Clasquin : fret atout

Recommandation : **Achat**
Cours de clôture au 25/08/2015 : 30,5€ **Objectif : 40€**

Clasquin n'est ni un logisticien, ni un transporteur mais un organisateur de flux. Pas ou peu d'actifs, un positionnement unique en France, une exposition au commerce maritime en croissance, un savoir-faire sur l'axe Asie/Europe depuis plus de trente ans, des perspectives fortes avec de la croissance externe et un levier sur les marges sont les principales raisons de notre positionnement à l'achat. Enfin, notre valorisation conforte les fondamentaux identifiés. Issue de la moyenne d'un DCF et d'une somme des parties, notre valorisation affiche un objectif de cours de 40€ soit un upside de plus de 30%.

Prêt à doubler de taille

Clasquin a pour particularité d'être le seul acteur français pure player du freight forwarding de taille intermédiaire. Le groupe a su tirer profit de ce positionnement unique et de son savoir-faire sur l'axe Asie-Europe pour devenir un acteur majeur de l'organisation des flux logistiques. Le groupe a aujourd'hui la taille critique lui permettant d'avoir une structure pour doubler son chiffre d'affaires sans investissement majeur. Nous pensons la société capable de poursuivre sa dynamique de croissance tout en améliorant sa rentabilité (+420pb en 2015 sur le conversion rate ROC/Marge Brute) et améliorer sa génération de cash-flow.

Prêt à faire face au ralentissement de la Chine

Si le ralentissement en Chine entraine une baisse des échanges économiques, les flux de la Chine vers la France devraient rester dynamiques (+12% en valeur sur le S1)[1]. De plus, la récente dévaluation de la monnaie chinoise devrait légèrement relancer les exportations depuis l'Asie alors que l'activité de Clasquin repose principalement sur les flux de l'Asie vers l'Europe. Les principaux ports chinois connaissent une croissance des volumes supérieure à 5% (cf. page 5).

Prêt à profiter de la baisse des taux de fret

Les taux de fret maritime connaissent actuellement une situation sans précédent. Selon le Shangai Shipping Exchange, les taux de fret entre Shangai et l'Europe du Nord ont atteint les 200$/TEU en Juin dernier alors que les taux dépassaient les 1 000$ quelques mois plus tôt. Cet effondrement est source d'opportunité pour Clasquin et un véritable levier sur les marges. A cela s'ajoute l'effet dollar qui devrait permettre une amélioration de la marge par dossier. Nous attendons une progression de la marge commerciale de 30 bp en 2015.

Prêt pour grandir par croissance externe

Fort d'une croissance organique dynamique, le groupe souhaite accélérer son développement par croissance externe. Fin 2014, le groupe a réalisé une première acquisition en Allemagne (2M€ de CA) où le groupe souhaite être plus présent et une seconde aux Etats-Unis (30M$ de CA) afin de renforcer l'axe USA/France. La troisième date du T1 2015, LCI (18M€ de CA), elle permettra au groupe de développer l'axe France/Maghreb et sera relutive dès cette année.

Infos marché	
Secteur	Logistique
Cours	30,5€
Capitalisation	70,3M€
Marché	Alternext
Bloomberg	ALCLA FP

Actionnariat	
Yves Revol	47,0%
Salariés	7,3%
Zenlor	4,6%
Autres	1,1%
Flottant	40,0%

M€ (31/12)	2014	2015e	2016e	2017e
CA (M€)	211,5	252,1	274,8	282,5
Var	*6,7%*	*19,2%*	*9,0%*	*2,8%*
ROC	4,3	7,8	10,6	10,9
Marge op.	*2,0%*	*3,1%*	*3,9%*	*3,8%*
RNpg	2,1	4,1	5,9	6,1
BNPA publié €	0,92	1,77	2,57	2,65
Var. BNPA	*-3%*	*92%*	*45%*	*3%*
Dividende (€)	0,80	1,00	1,28	1,32
Rendement	*2,6%*	*3,3%*	*4,2%*	*4,3%*
FCF	3,6	3,6	5,3	6,2
ROCE	12%	13%	18%	18%
VE/CA (x)		0,3	0,3	0,3
VE/ROC (x)		10,5	7,4	7,0
PER (x)		17,2	11,9	11,5
Dette fin. Nette	0,7	11,3	8,5	5,7
Gearing	*3%*	*44%*	*29%*	*17%*

Estimations LCM-MCP

Prochain évènement : CA T2 2015 : 28/08/2015

Historique des recommandations	
Date	Recommandation
26/08/2015	Achat

Analyste :	Florent THY-TINE
Email :	fthytine@louiscapital.com
Tel :	+33(0)155356948

[1] Source : INSEE

Contenu

I. L'ESSENTIEL 3

II. CLASQUIN ET SON SECTEUR 4

A. Un acteur français unique 4

B. Un secteur porteur 5

III. L'ENTREE DANS UNE NOUVELLE PHASE 6

A. Une politique de croissance externe en marche 6

B. Un levier sur les marges 7

IV. UNE VALORISATION ATTRACTIVE 7

A. Approche par méthode des comparables 7

B. Approche par somme des parties 8

C. Approche par actualisation des flux de trésorerie 9

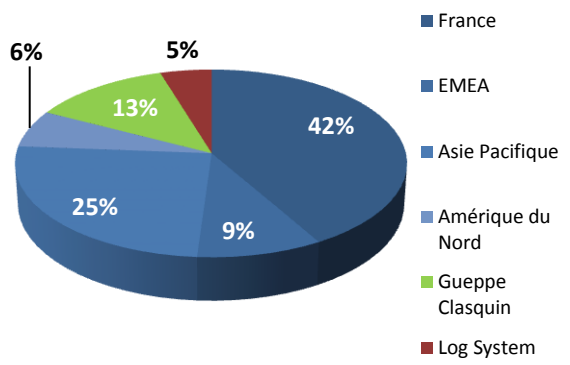
V. ANNEXES 11

VI. DISCLAIMER 14

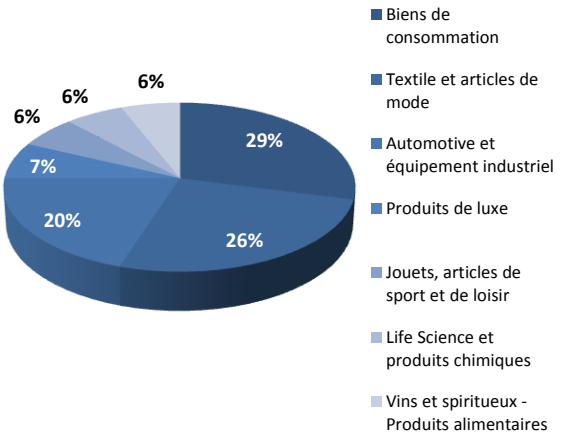
I. L'essentiel

Le métier	L'actualité[1]
Clasquin est un organisateur de flux intercontinentaux et en particulier entre l'Asie et l'Europe. Il est présent dans 20 pays à travers 56 bureaux. En 2014, le groupe a traité 171 300 opérations pour un chiffre d'affaires de 211,5M€. Son activité se décompose en deux segments principaux que sont le Fret Maritime (45% du CA groupe) et le Fret Aérien (33% du CA groupe). Ces deux activités consistent à piloter et organiser les flux de marchandises pour le compte de ses clients. A cela s'ajoute une activité de prestations informatiques (2% du CA) et de transport routier avec Gueppe Clasquin (5% du CA). Le groupe compte aujourd'hui 670 salariés et est éligible PEA-PME.	• 29/04/2015 : Clasquin publie un CA en très forte croissance au premier trimestre +20,4% à 56M€. La marge commerciale suit la même tendance avec une progression de 19,8% à 13,3M€. Le groupe a profité d'une forte baisse des taux de fret maritime en début d'année et de sa croissance externe. • 31/03/2015 : le groupe officialise l'acquisition de LCI International, société spécialisée dans le freight forwarding entre la France, les pays du Maghreb, la Turquie et la Bulgarie. Avec un CA de 18M€ et une marge commerciale de 6,8M€ en 2014, le groupe attend de cette opération qu'elle soit relutive dès la première année.

Répartition Marge commerciale 2014 par segment[1]



Portefeuille clients[1]



Forces	Faiblesses
• Marché dynamique à long terme • Positionnement unique sur le marché français • Savoir-faire sur l'axe Asie/France avec un réseau d'agences dense (56 bureaux) • Portefeuille clients diversifié	• Une couverture géographique limitée • Dépendance à des hommes clés (les commerciaux)
Opportunités	**Menaces**
• Croissance externe : développement en Allemagne • Développement de l'axe Etats-Unis/Europe à marge plus élevée • Volatilité des taux de fret maritime	• Ralentissement du commerce mondial • Changement de l'outil informatique du groupe

[1] *Source : Clasquin*

II. Clasquin et son secteur

A. Un acteur français unique

En 1983, Yves Revol, actuel DG de la société, rachète Clasquin qui disposait à l'époque d'un bureau à Lyon. Il lance alors le développement en Asie en ouvrant une agence à Roissy CDG et 9 délégations commerciales en Asie-Pacifique afin de développer l'export aérien. A partir des années 1990, le groupe élargit son activité au maritime et se développe aux Etats-Unis, en Italie et en Espagne. Pour accentuer son développement par croissance externe, Clasquin réalise son introduction en bourse en 2006. Le métier de Clasquin repose donc sur la gestion de flux. Il s'agit de gérer les marchandises partant de l'usine du client à leur point d'arrivée. Cela passe par le transport routier, le transport maritime ou aérien, la gestion des formalités administratives douanières, entreposage en amont et en aval, etc. Toute cette gestion est réalisée sans moyen physique pour Clasquin qui fait appel à des sous-traitants. Il est donc important de posséder des bureaux locaux afin de bien connaitre ses clients et ses fournisseurs.

Le groupe possède également deux filiales :

- Log System : filiale informatique. L'informatique est une composante clé pour un freight forwarder et l'une des barrières à l'entrée sur le secteur. En effet, l'activité principale du groupe est d'acheter et de revendre des capacités de transport maritimes ou aériennes. Ces capacités sont vendues au marché et répondent à l'offre et à la demande pouvant créer une forte volatilité. C'est ce que l'on appelle le taux de fret. Tout le jeu de Clasquin est de profiter des opportunités de ce marché. L'informatique est donc au cœur de son métier pour avoir les meilleurs outils pour être le plus réactif sur ce marché de fret. En plus de développer l'outil interne de Clasquin, Log System vend également ses logiciels métiers à d'autres acteurs du secteur. La filiale réalisait un CA de 3M€ en 2014.

- Gueppe Clasquin : flotte d'une trentaine de camions détenue en propre. A l'inverse de la précédente, cette filiale n'est pas core pour l'activité Clasquin et pourrait éventuellement être cédée selon nous même si cette filiale reste rentable avec un résultat opérationnel d'1M€ l'année dernière.

Il est également important de comprendre le positionnement de Clasquin dans la chaine de valeur de la logistique. Ce n'est pas un opérateur (comme par exemple Norbert Dentressangle, Geodis ou encore Air France Cargo) c'est-à-dire qu'il ne possède pas de flotte de camions (excepté Gueppe Clasquin), ni de bateaux. Les opérateurs vont être un fournisseur pour le groupe. Ce n'est pas non plus un 3PL (Third Party Logistics Providers) comme peut l'être ID Logistics. Les 3PL s'occupent du stockage, de la préparation des commandes ou du packaging. Enfin, on trouve les Leads Logistics Providers (LLP) qui ne sont que des fournisseurs de services et ne possèdent aucun moyen physique de transport ou d'entreposage. Clasquin en est l'exemple type.

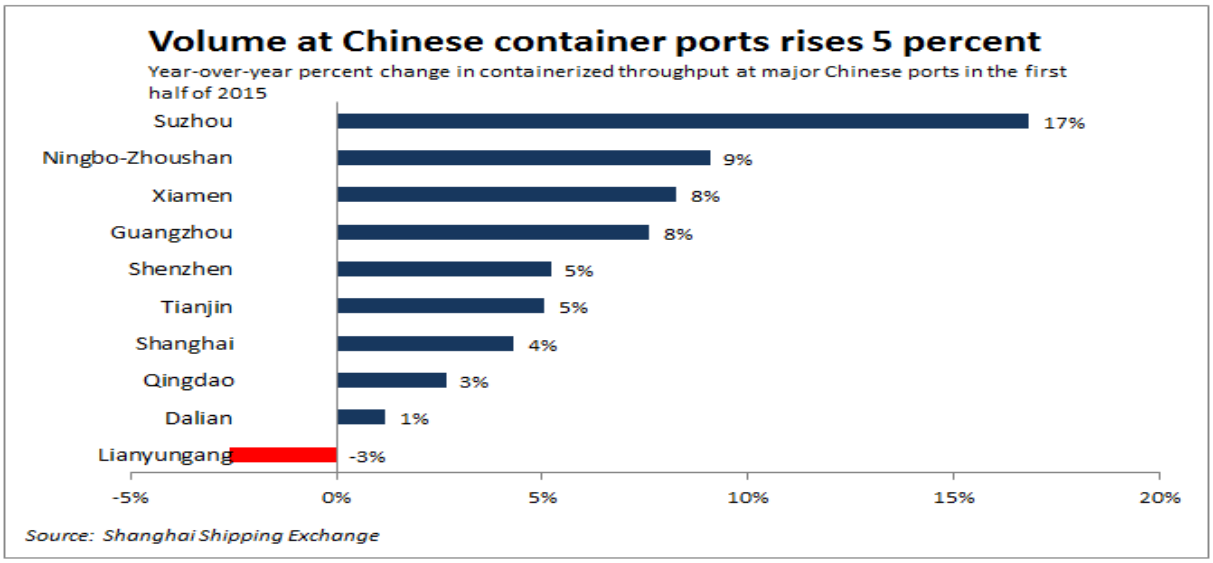
Cette présentation succincte laisse peu entrevoir la capacité de Clasquin à être un acteur différenciant dans un marché où la massification des flux prime. Sa valeur ajoutée et sa différenciation repose en fait sur sa taille et son positionnement. Le groupe s'est en effet développé très tôt sur le marché asiatique créant ainsi un véritable savoir-faire sur cet axe géographique et en particulier avec la Chine et le Japon. En effet, bien que le marché du freight forwarding soit principalement un marché *commoditisé* où il faut envoyer des flux de marchandises massifs entre un point A et un point B de façon standardisée, il faut savoir maitriser ces flux et faire appel aux bons acteurs. La principale problématique à gérer est celle des douanes. Clasquin va accompagner ses clients dans la gestion douanière en mettant en place des procédures de dédouanement simplifiées (simplifie les étapes en évitant le passage par un bureau de douane notamment).

Cette activité est externalisée car elle est difficile à gérer en interne ou peu rentable. Au-delà de ces flux standardisés, il existe des flux sur-mesure que les grands acteurs comme DHL ou encore Khune&Nagel (pour ne citer qu'eux) ne peuvent pas assurer. Clasquin est la seule ETI française pure player du secteur du freight forwarding. Sa taille lui permet donc de pouvoir gérer ces flux sur-mesure qui demandent un vrai savoir-faire et une connaissance des acteurs locaux. Ses 56 bureaux, lui permettent de pouvoir gérer ces problématiques alors que les petits acteurs n'auront pas ce maillage.

B. Un secteur porteur

90% du commerce mondial[2] se fait par bateau. 53% de la marge commerciale de Clasquin dépend de cette activité. Le commerce international s'est fortement développé entre les années 1990 et 2010. Un seul exemple qui reflète ce développement est la capacité des porte-conteneurs qui est passée de 1000 TEU[3] dans les années 1970 à 18 000 TEU pour les derniers bateaux. Le groupe a donc profité de ce dynamisme pendant de longues années. Il est clair que Clasquin se positionne sur un marché porteur. Cependant, il faut nuancer cette affirmation car ces dernières années ont marqué un ralentissement des échanges mondiaux. Depuis la crise financière de 2007, la dynamique des échanges intercontinentaux s'est ralentie et la compétition entre les acteurs s'est faite encore plus forte. En 2013, le marché du Freight Forwarding affichait un recul de 3,3% en valeur selon le rapport annuel de la société. Ce ralentissement a donc entrainé une concurrence exacerbée entre les différents acteurs et une guerre des prix, d'autant que le secteur est très fragmenté.

A cela s'ajoute les récentes craintes sur le ralentissement chinois. Si cela peut avoir un impact certain sur l'activité de Clasquin, il faut le relativiser. D'une part, ce ralentissement ne signifie pas une décroissance des échanges en valeur (cf. Annexe 1) et en volume comme le montre ce graphique sur le premier semestre 2015 où les principaux ports chinois connaissent encore une progression solide des volumes de conteneurs traités.



D'autre part, l'amélioration économique en Europe devrait permettre de maintenir une certaine dynamique des échanges soutenue par la dévaluation du yuan. On notera que l'indice INSEE des importations en France en volume provenant hors de la zone euro ont progressé de 4% sur les cinq premiers mois de l'année (vs l'année dernière) alors que l'année 2014 affichait une progression de seulement 2,4% par rapport à 2013.

Ainsi nous prévoyons une forte progression des opérations traitées par Clasquin tirée par deux facteurs : la dynamique des échanges mondiaux meilleures que celle de 2014 et les opérations supplémentaires apportées par les acquisitions récentes. De plus, la marge commerciale par dossier devrait progresser grâce à une forte baisse des taux de fret (contexte favorable pour Clasquin), un effet devise positif, un meilleur mix (services à valeur ajoutée) et l'effet relutif de l'acquisition de LCI. Ainsi, nous tablons sur une progression de la marge commerciale par dossier de 2,5% dans le Maritime et de 1% pour l'Aérien et Autres. En 2016 et 2017, nous tablons sur une marge commerciale par dossier en baisse de 0,5% car la tendance à long terme est à la baisse de la marge par dossier du fait de la *commoditisation* des activités. Cette approche reste plutôt prudente car le développement par Clasquin d'activités à valeur ajoutée pourrait compenser cette baisse.

Notre scénario est principalement basé sur l'évolution du nombre d'opérations et de la marge commerciale car on rappelle que le CA n'est pas un indicateur pertinent dans l'activité de Clasquin. Pour l'activité Fret, nous nous appuyons sur la marge commerciale par dossier de chaque sous activité (maritime, aérien et autres). Voici nos prévisions pour les trois prochaines années :

[2] Source : Port technology
[3] TEU : Twenty-foot equivalent unit = unité de mesure d'un conteneur 20 pieds

Activité Fret	2015e	2016e	2017e
Nombre d'opérations	**206 721**	**225 985**	**232 405**
Croissance	*21%*	*9%*	*3%*
Maritime	99 352	106 336	110 058
Aérien	70 655	75 068	77 320
Autre	36 714	44 581	45 027
Marge brute / opération (€)	**259,5**	**258,3**	**257,2**
Maritime	260,5	259,2	257,9
Aérien	262,7	261,4	260,1
Autre	250,6	250,6	250,6
Marge brute (M€)	**53,6**	**58,4**	**59,8**
Maritime	25,9	27,6	28,4
Aérien	18,6	19,6	20,1
Autre	9,2	11,2	11,3

Activité Gueppe Clasquin	2015e	2016e	2017e
Marge brute (M€)	6,3	6,5	6,6

Activité Log System	2015e	2016e	2017e
Marge brute (M€)	2,4	2,5	2,4
Eliminations	-1,5	-1,6	-1,6
Marge Brute groupe (M€)	**60,9**	**65,8**	**67,2**

III. L'entrée dans une nouvelle phase

A. Une politique de croissance externe en marche

Fin 2014, Clasquin réalisait l'acquisition de deux petites sociétés. D'une part, une société américaine : ECS, présente à New York, Miami, Houston, Montréal et la Barbade. Avec un CA de 30M$ en 2014 et une marge commerciale de 3,6M$. D'autre part, une société allemande : GAF. Avec un CA de 2M€ et une marge commerciale de 0,7M€ cette acquisition est de taille modeste. Cependant, c'est un premier pas en Allemagne où le groupe souhaite concentrer ses futures acquisitions. C'est en effet une faiblesse pour le groupe actuellement. Le marché allemand est le marché au plus fort potentiel en Europe, notamment pour son commerce avec l'Asie car c'est le premier partenaire européen de la Chine que ce soit à l'import ou à l'export. Le groupe souhaite combler son retard et reste donc actif en ce qui concerne sa politique d'acquisition. De plus, le groupe souhaiterait se renforcer sur l'axe Amérique du Nord/Europe après l'acquisition d'ECS. Enfin, la France n'est pas en reste puisque le groupe pourrait se porter acquéreur de sociétés de taille modeste mais sur des marchés de niche à forte valeur ajoutée comme l'art, l'événementiel, le militaire…

Clasquin ne s'est pas arrêté là puisque en mars de cette année il a fait l'acquisition de LCI (Lafont-Chavent International). Cette société, qui réalisait 18M€ de CA en 2014 pour 6,8M€ de marge brute, est spécialisée sur le freight forwarding entre la France et les pays du Maghreb (3 filiales en Tunisie) et la Turquie. Avec un taux de marge commerciale de près de 38%, cette acquisition devrait être relutive sur la rentabilité dès la première année. Acquise pour un montant proche des 12M€ selon nos estimations, cette acquisition nous parait être intéressante tant sur le plan financier que sur le plan commercial car elle permettra de développer l'axe France/Afrique du Nord où Clasquin est encore peu présent.

Il faut comprendre qu'à travers la croissance externe, le groupe cherche avant tout à intégrer une équipe et un dirigeant pour gagner un portefeuille client. En effet, la clé du secteur repose sur la relation de confiance avec les clients. Cette relation est établie par les commerciaux. La stratégie du groupe est donc de garder le dirigeant et les commerciaux

présents dans la société cible. C'est même une condition nécessaire à l'acquisition car si ces derniers partent, les chances sont grandes pour que les clients les suivent.

B. Un levier sur les marges

Avec une croissance moyenne de 10% sur les dix dernières années, le groupe a dû se structurer pour assurer son développement. Le principal effort s'est porté sur le personnel avec une croissance moyenne de 12% par an sur la même période. Aujourd'hui, Clasquin semble avoir atteint sa taille critique et la structure de coûts fixes, ne devrait plus évoluer de façon significative (excepté les commerciaux). Nous estimons ainsi que le groupe est capable de doubler son CA sans que la structure de coût évolue de façon significative. Le levier sur la rentabilité est donc important même si la tendance à la baisse de la marge commerciale par dossier limitera partiellement cet effet.
Nos prévisions sur le résultat opérationnel courant sont les suivantes :

Prévisions sur le ROC

M€	2014	2015e	2016e	2017e
ROC	4,3	7,8	10,6	10,9
% du CA	2,0%	3,1%	3,9%	3,8%
Conversion rate	8,6%	12,8%	16,2%	16,2%

La marge opérationnelle courante devrait progresser de 110bp cette année. La principale raison provient de l'amélioration de la marge commerciale par dossier et de la structure de coût qui devrait peu évoluer par rapport à l'année dernière. Le taux de conversion est particulièrement regardé dans la profession. Pour les mêmes raisons, il affiche un rebond très important. Le groupe souhaite atteindre un taux de 15% dans les prochaines années, il sera atteint dès 2016 selon nous.

Même si nous sommes confiants sur les capacités du groupe à générer de la croissance rentable sur le court et moyen terme, il reste dépendant de l'évolution des taux de fret. Etant donnés les faibles niveaux de taux de fret maritime ces derniers mois, une hausse a eu lieu le 1er juillet. Après une forte hausse début juillet à 878$[4], le taux de fret entre Shangai et l'Europe a de nouveau chuté à 400$ par TEU (cf. Annexe 2). Clasquin devrait donc profiter de cette volatilité sur le T3 comme il en a profité au premier semestre.

Comment expliquer cette volatilité ? L'explication est simple, le commerce maritime Asie-Europe se retrouve dans une situation de surcapacité. Les armateurs tentent de limiter leur offre en réduisant le nombre de bateaux en opération et augmentent régulièrement leur tarif afin de se trouver dans une situation plus saine. Mais la surcapacité est telle que ces hausses de tarifs ne durent pas dans le temps. Cette configuration est pour le moment idéale pour Clasquin, car la hausse répétée des taux évite d'entrer dans une situation de taux très bas sur le long terme où il serait alors difficile pour le groupe d'améliorer sa marge.

IV. Une valorisation attractive

A. Approche par méthode des comparables

Selon Clasquin, les 10 premiers acteurs LLP possèdent 44% du marché mondial mais la concentration du secteur semble se ralentir ces dernières années. La massification des flux, la complexité des procédures douanières et la volatilité des taux de fret poussent tout de même les entreprises à grandir par croissance externe.

Clasquin est un acteur unique sur le marché français de par sa taille et son positionnement. Deux acteurs français cotés sont également positionnés sur le marché du freight forwarding :

Société	Devise	Capitalisation (M)	EV/EBITDA		EV/EBIT		PE	
			2015	2016	2015	2016	2015	2016
Norbert Dentressangle SA	EUR	1 887	7,8 x	7,1 x	12,8 x	11,6 x	15,2 x	14,1 x
Bollore SA	EUR	13 067	14,3 x	12,4 x	21,6 x	19,2 x	30,6 x	28,4 x

Source : Factset

[4] Source : Shangai Shipping Exchange

Ces deux acteurs possèdent une activité d'organisateur de flux mais cela reste une partie marginale du CA de chaque groupe, 4% pour GND et 28% pour Bolloré. Nous ne pouvons donc retenir ces acteurs comme comparables d'autant que les ratios de Norbert Dentressangle sont tronqués par son récent rachat par XPO.
Clasquin doit faire face à des acteurs mondiaux, réalisant des milliards d'euros de CA et pouvant proposer une gestion des flux dans le monde entier. Voici les principaux acteurs que nous retenons :

Société	Devise	Capitalisation (M)	EV/EBIT		PE	
			2015	2016	2015	2016
Kuhne & Nagel International AG	CHF	15 288	17,2 x	15,6 x	23,1 x	21,2 x
Panalpina Welttransport (Holding) AG	CHF	2 860	17,7 x	12,7 x	26,9 x	20,1 x
Logwin AG	EUR	287	7,5 x	6,1 x	16,2 x	14,9 x
Expeditors International of Washington, Inc.	USD	8 841	11,1 x	10,5 x	19,9 x	18,6 x
United Parcel Service, Inc. Class B	USD	85 595	12,2 x	11,3 x	18,1 x	16,4 x
Deutsche Post AG	EUR	29 249	10,2 x	8,7 x	14,3 x	12,6 x
DSV A/S	DKK	41 668	15,9 x	14,7 x	19,5 x	17,2 x
Moyenne			13,1 x	11,4 x	19,7 x	17,3 x
Valorisation induite Clasquin			90,4	112,4	69,3	93,9
Valorisation / action			39,2	48,7	30,0	40,7

Sources : Factset et estimations LCM-MCP

Parmi ces acteurs, aucun n'est un réel pure player du freight forwarding. Ces groupes sont présents sur une activité annexe comme la logistique contractuelle ou possèdent des actifs. Bien évidemment ces acteurs sont sans commune mesure avec Clasquin, dépassant le milliard de CA et de capitalisation boursière (excepté Logwin).

Il est donc difficile d'envisager une valorisation par comparable même avec une décote de taille de par les activités diversifiées des comparables et les différences de niveau de rentabilité de chaque groupe. Au vu de ces éléments, nous ne retenons pas la méthode de valorisation par comparable car elle ne nous parait pas pertinente.

B. Approche par somme des parties

L'approche par somme des parties peut facilement être envisagée étant données les trois activités distinctes du groupe à savoir le freight forwarding, le transport (Gueppe Clasquin) et Log System.
Nous avons opté pour une valorisation par DCF pour l'activité de Freight Forwarding et par méthode des comparables pour l'activité de Gueppe Clasquin (acteurs du transport et de la logistique) et pour l'activité de Log System (acteurs dans l'édition de logiciel). Cette approche nous donne la valorisation suivante :

	Méthode retenue	ROC (M€) 2015e	Moyenne Sectorielle EV/EBIT	EV
Freight Forwarding	DCF	8,4	-	96,1
Gueppe Clasquin	Comparables	0,7	10,4 x	7,4
Log System	Comparables	0,1	9,0 x	0,6
EV Groupe				104,1
-Dette nette 2015e				11,3
+Immobilisations Financières				0,8
-Intérêts minoritaires				2,1
Capitalisation				**91,6**
Valorisation / Action				**39,7**

Cette approche nous donne une valorisation de 39,7€ par action.

C. Approche par actualisation des flux de trésorerie

Notre modèle d'évaluation se base sur le scénario précédemment présenté. Nous pensons le groupe capable d'atteindre une marge d'EBITDA de 5% à partir de 2019. Notre scénario se base sur une prime de risque de 6,5% et un taux de croissance à l'infini de 2%. Notre beta de 0,9 est obtenu à partir de la moyenne des beta désendettés du secteur. Nous obtenons un coût moyen pondéré du capital de 8,7% qui comprend une prime de risque Small Cap de 2,5%.

Scenario du DCF					
Taux des OAT	1,0%	**Coût des CP**	6,9%	**WACC**	8,7%
Prime de risque CAC Small 90	6,5%	**Coût de la dette post taxe**	1,0%		
Beta	0,9	**Prime de risque small cap**	2,5%		
		Taux de croissance à l'infini	2,0%		

M€	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
CA	252,1	274,8	282,5	289,2	296,0	302,7	309,4	316,1	322,8	329,4	336,0
Croissance	*19,2%*	*9,0%*	*2,8%*	*2,4%*	*2,3%*	*2,3%*	*2,2%*	*2,2%*	*2,1%*	*2,1%*	*2,0%*
EBITDA	9,8	12,8	13,1	15,6	14,8	15,1	15,5	15,8	16,1	16,5	16,8
marge	*3,9%*	*4,7%*	*4,6%*	*5,4%*	*5,0%*	*5,0%*	*5,0%*	*5,0%*	*5,0%*	*5,0%*	*5,0%*
D aux A&P	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8	-2,9	-3,1	-3,1
% de CA	*-0,8%*	*-0,8%*	*-0,8%*	*-0,8%*	*-0,8%*	*-0,8%*	*-0,9%*	*-0,9%*	*-0,9%*	*-0,9%*	*-0,9%*
ROC	**7,8**	**10,6**	**10,9**	**13,2**	**12,3**	**12,6**	**12,8**	**13,0**	**13,2**	**13,4**	**13,7**
marge	*3,1%*	*3,9%*	*3,8%*	*4,6%*	*4,2%*	*4,2%*	*4,1%*	*4,1%*	*4,1%*	*4,1%*	*4,1%*
Impôts	-2,8	-3,8	-3,9	-4,7	-4,4	-4,5	-4,6	-4,7	-4,8	-4,8	-4,9
Taux d'impôt	*36%*	*36%*	*36%*	*36%*	*36%*	*36%*	*36%*	*36%*	*36%*	*36%*	*36%*
CAPEX	-2,5	-2,7	-2,5	-2,6	-2,7	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	-3,0	-3,0
% de CA	*-1,0%*	*-1,0%*	*-0,9%*	*-0,9%*	*-0,9%*	*-0,9%*	*-0,9%*	*-0,9%*	*-0,9%*	*-0,9%*	*-0,9%*
ΔBFR	-0,5	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
FCF	4,0	5,7	6,4	8,0	7,5	7,7	7,9	8,1	8,3	8,5	8,7
Discounted FCF	**3,8**	**5,0**	**5,2**	**6,0**	**5,2**	**4,9**	**4,6**	**4,3**	**4,1**	**3,9**	**3,6**

Somme des DCF	
Somme 2015/25 des FCF	50,7
Valeur terminale	54,8
Immobilisations financières	0,8
VE	**106,2**
Dette nette	11,3
Intérêts minoritaires	2,1
Valorisation des capitaux propres PdG	92,9
Nombre d'actions en million	2,3
Valeur de l'action induite	40,3

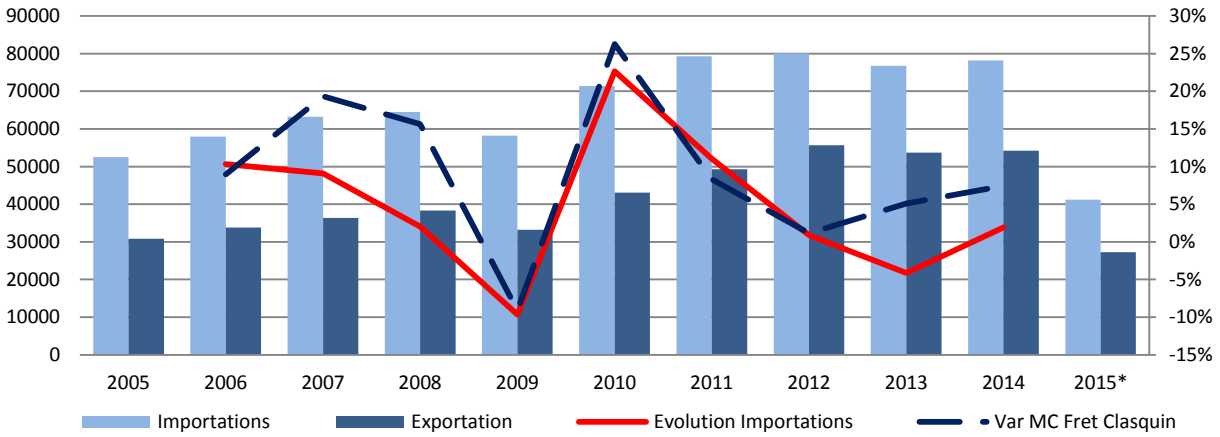
Voici le résumé de nos différentes approches de valorisation :

Récapitulatif de valorisation	Valorisation par action (€)	Méthode retenue
Méthode des comparables	39,7	0%
Méthode par somme des parties	39,7	50%
Méthode par DCF	40,3	50%
Objectif de cours	€40,0	

Nous obtenons ainsi une valorisation de 40€ par action. En raison des arguments présentés précédemment et de cette valorisation, nous initions Clasquin à l'Achat.

V. Annexes

Annexe 1 : Echanges France/Asie (M€) et évolution de l'activité Fret Clasquin

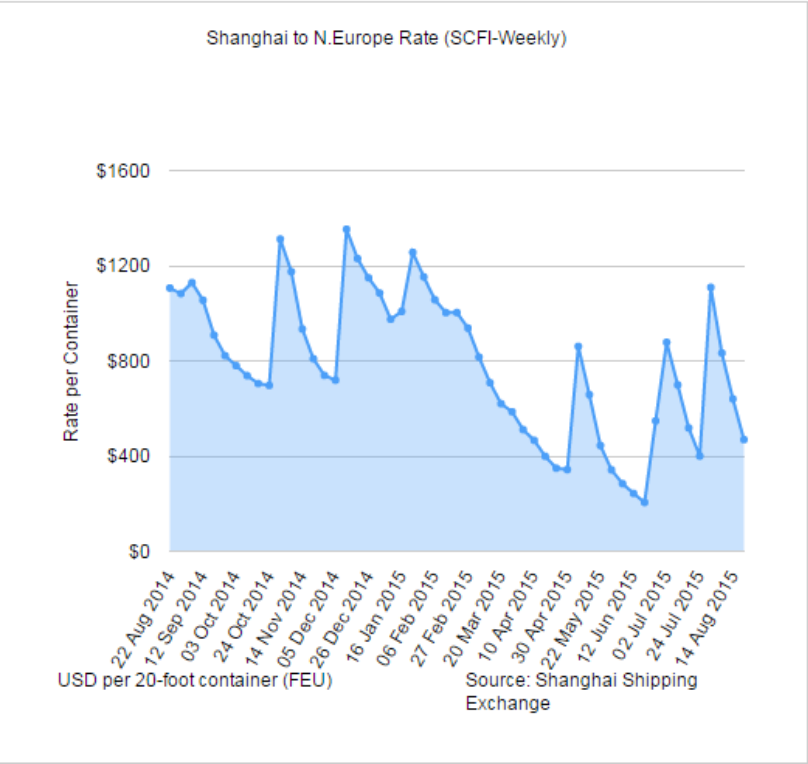


* : S1 2015

Source : INSEE et LCM-MCP

Il est intéressant de s'intéresser aux échanges entre la France et l'Asie. Bien que ce graphique soit à prendre avec précaution car il représente des évolutions en valeur pour les importations et exportations, il est indéniable de constater la corrélation entre les importations Asie/France et la marge commerciale de Clasquin. On notera que sur les six premiers mois de l'année 2015, les importations de marchandises asiatiques en France ont bondit de plus de 10% en valeur signe encourageant pour l'activité Fret de Clasquin. La surperformance constatée en 2013 et 2014 provient des acquisitions du groupe (Intercargo en 2012, GAF et ECS en 2014).

Annexe 2 : Indice Shangai Shipping Exchange



Annexe 3 : Eléments financiers

Compte de résultat							
M€		2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
CA total		184,6	198,1	211,5	252,1	274,8	282,5
	Croissance	*7,7%*	*7,3%*	*6,7%*	*19,2%*	*9,0%*	*2,8%*
Marge brute		45,2	47,4	50,4	60,9	65,7	67,3
	% de CA	*24,5%*	*23,9%*	*23,8%*	*24,1%*	*23,9%*	*23,8%*
Autres achats et charges externes		-10,6	-11,0	-11,8	-12,8	-13,4	-13,6
Personnel		-27,9	-29,4	-31,6	-37,6	-38,8	-39,8
Impôt		-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Autres produits et charges courants		0,5	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
EBITDA		6,5	6,4	6,6	9,8	12,8	13,1
	% du CA	*3,5%*	*3,2%*	*3,1%*	*3,9%*	*4,7%*	*4,6%*
Dotations nettes aux amortissements & aux provisions		-2,2	-1,8	-2,2	-2,1	-2,2	-2,3
ROC		4,3	4,6	4,3	7,8	10,6	10,9
	% de CA	*2,3%*	*2,3%*	*2,0%*	*3,1%*	*3,9%*	*3,8%*
Eléments non récurrents		-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Résultat opérationnel		4,1	4,5	4,2	7,8	10,6	10,9
Résultat financier		-0,4	-0,4	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6
Résultat avant impôts		3,7	4,1	3,8	7,2	10,0	10,3
Impôt sur les bénéfices		-1,4	-1,6	-1,3	-2,6	-3,6	-3,7
	Taux d'IS	*37%*	*38%*	*35%*	*36%*	*36%*	*36%*
RN		2,3	2,5	2,5	4,6	6,4	6,6
Intérêts minoritaires		-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5
RNPG		2,1	2,2	2,1	4,1	5,9	6,1

Bilan financier						
M€	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Immobilisations corp. et incorp.	13,4	13,9	17,6	30,1	30,7	30,9
Immobilisations financières	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9
Impôts différés	0,7	0,6	0,9	0,9	0,9	0,9
BFR	8,6	8,0	6,2	6,7	7,2	7,4
Actifs	23,5	23,4	25,6	38,6	39,7	40,2
Capitaux propres pdg	21,1	21,1	21,2	23,4	27,1	30,2
Minoritaires	1,1	1,2	2,1	2,3	2,5	2,7
Provisions	1,1	1,0	1,4	1,4	1,4	1,4
Impôts différés	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Dettes nettes	-0,2	-0,1	0,7	11,3	8,5	5,7
Passifs	23,5	23,4	25,6	38,6	39,7	40,2

Tableau de flux						
M€	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Cash-flow généré par l'activité	1,8	5,1	6,5	6,1	8,1	8,7
Acquisition d'immo incorporelles et corporelles	-2,8	-2,8	-2,9	-2,5	-2,7	-2,5
FCF	-1,1	2,3	3,6	3,6	5,3	6,2
Acquisition d'immo financières	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cessions d'immobilisations	0,6	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0
Trésorerie nette affectée aux acquisitions et cessions de filiales	-2,2	-0,2	-2,0	-12,0	0,0	0,0
Cash-flow liés aux opé d'investissement	-4,4	-2,7	-4,6	-14,5	-2,7	-2,5
Variation d'emprunts	0,5	0,0	7,1	12,0	0,0	0,0
Dividendes société mère	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-2,3	-3,0
Dividendes versés aux minoritaires	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash-flow liés aux opé de financement	-1,6	-2,0	4,9	9,9	-2,6	-3,3
Variation de change	-0,3	-0,4	0,7	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie nette	-4,4	0,0	7,5	1,5	2,7	2,9

Disclaimer

Ce document peut mentionner des méthodes d'évaluation définies comme suit :

1/Méthode des DCF : actualisation des flux de trésorerie futurs dégagés par l'exploitation de l'entreprise. Les flux de trésorerie sont déterminés par les prévisions financières de l'analyste et ses modèles. Le taux d'actualisation utilisé correspond au coût moyen pondéré du capital qui est défini par la moyenne pondéré du coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique de ses capitaux propres tel qu'estimé par l'analyste.
2/Méthode des comparables : application de multiples de valorisation boursière ou observés dans le cadre de transactions récentes. Ces multiples peuvent être utilisés comme références et être appliqués sur les agrégats financiers de l'entreprise pour en déduire sa valorisation. L'échantillon est constitué par l'analyste en fonction des caractéristiques de l'entreprise (taille, croissance, rentabilité…). Celui-ci peut par ailleurs appliquer une prime/escompte en fonction de sa perception des caractéristiques de l'entreprise.
3/Méthode patrimoniale : estimation de la valeur des fonds propres à partir des actifs réévalués et corrigés de la valeur de la dette.
4/Méthode d'actualisation des dividendes : actualisation des flux de dividendes futurs estimés. Le taux d'actualisation retenu est généralement le coût du capital.
5/Somme des parties : cette méthode consiste à estimer les différentes activités d'une entreprise en utilisant la méthode d'évaluation la plus appropriée pour chacune d'entre elles, puis en réaliser la somme.

Grille de recommandations :

Achat : surperformance attendue supérieure à 10% par rapport au marché dans un horizon 6 -12 mois
Neutre : performance attendue comprise entre -10% et +10% par rapport au marché dans un horizon 6 – 12 mois
Vente : sous-performance attendue supérieure à 10% par rapport au marché dans un horizon 6 – 12 mois

Détections des conflits d'intérêts :

Entreprise	Cous de clôture (€)	Recommandation	Avertissement
Clasquin	30,5	Achat	néant

A LOUIS CAPITAL MARKETS – MCP ou toute personne morale qui lui est liée détient plus de 5 % de la totalité du capital émis de l'émetteur;
B L'émetteur détient plus de 5 % de la totalité du capital émis de LOUIS CAPITAL MARKETS - MCP ou de toute personne morale qui lui est liée;
C LOUIS CAPITAL MARKETS - MCP, seul ou avec d'autres personnes morales, est lié avec l'émetteur par d'autres intérêts financiers significatifs;
D LOUIS CAPITAL MARKETS - MCP ou toute personne morale qui lui est liée est un teneur de marché ou un apporteur de liquidité avec lequel a été conclu un contrat de liquidité en ce qui concerne les instruments financiers de l'émetteur ;
E LOUIS CAPITAL MARKETS – MCP ou toute personne morale qui lui est liée est intervenu, au cours des douze derniers mois, en qualité de chef de file ou de chef de file associé d'une offre portant sur des instruments financiers de l'émetteur rendue publique ;
F LOUIS CAPITAL MARKETS – MCP ou toute personne morale qui lui est liée est partie à tout autre accord avec l'émetteur concernant la prestation de services d'investissement liés à l'activité corporate ;
G LOUIS CAPITAL MARKETS – MCP et l'émetteur sont convenus de la fourniture par le premier au second d'un service de production et de diffusion de la recommandation d'investissement sur ledit émetteur.

Répartition des recommandations

Au 01/05/2015 les recommandations émises par l'équipe de recherche Midcap de LOUIS CAPITAL MARKETS – MCP se répartissent comme suit :

Recommandation	Entreprises suivies	dont Entreprises « Corporate »
Achat	54%	58%
Neutre	30%	42%
Vente	15%	0%

Les prix de référence utilisés dans ce document sont des prix de clôture. Toute opinion émise dans le présent document reflète notre jugement actuel et peut être amené à être modifiée sans avertissement préalable. LOUIS CAPITAL MARKETS - MCP a adopté des modalités administratives et organisationnelles effectives, y compris des « barrières à l'information », afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts eu égard aux recommandations d'investissement. La rémunération des analystes financiers qui participent à l'élaboration de la recommandation n'est pas liée à l'activité de « corporate finance ». Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.