



8 septembre 2023

Cours : 9,70€

Objectif : 17,60€

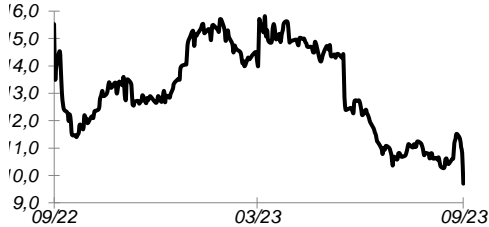
ACHETER (1)

Opinion inchangée

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

Cours au 07/09/2023

Résultat S1 – Feedback Confcall



Source : FactSet Research

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0000130692 / CRI
Reuters / Bloomberg	CRI PA / CRI FP
Indice	CAC Small
Analyse payée partiellement par l'émetteur	
Éligibilité PEA-PME	Oui

Capitalisation (M€)	240,1
Flottant (%)	70,0%
Nbre de Titres (Mio)	24,756
Date de clôture	31-Déc

	22	23e	24e
PER	18,6	25,8	12,4
PCF	12,5	8,3	4,7
VE/CA	0,8	0,6	0,5
VE/ROP	15,7	16,1	9,6
PAN	1,5	0,9	0,8
Rendement	7,3%	7,8%	2,7%
Free Cash Flow Yield	-7,0%	2,3%	10,3%
ROACE	9,9%	ns	12,1%

CA	746,4	733,3	800,4
CA précédent	746,4	743,5	801,4
var. n/n-1	1,3%	-1,8%	9,2%
EBE	67,9	56,3	75,1
ROC	45,4	33,8	49,9
% CA	6,1%	4,6%	6,2%
ROP	38,5	26,5	42,5
% CA	5,2%	3,6%	5,3%
RN Pdg publié	22,1	9,3	19,3
% CA	3,0%	1,3%	2,4%

BNPA	0,91	0,38	0,78
BNPA précédent	0,91	0,40	1,01
var. n/n-1	-28,0%	-58,6%	107,5%
BNPA Cor	0,91	0,38	0,78
ANPA	11,5	11,4	11,9
Dividende net	0,76	0,26	0,55
DFN	181,8	185,8	167,7

Calendrier :
CA T3 le 9 Novembre

Jérémy Sallée, Analyste Financier

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

La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 08/09/2023 - 08:24 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 08/09/2023 - 08:27 (GMT+1).

Atteinte du point bas

Chargeurs a enregistré des résultats S1 en net retrait et en ligne avec nos attentes. La publication est marquée par la contreperformance de CAM qui masque une très bonne tenue des quatre autres métiers. Le momentum devrait progressivement s'améliorer au S2. Nous abaissons légèrement notre scénario et notre objectif de 18,3€ à 17,6€.

Les difficultés de CAM...

Conformément à nos attentes (PZP CA S1 351,2M€ -11,9% -13,9% à pcc / ROPA S1 14,4M€, MOPA 4,1% -2,3pts) le CA et les résultats S1 (CA S1 352,8M€ -11,5% -12% / ROPA 14,1M€, MOPA 4% -2,4pts) ont été significativement pénalisés par la baisse des volumes de CAM (Films de Protection) qui, pour rappel, représente habituellement c.50% du CA et ROPA groupe. Dans la continuité des trois derniers trimestres, l'activité a souffert au T2 (CA -19% à pcc) 1/ d'une base de comparaison défavorable (niveau d'activité record au S1 22), 2/ d'un ralentissement de la demande en lien avec la hausse du prix de l'énergie et de la hausse des taux et 3/ d'un effet déstockage des clients. Le ROPA de la BU chute de -74% à 4M€ (MOPA 2,8% -5,6pts) sous l'effet de la baisse des volumes et d'une augmentation de 3M€ de la facture énergétique.

...masquent la bonne performance des quatre autres métiers

La contreperformance de CAM masque la forte progression des nouveaux relais de croissance (CMS : Musée) et la résilience des marges de CFT (entoilage) et du pôle Luxe (CMS, CPG et CLF : laine). CMS accélère au T2 (+82% +63% à pcc) tout en améliorant sa marge (6,2% +1,2pt). Le groupe dispose d'une bonne visibilité et confirme viser sur ce pôle un CA 23 de c.120M€ et c.150M€ en 2024. Les activités textiles (CFT et CLF) progressent plus faiblement que nos attentes en raison de l'impact du cyclone qui a touché la Nouvelle-Zélande au S1 pour CLF (S1 -26%, T2 -21%) et d'un effet change défavorable (peso argentin) pour CFT (T2 -13% -2% à pcc). Notons néanmoins une très bonne résilience de leur rentabilité (MOPA CFT 7,2% +0,4pt) avec notamment une progression de 20% du ROPA de CLF (MOPA 3% +1,2pt). CLF commence à bénéficier d'une amélioration de son mix avec le développement de son offre de traçabilité Nativa en progression de 40% sur le semestre et qui explique désormais près d'un tiers du ROPA de la BU.

Une guidance 2024 conforme aux attentes

Chargeurs ne donne aucune indication sur l'atterrissage annuel mais annonce viser en 2024 un CA >800M€, un EBITDA 9-10% et un levier DFN/EBITDA <3x soit des indications conforme à notre scénario et au consensus. Nous comprenons que le redressement de CAM sera très progressif au S2 23 (PZP +3%) avant de pouvoir renouer en 2024 avec les niveaux de CA de 2021-2022 (c.335M€) sous l'effet d'une phase de restockage et de reprise progressive des marchés hors construction neuve (75% des débouchés de CAM). Nous restons plus prudents et confirmons notre scénario d'un CA CAM 24 proche de 310M€ (PZP +6%). Le principal driver de croissance 2024 sera CMS qui devrait soutenir aussi bien le CA (PZP +22%) que la marge (PZP MOPA 9% +2pts).

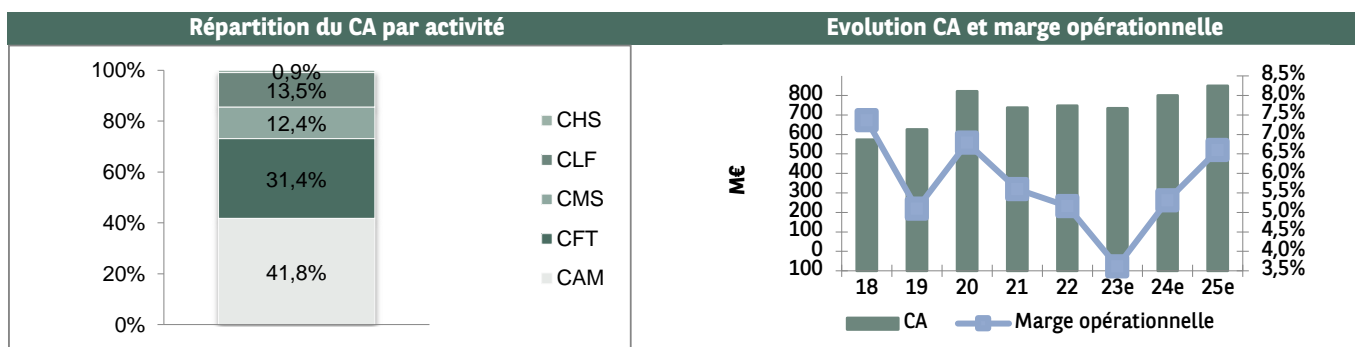
Les résultats S1 marquent le point bas de cet exercice de transition. Sur ces niveaux (valorisation proche des points bas du Covid), nous estimons que le risk/reward devient intéressant en raison de l'amélioration progressive du momentum attendue au S2 et qui sera soutenue par une base de comparaison plus favorable (PZP CA T3 +5%, T4 +18%). Néanmoins, l'absence de visibilité sur les conditions de l'opération significative visée dans le luxe pourrait être un frein à court moyen terme.

CHARGEURS

Exploitation	18	19	20	21	22	23e	24e	25e
CA	573,3	626,2	822,0	736,6	746,4	733,3	800,4	849,8
var. n/n-1	7,6%	9,2%	31,3%	-10,4%	1,3%	-1,8%	9,2%	6,2%
var. organique	2,6%	-1,2%	27,5%	-10,4%	-4,4%	-2,7%	9,2%	6,2%
EBE	59,8	60,0	102,4	73,8	67,9	56,3	75,1	91,3
ROC	49,0	41,4	79,3	50,7	45,4	33,8	49,9	63,9
var. n/n-1	10,4%	-15,5%	91,5%	-36,1%	-10,5%	-25,6%	47,6%	28,1%
ROP	42,2	31,9	55,8	41,2	38,5	26,5	42,5	56,0
RCAI	31,6	20,4	46,3	30,6	19,4	3,8	20,5	37,3
IS	-5,1	-4,9	-4,3	-0,5	2,5	5,5	-1,2	-2,2
RN Pdg publié	26,6	15,1	41,0	30,6	22,1	9,3	19,3	35,1
RN Pdg corrigé	26,6	15,1	41,0	30,6	22,1	9,3	19,3	35,1
var. n/n-1	5,6%	-43,2%	+ / ++	-25,4%	-27,8%	-58,0%	+ / ++	82,2%
Tmva CA 2020 / 2024e	-0,7%							
Marge brute (%)	26,9%	26,7%	26,6%	25,3%	26,1%	24,2%	25,2%	26,4%
Marge opérationnelle (%)	7,4%	5,1%	6,8%	5,6%	5,2%	3,6%	5,3%	6,6%
Marge nette (%)	4,6%	2,4%	5,0%	4,2%	3,0%	1,3%	2,4%	4,1%
Taux IS (%)	16,1%	24,0%	9,3%	1,6%	-12,9%	-147,1%	5,9%	5,9%
Frais de personnel / CA (%)	-16,1%	-15,8%	-13,8%	-16,7%	-17,6%	-	-	-
CA/effectif (K€)	320	303	361	330	309	-	-	-
var. n/n-1	-8,1%	-5,4%	19,2%	-8,7%	-6,1%	-	-	-
Effectif moyen	1 792	2 069	2 278	2 235	2 412	-	-	-
var. n/n-1	17,0%	15,5%	10,1%	-1,9%	7,9%	-	-	-

Bilan	18	19	20	21	22	23e	24e	25e
Fonds propres Pdg	237,2	232,4	237,4	267,4	279,7	280,4	293,1	314,7
Dettes financières nettes	92,2	122,4	126,7	117,3	181,8	185,8	167,7	139,9
Autres	-32,3	-2,3	20,5	-31,6	-16,0	-26,4	-26,4	-26,4
Capitaux investis	297,1	352,5	383,8	352,5	445,7	440,0	434,6	428,4
immobilisations nettes	238,8	286,2	349,9	354,8	389,9	387,3	377,9	367,8
dont écarts d'acquisition	126,8	135,9	176,8	188,8	217,2	217,2	217,2	217,2
dont financières	6,4	6,7	8,3	30,9	12,6	12,6	12,6	12,6
BFR	64,7	73,0	42,2	28,6	68,4	65,3	69,3	73,2
Actif économique	297,1	352,5	383,8	352,5	445,7	440,0	434,6	428,4
Gearing (%)	38,9%	52,7%	53,6%	44,0%	65,0%	66,2%	57,2%	44,4%
BFR/CA (%)	11,3%	11,7%	5,1%	3,9%	9,2%	8,9%	8,7%	8,6%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1,5	2,0	1,2	1,6	2,7	3,3	2,2	1,5
ROE (%)	11,2%	6,5%	17,3%	11,4%	7,9%	3,3%	6,6%	11,1%
ROACE (%) après IS normé	23,2%	15,8%	23,5%	14,0%	9,9%	ns	12,1%	15,7%

Financement	18	19	20	21	22	23e	24e	25e
Cash Flow	36,9	38,7	70,4	43,0	32,9	28,8	50,9	69,0
Variation BFR	-22,5	-13,3	2,6	21,9	-40,5	3,1	-4,0	-3,9
Investissements industriels	-24,3	-35,0	-25,8	-23,9	-21,1	-26,4	-22,3	-23,8
% du CA	4,2%	5,6%	3,1%	3,2%	2,8%	3,6%	2,8%	2,8%
Cash Flow Libre	-9,9	-9,6	47,2	41,0	-28,7	5,5	24,6	41,3
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	-1,2	0,0	0,0
Dividendes	-10,8	-8,6	-5,9	-17,7	-17,9	-8,6	-6,5	-13,5
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-16,0	-3,3	2,5	6,0	-13,1	0,3	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	101,1	30,2	4,3	-9,4	64,5	4,0	-18,1	-27,8
Dettes financières nettes	92,2	122,4	126,7	117,3	181,8	185,8	167,7	139,9



CHARGEURS

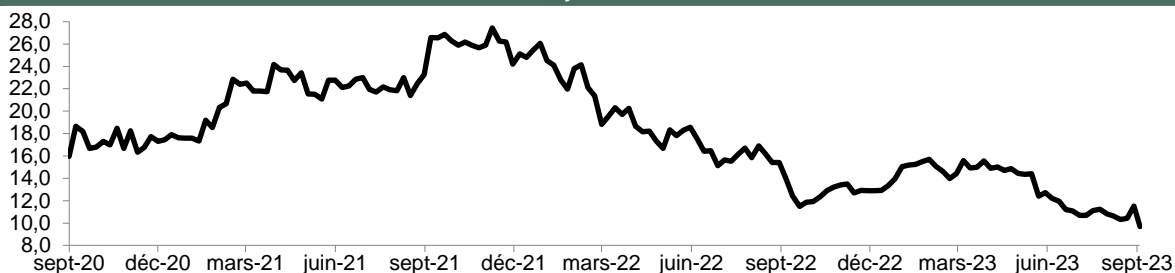
Données par action	18	19	20	21	22	23e	24e	25e
BNPA	1,15	0,66	1,76	1,26	0,91	0,38	0,78	1,42
var. n/n-1	6,9%	-42,7%	+ / + +	-28,3%	-28,0%	-58,6%	+ / + +	82,2%
CFPA	1,6	1,7	3,0	1,8	1,4	1,2	2,1	2,8
ANPA	10,3	10,2	10,2	11,0	11,5	11,4	11,9	12,8
Dividende net (versé en n+1)	0,67	0,40	1,32	1,24	0,76	0,26	0,55	1,00
Payout (%)	58,1%	60,5%	75,0%	98,3%	83,6%	70,0%	70,0%	70,0%
Tmva BNPA 2020 / 2024e	-18,4%							
Tmva CFPA 2020 / 2024e	-9,1%							

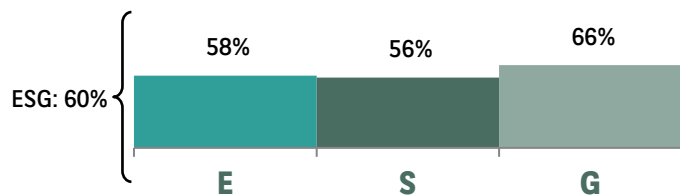
Valorisation	18	19	20	21	22	23e	24e	25e
PER (x)	20,0	26,5	9,0	18,2	18,6	25,8	12,4	6,8
PCF (x)	14,5	10,3	5,2	13,0	12,5	8,3	4,7	3,5
PAN (x)	2,2	1,7	1,6	2,1	1,5	0,9	0,8	0,8
VE/CA (x)	1,1	0,9	0,6	0,9	0,8	0,6	0,5	0,4
VE/EBE (x)	10,7	9,0	5,0	9,2	8,9	7,6	5,4	4,2
VE/ROP (x)	15,1	16,9	9,1	16,6	15,7	16,1	9,6	6,8
Free Cash Flow Yield (%)	-1,9%	-2,4%	12,8%	7,3%	-7,0%	2,3%	10,3%	17,3%
Rendement (%)	2,6%	3,8%	2,5%	5,7%	7,3%	7,8%	2,7%	5,6%
Capitalisation (M€)	544,7	417,1	383,1	565,6	421,8	240,1	240,1	240,1
Valeur d'Entreprise (VE)	636,9	539,5	509,0	682,3	603,8	426,2	408,0	380,2
Cours de référence (€)	23,1	17,5	15,8	23,0	16,9	9,7	9,7	9,7
Nb de titres (Mio)	23,552	23,849	24,211	24,584	24,919	24,756	24,756	24,756
Nb de titres corrigé (Mio)	23,057	22,853	23,287	24,256	24,319	24,656	24,656	24,656
% 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	23
CA T1	144,8	161,2	157,8	180,8	203,5	169,7
CA T2	142,3	164,8	360,7	191,6	195,2	183,1
CA S1	287,1	326,1	518,5	372,4	398,7	352,8
ROP S1	24,7	17,3	45,3	31,6	21,3	9,2
RN pdg corrigé S1	15,3	8,3	28,9	24,7	10,2	3,3
Marge opérationnelle S1	8,6%	5,3%	8,7%	8,5%	5,3%	2,6%
Marge nette S1	5,3%	2,5%	5,6%	6,6%	2,6%	0,9%
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	17,2	
RN pdg corrigé S2	11,3	6,8	12,1	5,9	11,9	
Marge opérationnelle S2	6,1%	4,9%	3,5%	2,6%	5,0%	
Marge nette S2	3,9%	2,3%	4,0%	1,6%	3,5%	

Taux de croissance (n/n-1)	18	19	20	21	22	23
CA T1	1,0%	11,3%	-2,1%	14,6%	12,6%	-16,6%
CA T2	2,8%	15,8%	+ / + +	-46,9%	1,9%	-6,2%
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%	-11,5%
CA S2	13,9%	4,9%	1,1%	20,0%	-6,0%	
ROP S1	20,5%	-30,0%	+ / + +	-30,2%	-32,6%	-56,8%
ROP S2	-2,8%	-16,6%	-27,9%	-8,8%	79,2%	

Historique de cours





CHARGEURS

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2020	2021	2022	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	70,1	69,2	
Politique de compensation des émissions CO2	Oui	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	
SOCIAL	2020	2021	2022	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	31%	32%	34%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	3,3%	4,0%	4,6%	en France
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	12%	18%	18%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
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	6,52	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2020	2021	2022	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	Oui	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	6	6	6	
<i>dont indépendants</i>	3	3	3	
<i>dont femmes</i>	3	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	94%	100%	91%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Oui	Intégration de la RSE dans les séances dédiées à la stratégie du Groupe
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	30%	29%	29%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2020	2021	2022	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	82%	90%	90%	

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. Document de recherche produit conformément à la Charte de Bonnes Pratiques sur la recherche sponsorisée. Analyse payée partiellement par l'émetteur, diffusion réservée;
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