



Chargeurs

Service aux entreprises / France

Ajustements de nos prévisions pour les exercices 23 et 24

Bientôt davantage un acteur du luxe qu'un industriel ? - 15/11/2023

■ Changement d'EPS

2023 : € 0,18 vs 0,39	-53,5 %
2024 : € 0,60 vs 0,74	-19,2 %

Nous avons révisé en baisse nos prévisions pour les exercices 23-24 pour tenir compte principalement de la forte baisse attendue du chiffre d'affaires de Chargeurs Luxury Fibers par rapport à 2022 en raison d'un effet prix défavorable (forte baisse du prix de la laine conventionnelle (17 microns) de 30% au T3 et de 21% sur les neuf premiers mois de 2023) et d'un changement de mix produit (moins de laine conventionnelle et davantage de laine certifiée Nativa).

En termes de marges, les principaux facteurs à l'origine de notre révision à la baisse sont (i) nous étions trop optimistes sur les marges de Fashion Technologies au vu des chiffres publiés pour le S1 2023, (ii) nous ne tenons plus compte de la division Healthcare solutions, qui ne contribue plus au chiffre d'affaires ni au résultat sous-jacent de Chargeurs, (iii) nous avons aligné nos chiffres sur les prévisions communiquées par Chargeurs pour Museum Studio car nous avons été un peu trop optimistes et (iv) comme nous n'avions pas d'informations concernant Swaine, et compte tenu des opex nécessaires à sa mise à niveau, nous avons retenu l'hypothèse que Swaine serait consolidé en 2024 et ne contribuerait pas aux marges.

Nos prévisions pour 2024 ont été révisées en baisse, principalement en raison de la dégradation de nos anticipations pour Museum Studio.

Malgré ces révisions, nous restons globalement optimistes positifs, notamment concernant CAM pour lequel nous tablons sur un rebond permettant un maintien des marges en termes absolus, en dépit d'une baisse attendue du chiffre d'affaires.

■ Changement de NAV

€ 28,1 vs 32,2	-12,9 %
----------------	---------

Notre estimation de la NAV reposant désormais sur le niveau des multiples EV/EBITDA avec un EBITDA moyen estimé pour 2023, 2024 et 2025, la révision en baisse de nos prévisions d'EBITDA a pénalisé notre ANR. En particulier, en ligne avec la révision à la baisse de nos estimations d'EBITDA pour Chargeurs Fashion Technology, la valorisation de la division est passée de 300 à 270m€. De plus, nous ne tenons plus compte de Healthcare solutions, ce qui a également pénalisé notre ANR.

■ Changement de DCF

€ 11,8 vs 17,0	-30,6 %
----------------	---------

La chute de notre valorisation par le DCF s'explique par l'abaissement de nos prévisions de BPA pour 2023 et 2024 (cf. commentaires sur le BPA). Pour 2023,



Saïma HUSSAIN

supportservices@alphavalue.eu

+33 (0) 1 70 61 10 50

corporate.alphavalue.com

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

Achat

Potentiel : 55,2 %

Cours objectif à 6 mois	13,9 €
Cours	8,94 €
Cap. boursière M€	224
Momentum du cours	DÉFAVORABLE
Extrême 12 mois	6,40 ▶ 15,2
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA

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

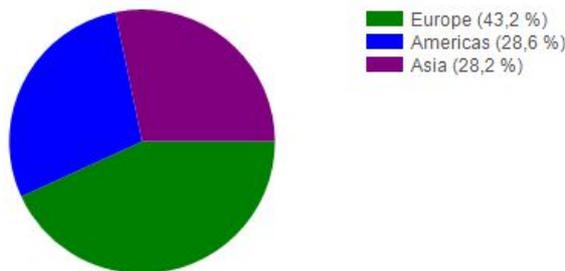
Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	14,9 %	27,2 %	-16,0 %	-30,8 %
Services aux entreprises	2,08 %	-4,46 %	-9,30 %	-8,86 %
SXXR Index	2,26 %	0,86 %	-1,29 %	7,38 %

Dernière maj : 15/11/2023	12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
PER ajusté (x)	18,3	49,8	14,9	9,13
Rendement net (%)	4,51	2,01	6,71	11,0
VE/EBITDA(R) (x)	8,72	9,14	6,95	5,48
BPA ajusté (€)	0,92	0,18	0,60	0,98
Croissance des BPA (%)	-29,2	-80,5	234	63,3
Dividende net (€)	0,76	0,18	0,60	0,98
Chiffre d'affaires (M€)	746	669	753	843
Marge opérationnelle coura...	6,08	3,99	5,75	7,06
Résultat net pdg (M€)	22,1	4,31	14,4	23,2
ROE (après impôts) (%)	8,08	1,59	5,29	7,77
Taux d'endettement (%)	53,5	74,1	74,5	68,1

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

nous tablons désormais sur un chiffre d'affaires de 669m€ (contre 702m€) avec un résultat sous-jacent de 27m€, correspondant à une marge de 4% (contre 5%). Pour 2024, nous attendons un chiffre d'affaires d'environ 753m€ (vs. 788m€ précédemment) avec un résultat opérationnel sous-jacent de 43m€ (soit une marge de 5,7%) contre 49m€ précédemment (soit une marge de 6,2%).

Géographie du chiffre d'affaires



Compte d'exploitation consolidé

		12/22A	12/23E	12/24E
Chiffre d'affaires	M€	746	669	753
Croissance du CA	%	1,33	-10,3	12,6
Variation des coûts de personnel	%	6,99	5,45	5,40
EBITDA	M€	67,9	48,3	64,9
Marge d'EBITDA(R)	%	9,10	7,22	8,61
Dotations aux amortissements	M€	-22,5	-21,0	-23,6
Résultat opérationnel courant	M€	38,9	21,5	34,7
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	38,5	16,5	29,7
Résultat financier net	M€	-19,1	-20,5	-16,2
dt serv. des engagts de retraites	M€		-0,23	-0,96
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€			
Impôts sur les sociétés	M€	2,50	7,62	0,21
Mises en équivalence	M€	0,00	0,70	0,70
Intérêts minoritaires	M€	0,20	0,00	0,00
Résultat net ajusté, pdg	M€	22,1	4,31	14,4
NOPAT	M€	29,2	17,0	27,4

Tableau de financement

		12/22A	12/23E	12/24E
EBITDA	M€	67,9	48,3	64,9
Variation du BFR	M€	-40,5	-9,47	-14,0
Dividendes reçus des SME	M€	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€	-4,00	7,62	0,21
Eléments exceptionnels	M€			
Autres cash flow d'exploitation	M€	-15,9	-8,00	-8,00
Cash flow d'exploitation total	M€	7,50	38,4	43,1
Investissements matériels	M€	-10,8	-17,8	-20,0
Flux d'investissement net	M€	-23,1	-27,8	-30,0
Charges financières nettes	M€	-19,1	-20,5	-16,2
Dividendes (maison mère)	M€	-17,9	-13,2	-1,32
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€	-3,90	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	-81,7	-8,09	-19,5
Variation de la trésorerie	M€	-97,3	2,55	-6,47
Cash flow disponible (avant div)	M€	-22,4	0,15	6,89

Données par action

		12/22A	12/23E	12/24E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio	24,0	24,0	24,2
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	24,0	24,0	24,1
BPA ajusté (at amort. surval. et dilut.)	€	0,92	0,18	0,60
Actif net réévalué par action	€			
Dividende net par action	€	0,76	0,18	0,60

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	11,8 €	35 %	● AkzoNobel
Somme des parties	28,1 €	20 %	● Rentokil Initial
VE/Ebitda	6,15 €	20 %	● Quadient
P/E	5,72 €	10 %	● Teleperformance
Rendement	14,4 €	10 %	● Bureau Veritas
Cours/Actif net comptable	17,9 €	5 %	
Objectif de cours	13,9 €	100 %	

Calcul NAV/SOTP

Bilan

		12/22A	12/23E	12/24E
Survaleurs	M€	217	224	230
Total actif incorporel	M€	276	283	289
Immobilisations corporelles	M€	84,4	91,4	98,4
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€	8,10	8,10	8,10
BFR	M€	15,4	24,9	38,9
Autres actifs courants	M€	49,0	49,0	49,0
Actif total (net des engagements CT)	M€	475	499	527
Capitaux propres part du groupe	M€	280	263	283
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€			
Intérêts minoritaires	M€	0,20	0,20	0,20
Provisions pour retraite	M€	12,6	27,3	28,7
Autres prov. pour risques et charges	M€	13,1	13,1	13,1
Total des prov. pr risques et charges	M€	25,7	40,4	41,8
Charges d'IS	M€	-42,8	-42,8	-42,8
Autres charges	M€	30,4	30,4	30,4
Endettement net / (trésorerie)	M€	182	208	214
Passifs totaux	M€	475	499	527

Capitaux employés

		12/22A	12/23E	12/24E
Capitaux investis	M€	413	436	465

Ratios de profits & risques

		12/22A	12/23E	12/24E
ROE (après impôts)	%	8,08	1,59	5,29
Rendement des capitaux investis	%	7,06	3,89	5,91
Ratio d'endettement	%	53,5	74,1	74,5
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	3,11	4,91	3,76
Couverture des frais financiers	x	2,04	1,06	2,28

Ratios de valorisation

		12/22A	12/23E	12/24E
PER ajusté	x	18,3	49,8	14,9
Rendement du cash flow disponible	%	-5,53	0,07	3,19
P/ANC	x	1,45	0,82	0,76
Rendement du dividende	%	4,51	2,01	6,71

Valeur d'entreprise

		12/22A	12/23E	12/24E
Capitalisation boursière	M€	405	215	216
+ Provisions	M€	25,7	40,4	41,8
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	152	178	183
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€	29,5	29,5	30,1
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€	20,7	20,7	20,7
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	0,00	0,00	0,00
= Valeur d'entreprise	M€	592	442	451
VE/EBITDA(R)	x	8,72	9,14	6,95
VE/CA	x	0,79	0,66	0,60

Analyste : Saïma Hussain, Changements de prévisions : 15/11/2023.