

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

Bientôt davantage un acteur du luxe qu'un industriel

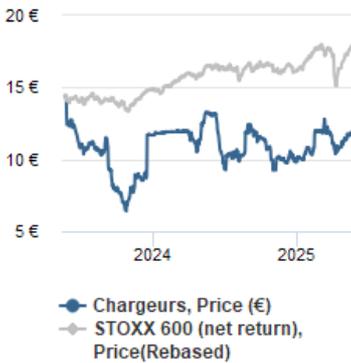
Opinion	Accumuler
Upside (%)	19,2
Cours (€)	11,76
Objectif de cours (€)	14,0
Bloomberg Code	CRI FP
Capitalisation boursière (M€)	292
Enterprise Value (M€)	543
Momentum	FORT
Sustainability	3/10
Credit Risk	B

Analyste financier

Saïma 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 Museum Studios, offre novatrice de guichet unique au sein d'un marché très fragmenté, démontre l'ingéniosité de Chargeurs et s'est rapidement imposé comme le nouveau levier de croissance du groupe
- L'expansion rapide de la division Luxe de Chargeurs présente plusieurs opportunités, dont la concrétisation se traduira par une prochaine acquisition importante

CONTRE

- En raison de sa petite taille en terme nominal, le groupe peut passer en dessous des radars de la plupart des investisseurs
- Les incertitudes conjoncturelles pèsent sur la division la plus importante du groupe, Chargeurs Advanced Materials, même si les volumes ont atteint un point d'inflexion
- La dette nette de Chargeurs a atteint un niveau élevé (effet de levier de 3,5x) et pourrait encore augmenter avec une acquisition

Chiffres Clés	12/22A	12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
PER ajusté (x)	18,3	82,7	22,1	13,3	10,4
Rendement net (%)	4,51	0,00	5,34	5,95	6,80
VE/EBITDA(R) (x)	8,72	11,1	9,41	8,11	6,95
BPA ajusté (€)	0,92	0,14	0,51	0,88	1,13
Croissance des BPA (%)	-29,2	-84,5	256	73,6	27,8
Dividende net (€)	0,76	0,00	0,60	0,70	0,80
Chiffre d'affaires (M€)	746	653	730	810	888
Marge opérationnelle courant (%)	6,08	4,07	4,88	5,87	6,65
Résultat net pdg (M€)	22,1	1,50	12,0	20,8	26,6
ROE (après impôts) (%)	8,08	0,56	4,64	7,62	9,05
Taux d'endettement (%)	53,5	89,6	103	98,3	92,7

Comptes détaillés à la fin de ce rapport

Ratios clés		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
PER ajusté	x	82,7	22,1	13,3	10,4
VE/EBITDA	x	11,1	9,41	8,11	6,95
P/ANC	x	1,10	1,00	0,98	0,91
Rendement du dividende	%	0,00	5,34	5,95	6,80
Rendement du cash flow libre	%	-14,5	2,73	5,32	8,29
Rendement des fonds propres (ROE)	%	0,56	4,64	7,62	9,05
Rendement des capitaux investis	%	3,85	4,83	6,26	7,14
Dette nette/EBITDA	x	6,16	5,48	4,68	4,03

Compte d'exploitation consolidé		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
Chiffre d'affaires	M€	653	730	810	888
EBITDA	M€	46,9	55,5	67,0	78,5
Résultat opérationnel courant	M€	21,2	26,6	36,5	44,3
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	22,0	27,4	37,3	45,1
Résultat financier net	M€	-29,7	-20,0	-18,0	-18,0
Profits avant impôts et exceptionnels	M€	-7,70	7,37	19,3	27,1
Impôts sur les sociétés	M€	11,1	3,60	0,53	-1,49
Résultat net pdg	M€	1,50	12,0	20,8	26,6
Résultat net ajusté, pdg	M€	3,40	12,0	20,8	26,6

Tableau de financement		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
Cash flows d'exploitation total	M€	8,70	46,7	54,3	64,9
Investissements matériels	M€	-19,2	-19,4	-21,5	-24,0
Flux d'investissement net	M€	-29,0	-29,4	-31,5	-34,0
Dividendes (maison mère)	M€	-8,60	0,00	-14,1	-16,5
Augmentation de capital	M€	-4,20	0,00	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	4,20	-19,8	-31,2	-33,6
Variation de la dette nette	M€	-56,2	-2,53	-8,52	-2,64
Cash flow disponible (avant div)	M€	-40,2	7,22	14,7	22,9

Bilan		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
Survaleurs	M€	205	212	218	225
Total actif incorporel	M€	271	278	284	291
Immobilisations corporelles	M€	85,0	92,0	99,0	106
Droits de tirage	M€	20,0	20,4	20,8	21,2
BFR	M€	23,6	36,1	49,3	61,4
Actif total (net des engagements CT)	M€	503	529	557	583
Capitaux propres part du groupe	M€	252	264	282	305
Provisions pour retraite	M€	12,4	25,1	25,4	25,8
Endettement net / (trésorerie)	M€	270	273	281	284
Passifs totaux	M€	503	529	557	583
Gross Cash	M€	89,9	87,4	78,9	76,2

Données par action		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	€	0,14	0,51	0,88	1,13
Dividende net par action	€	0,00	0,60	0,70	0,80
Cash flow libre par action	€	-1,69	0,31	0,63	0,98
Actif net comptable par action	€	10,7	11,2	12,0	13,0
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	23,8	23,5	23,5	23,5

Table des matières

Activités et tendances.....	4
Mécanismes de profit.....	10
Valorisation.....	15
DCF.....	17
Actif net	18
Dette.....	19
A Savoir.....	20
Durabilité.....	21
Gouvernance & Management.....	22
Environnement.....	24
Social.....	25
Effectifs et retraites.....	27
Objectif de cours & Opinion.....	28
Graphiques.....	29
Comptes.....	33
Méthodologie.....	43

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.

À partir de la mi-2022, Chargeurs a restructuré ses 5 activités en 3 domaines d'activité stratégiques : Technologies, Luxe et Diversification. Alors qu'historiquement, la majeure partie de l'EBIT de Chargeurs provenait de sa division Technologie, Chargeurs a annoncé en juillet 2022 son intention d'atteindre des contributions équilibrées en termes d'EBIT de la part de ses activités Technologie et Luxe d'ici 2025. Une stratégie qui devrait être mise en œuvre grâce à l'acquisition d'une entreprise de produits de luxe.

Si la stratégie semble ambitieuse, il est intéressant de mentionner que l'équipe de direction de Chargeurs 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.

Chargeurs Advanced Materials, un indicateur macroéconomique

Chargeurs Advanced Materials 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.

Après une année 2021 exceptionnelle, marquée par des volumes records dans un contexte de perturbations des chaînes d'approvisionnement post-COVID, 2022 s'est avérée être une année plus difficile pour Chargeurs Advanced Materials, avec une baisse des volumes due à la normalisation des stocks et au déstockage des clients. En conséquence, la division a enregistré un déclin organique de 6,3 % du chiffre d'affaires en glissement annuel, s'établissant à 332,6 millions d'euros en 2022, associé à une baisse de 12,8 % de l'EBITDA à 32 millions d'euros, représentant une baisse de marge de 120 points de base. Heureusement pour la division, le pire semble être passé, car les volumes ont de nouveau augmenté à partir du T1-23 et sont désormais supérieurs aux niveaux de l'année précédente au T3-23.

Malgré la sensibilité de l'activité aux conditions macroéconomiques, les produits de CAM demeurent essentiels à la chaîne d'approvisionnement industrielle à l'échelle mondiale, et la montée en gamme de l'activité vers le marché haut de gamme contribue à atténuer l'érosion des marges. Pour le moment, Chargeurs Advanced Materials reste le métier de Chargeurs le plus tributaire de sa performance industrielle.

Fashion Technologies : du produit au service

La division Fashion Technologies (CFT-PCC), qui est le deuxième contributeur le plus important à la rentabilité de la division Technologies, et très probablement le plus important en 2023, est chargée des opérations d'entoilage de Chargeurs. Aujourd'hui, la division est le leader mondial des entoillages de luxe et de mode, offrant des solutions aux principales marques de prêt-à-porter du monde. À travers ses tissus techniques, CFT donne de la structure aux vêtements, un tissu essentiel pour la fabrication de manteaux, vestes, chemises et vêtements de sport, répondant à la tendance vers une plus grande sophistication dans le vêtement.

Tout comme Chargeurs Advanced Materials, Chargeurs a réussi à transformer ses opérations au sein de CFT au fil des ans, passant d'un produit à un service pour l'industrie de la mode. Un changement accompli grâce à l'acquisition de PCC en 2018, une entreprise de revêtement qui s'est étendue au domaine de l'entoilage capable de fusion à chaud dans les vêtements. Grâce à cette acquisition, Chargeurs a étendu son savoir-faire aux États-Unis et en Asie, a complété son activité d'entoilage et, surtout, a ajouté une grande composante de service à son fonds de commerce. Cela revient à être sélectionné comme le contact "principal" par une marque donnée pour assurer l'approvisionnement en temps voulu des divers éléments aux fabricants réels (généralement un groupe hétéroclite). Les concepteurs de marques comptent en effet sur des sous-traitants avec des problèmes fréquents de cohérence de qualité.

En raison de son exposition au secteur de la mode, fortement touché par la pandémie et les restrictions de verrouillage qui ont considérablement limité les activités des détaillants de mode, la division n'a pas pu échapper à la baisse des revenus et des bénéfices en 2020, avec une baisse de 35,3 % des revenus en glissement annuel à 131,8 millions d'euros et un rétrécissement de son bénéfice d'exploitation de 17,5 millions d'euros à 5,1 millions d'euros (soit une marge de 8,3 % à 3,9 %). Après une année 2021 toujours difficile pour la division, CFT-PCC a enregistré un rebond en 2022 à ses niveaux d'avant la pandémie, avec une hausse des revenus de 32,4 %, une marge d'EBITDA en hausse de 360 points de base à 11 % et un EBIT en hausse de 254,2 % en glissement annuel à 17 millions d'euros. Le segment a bénéficié d'un effet de volume, avec une reprise de la demande de la part des clients de la mode et du luxe.

Bien que la division soit également sensible aux conditions macroéconomiques, qui ont un impact direct sur la consommation mondiale, ses efforts de diversification en Asie, en Europe et en Amérique du Sud devraient contribuer à compenser tout retard dans la consommation. De plus, l'expansion de son réseau mondial dans tous les segments de l'habillement, associée à une augmentation de la part de marché, continue de soutenir un scénario de résilience pour la division.

Museum Studio : le nouveau levier de croissance sur un marché de niche à fort potentiel

Conçue à partir des fondements de l'activité historique de substrats techniques de Chargeurs au sein de sa filiale Senfa Technologies, cinq acquisitions stratégiques réalisées en 2018-20 ont conduit à la création d'une nouvelle division axée sur le marché de niche des services muséaux. Chargeurs cherche à intervenir à tous les niveaux de la chaîne décisionnelle d'un musée, de la gestion de projet, du design et de la construction à la production de contenu audiovisuel, et même à la publication de livres d'art. À cette fin, Chargeurs a élargi son portefeuille avec l'acquisition de Skira, une maison d'édition renommée de livres d'art et de design classiques et modernes, finalisée en juin 2022. Grâce à ces acquisitions, Chargeurs a développé une offre complète et unique dans un marché très morcelé, constitué de nombreux petits acteurs, afin de concevoir et offrir la meilleure expérience possible aux

visiteurs et de tirer pleinement parti de la croissance robuste dans le secteur de l'expérience muséale et de l'expérience de luxe. L'objectif est de revitaliser les musées, d'augmenter leurs audiences et de stimuler la croissance des revenus.

Alors que la division a été créée à partir de zéro, avec des ventes de 13,7 millions d'euros en 2019, Chargeurs a développé une division capable de résister aux vents économiques, réalisant des revenus de 41 millions d'euros en 2020. CMS a même atteint 87,2 millions d'euros de ventes en 2022, cependant, les aspirations de Chargeurs pour la division ne s'arrêtent pas là. En 2023, Chargeurs vise à ce que CMS atteigne un chiffre d'affaires de 120 millions d'euros, puis 150 millions d'euros en 2024, avant de franchir le seuil symbolique de 200 millions d'euros en 2025. C'est un objectif ambitieux à première vue, mais réaliste au vu de l'expansion rapide de la division.

Luxury Fibers, en expansion via Nativa

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 était élevé mais stable, ne présentant aucun risque, avec une rentabilité pratiquement nulle.

L'histoire est aujourd'hui bien différente, avec la transformation progressive d'un produit – la vente de laine de qualité – en un service haut de gamme à travers la marque Nativa, qui garantit la traçabilité de la laine et le respect du bien-être animal et de l'environnement. Ainsi, Chargeurs agit comme un garant de qualité de facto sur l'ensemble du processus de fabrication de la laine. Pour ce faire, la division Chargeurs Luxury Fibers (CLF) utilise la technologie de la blockchain avec un contrôle qualité de bout en bout pour les laines de la plus haute qualité afin de capitaliser sur la demande croissante de fibres naturelles toujours plus qualitatives et de matériaux toujours plus fins.

Tout comme pour CFT-PCC, la division CLF a été durement touchée par les effets de la pandémie et des restrictions liées au secteur de la mode en 2020, avec une baisse des revenus de 34,6% en glissement annuel à 64,6 millions d'euros, et un bénéfice d'exploitation récurrent basculant en perte (2,3 millions d'euros). 2021 n'a pas été beaucoup mieux pour Chargeurs Luxury Fibers, avec un bénéfice d'exploitation récurrent de 1 million d'euros, représentant une marge de 1,16% par rapport à 2,7% avant la Covid. En 2022, les marges sont revenues à des niveaux acceptables (2,1%) à l'abri d'une reprise dans le secteur de la mode. Bien que Chargeurs prévoie une forte baisse des revenus de la division en 2023 dans un contexte d'effet prix négatif (forte baisse du prix de la laine conventionnelle, c'est-à-dire micron 17 en baisse de -30% au T3 et -21% pour 9 mois 2023), et un changement de mix produit (moins de laine conventionnelle et plus de laine certifiée Nativa en croissance), Chargeurs espère maintenir ses marges grâce à la montée en gamme de son activité.

Chargeurs Personal Goods, un acteur du luxe en devenir

Tout comme Chargeurs Museum Studio, Chargeurs Personal Goods est une unité commerciale qui a été créée à partir de rien et a vu le jour en 2022. La division regroupe les 3 acquisitions de Chargeurs dans le secteur des marques de biens personnels de luxe et d'accessoires. La volonté de Chargeurs de s'étendre dans le secteur du luxe a abouti à l'acquisition de Fournival Altesse, fabricant de brosses à cheveux haut de gamme, en 2021, et de The Cambridge Satchel, une marque renommée de luxe abordable fabriqué au Royaume-Uni, en août 2022. La dernière addition à la division à ce jour est Swaine, la plus ancienne marque de maroquinerie au monde.

Dans chacune de ces activités, Chargeurs a entrepris une véritable réorganisation commerciale, avec une stratégie haut de gamme développée pour Fournival Altesse, une stratégie de vente multicanal pour le Cambridge Satchel, et enfin, une modernisation des collections avec l'extension du marché cible aux femmes pour Swaine. La détermination de Chargeurs à s'établir comme un acteur du secteur des biens de luxe ne s'arrête pas là. En décembre dernier, Chargeurs a annoncé son intention de se développer davantage dans le secteur des biens de luxe grâce à une acquisition significative à venir qui renforcerait sa division des biens de luxe afin d'atteindre des contributions équilibrées en termes d'EBIT des activités Technologies et Luxe d'ici 2025.

En termes de performance opérationnelle, bien que nous n'ayons pas d'année de référence car les marques Cambridge Satchel et Altesse Studio ont été consolidées en décembre 2022, la division présente toujours une perspective favorable avec de nouveaux partenariats attendus pour le Cambridge Satchel et de nouveaux distributeurs, y compris les Galeries Lafayette, pour Altesse Studio. À la fin de septembre, la division a généré un chiffre d'affaires de 6,2 millions d'euros.

Capital Humain

Dans l'ensemble, rétrospectivement, Chargeurs a réussi à insuffler une nouvelle vie à ses quatre activités et à en créer une à partir de rien, 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	12/23A	12/24E	12/25E	12/26E	Chgt 24E/23		Chgt 25E/24E		
					M€	% du total	M€	% du total	
Chiffre d'affaires	653	730	810	888	77 ↑	100 %	80 ↑	100 %	
Protective Films	Chimie de spécialité	272	292	310	329	20	26	18	23
Fashion Technologies (ex Inte...	Distribution textile	193	193	203	213	0	0	10	13
Personal Care (ex Healthcare...	Autres services de santé	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0	0	0
Museum Solutions (ex Techni...	Matériaux technologiques	106	150	190	225	44	57	40	50
Luxury Materials (ex Wool)	Distribution textile	73,3	79,9	87,9	96,7	7	9	8	10
Personal Goods	Distribution textile	9,00	14,9	19,3	25,1	6	8	4	6
Other		0,00	0,00	0,00	0,00	0	0	0	0

Principales expositions

	Revenus	Coûts	Fonds propres
\$ Canadien	0,0 %	10,0 %	0,0 %
Devises "émergentes"	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	42,1 %
Dont Italie	11,7 %
Dont France	6,5 %
Dont Allemagne	6,1 %
Asia	32,9 %
Dont Chine	9,5 %
Americas	25,0 %
Dont Etats-Unis	20,6 %

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 démontrer 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.

En 2020, Chargeurs a démontré son agilité en transformant un contexte défavorable en une opportunité qui a conduit à la création d'une nouvelle activité, Chargeurs Healthcare Solutions, qui a permis au groupe de faire face aux vents contraires créés par la pandémie mondiale. De même, Chargeurs a réussi à transformer son ancienne division Technical Substrates en un acteur unique dans le secteur des musées. C'est maintenant au tour de la division Chargeurs Personal Goods, récemment créée, de se développer, tandis que Chargeurs Healthcare Solutions n'est plus d'actualité.

Ainsi, au fil des années, Chargeurs a réussi à créer de la valeur en développant un portefeuille d'entreprises leaders dans des secteurs de niche. La stratégie " Leap Forward " incarne la volonté de Chargeurs d'être agile et réactif grâce à son modèle " asset light ", tout en premiumisant ses métiers afin de gérer les crises et de faire face à tous les cycles. De ce plan stratégique découle l'ambition pour Chargeurs d'atteindre un chiffre d'affaires supérieur à 800 M€ avec une marge d'EBITDA de 9 à 10 % en 2024 et un chiffre d'affaires supérieur à 1 Md€ en 2025.

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

Advanced Materials

Advanced Materials 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.

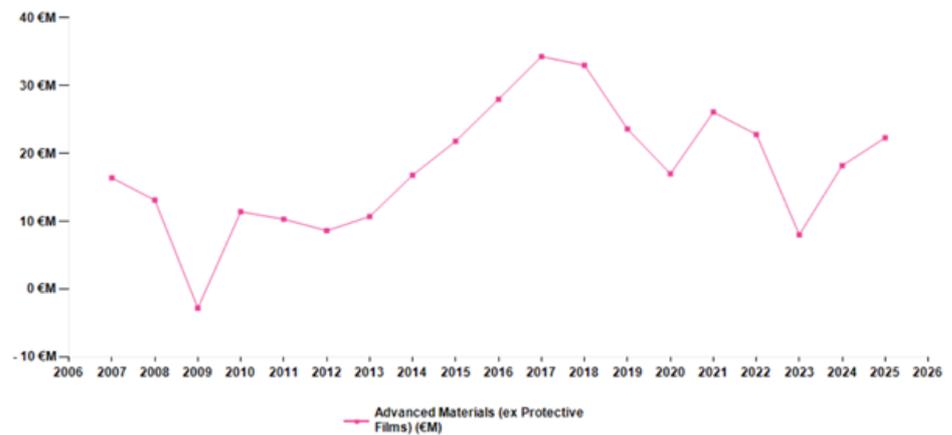
Augmenter les capacités dans les bonnes zones géographiques aide également à lisser les cycles. Pour la fabrication des films de protection, de fait une activité de chimie de spécialité (le polyéthylène en est l'intrant de base) la performance s'articule autour du taux d'utilisation des capacités de 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, Advanced Materials 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 Advanced Materials 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.

La principale difficulté réside dans le fait que l'activité est extrêmement sensible à la conjoncture économique. Par conséquent, les marges ont souffert pendant le Covid, même si elles se sont redressées en 2021 en raison d'un effet de stockage des consommateurs dans un contexte de perturbation de la chaîne d'approvisionnement, et ont fait face à une normalisation de 2022 à mi-2023. Nous voyons l'évolution de l'EBIT comme suit :



Source: 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 lfi 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. L'année 2021 a également été marquée par des tensions, malgré la levée progressive des restrictions au fur et à mesure que la vaccination progressait. Ce n'est toutefois qu'en 2022 que nous avons constaté un retour à des marges supérieures au niveau pré-pandémique de 7,73 %. À l'avenir, nous prévoyons que les marges resteront élevées, même si nous anticipons un ralentissement des ventes en Europe, ce qui devrait se traduire par une baisse des marges au cours de l'exercice 23.

Museum Solutions

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.

Grâce à diverses acquisitions, dont celle de l'éditeur de livres Skira en juin 2022, Chargeurs a transformé le modèle commercial de Technical Substrates pour faire de la division un acteur unique et de premier plan dans le domaine des services aux musées. Ce changement de paradigme chez Museum Studio se traduit par l'ambition pour Chargeurs d'atteindre un chiffre d'affaires de 120 M€ en 2023, 150 M€ en 2024 et de franchir la barre des 200 M€ en 2025 avec une marge à deux chiffres. Une prouesse quand on sait que pré-Museum Studio peinait à dépasser les 30 millions d'euros de chiffre d'affaires. Nous considérons les perspectives de la division comme clairement positives, compte tenu de son carnet de commandes bien rempli et de son positionnement unique dans des régions telles que le Moyen-Orient et l'Asie.

Luxury Fibers

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.

On voit déjà les effets de cette évolution du modèle à travers l'expansion du label Nativa, qui permet la traçabilité de la laine premium, et offre une laine de qualité qui garantit des pratiques responsables et une agriculture régénératrice. Ce label offre des solutions à plusieurs marques, dont Stella McCartney et, depuis septembre 2022, Gucci. En développant Nativa, Chargeurs espère transformer une activité à faible marge en une activité à double chiffre à plus long terme.

Personal Goods

La nouvelle division de Chargeurs, Chargeurs Personal Goods, reflète l'ambition de Chargeurs de devenir un acteur de l'industrie du luxe. Cette division regroupe les 3 acquisitions récentes de Chargeurs, à savoir le fabricant de brosses à cheveux haut de gamme Fournival Altesse, la marque renommée de luxe abordable Made in UK, The Cambridge Satchel, et la plus ancienne marque de maroquinerie au monde, Swaine. Bien que la division reste pour l'instant de taille modeste avec une contribution négligeable aux résultats de Chargeurs avec un chiffre d'affaires de 4,1 M€ et un EBITDA de 0,5 M€ au S1-23, Chargeurs a l'intention de développer cette activité avec une acquisition potentielle significative dans le secteur du Luxe qui devrait permettre à Chargeurs d'atteindre des contributions équilibrées en termes d'EIBT des activités Technologies et Luxe à l'horizon 2025.

Healthcare Solutions

Lors de sa création, le pôle Healthcare Solutions a constitué un véritable exploit pour le management qui a su transformer un contexte défavorable en une opportunité de créer un nouveau métier : la fabrication de masques. Un succès commercial qui s'est traduit par un EBIT récurrent de 63,5 millions d'euros en 2020. Cependant, avec la fin de la pandémie, CHS ne contribue plus aux résultats de Chargeurs et n'est donc plus considérée comme une division à part entière.

Underlying operat. profit par division

	12/23A	12/24E	12/25E	12/26E	Chgt 24E/23		Chgt 25E/24E	
					M€	% du total	M€	% du total
Total	26,6	35,6	47,6	59,1	9 ↑	100 %	12 ↑	100 %
Protective Films	10,1	14,6	18,6	23,0	5 ↑	50 %	4 ↑	33 %
Fashion Technologies (ex Interlining)	13,8	14,5	16,2	17,0	1 ↑	8 %	2 ↑	14 %
Personal Care (ex Healthcare Solutions)	0,00	0,00	0,00	0,00	0 ↑	0 %	0 ↑	0 %
Museum Solutions (ex Technical Substrates)	8,50	12,0	17,1	22,5	4 ↑	39 %	5 ↑	43 %
Luxury Materials (ex Wool)	2,20	2,80	3,34	3,67	1 ↑	7 %	1 ↑	5 %
Personal Goods	-0,90	-1,19	-0,58	0,00	0 ↓	-3 %	1 ↑	5 %
Other/cancellations	-7,10	-7,10	-7,10	-7,10	0 ↑	0 %	0 ↑	0 %

Marge d'Underlying operat. profit par division

	12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
Total	4,07 %	4,88 %	5,87 %	6,65 %
Protective Films	3,71 %	5,00 %	6,00 %	7,00 %
Fashion Technologies (ex Interlining)	7,15 %	7,50 %	8,00 %	8,00 %
Personal Care (ex Healthcare Soluti...				
Museum Solutions (ex Technical Su...	8,03 %	8,00 %	9,00 %	10,0 %
Luxury Materials (ex Wool)	3,00 %	3,50 %	3,80 %	3,80 %
Personal Goods	-10,0 %	-8,00 %	-3,00 %	0,00 %

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 est basé sur une croissance assez modeste de l'EBITDA et une croissance du chiffre d'affaires de 2,5% en ligne avec les attentes du secteur. Nous estimons donc une marge d'EBITDA comprise entre 7 et 9% jusqu'en 2033. En ce qui concerne les dépenses d'investissement, nous prévoyons que les dépenses de Chargeurs resteront inférieures à 3 % des ventes.

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.

For the NAV, we stopped using data calculated and provided by the company in the parent company's financial statements. The more entrepreneurial management since late 2015 warrants the use of sector multiples.

Valorisation

Méthodes		Valeurs (€)	Potentiel	Poids
DCF		10,9	-7 %	35 %
Somme des parties		27,3	132 %	20 %
VE/Ebitda	Comparables	6,25	-47 %	20 %
P/E	Comparables	9,27	-21 %	10 %
Rendement	Comparables	16,5	40 %	10 %
Cours/Actif net comptable	Comparables	18,4	57 %	5 %
Objectif de cours		14,0	19 %	

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	13,9	8,58	2,21	3,40
Ratios Chargeurs	11,8	7,55	0,95	6,33
Prime	-33,0 %	-33,0 %	-33,0 %	-33,0 %
Cours objectifs (€)	9,27	6,25	18,4	16,5
Bureau Veritas	21,5	11,9	6,25	3,33
Rentokil Initial	15,7	9,70	1,89	2,80
AkzoNobel	18,9	11,2	2,38	3,32
Teleperformance	5,58	4,28	1,07	4,76
Quadiant	8,61	4,85	0,54	4,28

DCF par action

Coût moyen pondéré du capital (CMPC) %	8,49	Dettes (trésorerie) nette moyenne	M€	277	
Valeur actuelle des cash flow des années 1 à 11	M€	245	Provisions	M€	31,5
Free cash flow de l'année 11	M€	42,9	Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00
Taux de croissance à l'infini "g"	%	2,00	Immobilisations financières (juste valeur)	M€	45,8
"g" de Durabilité	%	1,55	Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	0,00
Valeur terminale	M€	618	Valeur des fonds propres	M€	256
Valeur actuelle de la valeur terminale	M€	274	Nombre d'actions	Mio	23,5
en % de la valeur totale	%	52,8	DCF par action	€	10,9
Valeur totale actuelle	M€	519	Impact de la Durabilité sur le DCF	%	-6,91

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	1,54
Échéance moyenne de la dette	Année	5	Ratio d'endettement à valeur de marché	%	98,7
Bêta sectoriel	x	0,95	Dettes/VE	%	49,7
Bêta de la dette	x	0,70	Taux de rentabilité exigé par les actionnaires	%	11,2
Capitalisation boursière	M€	276	Coût de la dette	%	5,25
Dettes nettes (trésorerie) à valeur comptable	M€	273	Coût des fonds propres desendettés	%	8,23
Dettes nettes (trésorerie) à valeur de marché (Est.)	M€	232	Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	%	8,49

Calcul du DCF

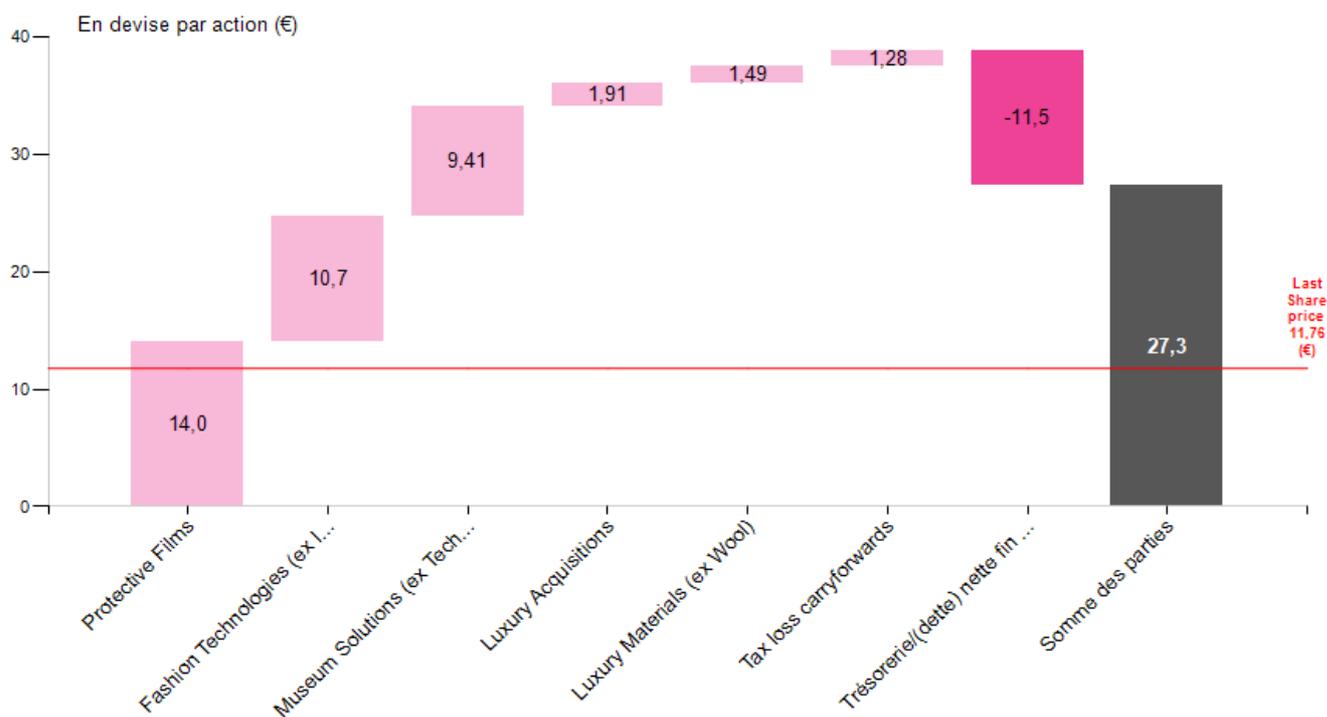
		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E	Croissance	12/27E	12/34E
Chiffres d'affaires	M€	653	730	810	888	3,00 %	915	1 125
EBITDA	M€	46,9	55,5	67,0	78,5	2,50 %	80,5	95,6
Marge d'EBITDA	%	7,18	7,60	8,27	8,84		8,80	8,50
Variation du BFR	M€	-17,0	-12,5	-13,2	-12,1	2,50 %	-12,4	-14,8
Cash flow d'exploitation total	M€	-2,40	43,1	53,7	66,4		68,1	80,9
Impôts sur les sociétés	M€	11,1	3,60	0,53	-1,49	2,50 %	-1,53	-1,81
Bouclier fiscal	M€	-7,43	-5,00	-4,50	-4,50	2,50 %	-4,61	-5,48
Investissements matériels	M€	-19,2	-19,4	-21,5	-24,0	3,50 %	-24,8	-31,6
Investissements matériels/CA	%	-2,94	-2,66	-2,66	-2,70		-2,71	-2,81
Cash flows libres avant coût du financement	M€	-17,9	22,2	28,2	36,4		37,1	42,0
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€	-17,9	22,2	28,2	36,4		37,1	42,0
Free cash flow actualisés	M€	-17,9	22,2	26,0	30,9		29,1	18,6
Capitaux investis	€	405	431	458	484		501	637

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	12	329	329	14,0	36,1 %
Fashion Technologie...	100 %	EV/EBITDA	11,5	252	252	10,7	27,6 %
Museum Solutions (e...	100 %	EV/EBITDA	11,4	221	221	9,41	24,3 %
Luxury Acquisitions	100 %	AlphaValue valuation		45,0	45,0 ⁽¹⁾	1,91	4,94 %
Luxury Materials (ex ...	100 %	Adj. historical price		35,0	35,0	1,49	3,84 %
Tax loss carryforwards	100 %	AlphaValue valuation		30,0	30,0	1,28	3,29 %
Autre							
Actif brut					912	38,8	100 %
Trésorerie/(dette) nette fin d'année					-270 ⁽²⁾	-11,5	-29,6 %
Engagements donnés							
Engagements reçus							
Somme des parties					642	27,3	70,4 %
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)					23,5		
Somme des parties par action (€)					27,3		
Décote du cours actuel par rapport à la somme des parties (%)					56,9		

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

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



Dettes

Si le financement n'avait pas posé de problème pour Chargeurs, qui avait judicieusement choisi de se doter de ressources financières au-delà de ses besoins immédiats, en associant placements de dette privée (Euro PP), l'histoire d'aujourd'hui est différente. L'endettement net du Groupe est passé de 174,7 millions d'euros fin 2022 à 194,4 millions d'euros au premier semestre 2023, faisant passer le ratio d'endettement de 2,6x à 3,5x. En outre, la hausse des taux d'intérêt et l'hyperinflation en Argentine ont entraîné une augmentation des charges financières du Groupe au premier semestre de l'année 23, qui ont atteint 12,4 millions d'euros. Malgré la détérioration de l'effet de levier financier du groupe, Chargeurs dispose toujours d'importantes lignes de crédit, avec un total de ressources financières disponibles (trésorerie et lignes non tirées) de 271 millions d'euros au S1-23. La Holding entend maintenir un niveau de levier financier contrôlé, avec un objectif de ratio dette/ebitda inférieur à 3x.

Detailed financials at the end of this report

Financement et liquidité

		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
EBITDA	M€	46,9	55,5	67,0	78,5
Cash flow des opérations	M€	1,80	39,4	50,4	59,9
Fonds propres	M€	252	264	282	305
Dette brute	M€	360	360	360	360
+ Trésorerie brute	M€	89,9	87,4	78,9	76,2
= Dette nette / (trésorerie)	M€	270	273	281	284
Ratio d'endettement	%	89,6	103	98,3	92,7
Fonds propres/Actif total (%)	%	50,2	49,8	50,7	52,4
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	6,16	5,48	4,68	4,03
Dette brute ajustée/EBITDA(R)	x	8,08	7,06	5,85	5,00
Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds ...)	%	60,0	59,8	58,2	56,3
Ebit cover	x	0,71	1,35	2,13	2,59
CF des opérations/dette brute	%	0,47	10,0	12,9	15,3
CF des opérations/dette nette	%	0,67	14,4	17,9	21,1
FCF/Dette brute ajustée	%	-10,6	1,84	3,75	5,84
(Tréso. brute + FCF + Découverts)/Dette CT	x	1,09	2,07	2,05	2,17
FCF/Dette CT	x	-0,75	0,16	0,34	0,52

Covenants

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

A Savoir

Un peu d'histoire

Au cours de l'exercice 2015, l'actionnariat 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

La volonté de croissance de Chargeurs se traduit par un objectif de 800 millions d'euros de chiffre d'affaires en 2024 avec une marge d'EBITDA de 9 à 10 % et un objectif de 1 milliard d'euros en 2025 qui nécessitera une combinaison de croissance interne et d'une contribution de la croissance externe via une acquisition dans le secteur du luxe.

Actionnaires

Nom	% détenu	Dont droits de votes	Dont flottant
Columbus Holding SAS	64,3 %	65,3 %	0,00 %
Treasury Shares	3,30 %	3,10 %	0,00 %
Flottant			32,4 %

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	5/10	25 %
Diversité géographique du Conseil d'Administration	0/10	20 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif	✘	5 %
Environnement		
Emissions CO ²	3/10	25 %
Prélèvement d'eau	2/10	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	3,0/10	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)

5,6 (6,9)

Independent board

Oui

Paramètres	Société	Secteur	Score	Poids
Nombre de membres du Conseil d'Administration	6	9	9/10	5,0 %
Féminisation du Conseil d'Administration (%)	50	42	10/10	5,0 %
Diversité géographique du Conseil d'Administration (%)	100	49	0/10	10,0 %
Age moyen des membres du CA	60	59	5/10	5,0 %
Type de société : Small cap, contrôlée			4/10	10,0 %
Taux de membres indépendants du Conseil d'Administration	50	57	5/10	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			5,6/10	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		1 673 (2023)	
Olivier BUQUEN	M	 DG Adjoint		2024			(2023)
Joelle FABRE-HOFFMEISTER	F	 DG Adjoint		2024			
Daniel LAURENT	M	 Partner		2023			
Delphine DE CANECAUDE	F	 Executive Officer		2023			
Carine DE KOENIGSWARTER	F	 Executive Officer					
Philippe DENOIX	M	 Executive Officer		2023			
Federico PAULLIER	M	 Executive Officer	1960	2013			
Gianluca TANZI	M	 Executive Officer					

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 (2023)		
Emmanuel COQUOIN	M		 Membre	2022	1961	2015		77,7 (2023)		
Isabelle GUICHOT	F		 Membre	2022	1966	2016		88,4 (2023)		
Anne-Gabrielle HEILBRONNER	F		 Membre	2025	1954	2022		75,4 (2023)		
Alexandra ROCCA	F		 Membre	2026		2023		52,2 (2023)		
Nicolas URBAIN	M		 Membre	2023	1960	2015		77,3 (2023)		

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	3/10	3/10	30 %
Prélèvement d'eau	2/10	4/10	30 %
Energie	5/10	3/10	25 %
Déchets	2/10	4/10	15 %
Score d'Environnement	3,1		100%

Société (Secteur)

3,1 (3,6)

Paramètres environnementaux

	Société					Secteur	
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2023
Énergie (GJ) par million d'euros de capital employé	3 001	2 545	1 893	1 617			325
			4,3	2,9	1,6	3,1	4,7
Tonnes de CO ² par million d'euros de capitaux employés	158	149	143	133			22
Tonnes de déchets générés par million d'euros de capitaux employés	34	34	25	29			3
Mètre cube d'eau prélevée par million d'euros de capitaux employés	2 427	1 439	1 060	1 014			185

Données sectorielles

Société	Pays	Score d'Environnement	Energie (totale, GJ)	Emissions CO2 (tonnes)	Prélèvement d'eau (m3)	Déchets (total, tonnes)
DKSH		3/10	467 111	66 039		
Chargeurs		3/10	655 200	54 000	411 000	11 716
Adecco		3/10	222 815	51 920		
SGS		2/10	3 389 342	320 393	2 070 130	85 139
Experian		7/10	201 600	18 300	35 290	719
Rentokil Initial		2/10	5 240 858	316 558		
Randstad		5/10	1 188 379	58 200	280 000	1 500
Securitas		3/10		147 906		
Bureau Veritas		3/10	1 066 054	135 426	1 076 000	20 069
Eurofins Scientific		4/10	2 894 310	180 408	1 500 000	

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)

6,5 (6,3)

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	5/10	30 %
Part de la valeur ajoutée absorbée par les frais de personnel	5/10	20 %
Part de la valeur ajoutée absorbée par les impôts	4/10	15 %
Évolution de la dispersion des salaires	6/10	20 %
Bonus Effectif et Retraites (0 ou 1)	0	
Quantitative score	5,2/10	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 la fin de l'année 2022, Chargeurs comptait c.2 300 d'employés. Environ la moitié (1 276) est basée en Europe, la majeure partie (environ 600) en France, principalement dans les activités Matériaux Avancés et Technologies de la Mode. Chargeurs souhaite à la fois rééquilibrer la géographie de ses actifs de production (c'est-à-dire de nouvelles usines hors de France comme la ligne de production en Italie) et rajeunir le personnel français.

Comptes détaillés à la fin de ce rapport

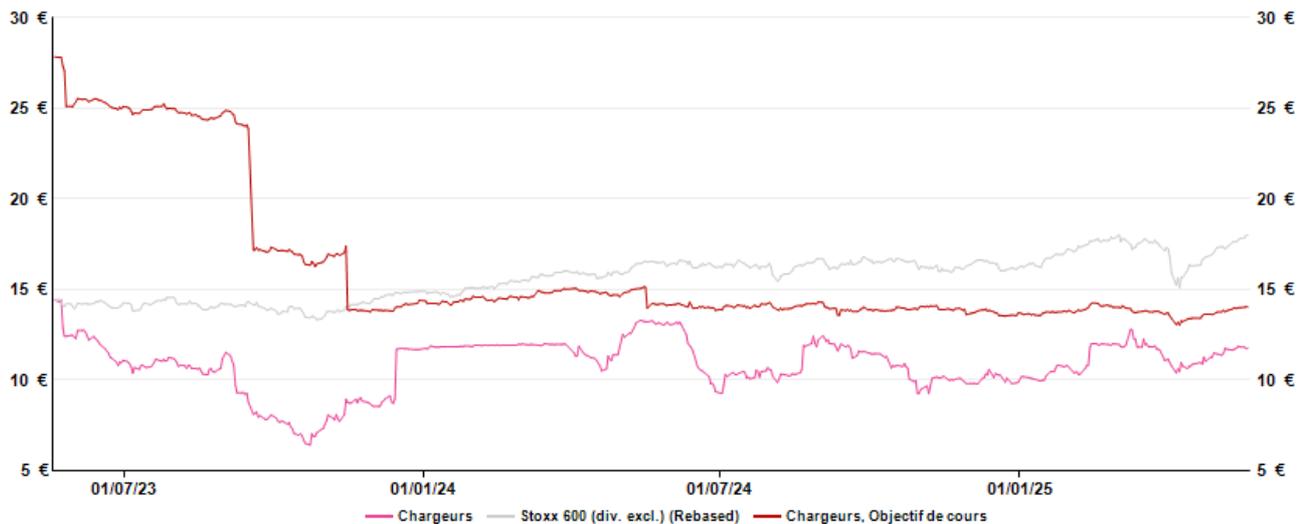
Synthèse des risques liés aux engagements de retraites

		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
Ratio des engagements retraite	%	4,59	8,68	8,26	7,78
Fonds propres part groupe	M€	252	264	282	305
Valeur actualisée des engagements	M€	12,1	25,1	25,4	25,8
<i>dont engagements financés</i>	<i>M€</i>	<i>-0,90</i>	<i>7,08</i>	<i>6,57</i>	<i>6,08</i>
<i>dont engagements non financés</i>	<i>M€</i>	<i>12,6</i>	<i>17,6</i>	<i>18,4</i>	<i>19,2</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

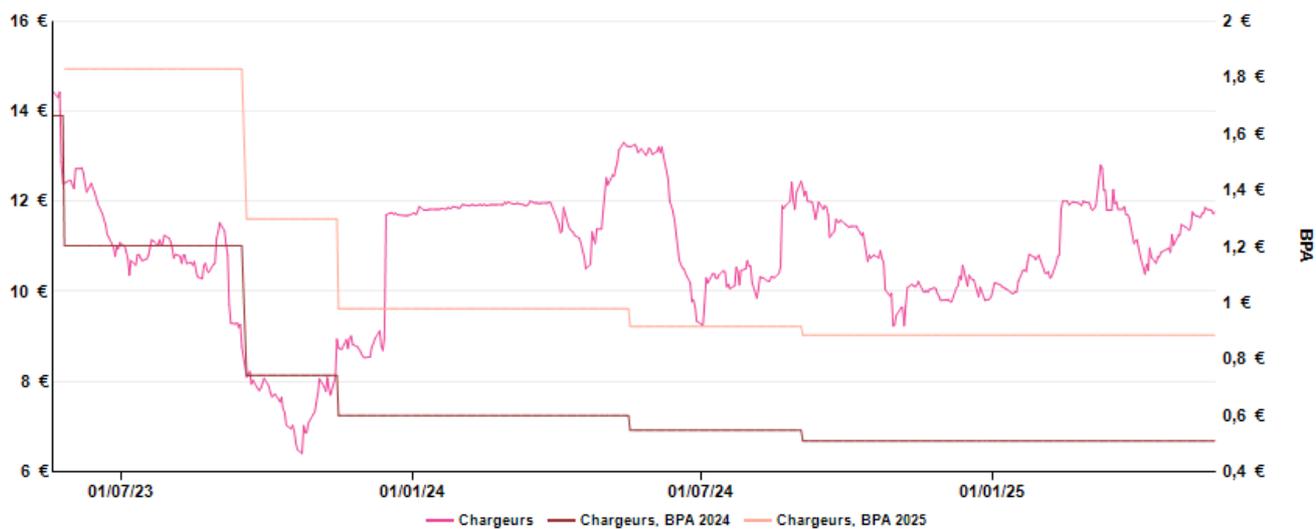
Répartition géo. des engagements de retraites

		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
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

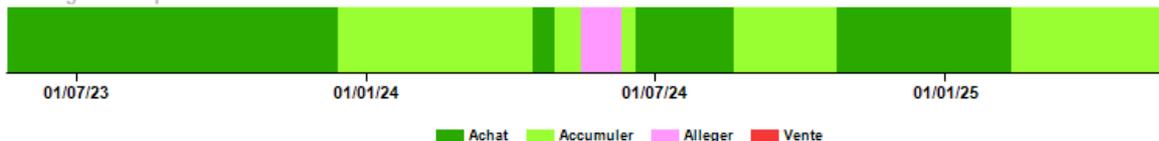
Cours & Objectif de cours



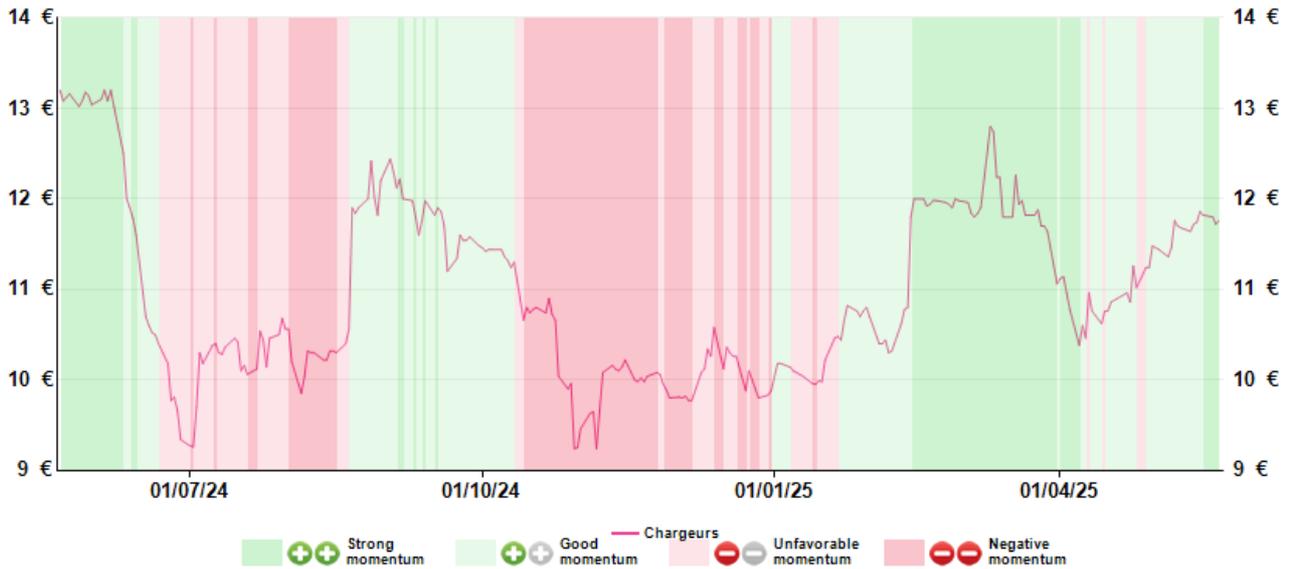
Bénéfices par action et Opinion



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

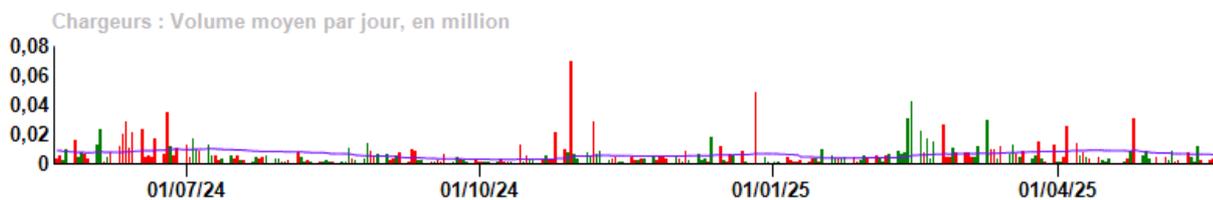
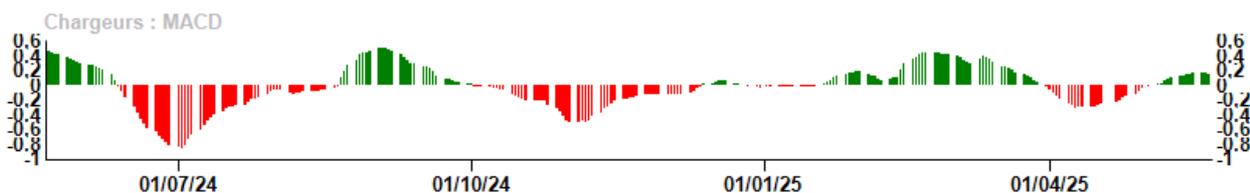
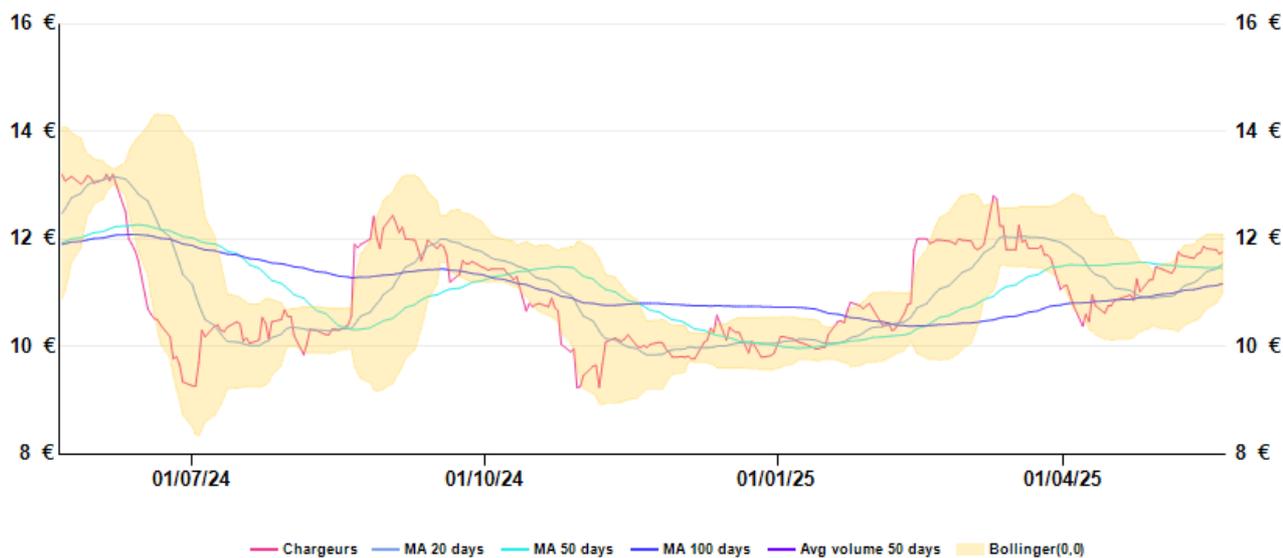
 : Momentum fortement positif correspondant a une tendance haussière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

 : 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.

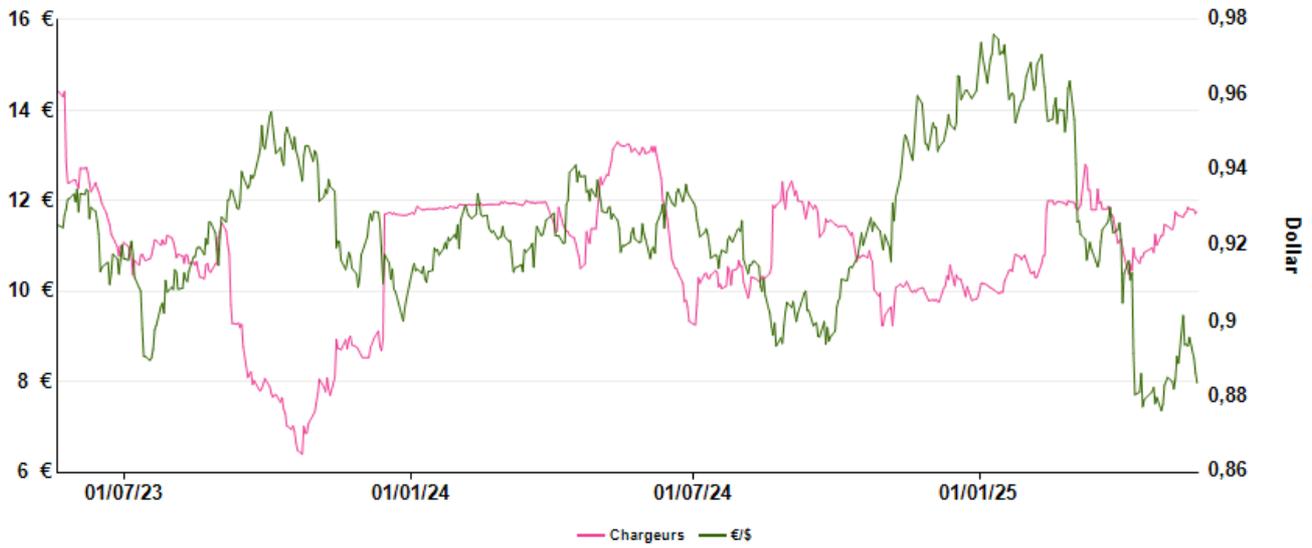
 : Momentum plutôt négatif correspondant à une orientation neutre ou baissière des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-vente ou par l'absence de volumes.

 : 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



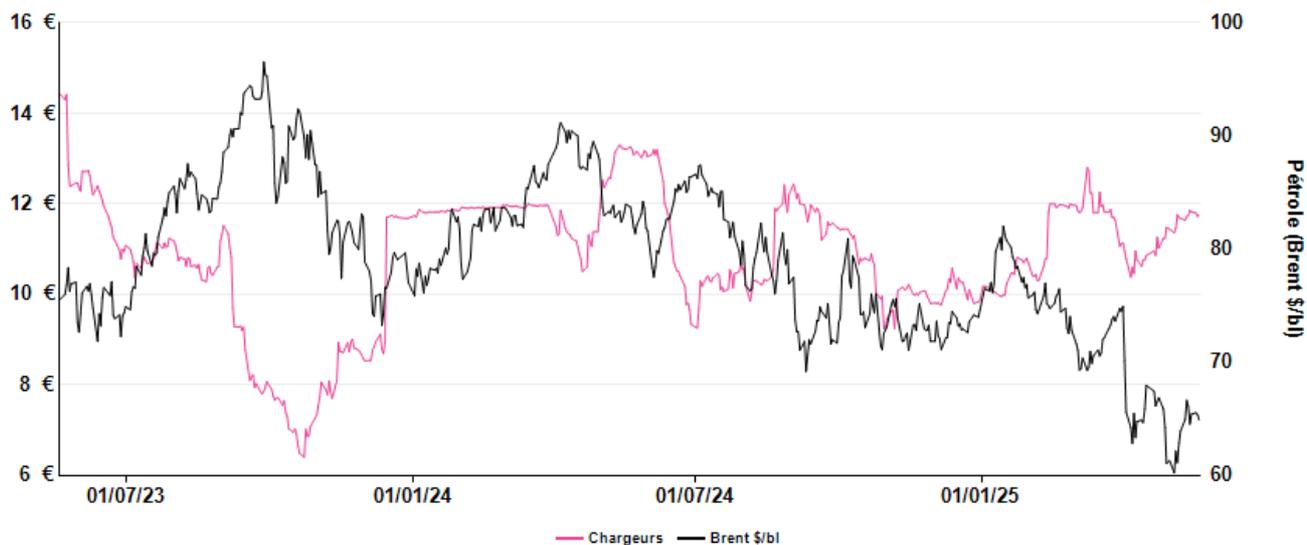
€/ \$ sensibilité



Euro/Chinese Yuan sensibilité



Brent \$/bl sensibilité



Secteur Services aux entreprises



Données financières

Clefs de valorisation		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
PER ajusté	x	82,7	22,1	13,3	10,4
PER publié	x	185	22,1	13,3	10,4
VE/EBITDA(R)	x	11,1	9,41	8,11	6,95
EV/EBIT	x	24,6	19,7	14,9	12,3
EV/Sales	x	0,80	0,72	0,67	0,61
P/ANC	x	1,10	1,00	0,98	0,91
Rendement du dividende	%	0,00	5,34	5,95	6,80
<i>Rendement du cash flow disponible</i>	%	-14,5	2,73	5,32	8,29
Cours moyen	€	11,8	11,2	11,8	11,8

Compte d'exploitation consolidé		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
Chiffre d'affaires	M€	653	730	810	888
<i>Croissance du CA</i>	%	-12,5	11,8	10,9	9,67
<i>CA par employé</i>	k€	286	316	347	376
Coûts de personnel	M€	-127	-133	-138	-140
Loyers de location opérationnelle	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Coût des ventes (indicatif)	M€	-483	-539	-598	-656
EBITDA	M€	46,9	55,5	67,0	78,5
EBITDA(R)	M€	46,9	55,5	67,0	78,5
<i>Marge d'EBITDA(R)</i>	%	7,18	7,60	8,27	8,84
<i>EBITDA(R) par employé</i>	k€	20,5	24,0	28,7	33,2
Dotations aux amortissements	M€	-20,3	-22,9	-24,2	-27,1
<i>Dotations aux amortissements/CA</i>	%	3,11	3,14	2,98	3,05
Dépréciations	M€	-5,40	-6,04	-6,36	-7,20
Résultat opérationnel courant	M€	21,2	26,6	36,5	44,3
<i>Marge opérationnelle courante</i>	%	3,25	3,64	4,50	4,98
Autres revenus/dépenses (cash)	M€	0,80	0,80	0,80	0,80
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€	22,0	27,4	37,3	45,1
Charges financières	M€	-21,7	-20,0	-18,0	-18,0
<i>dont effectivement décaissé</i>	M€	-23,9	-20,0	-18,0	-18,0
Produits financiers	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres produits (charges) financiers	M€	-8,00	0,00	0,00	0,00
Résultat financier net	M€	-29,7	-20,0	-18,0	-18,0
<i>dont services des engagements de retraites</i>	M€		-0,25	-0,87	-0,89
Profits avant impôts et exceptionnels	M€	-7,70	7,37	19,3	27,1
Eléments exceptionnels et autres (avant impôts)	M€				
Impôt courant	M€	-2,10	-1,90	-4,97	-6,99
Déficits fiscaux reportables	M€	13,2	5,50	5,50	5,50
Impôts différés	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôts sur les sociétés	M€	11,1	3,60	0,53	-1,49
<i>Taux d'imposition</i>	%	ns	-48,8	-2,74	5,50
<i>Marge nette</i>	%	0,52	1,50	2,44	2,88
Mises en équivalence	M€	-0,30	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€	0,30	0,30	0,30	0,30
<i>dividendes versés aux minoritaires</i>	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat des activités destinées à être cédées	M€	-1,90	0,00	0,00	0,00
Résultat net pdg	M€	1,50	12,0	20,8	26,6
Dépréciation des survaleurs	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres ajustements	M€				
Résultat net ajusté, pdg	M€	3,40	12,0	20,8	26,6
Résultat corrigé et dilué	M€	3,40	12,0	20,8	26,6
NOPAT	M€	15,6	20,8	28,7	34,6

Tableau de financement

		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
EBITDA	M€	46,9	55,5	67,0	78,5
Variation du BFR	M€	-17,0	-12,5	-13,2	-12,1
<i>dont (augm.)/dimin. des créances clients</i>	M€	-5,70	-7,53	-8,73	-8,58
<i>dont (augm.)/dimin. des stocks</i>	M€	22,3	-16,6	-18,8	-19,0
<i>dont augm./dimin. des dettes fournisseurs</i>	M€	-33,4	12,5	15,2	16,4
<i>dont augm./dimin. autres dettes</i>	M€	-0,20	-0,84	-0,91	-1,02
Dividendes reçus des mises en équivalence	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€	-5,60	3,60	0,53	-1,49
Eléments exceptionnels	M€				
Autres cash flows d'exploitation	M€	-15,6			
Cash flows d'exploitation total	M€	8,70	46,7	54,3	64,9
Investissements matériels	M€	-19,2	-19,4	-21,5	-24,0
<i>Investissements / dotations aux amortissements</i>	%	74,7	67,1	70,6	70,0
Acquisitions de titres	M€	-2,10	-10,0	-10,0	-10,0
Autres flux d'investissement	M€	-7,70	0,00	0,00	0,00
Flux d'investissement net	M€	-29,0	-29,4	-31,5	-34,0
Charges financières nettes	M€	-29,7	-20,0	-18,0	-18,0
<i>dont compasante cash</i>	M€	-23,9	-19,8	-17,1	-17,1
Dividendes (maison mère)	M€	-8,60	0,00	-14,1	-16,5
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€	-4,20	0,00	0,00	0,00
<i>dont (achat)/vente d'actions d'autocontrôle</i>	M€	-4,20	0,00	0,00	0,00
(Aug.)/réduction de la dette nette	M€	40,1	0,00	0,00	0,00
Autres flux financiers	M€	0,80			
Flux financiers totaux	M€	4,20	-19,8	-31,2	-33,6
Variations de périmètre	M€		0,00	0,00	0,00
Variation de la trésorerie	M€	-16,1	-2,53	-8,52	-2,64
Variation de la dette nette	M€	-56,2	-2,53	-8,52	-2,64
Cash flow disponible (avant div)	M€	-40,2	7,22	14,7	22,9
Cash flow opérationnel	M€	8,70	46,7	54,3	64,9
<i>Taux de réinvestissement (invest./Immo. corporelles)</i>	%	22,6	21,1	21,8	22,6

Bilan		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
Survaleurs	M€	205	212	218	225
Autres immobilisations incorporelles	M€	66,0	66,0	66,0	66,0
Total actif incorporel	M€	271	278	284	291
Immobilisations corporelles	M€	85,0	92,0	99,0	106
Droits de tirage	M€	20,0	20,4	20,8	21,2
Immobilisations financières (invest. LT dans des sociétés)	M€	5,60	5,60	5,60	5,60
Autres immo. financières (optique de placement)	M€	40,2	40,2	40,2	40,2
BFR	M€	23,6	36,1	49,3	61,4
<i>dont clients (+)</i>	<i>M€</i>	<i>72,5</i>	<i>80,0</i>	<i>88,8</i>	<i>97,3</i>
<i>dont stocks (+)</i>	<i>M€</i>	<i>136</i>	<i>152</i>	<i>171</i>	<i>190</i>
<i>dont fournisseurs (+)</i>	<i>M€</i>	<i>168</i>	<i>180</i>	<i>195</i>	<i>212</i>
<i>dont engagements courants (+)</i>	<i>M€</i>	<i>16,8</i>	<i>16,0</i>	<i>15,0</i>	<i>14,0</i>
Autres actifs courants	M€	57,5	57,5	57,5	57,5
<i>dont actifs d'impôts</i>	<i>M€</i>				
Actif total (net des engagements CT)	M€	503	529	557	583
Capitaux propres part du groupe	M€	252	264	282	305
Intérêts minoritaires	M€	-0,10	0,00	0,00	0,00
Provisions pour retraite	M€	12,4	25,1	25,4	25,8
Autres provisions pour risques et charges	M€	6,40	6,40	6,40	6,40
Charges d'IS	M€	-53,1	-53,1	-53,1	-53,1
Autres charges	M€	14,6	14,6	14,6	14,6
Endettement net / (trésorerie)	M€	270	273	281	284
Passifs totaux	M€	503	529	557	583
Gross Cash	M€	89,9	87,4	78,9	76,2
Endettement net moyen / (trésorerie)	M€	226	272	277	283
Endettement net ajusté	M€	289	304	313	316

Valeur d'entreprise		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
VE/EBITDA(R)	x	11,1	9,41	8,11	6,95
VE/EBIT	x	24,6	19,7	14,9	12,3
VE/CA	x	0,80	0,72	0,67	0,61
EV/Capital investi	x	1,29	1,21	1,19	1,13
Capitalisation boursière	M€	278	264	276	276
+ Provisions (incluant les retraites)	M€	18,8	31,5	31,8	32,2
+ Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	250	252	261	263
+ Droits d'utilisation (depuis 2019) / Dette implicite aux immo. en ...	M€	20,0	20,0	20,0	20,0
- Immobilisations financières (juste valeur) et autres	M€	45,8	45,8	45,8	45,8
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
= Valeur d'entreprise	M€	521	522	543	546

Données par action		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	€	0,14	0,51	0,88	1,13
<i>Croissance des BPA</i>	%	-84,5	256	73,6	27,8
BPA publié	€	0,06	0,51	0,88	1,13
Dividende net par action	€	0,00	0,60	0,70	0,80
Cash flow libre par action	€	-1,69	0,31	0,63	0,98
Cash flow opérationnel par action	€	0,37	1,98	2,31	2,76
Actif net comptable par action	€	10,7	11,2	12,0	13,0
Nombre d'actions ordinaires	Mio	24,9	24,9	24,9	24,9
Equivalent nombre d'actions ordinaires (fin d'année)	Mio	24,9	24,9	24,9	24,9
Nombre d'actions pour Capi.	Mio	24,9	24,9	24,9	24,9
Autocontrôle (fin d'année)	Mio	1,36	1,36	1,36	1,36
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)	Mio	23,5	23,5	23,5	23,5
Nombre d'actions ordinaires moyen	Mio	23,8	23,5	23,5	23,5
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	23,8	23,5	23,5	23,5
Survaleur par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
BNA après amort. des survaleurs (dilué)	€	0,14	0,51	0,88	1,13
BNA avant amort. des survaleurs (non dilué)	€	0,06	0,51	0,88	1,13
Taux de distribution	%	0,00	118	79,2	70,8
Ratio de "pay out" (div. + rachat / résultat)	%	124	118	79,2	

Financement et liquidité		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
EBITDA	M€	46,9	55,5	67,0	78,5
Cash flow des opérations	M€	1,80	39,4	50,4	59,9
Fonds propres	M€	252	264	282	305
Dette brute	M€	360	360	360	360
dont échéance moins d'un an	M€	45,6	45,6	45,6	45,6
dont échéance entre 1 et 5 ans	M€	313	313	313	313
dont échéance moins de 2 ans	M€	88,3	88,3	88,3	88,3
dont échéance moins de 3 ans	M€	65,1	65,1	65,1	65,1
dont échéance moins de 4 ans	M€	37,5	37,5	37,5	37,5
dont échéance moins de 5 ans	M€	123	123	123	123
dont échéance à plus de 5 ans	M€	1,20	1,20	1,20	1,20
+ Trésorerie brute	M€	89,9	87,4	78,9	76,2
= Dette nette / (trésorerie)	M€	270	273	281	284
Emprunts bancaires	M€	360	360	360	360
Leasing	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres financements	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Ratio d'endettement	%	89,6	103	98,3	92,7
Fonds propres/Actif total (%)	%	50,2	49,8	50,7	52,4
<i>Dette nette ajustée/EBITDA(R)</i>	<i>x</i>	<i>6,16</i>	<i>5,48</i>	<i>4,68</i>	<i>4,03</i>
<i>Dette brute ajustée/EBITDA(R)</i>	<i>x</i>	<i>8,08</i>	<i>7,06</i>	<i>5,85</i>	<i>5,00</i>
<i>Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds propres)</i>	<i>%</i>	<i>60,0</i>	<i>59,8</i>	<i>58,2</i>	<i>56,3</i>
<i>Ebit cover</i>	<i>x</i>	<i>0,71</i>	<i>1,35</i>	<i>2,13</i>	<i>2,59</i>
<i>CF des opérations/dette brute</i>	<i>%</i>	<i>0,47</i>	<i>10,0</i>	<i>12,9</i>	<i>15,3</i>
<i>CF des opérations/dette nette</i>	<i>%</i>	<i>0,67</i>	<i>14,4</i>	<i>17,9</i>	<i>21,1</i>
<i>FCF/Dette brute ajustée</i>	<i>%</i>	<i>-10,6</i>	<i>1,84</i>	<i>3,75</i>	<i>5,84</i>
<i>(Trés. brute + FCF + Découverts)/Dette CT</i>	<i>x</i>	<i>1,09</i>	<i>2,07</i>	<i>2,05</i>	<i>2,17</i>
<i>FCF/Dette CT</i>	<i>x</i>	<i>-0,75</i>	<i>0,16</i>	<i>0,34</i>	<i>0,52</i>

Analyse du ROE par la méthode de Dupont		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
Charge d'IS (Net/Pretax pre-except.)	x	-0,19	1,62	1,08	0,98
Marge opérationnelle (EBIT/CA)	%	3,37	3,75	4,60	5,07
Rotation des actifs(CA/actifs moyens)	%	134	141	149	156
Levier (Actifs moyens/Fonds propres moyens)	x	1,84	2,00	1,99	1,94
Rendement des fonds propres (ROE)	%	0,56	4,64	7,62	9,05
ROA	%	5,80	6,75	8,61	9,83

Réconciliation des capitaux propres		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
Fonds propres année N-1	M€	280	252	264	282
+ Profits nets de l'année	M€	1,50	12,0	20,8	26,6
- Dividendes (maison mère)	M€	-8,60	0,00	-14,1	-16,5
+ Augmentation de capital	M€	-4,20	0,00	0,00	0,00
dont diminution (augmentation) de l'autocontrôle	M€	-4,20	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€	-16,0	-0,80	11,7	13,0
= Fonds propres fin d'année	M€	252	264	282	305

Personnel		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
Chiffre d'affaires par employé	k€	286	316	347	376
Coûts de personnel unitaire	k€	-55,7	-57,5	-58,9	-59,3
<i>Variation des coûts de personnel</i>	%	-3,34	4,39	3,47	1,98
<i>Variation des coût de personnel unitaire</i>	%	-0,59	3,22	2,31	0,84
<i>Coûts de pers./(Ebitda+Coûts de pers.)</i>	%	73,1	70,5	67,2	64,1

Nombre d'employés moyen	utp	2 284	2 310	2 336	2 363
Europe	utp	1 239	1 255	1 270	1 286
Amérique du Nord	utp	382	386	390	394
Amérique du Sud	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Asie	utp	663	670	676	683
Autres pays clés	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Coûts totaux de personnel	M€	-127	-133	-138	-140
Salaires	M€	-127	-132	-136	-139
<i>dont contributions sociales</i>	M€	-28,1	-29,7	-29,7	-29,7
Coûts relatfs aux retraites	M€		-1,14	-1,14	-1,14

Chiffre d'affaires par division		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
Chiffre d'affaires	M€	653	730	810	888
Protective Films	M€	272	292	310	329
Fashion Technologies (ex Interlining)	M€	193	193	203	213
Personal Care (ex Healthcare Solutions)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Museum Solutions (ex Technical Substrates)	M€	106	150	190	225
Luxury Materials (ex Wool)	M€	73,3	79,9	87,9	96,7
Personal Goods	M€	9,00	14,9	19,3	25,1
Other	M€	0,00	0,00	0,00	0,00

Résultat par division		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
Underlying operat. profit Analysis					
Protective Films	M€	10,1	14,6	18,6	23,0
Fashion Technologies (ex Interlining)	M€	13,8	14,5	16,2	17,0
Personal Care (ex Healthcare Solutions)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Museum Solutions (ex Technical Substrates)	M€	8,50	12,0	17,1	22,5
Luxury Materials (ex Wool)	M€	2,20	2,80	3,34	3,67
Personal Goods	M€	-0,90	-1,19	-0,58	0,00
Other/cancellations	M€	-7,10	-7,10	-7,10	-7,10
Total	M€	26,6	35,6	47,6	59,1
Underlying operat. profit margin	%	4,07	4,88	5,87	6,65

Géographie du chiffre d'affaires		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
Europe	%	42,1	42,1		
Of Which Italy	%	11,7	11,7		
Of Which Germany	%	6,10	6,10		
Of Which France	%	6,50	6,50		
Americas	%	25,0	25,0		
Of Which United States	%	20,6	20,6		
Asia	%	32,9	32,9		
Of Which China	%	9,50	9,50		
Other	%	0,00	0,00		

ROCE		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
Rendement des capitaux investis	%	3,85	4,83	6,26	7,14
CFROI/C	%	-9,92	1,68	3,21	4,74
Survaleur					
Survaleur	M€	205	212	218	225
Dépréciation cumulée des survaleurs	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations incorporelles					
Immobilisations incorporelles	M€	66,0	66,0	66,0	66,0
Dépréciation cumulée des immo. incorporelles	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Couvertures à LT					
Couvertures à LT	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
R&D mmobilisée					
R&D mmobilisée	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Droits d'utilisation / Valeur actuelle des engagements de leasing					
Droits d'utilisation / Valeur actuelle des engagements de leasing	M€	20,0	20,0	20,0	20,0
Autres actifs immobilisés					
Autres actifs immobilisés	M€	85,0	92,0	99,0	106
Amortissements cumulés	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
BFR					
BFR	M€	23,6	36,1	49,3	61,4
Autres actifs					
Autres actifs	M€	5,60	5,60	5,60	5,60
Pertes/(gains) actuariels non reconnus					
Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Capitaux employés après amortissement (Capitaux investis)	M€	405	431	458	484
Capitaux employés avant amortissement	M€	405	431	458	484

Capitaux employés par division		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
Protective Films	M€				
Fashion Technologies (ex Interlining)	M€				
Personal Care (ex Healthcare Solutions)	M€				
Museum Solutions (ex Technical Substrates)	M€				
Luxury Materials (ex Wool)	M€				
Personal Goods	M€				
Other	M€	405	431	458	484
Total capital employed	M€	405	431	458	484

Pension Risks

Synthèse des risques liés aux engagements de retraites

		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
Ratio des engagements retraite	%	4,59	8,68	8,26	7,78
Fonds propres part groupe	M€	252	264	282	305
Valeur actualisée des engagements	M€	12,1	25,1	25,4	25,8
<i>dont engagements financés</i>	M€	-0,90	7,08	6,57	6,08
<i>dont engagements non financés</i>	M€	12,6	17,6	18,4	19,2
<i>dont autres engagements (santé)</i>	M€	0,40	0,42	0,43	0,45
Ecarts actuariels non comptabilisés au bilan	M€	0,00	0,00	0,00	0,00

<i>Taux d'actualisation Groupe</i>	%	4,21	4,21	4,21	4,21
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€		10,7		
Non financées: impact du changement des hypothèses actuarielles	M€		9,63		

Répartition géo. des engagements de retraites

		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
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

		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
Couverture des obligations financées (déficit)	M€	0,90	-9,44	-8,76	-8,10
Couverture des obligations non financées (déficit)	M€	-11,5	-21,9	-23,0	-24,2
Total comptabilisé	M€	-10,6	-31,4	-31,8	-32,3
Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions (au bilan) sur obligations financées	M€	-0,90	7,08	6,57	6,08
Provisions (au bilan) sur obligations non financées	M€	12,6	17,6	18,4	19,2
Autres provisions de retraite (santé)	M€	0,40	0,42	0,43	0,45
Total des provisions de retraite comptabilisées au bilan	M€	12,1	25,1	25,4	25,8

Impacts sur le compte de résultat

		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
Charges relatives aux engagements financés	M€	0,00	0,10	-0,22	-0,20
Charges relatives aux engagements non financés	M€	-1,20	-1,48	-1,80	-1,83
Total des charges relatives aux engagements	M€	-1,20	-1,39	-2,01	-2,03
<i>dont celles incluses dans les frais généraux</i>	M€	-0,90	-1,14	-1,14	-1,14
<i>dont celles incluses dans les frais financiers</i>	M€	-0,30	-0,25	-0,87	-0,89

Engagements financés

		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
Engagements de retraite début de période	M€	13,7	13,2	22,6	21,6
Coût des services rendus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Coût des intérêts	M€	0,70	0,40	0,68	0,65
Contributions des employés	M€				
Impact du changement des hypothèses actuarielles	M€	0,50	10,7	0,00	0,00
<i>dont impact du changement du taux d'actualisation</i>	<i>M€</i>		3,38		
<i>dont impact du changement du taux de croissance des salaires</i>	<i>M€</i>		7,31		
Changements du périmètre de consolidation	M€				
Effets de change	M€	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40
Prestation versées aux bénéficiaires	M€	-1,30	-1,30	-1,30	-1,30
Autres	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Engagements de retraite fin de période	M€	13,2	22,6	21,6	20,5

Valeur des actifs de fi. des engagements de retraites

		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
Actifs début de période	M€	15,3	14,1	13,2	12,8
Produits attendus sur les actifs des régimes de retraite	M€	0,70	0,49	0,46	0,45
Gains / (pertes) actuariels	M€	0,00	-0,14	-0,13	-0,13
Cotisations du Groupe	M€	0,00	0,00	0,63	0,58
Contributions des employés	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Changements du périmètre de consolidation	M€				
Effets de change	M€	-0,60	0,00	0,00	0,00
Prestation versées aux bénéficiaires	M€	-1,30	-1,30	-1,30	-1,30
Autres	M€				
Actifs fin de période	M€	14,1	13,2	12,8	12,4
Taux de rentabilité attendu des actifs (réalisé et estimé)	M€	0,70	0,35	0,33	0,32

Valeur actuelle des engagements de retraites non financés

		12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
Engagements de retraite début de période	M€	11,8	11,5	21,9	23,0
Coût des services rendus	M€	0,90	1,14	1,14	1,14
Coût des intérêts	M€	0,30	0,35	0,66	0,69
Contributions des employés	M€				
Impact du changement des hypothèses actuarielles	M€	0,00	9,63	0,00	0,00
<i>dont impact du changement du taux d'actualisation</i>	<i>M€</i>		3,05		
<i>dont impact du changement du taux de croissance des salaires</i>	<i>M€</i>		6,58		
Changements du périmètre de consolidation	M€		0,00	0,00	0,00
Effets de change	M€	-0,20	0,00	0,00	0,00
Prestation versées aux bénéficiaires	M€	-0,80	-0,70	-0,70	-0,70
Autres	M€	-0,50	0,00	0,00	0,00
Engagements de retraite fin de période	M€	11,5	21,9	23,0	24,2

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%