M€</i>	<i>21,4</i>	<i>26,5</i>	<i>24,8</i>	<i>22,7</i>
Autres actifs courants	M€	42,4	45,5	45,5	45,5
<i>dont actifs d'impôts</i>	<i>M€</i>				
Actif total (net des engagements CT)	M€	418	453	479	509
Capitaux propres part du groupe	M€	267	276	305	338
Intérêts minoritaires	M€	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60
Provisions pour retraite	M€	14,6	22,6	22,8	23,1
Autres provisions pour risques et charges	M€	13,8	13,8	13,8	13,8
Charges d'IS	M€	-36,9	-36,9	-36,9	-36,9
Autres charges	M€	42,4	42,4	42,4	42,4
Endettement net / (trésorerie)	M€	117	135	133	129
Passifs totaux	M€	418	453	479	509
Endettement net moyen / (trésorerie)	M€	122	126	134	131

Valeur d'entreprise		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
VE/EBITDA(R)	x	9,03	8,67	6,49	5,37
VE/EBIT	x	14,7	15,7	10,2	7,76
VE/CA	x	0,90	0,74	0,63	0,58
EV/Capital investi	x	1,93	1,48	1,29	1,20
Capitalisation boursière	M€	553	400	366	368
+ Provisions (incluant les retraites)	M€	28,4	36,4	36,6	36,9
+ Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	85,9	103	100	95,4
+ Droits d'utilisation (depuis 2019) / Dette implicite aux immo. en ...	M€	31,4	32,0	32,0	32,7
- Immobilisations financières (juste valeur) et autres	M€	32,3	15,0	15,0	15,0
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
= Valeur d'entreprise	M€	666	556	519	518

Données par action

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	€	1,30	0,86	1,24	1,66
<i>Croissance des BPA</i>	%	-14,9	-33,7	43,1	34,6
BPA publié	€	1,28	0,87	1,23	1,66
Dividende net par action	€	1,24	0,84	1,08	1,46
Cash flow libre par action	€	2,31	0,80	1,25	1,54
Cash flow opérationnel par action	€	3,31	1,63	2,28	2,67
Actif net comptable par action	€	11,2	11,7	12,8	14,1
Nombre d'actions ordinaires	Mio	24,6	24,7	24,9	25,0
Equivalent nombre d'actions ordinaires (fin d'année)	Mio	24,6	24,7	24,9	25,0
Nombre d'actions pour Capi.	Mio	24,6	24,7	24,9	25,0
Autocontrôle (fin d'année)	Mio	0,62	1,04	1,04	1,04
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)	Mio	24,0	23,7	23,8	24,0
Nombre d'actions ordinaires moyen	Mio	23,5	23,8	23,8	23,9
Conversion d'instruments de dette en actions	Mio				
Règlement de stock-options exerçables	Mio	0,00	0,00	0,00	0,00
Règlement probable de stock-options non exerçables	Mio				
Autres engagements d'émettre des titres	Mio				
Dilution (moyenne)	Mio	0,00	0,00	0,00	0,00
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	23,5	23,8	23,8	23,9
Survaleur par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
BNA après amort. des survaleurs (dilué)	€	1,30	0,86	1,24	1,66
BNA avant amort. des survaleurs (non dilué)	€	1,30	0,86	1,24	1,66
Taux de distribution	%	97,1	96,7	87,7	88,1
Ratio de "pay out" (div. + rachat / résultat)	%	78,9	73,0	70,4	

Financement et liquidité

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
EBITDA	M€	73,8	64,1	80,1	96,5
Cash flow des opérations	M€	43,0	45,1	56,7	68,6
Fonds propres	M€	267	276	305	338
Dette brute	M€	332	331	284	263
dont échéance moins d'un an	M€	28,4	65,2	35,1	41,7
dont échéance entre 1 et 5 ans	M€	174	149	139	120
dont échéance moins de 2 ans	M€	65,2	35,1	41,7	31,9
dont échéance moins de 3 ans	M€	35,1	41,7	31,9	40,0
dont échéance moins de 4 ans	M€	41,7	31,9	40,0	25,3
dont échéance moins de 5 ans	M€	31,9	40,0	25,3	22,9
dont échéance à plus de 5 ans	M€	130	118	110	102
+ Trésorerie brute	M€	215	196	151	135
= Dette nette / (trésorerie)	M€	117	135	133	129
Emprunts bancaires	M€	332	327	282	262
Leasing	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres financements	M€	0,00	4,30	1,70	1,20
Ratio d'endettement	%	45,6	45,6	43,9	38,7
Fonds propres/Actif total (%)	%	64,0	61,1	63,7	66,5
<i>Dette nette ajustée/EBITDA(R)</i>	x	2,01	2,60	2,06	1,67
<i>Dette brute ajustée/EBITDA(R)</i>	x	4,88	5,73	4,00	3,11
<i>Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds propres)</i>	%	57,4	57,1	51,2	47,0
<i>Ebit cover</i>	x	4,26	3,14	5,22	6,53
<i>CF des opérations/dette brute</i>	%	11,9	12,3	17,7	22,9
<i>CF des opérations/dette nette</i>	%	36,7	33,4	42,7	53,3
<i>FCF/Dette brute ajustée</i>	%	15,1	5,17	9,24	12,3
<i>(Trés. brute + FCF + Découverts)/Dette CT</i>	x	9,48	3,30	5,15	4,11
<i>FCF/Dette CT</i>	x	1,83	0,30	0,87	0,90

Analyse du ROE par la méthode de Dupont

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Charge d'IS (Net/Pretax pre-except.)	x	1,00	1,04	0,86	0,82
Marge opérationnelle (EBIT/CA)	%	5,59	4,17	5,41	6,69
Rotation des actifs(CA/actifs moyens)	%	180	173	177	181
Levier (Actifs moyens/Fonds propres moyens)	x	1,62	1,60	1,60	1,54
Rendement des fonds propres (ROE)	%	12,1	7,57	10,1	12,4
ROA	%	13,5	9,31	12,4	15,3

Réconciliation des capitaux propres

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Fonds propres année N-1	M€	233	267	276	305
+ Profits nets de l'année	M€	30,6	20,6	29,4	39,8
- Dividendes (maison mère)	M€	-17,7	-24,1	-15,0	-20,7
+ Augmentation de capital	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
dont diminution (augmentation) de l'autocontrôle	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
- Gains (pertes) actuariels non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Autres éléments de résultat ("comprehensive")	M€	21,3	12,6	14,4	13,9
= Fonds propres fin d'année	M€	267	276	305	338

Personnel		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Chiffre d'affaires par employé	k€	328	326	353	378
Coûts de personnel unitaire	k€	-54,8	-59,5	-60,5	-61,8
Variation des coûts de personnel	%	8,75	11,6	3,12	3,11
Variation des coût de personnel unitaire	%	7,78	8,73	1,67	2,15
Coûts de pers./(Ebitda+Coûts de pers.)	%	62,5	68,2	63,9	60,2

Nombre d'employés moyen	utp	2 248	2 308	2 341	2 363
Europe	utp	1 126	1 166	1 180	1 195
Amérique du Nord	utp	387	391	395	395
Amérique du Sud	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Asie	utp	707	721	736	743
Autres pays clés	utp	28,0	30,0	30,0	30,0
Coûts totaux de personnel	M€	-123	-137	-142	-146
Salaires	M€	-123	-137	-141	-145
dont contributions sociales	M€	-25,9	-26,4	-26,9	-26,9
Coûts relatfs aux retraites	M€		-0,62	-0,62	-0,62

Chiffre d'affaires par division		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Chiffre d'affaires	M€	737	752	827	892
Protective Films	M€	341	343	350	360
Fashion Technologies (ex Interlining)	M€	165	224	247	267
Museum Solutions (ex Technical Substrates)	M€	49,8	83,2	121	145
Luxury Materials (ex Wool)	M€	86,2	95,2	102	109
Personal Care (ex Healthcare Solutions)	M€	94,8	6,40	8,32	11,6
Other	M€	0,00 ⁽¹⁾	0,00	0,00	0,00

1. Augmentation du chiffre d'affaires via les acquisitions. Estimation AV. Éventuellement avec la création d'un cinquième secteur d'activité

Résultat par division		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Underlying operat. profit Analysis					
Protective Films	M€	26,1	24,0	29,7	37,8
Fashion Technologies (ex Interlining)	M€	4,50	14,7	17,3	20,0
Museum Solutions (ex Technical Substrates)	M€	5,00	4,16	9,65	13,0
Luxury Materials (ex Wool)	M€	1,00	1,71	2,04	2,40
Personal Care (ex Healthcare Solutions)	M€	21,7	1,92	2,08	2,91
Other/cancellations	M€	-7,60 ⁽²⁾	-6,77	-7,44	-8,03
Total	M€	50,7	39,7	53,3	68,1
Underlying operat. profit margin	%	6,88	5,28	6,45	7,64

2. Combine les coûts centraux d'environ 8m€ par an et la contribution au niveau de l'exploitation des cibles nouvellement acquises

Géographie du chiffre d'affaires		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Europe	%	50,0	50,0		
Of Which Italy	%	9,50	9,50		
Of Which Germany	%	6,40	6,40		
Of Which France	%	17,3	17,3		
Americas	%	24,6	24,6		
Of Which United States	%	19,2	19,2		
Asia	%	25,4	25,4		
Of Which China	%	9,30	9,30		
Other	%	0,00	0,00		

ROCE		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Rendement des capitaux investis	%	10,0	7,29	9,78	11,9
CFROIC	%	15,8	5,05	7,35	8,56
Survaleur	M€	189	195	202	209
Dépréciation cumulée des survaleurs	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	M€	49,3	49,3	49,3	49,3
Dépréciation cumulée des immo. incorporelles	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Couvertures à LT	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
R&D mmobilisée	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Droits d'utilisation / Valeur actuelle des engagements de leasing	M€	31,4	32,0	32,0	32,7
Autres actifs immobilisés	M€	85,3	92,3	99,3	106
Amortissements cumulés	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
BFR	M€	-18,0	-0,50	11,9	26,8
Autres actifs	M€	7,90	7,90	7,90	7,90
Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Capitaux employés après amortissement (Capitaux investis)	M€	345	376	402	432
Capitaux employés avant amortissement	M€	345	376	402	432

Capitaux employés par division		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Protective Films	M€				
Fashion Technologies (ex Interlining)	M€				
Museum Solutions (ex Technical Substrates)	M€				
Luxury Materials (ex Wool)	M€				
Personal Care (ex Healthcare Solutions)	M€				
Other	M€	345	376	402	432
Total capital employed	M€	345	376	402	432

Pension Risks

Synthèse des risques liés aux engagements de retraites

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Ratio des engagements retraite	%	5,62	7,56	6,96	6,38
Fonds propres part groupe	M€	267	276	305	338
Valeur actualisée des engagements	M€	15,9	22,6	22,8	23,1
<i>dont engagements financés</i>	<i>M€</i>	<i>1,20</i>	<i>6,29</i>	<i>6,18</i>	<i>6,08</i>
<i>dont engagements non financés</i>	<i>M€</i>	<i>14,3</i>	<i>15,9</i>	<i>16,2</i>	<i>16,5</i>
<i>dont autres engagements (santé)</i>	<i>M€</i>	<i>0,40</i>	<i>0,42</i>	<i>0,43</i>	<i>0,45</i>
Ecarts actuariels non comptabilisés au bilan	M€	0,00	0,00	0,00	0,00

<i>Taux d'actualisation Groupe</i>	%	1,55	2,34	2,34	2,34
Taux d'actualisation normalisé recalculé	%		3,00		
<i>Taux de croissance futur des salaires Groupe</i>	%	2,00	2,00	2,00	2,00
Taux de croissance normalisé des salaires recalculé	%		4,33		
<i>Taux de rentabilité attendu des actifs Groupe</i>	%	3,50	3,50	3,50	3,50
Taux de rentabilité attendu des actifs recalculé	%		2,49		
Financées: impact du changement des hypothèses actuarielles	M€		7,58		
Non financées: impact du changement des hypothèses actuarielles	M€		6,06		

Répartition géo. des engagements de retraites

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Exposition US	%	33,0	33,0	33,0	33,0
Exposition GB	%				
Exposition Euro	%	67,0	67,0	67,0	67,0
Exposition Pays Nordiques	%				
Exposition Suisse	%				
Autre exposition	%				
Total	%	100	100	100	100

Impacts sur le bilan

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Couverture des obligations financées (déficit)	M€	-1,20	-8,38	-8,24	-8,10
Couverture des obligations non financées (déficit)	M€	-13,4	-19,7	-20,1	-20,6
Total comptabilisé	M€	-14,6	-28,1	-28,4	-28,7
Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions (au bilan) sur obligations financées	M€	1,20	6,29	6,18	6,08
Provisions (au bilan) sur obligations non financées	M€	14,3	15,9	16,2	16,5
Autres provisions de retraite (santé)	M€	0,40	0,42	0,43	0,45
Total des provisions de retraite comptabilisées au bilan	M€	15,9	22,6	22,8	23,1

Impacts sur le compte de résultat

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Charges relatives aux engagements financés	M€	-0,10	-0,05	-0,26	-0,26
Charges relatives aux engagements non financés	M€	-0,80	-0,93	-1,12	-1,13
Total des charges relatives aux engagements	M€	-0,90	-0,98	-1,38	-1,39
<i>dont celles incluses dans les frais généraux</i>	<i>M€</i>	<i>-0,70</i>	<i>-0,62</i>	<i>-0,62</i>	<i>-0,62</i>
<i>dont celles incluses dans les frais financiers</i>	<i>M€</i>	<i>-0,20</i>	<i>-0,36</i>	<i>-0,77</i>	<i>-0,78</i>

Engagements financés

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Engagements de retraite début de période	M€	17,2	16,8	23,3	22,9
Coût des services rendus	M€	0,10	0,09	0,09	0,09
Coût des intérêts	M€	0,40	0,50	0,70	0,68
Contributions des employés	M€				
Impact du changement des hypothèses actuarielles	M€	-0,70	7,58	0,00	0,00
<i>dont impact du changement du taux d'actualisation</i>	<i>M€</i>		-2,01		
<i>dont impact du changement du taux de croissance des salaires</i>	<i>M€</i>		9,59		
Changements du périmètre de consolidation	M€				
Effets de change	M€	1,00	0,00	0,00	0,00
Prestation versées aux bénéficiaires	M€	-1,20	-1,70	-1,20	-1,20
Autres	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Engagements de retraite fin de période	M€	16,8	23,3	22,9	22,4

Valeur des actifs de fi. des engagements de retraites

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Actifs début de période	M€	14,8	15,6	14,9	14,6
Produits attendus sur les actifs des régimes de retraite	M€	0,40	0,55	0,52	0,51
Gains / (pertes) actuariels	M€	0,40	-0,16	-0,15	-0,15
Cotisations du Groupe	M€	0,00	0,60	0,56	0,55
Contributions des employés	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Changements du périmètre de consolidation	M€				
Effets de change	M€	1,30	0,00	0,00	0,00
Prestation versées aux bénéficiaires	M€	-1,20	-1,70	-1,20	-1,20
Autres	M€	-0,10			
Actifs fin de période	M€	15,6	14,9	14,6	14,3
Taux de rentabilité attendu des actifs (réalisé et estimé)	M€	0,80	0,39	0,37	0,36

Valeur actuelle des engagements de retraites non financés

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Engagements de retraite début de période	M€	14,4	13,4	19,7	20,1
Coût des services rendus	M€	0,60	0,53	0,53	0,53
Coût des intérêts	M€	0,20	0,40	0,59	0,60
Contributions des employés	M€				
Impact du changement des hypothèses actuarielles	M€	-0,70	6,06	0,00	0,00
<i>dont impact du changement du taux d'actualisation</i>	<i>M€</i>		-1,61		
<i>dont impact du changement du taux de croissance des salaires</i>	<i>M€</i>		7,67		
Changements du périmètre de consolidation	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Effets de change	M€	0,30	0,00	0,00	0,00
Prestation versées aux bénéficiaires	M€	-0,70	-0,70	-0,70	-0,70
Autres	M€	-0,70	0,00	0,00	0,00
Engagements de retraite fin de période	M€	13,4	19,7	20,1	20,6

Opinion fondamentale

S'il est implicite que les recommandations formulées par AlphaValue sont de bonne foi, elles ne devraient jamais constituer l'unique fondement d'une décision d'investissement.

Les recommandations sont construites dans une approche de "père de famille".

Les valorisations sont calculées du point de vue d'un **actionnaire minoritaire**, à moyen terme (6 mois).

Les outils de valorisation sont présentés de façon **transparente**, toutes les valeurs sous-jacentes sont accessibles, et **cohérente**, la méthodologie est la même quelque soit le titre, en tenant compte cependant des différences de nature entre valeurs financières et non financières. Une action avec un objectif de cours en-dessous de son cours actuel ne sera jamais associée à un Accumuler ou un Achat.

Les recommandations se basent sur des objectifs de cours sans prendre en compte le rendement du dividende. Les seuils pour les quatre niveaux de recommandations peuvent changer de temps à autres selon les conditions de marché. Les seuils sont définis comme indiqué ci-dessous, SI L'ON SUPPOSE que les taux longs sans risque demeurent entre 2 et 5%.

Recommandation	Volatilité Faible 10 < VIX index < 30	Volatilité Normale 15 < VIX index < 35	Volatilité Elevée 35 < VIX index
Achat ●	Plus de 15 % de potentiel	Plus de 20 % de potentiel	Plus de 30 % de potentiel
Accumuler ●	De 5 % à 15 %	De 5 % à 20 %	De 10 % à 30 %
Alléger ●	De -10 % à 5 %	De -10 % à 5 %	De -10 % à 10 %
Vente ●	Moins de -10 %	Moins de -10 %	Moins de -10 %

L'absence de recommandation « neutre » est délibérée. Investir dans les actions est sans intérêt si le retour attendu n'est pas au moins au niveau des taux sans risque (avant prise en compte du dividende).

Bien que les recommandations soient déterminées par les objectifs de cours, la direction d'AlphaValue entend maintenir une cohérence globale sur son univers de couverture et est susceptible, de temps à autre, de changer certains paramètres globaux, ce qui pourrait affecter le niveau de définitions des recommandations et/ou la distribution des recommandations dans les quatre champs ci-dessus. Par exemple, baisser la prime de risque dans un contexte de prudence excessive pourrait augmenter la proportion de recommandations positives.

Valorisation

Les méthodes de valorisation ont été élaborées dans un souci de cohérence et de transparence.

Les sociétés sont réparties en 3 catégories selon leur activité principale: Banques, Assurances et Non Financières.

L'appartenance à une de ces 3 catégories détermine la méthode de construction du cours objectif.

Le cours objectif résulte d'une pondération de plusieurs critères de valorisation, qui peuvent être changés en cas de besoin. Toutes les sociétés d'une même catégorie sont valorisées de la même manière et donc de façon cohérente entre elles.

Au sein de l'univers des sociétés Non Financières, 4 sous-catégories permettent de prendre en compte les spécificités inhérentes au secteur d'activité: 1) "Industrielles standard"; 2) "Holdings" pour lesquelles la mesure de l'actif net réévalué est prépondérant; 3) "Valeurs de croissance" pour lesquelles l'accent est mis sur la valorisation par analogies avec des valeurs comparables; 4) "Sociétés en perte" pour lesquelles justement la valorisation par les comparables ne fonctionne pas. La valorisation est alors assise principalement sur la méthode du DCF (Discounted Cash Flow ou actualisation des flux de trésorerie futurs) et la mesure de l'Actif net réévalué. Ces deux dernières méthodes reviennent à « redonner du long terme » à la société sous revue.

Méthode de valorisation	Industrielles standard	Valeurs de croissance	Holding company	Sociétés en pertes	Banques	Assurances
DCF	35%	35%	10%	40%	0%	0%
Actif net réévalué	20%	20%	55%	40%	25%	15%
PER	10%	10%	10%	5%	10%	20%
VE/EBITDA	20%	20%	0%	5%	0%	0%
Rendement	10%	10%	20%	5%	15%	15%
Actif net comptable	5%	5%	5%	5%	15%	10%
Valeur intrinsèque (banques)	0%	0%	0%	0%	25%	0%
Embedded Value	0%	0%	0%	0%	0%	40%
Capi./Résultat d'exploitation brut	0%	0%	0%	0%	10%	0%