



10 mars 2023

Cours : 15,70€

Objectif : 24,50€

## ACHETER (1)

Opinion inchangée

1 : Acheter 2 : Renforcer 3 : Conserver 4 : Alléger 5 : Vendre

Cours au 09/03/2023

Résultats 2022 – Feedback Réunion

## Fait le dos rond avant un S2 2023 prometteur

Chargeurs a publié des résultats conformes à nos attentes. Face à un environnement macro moins difficile qu'initialement anticipé, le management se montre plus optimiste sur la vitesse de la recovery de CAM. 2023 sera une année en V avec un net redressement attendu de l'activité et des marges sur le S2.

### CFT et le pricing power de CAM limitent la casse

Le CA et les résultats annuels (CA 746,4M€ +1,3% -4,4% à pcc, CA T4 172,8M€ -9,7% -16,6% à pcc, MOPA 6,1% -0,8pt) sont ressortis en ligne avec nos attentes (PZP CA 747,9M€ +1,5% -4% à pcc, CA T4 174,3M€ -9% -14,5% à pcc, MOPA 5,9% -1pt). La performance annuelle, hors CPC, confirme la poursuite du rebond des métiers historiques (+15,3% +8,7% à pcc), amplifiée par des effets prix et des gains de PDM, et malgré un S2 marqué par le fort ralentissement de CAM (S1 +9% à pcc S2 -22% à pcc). Sans surprise la décroissance de CAM s'est accentuée au T4 (T3 -16%, T4 -27% à pcc), pour atteindre son plus bas niveau d'activité depuis 2016, et a été en partie compensée par la bonne tenue de CFT (+8% à pcc) et CMS (+36% à pcc). Les résultats sont logiquement pénalisés par l'absence de la contribution de CPC. Hors CPC, le ROPA progresse de +42% et la MOPA de 1pt (5,6%). Le pricing power de CAM (effet prix c.+15%) a permis de limiter l'impact de la baisse des volumes (c.-20%) sur ses résultats (MOPA 6,9% -0,8pt), surtout contrebalancé par l'incroyable performance de CFT (amélioration du mix-produit et important levier opérationnel = MOPA 7,7% +4,8pts). Le pôle Technologies affiche ainsi un repli limité de 0,8pt de sa rentabilité (8%). Le pôle Luxe profite de la forte dynamique de CMS qui affiche une MOPA en légère baisse (-2,3pts à 6%) du fait des phasages des contrats.

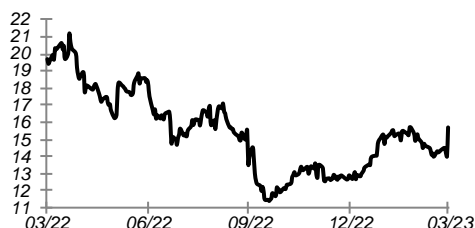
### Un endettement qui ne limitera pas ses ambitions de croissance externe

Le déstockage des clients de CAM et une base de comparaison défavorable explique la forte dégradation du BFR (+40,5M€) et du FCF -28M€ (vs PZP 2M€). La DFN progresse fortement à 175M€ (2,6x DFN/EBITDA vs 1,6x en n-1). En dépit de ce niveau d'endettement et fort de 346M€ de trésorerie et de lignes de financement non tirées, Chargeurs confirme les objectifs de son plan Leap forward 25 et ses ambitions de croissance externe. Le management précise viser une acquisition structurante en 2023 sur le pôle Luxe et ambitionne d'atteindre d'ici 2025 un CA Luxe de près de 500M€. Aucune indication précise sur la cible potentielle n'est communiquée mais nous comprenons que le groupe est confiant pour réaliser cette ambition (c.200M€ CA à acquérir) par endettement et sur des niveaux de valorisation limités (à l'image de l'acquisition de The Cambridge Satchel).

### Un management plus optimiste – fort S2 23 attendu porté par CMS

Le discours du management se montre plus optimiste pour 2023. Le moindre impact de la crise énergétique chez ses clients et un redressement plus rapide que prévu des prises de commandes laissent envisager une inflexion de CAM fin S1 vs courant S2 précédemment. La bonne tenue du carnet de commandes de CFT conforte le scénario d'une poursuite de la reprise tandis que CMS devrait franchir les 120M€ de CA (PZP +43%, +30% à pcc) via une accélération au S2.

**Malgré un S1 compliqué (CA -9% -13% à pcc, MOPA 5,4% -1pt), le plus difficile semble clairement être derrière nous. Le momentum devrait progressivement s'améliorer avec un S2 en croissance de +20% et une MOPA de 7,1% (+1,3pt). Notre scénario de CA (principalement CFT) est relevé ainsi que notre objectif de 23€ à 24,5€. La valorisation demeure très attractive (8x VE/EBITA 2024) compte tenu du risk-reward et des multiples historiques (c.11x VE/EBITA).**



Source : FactSet Research

**Marché** Euronext  
ISIN / Mnémonique FR0000130692 / CRI  
Reuters / Bloomberg CRI PA / CRI FP  
Indice CAC Small

Analyse payée partiellement par l'émetteur  
Eligibilité PEA-PME Oui

**Capitalisation (M€)** 386,0  
Flottant (%) 70,8%  
Nbre de Titres (Mio) 24,584  
Date de clôture 31-Déc

	22	23e	24e
PER	18,8	17,2	10,9
PCF	12,6	8,4	6,2
VE/CA	0,8	0,7	0,6
VE/ROP	14,9	12,9	9,7
PAN	1,5	1,4	1,3
Rendement	7,3%	4,8%	4,1%
Free Cash Flow Yield	-6,9%	6,6%	8,9%
ROACE	10,4%	12,7%	16,0%

CA	746,4	772,5	841,3
CA précédent	747,9	755,3	813,4
var. n/n-1	1,3%	3,5%	8,9%
EBE	74,3	72,5	87,7
ROC	45,4	48,8	61,3
% CA	6,1%	6,3%	7,3%
ROP	38,5	41,7	53,5
% CA	5,2%	5,4%	6,4%
RN Pdg publié	22,1	22,5	35,4
% CA	3,0%	2,9%	4,2%

BNPA	0,90	0,91	1,44
BNPA précédent	0,92	1,03	1,57
var. n/n-1	-28,7%	1,7%	57,5%
BNPA Cor	0,90	0,91	1,44
ANPA	11,4	11,5	12,3
Dividende net	0,76	0,64	1,01

DFN	151,8	144,9	126,4
-----	-------	-------	-------

Calendrier :

CA T1 le 23 Mai

Jérémy Sallée, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 30  
jeremy.sallee@bnpparibas.com

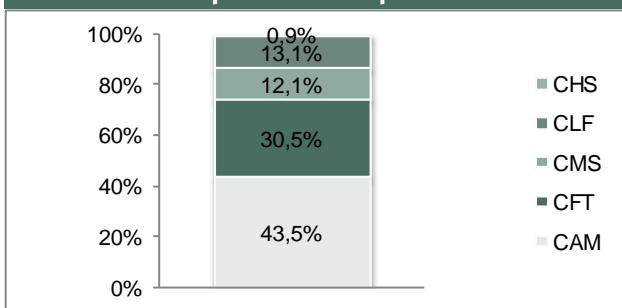
## CHARGEURS

Exploitation	18	19	20	21	22	23e	24e	25e
CA	573,3	626,2	822,0	736,6	746,4	772,5	841,3	885,5
<i>var. n/n-1</i>	7,6%	9,2%	31,3%	-10,4%	1,3%	3,5%	8,9%	5,3%
<i>var. organique</i>	2,6%	-1,2%	27,5%	-10,4%	-4,4%	1,7%	8,9%	5,3%
EBE	59,8	60,0	102,4	73,8	74,3	72,5	87,7	102,6
ROC	49,0	41,4	79,3	50,7	45,4	48,8	61,3	74,2
<i>var. n/n-1</i>	10,4%	-15,5%	91,5%	-36,1%	-10,5%	7,5%	25,6%	21,0%
ROP	42,2	31,9	55,8	41,2	38,5	41,7	53,5	66,0
RCAI	31,6	20,4	46,3	30,6	19,4	23,9	37,6	52,9
IS	-5,1	-4,9	-4,3	-0,5	2,5	-1,4	-2,2	-3,1
RN Pdg publié	26,6	15,1	41,0	30,6	22,1	22,5	35,4	49,7
RN Pdg corrigé	26,6	15,1	41,0	30,6	22,1	22,5	35,4	49,7
<i>var. n/n-1</i>	5,6%	-43,2%	+ / ++	-25,4%	-27,8%	1,7%	57,5%	40,5%
Imva CA 2020 / 2024e	0,6%							
Marge brute (%)	26,9%	26,7%	26,6%	25,3%	26,1%	25,8%	26,2%	27,2%
Marge opérationnelle (%)	7,4%	5,1%	6,8%	5,6%	5,2%	5,4%	6,4%	7,5%
Marge nette (%)	4,6%	2,4%	5,0%	4,2%	3,0%	2,9%	4,2%	5,6%
Taux IS (%)	16,1%	24,0%	9,3%	1,6%	-12,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Frais de personnel / CA (%)	-16,1%	-15,8%	-13,8%	-16,7%	-	-	-	-
CA/effectif (K€)	320	303	361	330	-	-	-	-
<i>var. n/n-1</i>	-8,1%	-5,4%	19,2%	-8,7%	-	-	-	-
Effectif moyen	1 792	2 069	2 278	2 235	-	-	-	-
<i>var. n/n-1</i>	17,0%	15,5%	10,1%	-1,9%	-	-	-	-

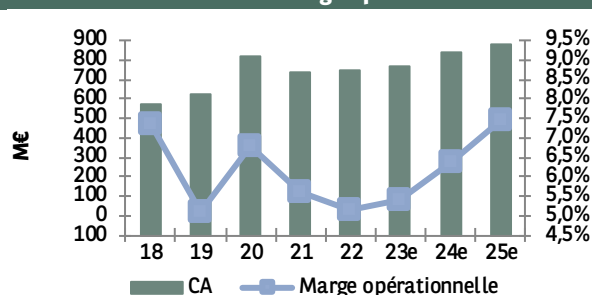
Bilan	18	19	20	21	22	23e	24e	25e
Fonds propres Pdg	237,2	232,4	237,4	267,4	279,7	283,5	303,2	328,1
Dettes financières nettes	92,2	96,0	88,6	85,4	151,8	144,9	126,4	99,4
Autres	-32,3	24,1	58,6	0,3	-22,6	-22,6	-22,6	-22,6
<b>Capitaux investis</b>	<b>297,1</b>	<b>352,5</b>	<b>383,8</b>	<b>352,5</b>	<b>409,1</b>	<b>406,0</b>	<b>407,2</b>	<b>405,1</b>
Immobilisations nettes	238,8	286,2	349,5	354,8	371,6	369,0	365,5	362,6
<i>dont écarts d'acquisition</i>	126,8	135,9	176,8	188,8	193,9	193,9	193,9	193,9
<i>dont financières</i>	6,4	6,7	8,3	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9
BFR	64,7	73,0	42,2	28,6	68,4	67,9	72,6	73,4
<b>Actif économique</b>	<b>297,1</b>	<b>352,5</b>	<b>383,8</b>	<b>352,5</b>	<b>409,1</b>	<b>406,0</b>	<b>407,2</b>	<b>405,1</b>
Gearing (%)	38,9%	41,3%	37,4%	32,0%	54,2%	51,1%	41,7%	30,3%
BFR/CA (%)	11,3%	11,7%	5,1%	3,9%	9,2%	8,8%	8,6%	8,3%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1,5	1,6	0,9	1,2	2,0	2,0	1,4	1,0
ROE (%)	11,2%	6,5%	17,3%	11,4%	7,9%	7,9%	11,7%	15,2%
ROACE (%) après IS normé	23,2%	15,8%	23,5%	14,0%	10,4%	12,7%	16,0%	19,4%

Financement	18	19	20	21	22	23e	24e	25e
Cash Flow	36,9	38,7	70,4	43,0	32,9	46,2	61,8	78,2
Variation BFR	-22,5	-13,3	2,6	21,9	-40,5	0,5	-4,7	-0,8
Investissements industriels	-24,3	-35,0	-25,8	-23,9	-21,1	-21,1	-22,9	-25,5
% du CA	4,2%	5,6%	3,1%	3,2%	2,8%	2,7%	2,7%	2,9%
<b>Cash Flow Libre</b>	<b>-9,9</b>	<b>-9,6</b>	<b>47,2</b>	<b>41,0</b>	<b>-28,7</b>	<b>25,6</b>	<b>34,2</b>	<b>51,8</b>
Cessions d'actifs	0,6	0,9	4,9	0,5	0,3	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-65,0	-9,6	-53,0	-20,4	-5,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-10,8	-8,6	-5,9	-17,7	-17,9	-18,7	-15,7	-24,8
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-16,0	23,1	14,2	-0,2	-15,0	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	101,1	3,8	-7,4	-3,2	66,4	-6,9	-18,5	-27,1
<b>Dettes financières nettes</b>	<b>92,2</b>	<b>96,0</b>	<b>88,6</b>	<b>85,4</b>	<b>151,8</b>	<b>144,9</b>	<b>126,4</b>	<b>99,4</b>

Répartition du CA par activité



Evolution CA et marge opérationnelle



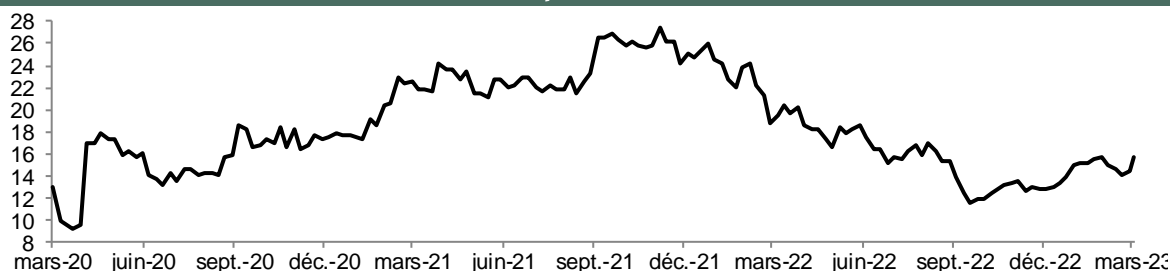
## CHARGEURS

Données par action	18	19	20	21	22	23e	24e	25e
BNPA	1,15	0,66	1,76	1,26	0,90	0,91	1,44	2,02
var. n/n-1	6,9%	-42,7%	+ / ++	-28,3%	-28,7%	1,7%	57,5%	40,5%
CFPA	1,6	1,7	3,0	1,8	1,3	1,9	2,5	3,2
ANPA	10,3	10,2	10,2	11,0	11,4	11,5	12,3	13,4
Dividende net (versé en n+1)	0,67	0,40	1,32	1,24	0,76	0,64	1,01	1,42
Payout (%)	58,1%	60,5%	75,0%	98,3%	84,5%	70,0%	70,0%	70,0%
Tmva BNPA 2020 / 2024e	-4,9%							
Tmva CFPA 2020 / 2024e	-4,5%							

Valorisation	18	19	20	21	22	23e	24e	25e
PER (x)	20,0	26,5	9,0	18,2	18,8	17,2	10,9	7,8
PCF (x)	14,5	10,3	5,2	13,0	12,6	8,4	6,2	4,9
PAN (x)	2,2	1,7	1,6	2,1	1,5	1,4	1,3	1,2
VE/CA (x)	1,1	0,8	0,6	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6
VE/EBE (x)	10,7	8,6	4,6	8,8	7,7	7,4	5,9	4,8
VE/ROP (x)	15,1	16,1	8,4	15,8	14,9	12,9	9,7	7,4
Free Cash Flow Yield (%)	-1,9%	-2,4%	12,8%	7,3%	-6,9%	6,6%	8,9%	13,4%
Rendement (%)	2,6%	3,8%	2,5%	5,7%	7,3%	4,8%	4,1%	6,4%
Capitalisation (M€)	544,7	417,1	383,1	565,6	421,5	391,0	391,0	391,0
Valeur d'Entreprise (VE)	636,9	513,1	470,9	650,4	573,5	536,1	517,6	490,6
<b>Cours de référence (€)</b>	<b>23,1</b>	<b>17,5</b>	<b>15,8</b>	<b>23,0</b>	<b>16,9</b>	<b>15,7</b>	<b>15,7</b>	<b>15,7</b>
Nb de titres (Mio)	23,552	23,849	24,211	24,584	24,903	24,903	24,903	24,903
Nb de titres corrigé (Mio)	23,057	22,853	23,287	24,256	24,576	24,576	24,576	24,576
% de la dilution	0,3%	0,7%	0,8%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Date d'introduction	02/01/1985							
Cours d'introduction ajusté	2,7 €							

Données intermédiaires	18	19	20	21	22
CA T1	144,8	161,2	157,8	180,8	203,5
CA T2	142,3	164,8	360,7	191,6	195,2
CA S1	287,1	326,1	518,5	372,4	398,7
ROP S1	24,7	17,3	45,3	31,6	21,3
RN pdg corrigé S1	15,3	8,3	28,9	24,7	10,2
Marge opérationnelle S1	8,6%	5,3%	8,7%	8,5%	5,3%
Marge nette S1	5,3%	2,5%	5,6%	6,6%	2,6%
CA T3	134,2	146,4	169,7	172,9	174,9
CA T4	152,0	153,8	133,8	191,3	167,3
CA S2	286,2	300,2	303,5	364,2	342,2
ROP S2	17,5	14,6	10,5	9,6	-
RN pdg corrigé S2	11,3	6,8	12,1	5,9	-
Marge opérationnelle S2	6,1%	4,9%	3,5%	2,6%	-
Marge nette S2	3,9%	2,3%	4,0%	1,6%	-
<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>					
CA T1	1,0%	11,3%	-2,1%	14,6%	12,6%
CA T2	2,8%	15,8%	+ / ++	-46,9%	1,9%
CA T3	10,9%	9,1%	15,9%	1,9%	1,2%
CA T4	16,7%	1,2%	-13,0%	43,0%	-12,5%
CA S1	1,9%	13,6%	59,0%	-28,2%	7,1%
CA S2	13,9%	4,9%	1,1%	20,0%	-6,0%
ROP S1	20,5%	-30,0%	+ / ++	-30,2%	-32,6%
ROP S2	-2,8%	-16,6%	-27,9%	-8,8%	-

### Historique de cours





## CHARGEURS

Critères ESG Portzamparc				
	2020	2021	2022	Commentaires
<b>ENVIRONNEMENT</b>				
<b>Empreinte carbone</b>				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	70,1	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	oui	non	ND	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	ND	
<b>Politique environnementale</b>				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	ND	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	ND	
Certification 14001	Oui	Oui	ND	
<b>SOCIAL</b>				
<b>Promotion de la diversité</b>				
Part des femmes dans la société	31%	32%	ND	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	ND	
Part des personnes en situation de handicap	3,3%	4,0%	ND	en France
<b>Formation</b>				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
<b>Recrutement &amp; Attractivité</b>				
Taux d'attrition (employés)	12%	18%	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	ND	
<b>Conditions de travail</b>				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	ND	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	ND	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	3,8	6,43	ND	
<b>GOVERNANCE &amp; ACTIONNARIAT</b>				
<b>Respect du code Afep-Medef ou Middlednext</b>				
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	Oui	Oui	ND	
<b>Composition des instances de gouvernance</b>				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	ND	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	7	7	ND	
<i>dont indépendants</i>	3	3	ND	
<i>dont femmes</i>	3	3	ND	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	ND	
Assiduité des membres du CA	94%	100%	ND	
Comité d'audit	Oui	Oui	ND	
Comité des risques	Non	Non	ND	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	ND	
Comité RSE	Non	Non	ND	
<b>Respect des actionnaires minoritaires</b>				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	ND	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	30%	29%	ND	
<b>Rémunération des dirigeants</b>				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	ND	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	ND	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	ND	
Ratio d'équité (salaire médian)	12,75	12,98	ND	
<b>PARTIES PRENANTES EXTERNES</b>				
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	ND	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	ND	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	82%	90%	ND	

## Mentions obligatoires

### Recommandations boursières

Nos recommandations boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à un horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur les objectifs de cours définis par l'analyste et intègrent des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché, susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse Portzamparc établit ses évaluations selon une approche d'analyse fondamentale multicritères (principalement et de manière non exhaustive actualisation des flux, multiples des comparables, multiples de transaction, somme des parties, actif net réévalué).

ACHETER (1) : Performance attendue supérieure à +15%

RENFORCER (2) : Performance attendue comprise entre +5% et +15%

CONSERVER (3) : Performance attendue comprise entre -5% et +5%

ALLEGER (4) : Performance attendue comprise entre -5% et -15%

VENDRE (5) : Performance attendue inférieure à -15% ou absence de visibilité sur les fondamentaux de la société.

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (Historique des recommandations, engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation...) est accessible sur <https://www.midcaps.portzamparc.fr/wp-content/fileadmin/pubt/avertissements.pdf> (clientèle institutionnelle).

Les cours utilisés sont les cours de clôture de la veille sauf indication contraire.

### Historique des recommandations sur l'émetteur au cours des 12 derniers mois

Le tableau ci-dessous reflète l'historique des changements de recommandations et d'objectifs de cours faits par le département d'analyse financière de Portzamparc sur une période de 12 mois.

La mise à jour des recommandations intervient, soit à l'occasion d'un commentaire lié à une publication officielle ou légale, soit à l'occasion d'un événement exceptionnel (croissance externe, accords significatifs).

Pas de changement de recommandation sur les 12 derniers mois

### Détail des conflits d'intérêts potentiels PORTZAMPARC

<i>Société</i>	<i>Détail des conflits d'intérêts potentiels</i>
Chargeurs	6

1. Portzamparc possède ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émis par cet émetteur;
2. Cet émetteur, ou ses actionnaires principaux, possèdent ou contrôlent, directement ou indirectement, 5% ou plus du capital en actions émis par Portzamparc;
3. Portzamparc a été chef de file ou co-chef de file dans une offre publique concernant les instruments financiers de cet émetteur durant les douze derniers mois;
4. Portzamparc est teneur de marché pour les instruments financiers de cet émetteur;
5. Portzamparc a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur.
6. Portzamparc et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse à travers laquelle Portzamparc s'est engagé à produire et à diffuser des études de recherche d'investissement sur ledit émetteur;
7. Portzamparc a été rémunéré par cet émetteur en échange de la fourniture de services d'investissement ou des services en conseil financier au cours des douze derniers mois;
8. L'auteur de cette étude ou une personne qui aurait aidé à l'élaboration de cette étude (ou un membre de son foyer), ou encore une personne qui, malgré sa non-implication dans l'élaboration de cette étude avait ou pouvait raisonnablement avoir accès aux éléments substantiels de cette étude avant sa diffusion détient une position nette ou courte supérieure à 0,5% du capital de cet émetteur
9. La recommandation présentée dans ce document a été divulguée à l'émetteur avant sa publication et diffusion et a été subséquemment modifiée préalablement à sa diffusion

### Détail des conflits d'intérêts potentiels BNP PARIBAS

Sociétés dans lesquelles BNP PARIBAS détient des participations : <https://wealthmanagement.bnpparibas/fr/conflict-of-interest.html>

Nantes : 13 rue de la Brasserie - BP 38629 - 44186 Nantes Cedex 4

Paris : 16 rue de Hanovre - 75002 Paris - 33 (0) 1 40 17 50 08