



9 novembre 2023

Cours : 8,09€

Objectif : 14,00€

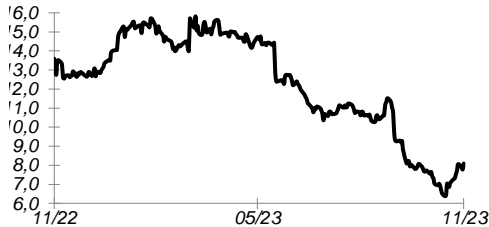
ACHETER (1)

Opinion inchangée

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

Cours au 08/11/2023

CA T3 - Contact Dirigeant



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€)	200,3
Flottant (%)	70,0%
Nbre de Titres (Mio)	24,756
Date de clôture	31-Déc

	22	23e	24e
PER	18,6	ns	53,1
PCF	12,5	13,2	5,9
VE/CA	0,8	0,6	0,5
VE/ROP	15,7	21,2	12,5
PAN	1,5	0,7	0,7
Rendement	7,3%	9,4%	2,5%
Free Cash Flow Yield	-7,0%	-1,4%	4,4%
ROACE	9,9%	12,5%	9,3%

CA	746,4	677,8	737,0
CA précédent	746,4	733,3	800,4
var. n/n-1	1,3%	-9,2%	8,7%
EBE	67,9	47,8	61,5
ROC	45,4	26,9	38,2
% CA	6,1%	4,0%	5,2%
ROP	38,5	18,6	31,4
% CA	5,2%	2,7%	4,3%
RN Pdg publié	22,1	0,4	3,8
% CA	3,0%	0,1%	0,5%

BNPA	0,91	0,02	0,15
BNPA précédent	0,91	0,38	0,78
var. n/n-1	-28,0%	-98,3%	903,9%
BNPA Cor	0,91	0,02	0,15
ANPA	11,5	11,0	11,0
Dividende net	0,76	0,20	0,20
DFN	181,8	194,7	190,9

Jérémy Sallée, Analyste Financier

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

La recovery se fait attendre

Contrairement à nos attentes, Chargeurs ne parvient pas à renouer avec une croissance organique positive sur ce trimestre. La bonne tenue de CMS et de CFT ne suffit pas à compenser la faiblesse de CAM et la décroissance de CLF. Nous abaïssons sensiblement notre scénario 2023 et 2024 et visons désormais un objectif de 14€ vs 17,6€.

Bonne tenue de CFT et de CMS

Le CA T3 (150,8M€ -13,8% -7,6% à pcc) ressort nettement en dessous de nos attentes (PZP 182,8M€ +4,5% -1,4% à pcc) sur la quasi-intégralité des métiers et inscrit son 6^e trimestre consécutif de décroissance organique. Les deux moteurs de la croissance S1 sont au rendez-vous avec des croissances organiques positives mais plus faibles qu'attendu. CFT (Entoilage, CA T3 -12,9% +4,8% à pcc) retrouve le chemin de la croissance org. mais reste pénalisée par un important effet FX défavorable (-18pts) que nous avions sous-estimé. Petite déception également sur CMS (Musée) qui ralentit fortement du fait d'un phasing moins favorable, un rattrapage est attendu au T4. Les objectifs 2023 et 2024 sont confirmés (CA 23 : 120M€ +35% et 2024 : 150M€ +25%).

Qui ne permet pas de compenser le faible niveau d'activité de CAM et CLF

Le début d'inflexion de CAM (Films de protection) n'est pas encore significatif (T3 -17% vs PZP -6%). CAM souffre sur ce T3 d'une base encore difficile et d'une demande limitée. La volatilité de l'environnement macro-économique freine le processus de reconstitution des stocks clients qui restent à des niveaux plus faibles que la normale. Même si certains indicateurs semblent confirmer l'amorce d'une reprise (volumes mensuels vendus en sept. et oct. > 2022), nous comprenons que la visibilité sur la taille et la vitesse de la reprise reste limitée. Enfin, l'ampleur de la décroissance de CLF (T3 -40%) nous surprend et s'explique pour c.50% par un effet prix défavorable de la laine et c.50% par une sélectivité commerciale désormais axée vers la gamme Nativa à plus forte marge (20% des volumes vendus sur 9 mois x2 vs n-1).

Révision de notre scénario

Le management se montre toujours confiant pour 2024 et confirme son ambition d'atteindre un CA >800M€, une marge d'EBITDA comprise entre 9% et 10% et un ratio DFN/EBITDA < 3x. Ce scénario repose sur une forte contribution de CMS et sur une reconstitution des stocks clients de CAM sur des niveaux plus normatifs. Nous nous montrons beaucoup plus prudents que le management et tablons désormais sur un CA 2024 de 737M€ et une MOC de 5,2% (vs 6,2% précédemment). Nous intégrons notamment 1/ la nouvelle stratégie de CLF (focus sur Nativa) qui devrait limiter le CA mais être plus favorable à la marge et 2/ un scénario légèrement plus prudent pour CAM (+5%) et CFT (+7%). Côté M&A, le management confirme avoir regardé plusieurs dossiers dans le luxe, dont la cristallerie Baccarat, mais n'a trouvé aucune cible adéquate en raison de prix toujours trop élevés. Nous comprenons que rien n'est à attendre à court terme.

L'abaissement de nos attentes nous amène à abaisser notre objectif de 17,6€ à 14€. Malgré ce T3, nous continuons de croire que le plus difficile est derrière nous compte tenu de l'atteinte du point bas et de la reprise progressive de CAM, sur une base plus favorable, et de la forte contribution attendue de CMS. Néanmoins la recovery devrait être lente sur le CA et la marge. Nous tablons à ce stade sur une croissance organique de +3% au T4 et de 3% au S1 24.

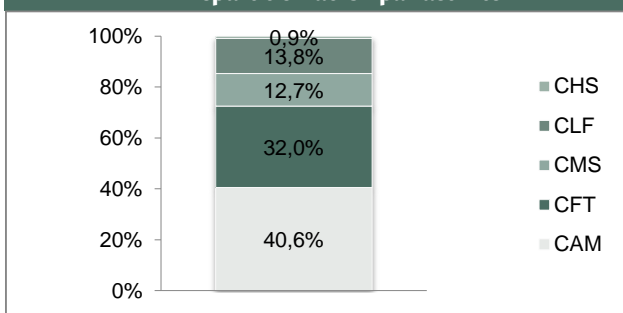
CHARGEURS

Exploitation	18	19	20	21	22	23e	24e	25e
CA	573,3	626,2	822,0	736,6	746,4	677,8	737,0	776,6
var. n/n-1	7,6%	9,2%	31,3%	-10,4%	1,3%	-9,2%	8,7%	5,4%
var. organique	2,6%	-1,2%	27,5%	-10,4%	-4,4%	-7,4%	8,7%	5,4%
EBE	59,8	60,0	102,4	73,8	67,9	47,8	61,5	74,1
ROC	49,0	41,4	79,3	50,7	45,4	26,9	38,2	48,9
var. n/n-1	10,4%	-15,5%	91,5%	-36,1%	-10,5%	-40,7%	42,0%	28,0%
ROP	42,2	31,9	55,8	41,2	38,5	18,6	31,4	41,7
RCAI	31,6	20,4	46,3	30,6	19,4	-8,3	4,0	16,7
IS	-5,1	-4,9	-4,3	-0,5	2,5	8,6	-0,2	-1,0
RN Pdg publié	26,6	15,1	41,0	30,6	22,1	0,4	3,8	15,7
RN Pdg corrigé	26,6	15,1	41,0	30,6	22,1	0,4	3,8	15,7
var. n/n-1	5,6%	-43,2%	+ / + +	-25,4%	-27,8%	-98,3%	+ / + +	+ / + +
Imva CA 2020 / 2024e	-2,7%							
Marge brute (%)	26,9%	26,7%	26,6%	25,3%	26,1%	25,1%	25,3%	26,3%
Marge opérationnelle (%)	7,4%	5,1%	6,8%	5,6%	5,2%	2,7%	4,3%	5,4%
Marge nette (%)	4,6%	2,4%	5,0%	4,2%	3,0%	0,1%	0,5%	2,0%
Taux IS (%)	16,1%	24,0%	9,3%	1,6%	-12,9%	104,5%	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%	-	-	-

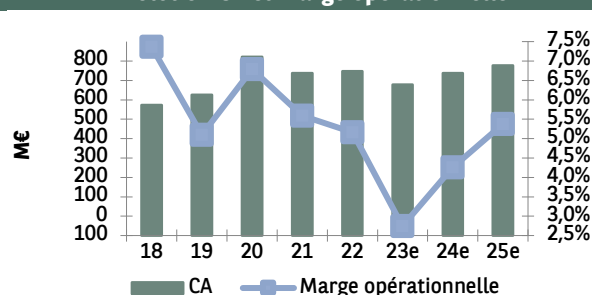
Bilan	18	19	20	21	22	23e	24e	25e
Fonds propres Pdg	237,2	232,4	237,4	267,4	279,7	271,5	270,3	281,1
Dettes financières nettes	92,2	122,4	126,7	117,3	181,8	194,7	190,9	173,9
Autres	-32,3	-2,3	20,5	-31,6	-16,0	-30,2	-30,2	-30,2
Capitaux investis	297,1	352,5	383,8	352,5	445,7	436,2	431,1	424,9
immobilisations nettes	238,8	286,2	349,9	354,8	389,9	388,4	379,9	370,6
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	60,4	63,8	66,9
Actif économique	297,1	352,5	383,8	352,5	445,7	436,2	431,1	424,9
Gearing (%)	38,9%	52,7%	53,6%	44,0%	65,0%	71,7%	70,6%	61,8%
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	4,1	3,1	2,3
ROE (%)	11,2%	6,5%	17,3%	11,4%	7,9%	0,1%	1,4%	5,6%
ROACE (%) après IS normé	23,2%	15,8%	23,5%	14,0%	9,9%	12,5%	9,3%	12,1%

Financement	18	19	20	21	22	23e	24e	25e
Cash Flow	36,9	38,7	70,4	43,0	32,9	15,1	33,6	47,5
Variation BFR	-22,5	-13,3	2,6	21,9	-40,5	8,0	-3,4	-3,1
Investissements industriels	-24,3	-35,0	-25,8	-23,9	-21,1	-25,9	-21,4	-22,5
% du CA	4,2%	5,6%	3,1%	3,2%	2,8%	3,8%	2,9%	2,9%
Cash Flow Libre	-9,9	-9,6	47,2	41,0	-28,7	-2,7	8,8	21,9
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	-4,9	-4,9
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	-0,4	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	101,1	30,2	4,3	-9,4	64,5	12,9	-3,9	-17,0
Dettes financières nettes	92,2	122,4	126,7	117,3	181,8	194,7	190,9	173,9

Répartition du CA par activité



Evolution CA et marge opérationnelle



CHARGEURS

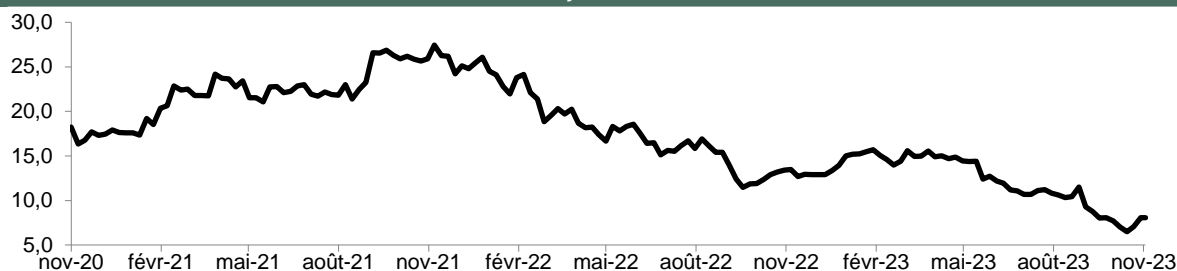
Données par action	18	19	20	21	22	23e	24e	25e
BNPA	1,15	0,66	1,76	1,26	0,91	0,02	0,15	0,64
var. n/n-1	6,9%	-42,7%	+ / ++	-28,3%	-28,0%	-98,3%	+ / ++	+ / ++
CFPA	1,6	1,7	3,0	1,8	1,4	0,6	1,4	1,9
ANPA	10,3	10,2	10,2	11,0	11,5	11,0	11,0	11,4
Dividende net (versé en n+1)	0,67	0,40	1,32	1,24	0,76	0,20	0,20	0,45
Payout (%)	58,1%	60,5%	75,0%	98,3%	83,6%	1317,5%	131,2%	70,0%
Tmva BNPA 2020 / 2024e	-45,8%							
Tmva CFPA 2020 / 2024e	-18,1%							

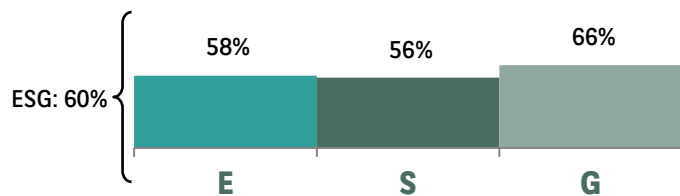
Valorisation	18	19	20	21	22	23e	24e	25e
PER (x)	20,0	26,5	9,0	18,2	18,6	ns	53,1	12,7
PCF (x)	14,5	10,3	5,2	13,0	12,5	13,2	5,9	4,2
PAN (x)	2,2	1,7	1,6	2,1	1,5	0,7	0,7	0,7
VE/CA (x)	1,1	0,9	0,6	0,9	0,8	0,6	0,5	0,5
VE/EBE (x)	10,7	9,0	5,0	9,2	8,9	8,3	6,4	5,0
VE/ROP (x)	15,1	16,9	9,1	16,6	15,7	21,2	12,5	9,0
Free Cash Flow Yield (%)	-1,9%	-2,4%	12,8%	7,3%	-7,0%	-1,4%	4,4%	11,0%
Rendement (%)	2,6%	3,8%	2,5%	5,7%	7,3%	9,4%	2,5%	2,5%
Capitalisation (M€)	544,7	417,1	383,1	565,6	421,8	200,3	200,3	200,3
Valeur d'entreprise (VE)	636,9	539,5	509,0	682,3	603,8	395,2	391,3	374,4
Cours de référence (€)	23,1	17,5	15,8	23,0	16,9	8,1	8,1	8,1
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	150,8
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%	-13,8%
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 composant 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

Chargeurs	Société	Détail des conflits d'intérêts potentiels
		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