


**Clasquin**  
21 avril 2016

**GARP**
**INDUSTRIE-TRANSPORT**

Valeur prospective (04/2020)	37.8
Valeur actuelle	33.5
Point d'entrée	29.7
Cours (€)	30.6
Cloture au 19/04/2016	
Ticker Bloomberg	ALCLA FP
Capi. boursière (€M)	71
Valeur d'entreprise (€M)	77
Dette nette 2016 (€M)	4
Levier 2016 (ND/EBITDA)	0.4
Nombre d'actions (m)	2.3
Volumes/jour (€K)	18.8
Flottant (%)	41.2

Source : Analyste indépendant, FactSet


**POURQUOI S'Y INTERESSER ?**
**Recentrage sur la commission de transport maritime et aérien**

**Une capacité à surperformer le marché :** La commission de transport est une activité cyclique qui dépend du dynamisme des échanges et donc de l'économie au niveau mondial. Si Clasquin reste influencée par ces tendances, historiquement la société a prouvé sa capacité à surperformer en cas de baisse, comme en cas de hausse. En 2015, sur le marché, les volumes transportés par voie maritime ont été en légère hausse (+1/+2%) et les volumes en aérien en légère baisse (-0,5/-1%), vs +18% et +3% respectivement pour Clasquin en organique (+35% et +5% y.c. acquisitions) grâce à la poursuite des conquêtes commerciales et à l'extension de la couverture géographique. Pour 2016, les dirigeants anticipent des tendances de marché comparables (-2/+2% en volume) et comptent poursuivre leurs gains de parts de marché.

**Un historique de croissance externe prometteur :** Avec 3 acquisitions réalisées au cours de 2 dernières années, en Allemagne, aux Etats-Unis et en France, Clasquin a prouvé sa capacité à mener à bien des opérations de croissance externe dans son métier historique, la commission de transport maritime et aérien. La stratégie est de poursuivre les acquisitions pour compléter les implantations géographiques, les spécialités sectorielles, et renforcer les équipes commerciales au sein des bureaux existants. Avec une trésorerie à 20,4 M€ à fin 2015, la société a les moyens de poursuivre ses ambitions, ce qui devrait lui permettre d'accélérer la croissance de son activité et de ses résultats.

**Une valorisation qui reste attractive :** Grâce au dynamisme de l'activité et au redressement des marges (ratio ROP/MB porté à 11,3% comparé à 8,4% en 2014, réorganisations dans les filiales européennes et effets périmètres), Clasquin a enregistré une forte croissance de ses résultats en 2015 (+24% en EBITDA et +57% en résultat net), ce qui s'est reflété dans la performance du cours de Bourse (+64% sur 2015). Malgré cette hausse, le titre se traite avec une décote par rapport à ses comparables boursiers, et ses multiples historiques. Sur la base de nos prévisions 2020, la valeur prospective de Clasquin à cet horizon ressort à 37,8 € par action, soit une valeur actuelle de 33,5 €.

**DETAILS DE NOTRE VALEUR PROSPECTIVE**
**Valeur prospective 2020 : 37,8 € (TRI : 12%) / Valeur actuelle : 33,5 € (+12%)**

**Résultats normalisés :** En l'absence de nouvelle croissance externe, nous estimons que la société devrait poursuivre l'amélioration de ses marges : marge opérationnelle (ROP/MB) portée à 12,0% en 2015, comparée à 8,6% en 2014, et attendue à 12,6% en 2016.

**Dette financière et ajustements bilanciaux :** A fin 2015 la trésorerie s'élève à 20,4 M€, soit une dette nette à 5,2 M€ (levier de 0,7x, gearing de 22%). Ce cash devrait servir à financer les futures croissances externes. La VE ne nécessite pas de retraitement majeur.

**Multiples pertinents :** Dans les transactions du secteur, les multiples de VE/EBITDA ressortent en moyenne à 8,5x et les multiples de VE/CA à 0,7x. Cependant, ils concernent des sociétés aux modèles économiques différents car diversifiés le plus souvent dans des activités plus capitalistiques (logistique ou opérations de transport). La moyenne des multiples des sociétés européennes comparables cotées (Panalpina et Khuene Nagel) atteint : 12,5x l'EBITDA 2016 et 15,8x l'EBIT, comparé à respectivement 8,3x et 10,3x pour Clasquin.

**Valeur actuelle, valeur prospective et point d'entrée :** Sur la base de nos prévisions 2020, la valeur prospective à cet horizon ressort à 37,8 € par action, soit une valeur actuelle de 33,5 € (sur la base d'un coût des fonds propres de 8,5%) et un point d'entrée à 29,7 € (sur la base d'une exigence de TRI de 12%, soit une prime de risque additionnelle de 350 pb par rapport au coût du capital précité).

**CATALYSEURS ET RISQUES**
**Diversification géographique / Croissance externe**

**Catalyseurs :** 1) Accélération de la diversification géographique (montée en puissance en Amérique du Nord) ; 2) Poursuite des synergies établies avec les opérations de croissance externe récentes ; 3) Nouvelle opération de croissance externe.

**Risques :** 1) Ralentissement économique mondial qui pénaliserait les échanges mondiaux ; 2) Échec dans l'intégration d'une opération de croissance externe ; 3) Forte volatilité des taux de fret à la hausse qui pourrait pénaliser les marges.

**Due diligence :** Analyse des marchés, analyse des concurrents et contacts société.

**Calendrier :** 28 avril 2016 : CA T1 ; 25 août 2016 : CA S1 ; 21 septembre 2016 : Résultats S1 ; 27 octobre 2016 : CA à neuf mois.

*Claire DERAY a signé un contrat de recherche avec la société Clasquin et le CIC en est le diffuseur exclusif. Le CIC est listing sponsor de Clasquin.*

Claire Deray  
Analyste financier  
+33 6 18 49 29 35  
cd@sponsor-finance.com

Veillez vous référer aux informations légales relatives à ce document sur notre site internet : <http://www.cmcicms.com>

PRODUIT PAR

**SOMMAIRE**

CAS D'INVESTISSEMENT .....	3
ANALYSE DES FRANCHISES .....	7
PROFITABILITE NORMATIVE .....	10
GENERATION ET UTILISATION DU <i>FREE CASH FLOW</i> .....	13
DETTE FINANCIERE NETTE ET AJUSTEMENTS BILANCIELS .....	14
MULTIPLES DE VALORISATION NORMATIFS.....	16
DE LA VALEUR D'ENTREPRISE A LA VALEUR ACTUELLE .....	17
VALORISATION PROSPECTIVE.....	18
MANAGEMENT, GOUVERNANCE, ACTIONNARIAT .....	19
ANNEXE 1 : FICHE 25 ANS .....	20

**NOS DERNIERES PUBLICATIONS INVESTMENT OPPORTUNITIES**

14/04/2016	<a href="#">GARP - VALEO : LA DEFINITION PARFAITE D'UN CAS GARP (40P)</a>
08/04/2016	<a href="#">INTRINSIC VALUE - VINCI : LE DIVIDENDE, VERITABLE « CEINTURE DE SECURITE » DU COURS DE VINCI (16P)</a>
07/04/2016	<a href="#">GROWTH - DIRECT ENERGIE : UN CAS D'ECOLE DE L'APPROCHE « GROWTH » (28P)</a>
31/03/2016	<a href="#">INTRINSIC VALUE - METRO : PROJET DE SCISSION DU GROUPE (8P)</a>
16/03/2016	<a href="#">INTRINSIC VALUE - PERNOD RICARD : L'INNOVATION TIRE LA CROISSANCE (16P)</a>
14/03/2016	<a href="#">GARP - SOPRA STERIA GROUP : DANS LA COUR DES GRANDS (40P)</a>
04/03/2016	<a href="#">INTRINSIC VALUE - DASSAULT AVIATION : MIX DES ACTIVITES RECONFIGURE VERS PLUS DE DEFENSE, ET AISANCE FINANCIERE (40P)</a>
03/03/2016	<a href="#">GARP - ELIOR : FEED-BACK DE NOTRE ROAD-SHOW AVEC LE MANAGEMENT À PARIS (6P)</a>
02/03/2016	<a href="#">SPECIAL SITUATION - EIFFAGE : VALORISATION D'EIFFAGE : SOULEVER LE COUVERCLE DE LA MARMITE ! (20P)</a>

*Cette analyse Financière a été réalisée par Claire Deray Analyste Indépendant : cd@sponsor-finance.com*

*L'Analyste Indépendant Claire Deray s'est vu confier par l'Emetteur la réalisation d'une prestation d'analyse financière au sens de l'article L.544-1 du Code Monétaire et Financier. L'Analyste Indépendant et le CIC sont convenus, en accord avec l'Emetteur, que le CIC puisse diffuser de manière exclusive les prestations d'analyse financière réalisées par l'Analyste Indépendant sur l'Emetteur.*

## CAS D'INVESTISSEMENT

Nous résumons ci-dessous les principaux sujets du cas d'investissement de Clasquin. Cette étude est ensuite organisée en 7 étapes : 1/ l'appréciation de la pérennité des franchises ; 2/ l'évaluation d'un résultat soutenable ; 3/ l'analyse de la génération et de l'utilisation du FCF ; 4/ la normalisation de la situation bilancielle ; 5/ la détermination de multiples de valorisation normatifs ; 6/ l'estimation de la valeur actuelle ; 7/ la détermination de la valeur prospective, de la valeur actuelle et du point d'entrée. Nous estimons la valeur prospective de Clasquin à l'horizon 2020 à 37,8 € par action, soit une valeur actuelle de 33,5 € et un point d'entrée à 29,7 €.

### L'axe stratégique de développement

La stratégie est orientée autour de plusieurs axes : 1) accompagner la croissance des clients existants ; 2) conquérir des parts de marché en recrutant des commerciaux expérimentés ; 3) poursuivre l'élargissement du réseau (55 bureaux en propres dans 20 pays répartis sur les 5 continents) ; 4) proposer des solutions sur-mesure dans des secteurs d'activités caractérisés par des demandes complexes (transport de produits chimiques, vins et spiritueux, transport sur cintres, température dirigée, etc.) ; 5) accélérer les développements par des opérations de croissance externe qui visent essentiellement l'Amérique du Nord, l'Europe et l'Asie.

### Transport aérien (33,5% de la MB) → En croissance régulière et pérenne

Métier historique, la commission de transport aérien représentait encore la majeure partie de l'activité de la société au moment de son introduction en Bourse. Près de dix ans après, cette division ne représente plus que 34% de l'activité (notion de MB plus représentative de l'activité que le CA), et ce malgré une croissance annuelle moyenne d'un peu plus de 4% sur la période. L'expertise de la société dans ce domaine devrait lui permettre de poursuivre la croissance de son chiffre d'affaires.

### Transport maritime (48,8% de la MB) → Principal moteur de croissance notamment grâce à des acquisitions

Présent dans le segment maritime depuis le début des années 1990, la société a mené avec succès sa diversification dans ce métier, notamment grâce à la réalisation d'opérations de croissance externe. La commission de transport par voie maritime a ainsi représenté près de 49% de l'activité en 2015, avec une croissance annuelle moyenne de la marge brute de près de 14% au cours de la période 2006-2015. Désormais plus que légitime dans ce métier, Clasquin devrait poursuivre ses développements dans cette division.

### Autre commission de transport (13% de la MB) → Nouvel axe de développement pour la société

Avec l'acquisition de LCI en 2015, les autres modes de transport (rail, route) ont représenté 13% de l'activité de la société en 2015, contre moins de 10% historiquement. Cette offre est complémentaire de celles du transport aérien et du maritime.

### Log System, division logiciels (4% de la MB) → Une activité annexe, mais non *core business*

L'informatique étant un outil clé dans l'activité, la société a lancé les développements de ses propres systèmes pour supporter son exploitation et pouvoir créer des produits sur mesure pour ses clients, avec la création d'une filiale dédiée en 1986 : Log System. La société s'appuie sur les équipes de programmeurs et d'ingénieurs de Log System pour faire preuve de flexibilité et adapter sa structure et ses outils aux projets des clients quel que soit leur domaine d'activité. Compte tenu d'un savoir-faire reconnu dans ce domaine, la société commercialise en externe ses solutions. Cependant la stratégie n'est pas de déployer à grande échelle ces outils logiciels, cette activité devrait rester marginale à l'échelle du groupe (4% de la MB).

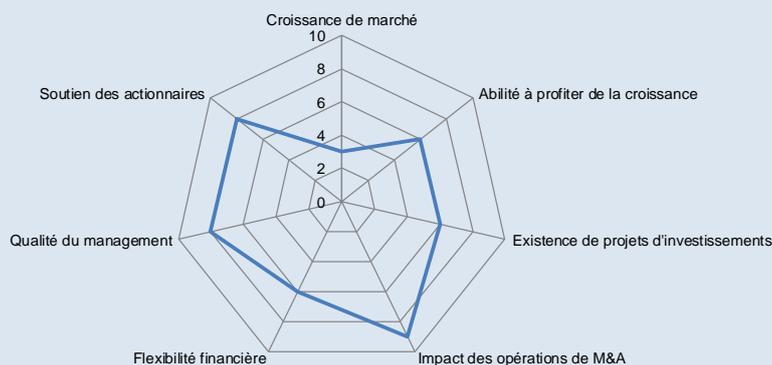
### Levier opérationnel → Un potentiel d'amélioration qui dépendra de la stratégie de conquête commerciale

Dans un contexte de conquête commerciale et d'extension du réseau, notamment par l'ouverture d'implantations en propres (ouverture à Bangalore), et compte tenu du poids de la main d'œuvre dans son activité (63,9% de la marge brute en 2015), le levier sur les marges devrait être limité selon nous dans les années à venir, après le net rebond enregistré au cours de l'année 2015 : ratio ROP/MB porté à 11,3% comparé à 8,4% en 2014, grâce notamment aux effets des réorganisations opérées dans certaines filiales européennes (Espagne et Italie) et aux effets périmètres. Mais la société a tout de même des marges de progression, certaines filiales étant toujours déficitaires (Allemagne et Etats-Unis) ou faiblement contributrices (Inde).

### Croissance externe → Accélération des acquisitions depuis 2 ans

But principal de l'introduction en Bourse réalisée en 2006, les opérations de croissance externe ont débuté en 2008 avec le rachat de la société Gueppe dans le transport routier (revendu fin 2015 car peu de synergies avec les activités historiques). La première acquisition dans la commission de transport a été réalisée avec la société espagnole Intercargo en 2012 (2,3 M€ de MB, export Amérique Latine et Moyen-Orient), suivie en 2014 par Garnett Logistics Group (Etats-Unis, 2,7 M€ de MB) et GAF (Allemagne, 0,7 M€ de MB, export vers les Etats-Unis et l'Asie), et enfin en 2015 par LCI (France, 6,8 M€ de MB, transport maritime à destination des pays du Maghreb). La stratégie affichée est de poursuivre les acquisitions pour compléter les implantations géographiques, les spécialités sectorielles, et renforcer les équipes commerciales au sein des bureaux existants. Avec une trésorerie à 20,4 M€ à fin 2015, Clasquin a les moyens de poursuivre ses ambitions en matière de croissance externe.

### Clasquin: Les moteurs de la croissance (notation de 1 (faible) à 10 (élevé))



Source: Independent analyst

**Management, Gouvernance, Actionnariat → Un actionnariat familial**

Clasquin est dirigé par Yves Revol depuis son rachat en 1982. Le Conseil d'administration est composé de cinq autres membres : Philippe Le Bihan représentant de Olymp SAS (la holding de Yves Revol), Philippe Lons (Directeur financier), Hugues Morin (Vice-Président exécutif), Christian Ahrens et Claire Mialaret (administrateurs indépendants). La société a également mis en place un Comité exécutif en charge de définir la stratégie, la politique générale et les investissements. Il est présidé par Yves Revol et composé de trois membres : Laurence Ilhe (Secrétaire générale), Quentin Lacoste (Directeur des opérations) et Hugues Morin. Enfin, un *Management Committee* composé d'une quinzaine de membres issus des fonctions de top management et de management opérationnel, est en charge de la mise en œuvre de la stratégie, de la gestion des projets et assure le bon fonctionnement des activités du groupe. La société est contrôlée par son actuel Président, Yves Revol à hauteur de 47% du capital (en direct et via sa holding Olymp), dont la participation est globalement stable depuis l'introduction en Bourse de la société en 2006. Zenlor, un fonds d'investissement présent au capital depuis 2006 a légèrement réduit sa participation en 2015 de 6,6% à 2,2% du capital. Les salariés sont également actionnaires à hauteur de 7,9% du capital.

**Profil de risque → Un environnement de marché volatile mais des performances historiques solides**

L'évolution des volumes d'échanges mondiaux est un facteur clé de l'activité de la société. En cas de ralentissement économique, l'essor de la société pourrait se trouver ralenti. Par ailleurs, si les variations des taux de fret et de change sont répercutées sur les clients, cet ajustement est réalisé avec un décalage. Une évolution brutale des cours à la hausse peut ainsi avoir un impact négatif sur les niveaux de marge de la société et ainsi pénaliser ses résultats. Enfin, dans le cadre de ses opérations de croissance externe, la société pourrait être confrontée à des difficultés d'intégration, ce qui pourrait pénaliser les perspectives de résultats.

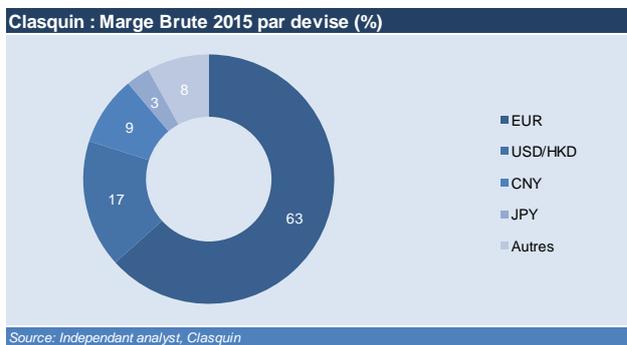
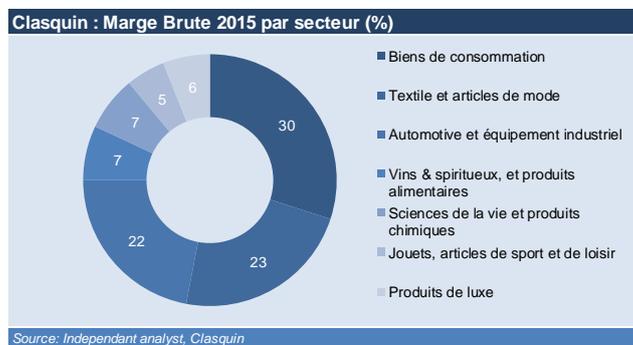
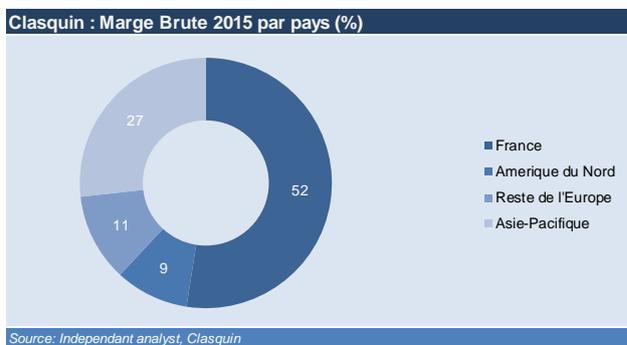
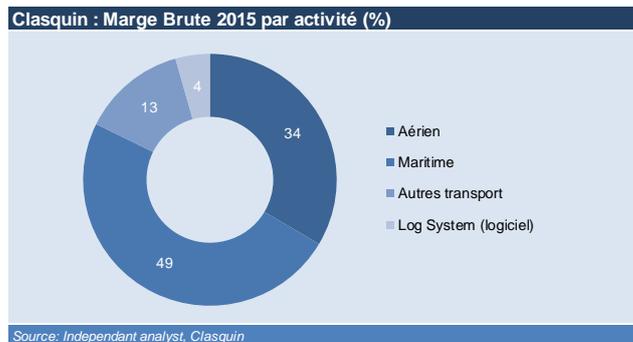
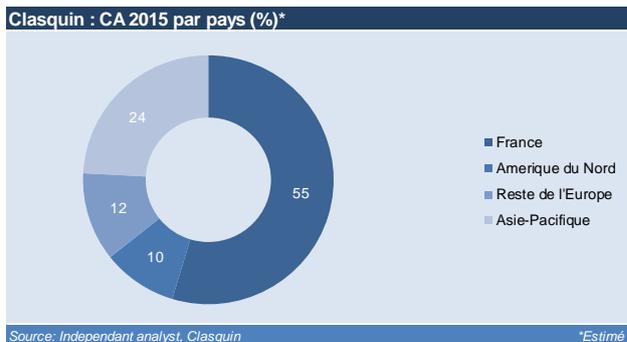
**Valeur prospective, valeur actuelle, point d'entrée → TRI implicite de 12% sur les niveaux actuels**

Sur la base de nos prévisions 2020, la valeur prospective à cet horizon ressort à 37,8 € par action, soit une valeur actuelle de 33,5 € (sur la base d'un coût des fonds propres de 8,5%) et un point d'entrée à 29,7 € (sur la base d'une exigence de TRI de 12%, soit une prime de risque additionnelle de 350 pb par rapport au coût du capital précité). Au cours actuel le TRI ressort à 12,4% avec un rendement moyen du dividende de 6,4%, une croissance annuelle moyenne des BPA de 5,6% et une quasi stabilité des multiples de valorisation.

**Clasquin: Ce que l'on apprécie et ce que l'on aime moins**

+
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Un savoir faire dans le traitement des flux Asie - Europe et Asie - Amérique du Nord</li> <li>• Un portefeuille de clients diversifié</li> <li>• Des équipes de management stables et de qualité</li> <li>• Une expansion géographique progressive et mesurée</li> <li>• Un potentiel de développement important pour les implantations actuelles et via l'ouverture de nouvelles zones</li> <li>• Bonne réactivité en matière de business dans un secteur volatil, et en matière d'ajustement de coûts de structures (préservation des marges)</li> <li>• Génération de cash flow soutenu</li> <li>• Retour aux actionnaires important (80% de <i>payout</i>)</li> </ul>
-
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Marché en volume cyclique et parfois volatil</li> <li>• Forte variabilité des tarifs influencés par les variations des taux de fret, des prix du pétrole, des taux de changes, etc.</li> <li>• Un métier d'hommes qui nécessite de pouvoir attirer et maintenir en place les talents</li> <li>• Manque de recul pour juger de la capacité à intégrer avec succès les opérations de croissance externe</li> <li>• Difficultés à réaliser des opérations de croissance externe dans le domaine de la commission de transport</li> <li>• Arrivée prévue d'un nouvel ERP à l'horizon 2017</li> <li>• Faible liquidité du titre</li> </ul>

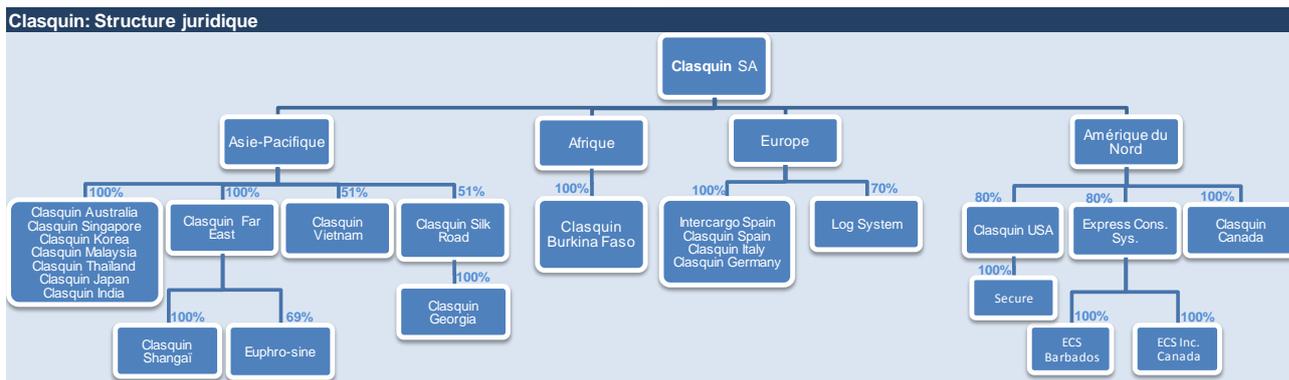
Source: *Independant analyst*



### Clasquin : Quelques données opérationnelles

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bureaux	40	44	46	46	50	55
Pays	15	17	19	20	20	20
Salariés	528	562	612	633	670	674
Tonnes (aérien)	37,879	41,139	41,659	44,792	47,977	50,586
Variation	22.4%	8.6%	1.3%	7.5%	7.1%	5.4%
EVP* (maritime)	79,094	90,198	84,895	85,138	90,727	122,884
Variation	42.2%	14.0%	-5.9%	0.3%	6.6%	35.4%
Total nb d'opérations	135,693	142,570	146,324	156,375	171,300	207,931
Variation	20.3%	5.1%	2.6%	6.9%	9.5%	21.4%

Source: Independant analyst, Clasquin \*EVP (Equivalent Vingt Pieds) ou TEU (Tone Equivalent Unit)



### Clasquin : Management

Yves Revol	Président du CA
Hugues Morin	Vice Président Exécutif
Quentin Lacoste	Directeur des Opérations
Philippe Lons	Directeur Financier
Laurence Ilhe	Secrétaire Général

Source: Independant analyst, Clasquin

### Clasquin : Conseil d'administration

Nombre de membres	6
Dont membres indépendants	2
Dont femmes	1

Source: Independant analyst, Clasquin

### Clasquin : Actionnariat

	Capital	Dt de vote
Yves Revol + Olymp	47.0	61.1
Zenlor	2.2	2.8
Salariés	7.9	7.1
Flottant	43.0	29.0

Source: Independant analyst, Clasquin

### Clasquin : Déclaration des administrateurs

Corporate Officer	Date	Achat/ Vente	Nbr de titres	Montant EUR	Prix de transaction
Hugues Morin	11/01/2016	Vente	2,100	70,140	33.4
Hugues Morin	05/01/2016	Vente	49	1,715	35.0
Hugues Morin	04/01/2016	Vente	895	31,813	35.5
Hugues Morin	31/12/2015	Vente	974	33,694	34.6
Hugues Morin	30/12/2015	Vente	56	1,932	34.5
Hugues Morin	30/12/2015	Vente	3,000	103,193	34.4

Source: Independant analyst, Clasquin, AMF

### Clasquin : Profil de la société

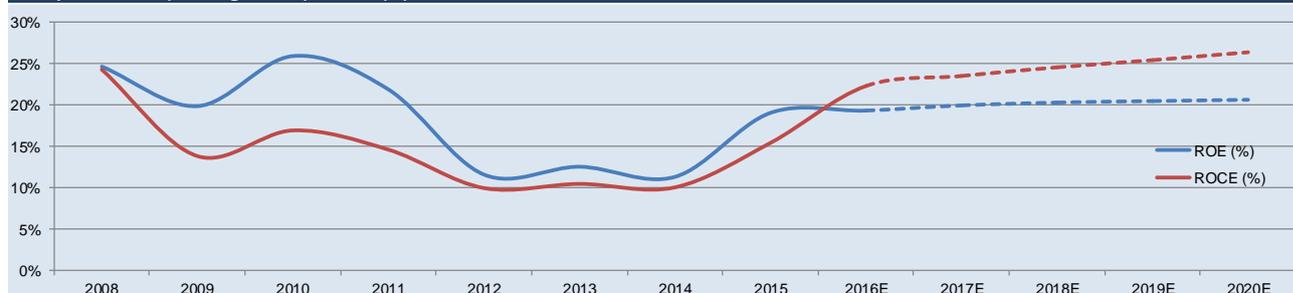
Clasquin est un spécialiste de l'International Freight Management et de la logistique Overseas. La société pilote et organise les flux de marchandises de ses clients principalement entre l'Europe et le reste du monde, et en particulier, en provenance ou à destination des zones Asie-Pacifique et Amérique du Nord. Au cours des dernières années Clasquin a réalisé plusieurs croissance externe lui permettant de compléter son activité de commission de transport maritime et aérien, et a procédé à la cession de sa division transport routier Gueppe Clasquin fin 2015 pour se recentrer sur son métier historique.

Source: Independant analyst, Clasquin

Clasquin : Investment due diligence check list				
	Low	Average	High	Comments
<b>Market Structure &amp; Momentum</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Secular growth trends</li> <li>• Barriers to entry</li> <li>• Bargaining power of suppliers</li> <li>• Bargaining power of buyers</li> <li>• Threat of substitute products</li> <li>• Industry rivalry</li> <li>• Industry consolidation</li> <li>• Industry fragmentation</li> <li>• Technological content</li> <li>• Regulatory framework</li> </ul>	x	x	x	Les flux de transport augmentaient plus vite que la croissance mondiale, plus le cas aujourd'hui Métier faiblement capitalistique mais nécessité de recruter des personnes expérimentées Les taux de fret fluctuent au niveau mondial et son imposés aux commissionnaires de transport Les variations des coûts des transport sont répercutées aux clients Activités de service, le débauchage des salariés est le risque principal La société est confrontée à la fois à des géants mondiaux et à des petits concurrents locaux De nombreuses opérations de M&A dans le secteur, mais une multitude d'opérateurs subsistent toujours Il existe des géants mondiaux dans le secteur et une multitude de petits acteurs locaux L'activité nécessite des outils informatiques pointus Chaque pays et chaque zone géographique a ses propres règles en matière d'import - export
<b>Revenue Profile</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Cyclicalité</li> <li>• Saisonnalité</li> <li>• Recurrence</li> <li>• Prédicibilité</li> <li>• Business understandability</li> <li>• End-customer diversification</li> <li>• End-market diversification</li> <li>• Geographic diversification</li> <li>• Supplier diversification</li> <li>• Organic growth</li> <li>• Acquisitive growth</li> <li>• Pricing power</li> </ul>	x	x	x	Les volumes transportés dépendent du dynamisme de l'économie mondiale Le T1 est le plus faible trimestre de l'année mais pas de manière significative Avec la cession de Gueppe, la société est désormais centrée uniquement sur la commission de transport Portefeuille clients diversifié (le premier client représente moins de 4% de la MB) Secteurs d'origine des clients diversifiés Nombreuses implantations hors de France Travaille avec la plupart des transporteurs maritimes et aériens Croissance organique à 6,5% en moyenne depuis 2008 Accélération des opérations de croissance externe depuis 2 ans Spécialisation sur certains flux et certaines niches permettant une relative bonne maîtrise de la tarification Essentiellement des frais de personnel
<b>Profitability and Cash-flow Generation</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Fixed-cost structure</li> <li>• Raw material dependency</li> <li>• Capex intensity</li> <li>• Return on capital</li> <li>• Free cash flow generation</li> <li>• Margin resilience</li> <li>• Industrial organisation</li> <li>• Recovery potential</li> </ul>	x	x	x	Dette nette / EBITDA < 0,7 Trésorerie à plus de 20 M€ à fin 2015 Pas de mur de dette ROCE > 15% FCF yield à 8,5% en 2015 (basé sur le cours moyen de l'année) Réactivité mais limitée par le maintien des équipes en place pour préparer le rebond d'activité Présence en propre dans les zones d'échanges clés et appui d'un réseau de partenaires ailleurs (WFA) La marge opérationnelle a nettement rebondi en 2015, la marge d'amélioration est donc plus limitée
<b>Balance Sheet and Liquidity</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Leverage</li> <li>• Liquidity</li> <li>• Debt structure quality</li> <li>• Working capital intensity</li> <li>• Off-balance sheet items</li> </ul>	x		x	
<b>Investment Considerations</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Franchise sustainability</li> <li>• Valuation attractiveness</li> <li>• Operating history consistency</li> <li>• Speculative interest</li> <li>• Accounting complexity</li> <li>• Management track record</li> <li>• Management incentives</li> <li>• Insider trading activity</li> <li>• Analyst coverage</li> <li>• Stock liquidity</li> <li>• Stock volatility</li> </ul>	x	x	x	Savoir faire historique dans les flux provenant et à destination d'Asie Décote par rapport aux multiples historiques et aux multiples des sociétés comparables Exposé aux fluctuations économiques mais bonne réactivité du management Société détenue par son manager depuis 1983 Les managers aux postes clés sont présents sur ce métier depuis de nombreuses années Couvert par 3 analystes sell side Moyenne des échanges sur 2015: 2 731 titres par jour Beta: 0,2; Beta ajusté : 0,46; Variation moyenne sur 24 mois: 6,9%

Source: Independent analyst, Factsset

**Clasquin : ROCE (Inclus goodwill) & ROE (%)**



Source: Independent analyst

**Clasquin : Historical growth drivers**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Sales growth (%)</b>	18.4%	-24.0%	56.1%	-4.3%	7.7%	7.3%	6.7%	10.7%
o/w organic (%)	14.5%	-25.6%	50.1%	-3.9%	0.6%	6.6%	3.8%	-6.5%
o/w forex (%)	-3.0%	1.6%	6.0%	-0.4%	4.4%	-3.4%	-0.7%	6.7%
o/w scope (%)	6.9%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	4.2%	3.6%	10.6%
<b>Gross Profit growth (%)</b>	40.4%	-7.9%	23.8%	6.3%	0.0%	5.2%	6.3%	10.3%
o/w organic (%)	27.3%	-9.1%	20.2%	6.6%	-4.9%	3.3%	4.3%	4.2%
o/w forex (%)	-2.4%	1.2%	3.6%	-0.3%	2.9%	-2.2%	-0.5%	5.0%
o/w scope (%)	15.5%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	4.1%	2.5%	1.1%

Source: Independent analyst

## ANALYSE DES FRANCHISES

Dans le secteur de la commission de transport le meilleur indicateur de l'activité est l'évolution de la Marge Brute, qui permet de neutraliser les effets de l'évolution, parfois très erratiques, des coûts de prestation de transport qui impactent le Chiffre d'Affaires comptable. En effet, compte tenu de mécanismes d'indexation (taux de fret, pétrole, changes, etc.) le CA peut être gonflé ou pénalisé par des facteurs exogènes sans que la prestation réalisée par la société n'ait été modifiée. Les ratios pertinents sont ainsi les ratios basés sur les niveaux de MB. Sur le marché les meilleurs indicateurs sont les volumes : en EVP (containers Equivalents Vingt Pieds) dans le fret maritime et en tonnes dans le fret aérien.

### Commission de transport (99% du CA 2015 / 98% de la MB / 97% du ROP)

#### → Activité

Clasquin est spécialisé dans le transport intercontinental. En tant que *pure player* du *freight forwarding*, la société n'opère par le transport, elle organise les flux de marchandises de ses clients essentiellement par voie aérienne et maritime, entre l'Europe et le reste du monde, en particulier en provenance ou à destination des zones Asie-Pacifique et de l'Amérique du Nord. Les services proposés, le plus souvent sur mesure, permettent une gestion globale de la *supply-chain*, de la collecte des marchandises jusqu'à leur distribution finale. La société sélectionne et coordonne le réseau de sous-traitants (transporteurs, logisticiens, etc.) et gère tous les aspects documentaires, réglementaires, bancaires et douaniers des marchandises de ses clients.

#### → Environnement concurrentiel

Confronté à une concurrence variée, avec d'un côté des géants mondiaux (DHL, Kuehne Nagel, Fedex, Schenker, Nippon Logistics, Expeditors, etc.) et de l'autre de petits acteurs locaux, Clasquin a su s'imposer avec une devise « *big enough to do the job, small enough to do it better* ». Plus réactif que les gros acteurs du secteur, et disposant d'une offre plus complète et fiable que les petits acteurs, Clasquin poursuit sa conquête du marché avec une croissance annuelle moyenne de la marge brute commission de transport de plus de 10% depuis 2006.

#### → Barrière à l'entrée et pérennité des franchises

Clasquin fut un précurseur dans les liaisons avec l'Asie, avec des premières implantations en 1984 au Japon et à Hong-Kong, et garde un savoir-faire reconnu pour les flux avec l'Asie (21 agences dans cette zone géographique à ce jour) avec une parfaite maîtrise des pratiques commerciales, des habitudes culturelles et des législations locales. Fort de cette reconnaissance, la société a pu dupliquer son offre en provenance ou à destination d'autres zones géographiques. Cette expansion géographique a été complétée par des opérations de croissance externe. La société est désormais implantée en direct sur 5 continents avec plus de 670 collaborateurs répartis dans un réseau de 55 bureaux opérationnels dans 20 pays, assurant une présence dans les principaux ports et aéroports dans le monde. Par ailleurs, la société fait partie du réseau WFA (*World Freight Alliance*, un des cinq membres fondateurs du réseau), qui lui permet, par le recours à des agents locaux, de couvrir au total 130 pays.

#### → Profil de risque

Cette activité étant plutôt cyclique, la société, comme l'ensemble des acteurs du secteur, a du faire face à une forte baisse d'activité en 2009 (-9% hors effets change) suivie d'un violent rebond en 2010 (+20%). Depuis 3 ans, la croissance du secteur en volume oscille entre -1% et +4%.

### Édition de logiciel (1% du CA 2015 / 2% de la MB / 3% du ROP)

#### → Activité

Log System est une société spécialisée dans l'édition de logiciels. Elle intervient sur deux pôles d'activité distincts : 1) dans le domaine du transport international et le transit avec le logiciel Aeolus : développé pour les commissionnaires de transports internationaux et transitaires, multimodal, multilingue (inclus les idéogrammes) et multi-compatibilité, il peut être utilisé jusqu'à 500 postes en simultané. Ce logiciel est implanté dans 25 pays, sur 150 sites à travers le monde ; 2) dans le domaine de l'anatomie et la cytologie pathologique (département médical), logiciels CACP et CYAN destinés aux laboratoires publics et privés.

#### → Environnement concurrentiel

Depuis la création de Log System des solutions performantes sont apparues sur le marché, et elles permettent de proposer des solutions au niveau mondial. Les dirigeants envisagent la mise en place d'un nouvel ERP à horizon 2017-2019, en faisant le choix de recourir à des solutions externes permettant à la société de disposer d'une connectivité avec l'ensemble de l'écosystème partout dans le monde (compagnies aériennes et maritimes, douanes, etc.). Log System pourrait intervenir en tant qu'intégrateur pour garantir la compatibilité du système groupe au nouvel ERP.

#### → Barrière à l'entrée et pérennité des franchises

Créé à l'origine (1986) pour répondre aux besoins de la société en matière de système informatique, la nécessité de déployer des solutions sur mesure pour ces clients, et l'absence de solutions disponibles sur le marché, Log System a progressivement commercialisé ses logiciels en externe, dans un premier temps uniquement dans le domaine de la commission de transport, puis de manière opportuniste à destination d'une niche du secteur médical. Ce CA externe permet à la structure d'être légèrement profitable, mais cette division n'a pas vocation à prendre une place importante dans l'activité et les résultats futurs.

#### → Profil de risque

Cette structure emploie 29 personnes, et sert également d'équipe IT à la société, le risque supporté par cette division est donc limité.

#### Clasquin: Analyse des franchises

	CA / EBIT %	Taille de marché	Cyclicité	Profitabilité	Intensité capitalistique	Croissance	Recurrence
Commission de transport	99 / 97	Na	High	Low	Low	High	Low
Édition de logiciels	1 / 3	Na	Low	High	Low	Low	High

Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin: Evolution de l'activité en commission de transport maritime et aérien								
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Nombre d'opérations</b>								
Aérien	60 791	51 167	57 629	60 899	59 896	61 275	65 274	70 554
Variation	-2.8%	-15.8%	12.7%	5.7%	-1.6%	2.3%	6.5%	8.1%
Maritime	51 548	52 523	66 435	69 537	73 487	81 595	92 090	98 908
Variation	5.7%	1.9%	26.5%	4.7%	5.7%	11.0%	12.9%	7.4%
<b>Volume traités</b>								
Aérien (tonnes)	37 025	30 956	37 879	41 139	41 659	44 792	47 977	50 586
Variation		-16%	22%	9%	1%	8%	7%	5%
Par opération	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Variation		-0.7%	8.6%	2.8%	3.0%	5.1%	0.5%	-2.5%
Maritime (EVP)	50 683	55 618	79 094	90 198	84 895	85 138	90 727	122 884
Variation		9.7%	42.2%	14.0%	-5.9%	0.3%	6.6%	35.4%
Par opération	1.0	1.1	1.2	1.3	1.2	1.0	1.0	1.2
Variation		7.7%	12.4%	9.0%	-10.9%	-9.7%	-5.6%	26.1%
<b>Marge Brute</b>								
Air (EURm)	14.9	12.7	16.1	17.3	16.2	15.6	16.6	19.1
Variation	9.6%	-14.8%	27.2%	7.7%	-6.6%	-3.4%	5.9%	15.3%
Par opération (EUR)	245.1	248.2	279.4	284.1	270.5	255.4	253.8	270.7
Variation		1.3%	12.5%	1.7%	-4.8%	-5.6%	-0.6%	6.6%
Par tonne (EUR)	402.4	410.3	425.0	420.5	388.9	349.3	345.4	377.6
Variation		1.9%	3.6%	-1.1%	-7.5%	-10.2%	-1.1%	9.3%
Maritime (EURm)	13.5	12.7	16.2	17.5	18.5	20.6	22.5	27.8
Variation	21.6%	-5.6%	26.6%	8.4%	5.6%	11.3%	9.3%	23.4%
Par opération (EUR)	261.9	242.7	243.5	251.7	251.7	252.6	244.6	281.1
Variation		-7.3%	0.3%	3.4%	0.0%	0.3%	-3.1%	14.9%
Par EVP (EUR)	266.4	229.2	204.5	194.0	217.9	242.1	248.3	226.2
Variation		-14.0%	-10.8%	-5.1%	12.3%	11.1%	2.6%	-8.9%
<b>Marge Brute totale</b>								
	37.2	34.3	42.4	45.1	45.1	47.4	50.4	55.6
Variation	40.4%	-7.9%	23.8%	6.3%	0.0%	5.2%	6.3%	10.3%
Variation LFL	27.3%	-9.1%	20.2%	6.6%	-4.9%	3.3%	4.3%	4.2%

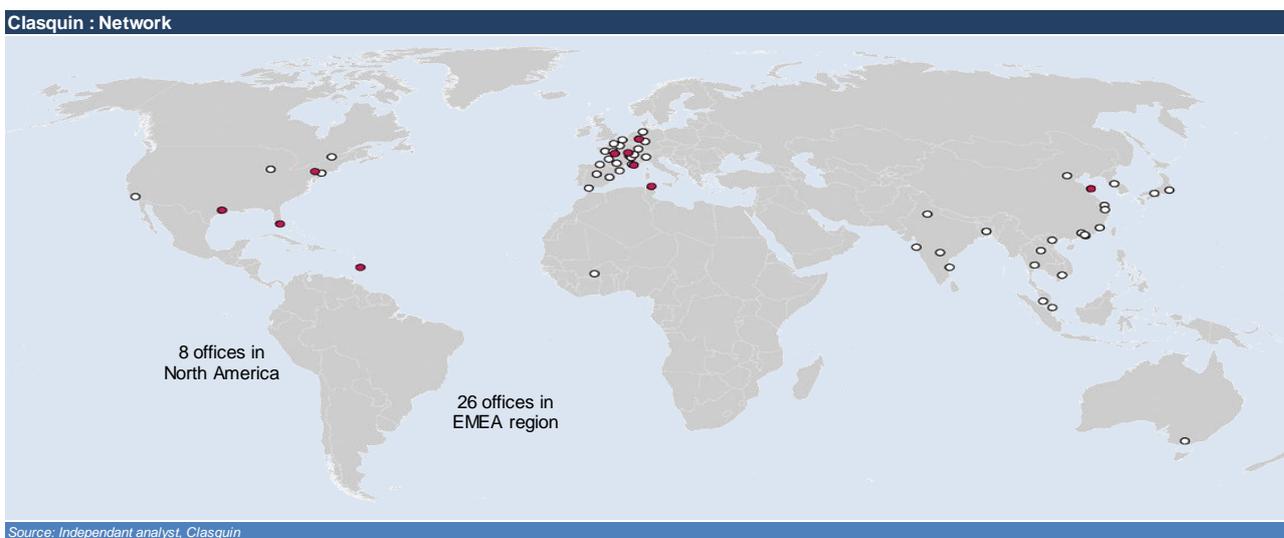
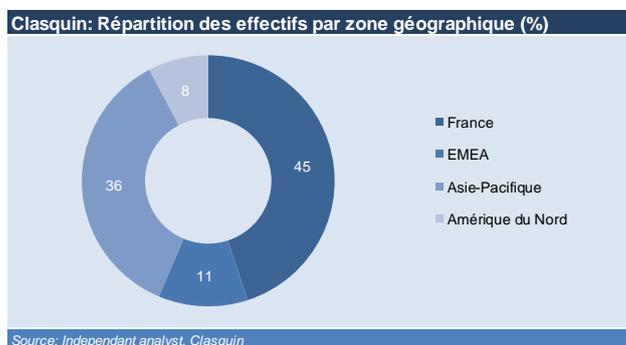
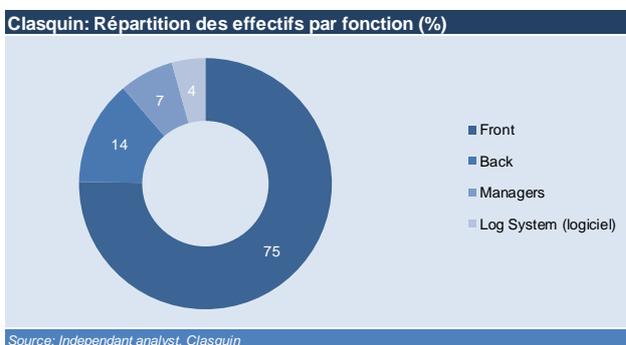
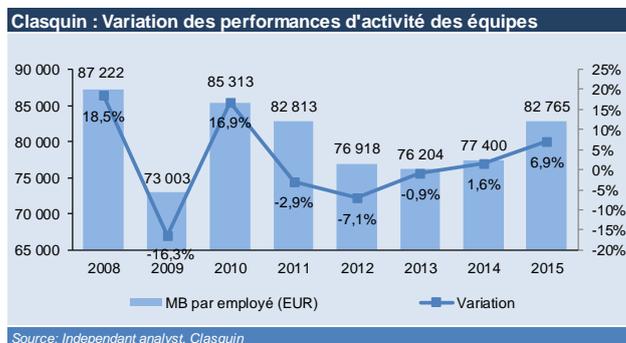
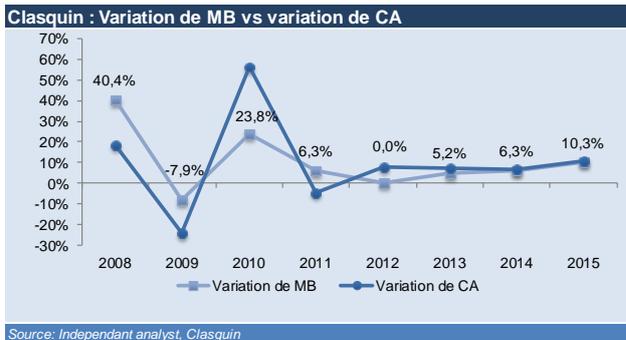
Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Analyse des barrières à l'entrée				
	Faible	Moyen	Elevé	Commentaires
• Advertising	x			Activité B to B
• Capital	x			Activité faiblement capitalistique
• Control of resources	x			Il existe de nombreux transporteurs. Les volumes traités ne lui confèrent pas un grand pouvoir en matière de sourcing
• Cost advantage	x			
• Customer loyalty			x	Les équipes sont relativement stables et permettent de mettre en place une relation de confiance avec les clients
• Distributor agreements	x			
• Economy of scale		x		La société est de taille intermédiaire sur le marché
• Government regulations			x	Chaque zone géographique a ses propres règles en matière d'import - export. Nécessité de les maîtriser
• Inelastic demand	x			Les prix des prestations varient fortement car influencés par la forte variation des coûts de transport
• Intellectual property	x			
• Network effect		x		Clasquin présente en propre dans les zones d'échanges clés et s'appuie sur un réseau de partenaires ailleurs (WFA)
• Predatory pricing		x		
• Restrictive practices	x			
• Research & Development	x			
• Supplier agreements	x			
• Sunk costs	x			
• Switching barriers		x		
• Tariffs	x			
• Vertical integration	x			
• Zoning	x			

Source: Independent analyst

Clasquin : Analyse de risque				
	Faible	Moyen	Elevé	Commentaires
Risques opérationnels	Management	X		Actionnariat et management familial
	Coûts		X	Les charges de personnel sont la principale source de coûts, elles varient peu en fonction de l'activité
	Changes		X	Achats libellés en dollar pour des ventes encore majoritairement en euro, mais mécanisme d'ajustement des prix
	Mat. Premières		X	Taux de fret et prix du pétrole volatils, mais mécanisme d'ajustement des prix
	Informatique	X		La société développe en interne ses outils logiciels
Risques stratégiques	Concurrents		X	La société est confrontée depuis toujours à des géants dans le secteur, mais poursuit sa croissance
	Clients	X		La société dispose d'un portefeuille client diversifié, aucun ne représente plus de 5% de la marge brute
	Fournisseurs	X		Il existe de nombreux prestataires en matière de transport maritime et aérien
	Technologie	X		Hormis les outils logiciels, qui sont développés en interne, l'activité ne requiert pas l'utilisation de techno. particulière
	Product	X		L'activité commission de transport est désormais plutôt bien diversifiée : maritime, aérien et autres modes de transport
Risques financiers	Crédit	X		Financement par emprunt bancaire majoritairement à long terme
	Liquidité	X		Cash important
	Taux d'intérêts	X		Emprunts très majoritairement à taux fixes
Risques compliance	Réglementaire	X		La société dispose de compétences reconnues en matière de traitement douanier
	Legal	X		
	Politique	X		
	Gouvernance	X		Le marché de la commission de transport est un marché mondial peu influencé par les risques politiques

Source: Independent analyst, Clasquin



## PROFITABILITE NORMATIVE

Par définition, l'activité de commission de transport est un métier faiblement capitalistique, la société jouant le rôle d'intermédiaire. Ainsi ? malgré une marge opérationnelle assez faible : 2,7% pour le ratio ROP/chiffre d'affaires en 2015, le retour sur capitaux employés est relativement élevé : 19% en 2015. Grâce à l'amélioration des résultats dans les principaux pays où la société est présente, la marge opérationnelle a entamé son rebond en 2015. Nous estimons que l'EBITDA normatif se situe à 10 M€.

### Un ratio ROP/Marge Brute plus pertinent pour évaluer l'évolution de la profitabilité

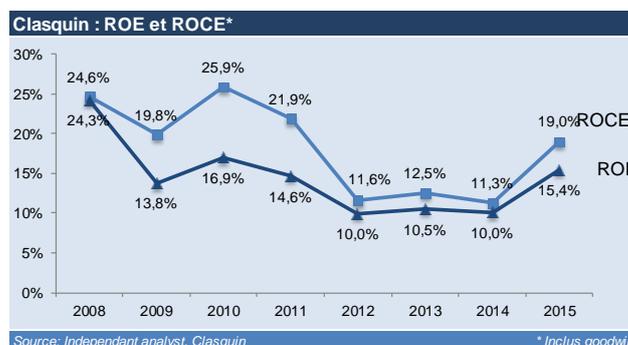
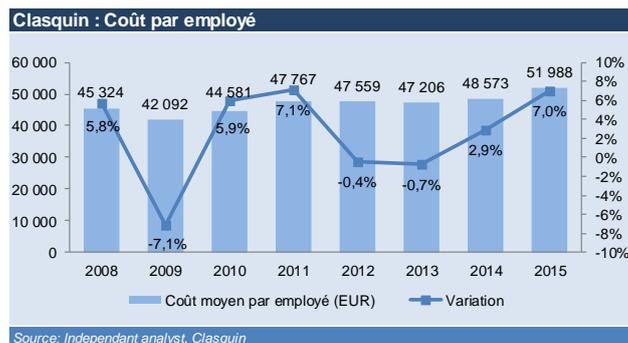
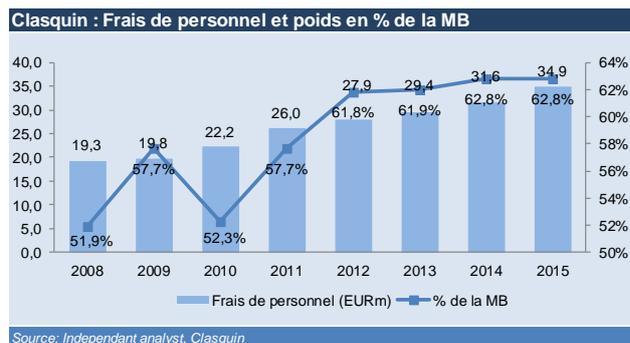
De même que pour l'activité, le ratio ROP/MB est plus pertinent que le ratio ROP/CA, en particulier pour comparer son évolution dans le temps. Les frais de personnel sont le principal poste de charges pour la société (en moyenne 58,6% de la marge brute depuis 2006), essentiellement en *front office* (3/4 des équipes). L'équipe commerciale étant un facteur clé de succès dans le domaine de la commission de transport, même en cas de pression sur l'activité, les effectifs sont peu revus à la baisse, ce qui peut peser sur les marges dégagées, mais assure le rebond de l'activité en cas de reprise du marché. C'est ce qu'a connu la société en 2009 et 2010, pression sur les marges en 2009 (ROP en baisse de 9% mais équipes en hausse de 10%), et rebond en 2010 grâce à la reprise du marché accélérée par le renforcement des équipes en période de crise.

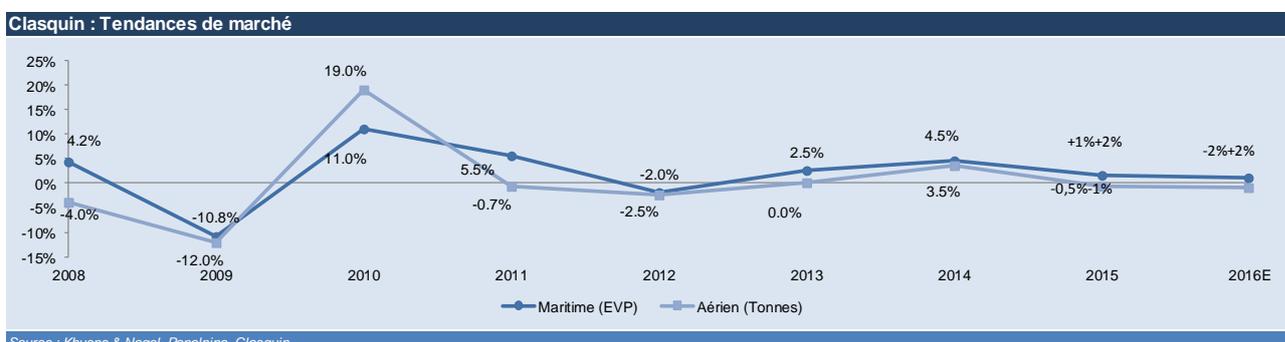
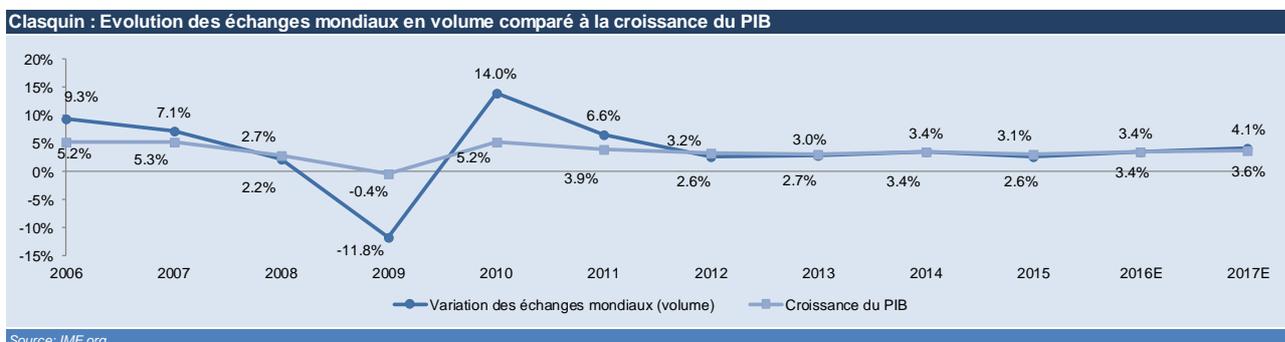
La proximité avec les clients ou les flux traités étant un facteur clé de succès, la société a renforcé et poursuit le renforcement de son réseau propre, par croissance interne (ouverture de filiale à l'étranger) comme par croissance externe. En phase de démarrage la plupart des pays ouverts ne sont pas profitables, ce qui a pesé sur les performances opérationnelles publiées au cours des 5 dernières années (ouverture de l'Allemagne, de l'Italie, etc.). Grâce aux acquisitions et à la croissance organique la plupart des filiales ont réduit leurs pertes ou sont désormais à l'équilibre, la marge opérationnelle (ROP/GP) est ainsi remontée à plus de 11,3% en 2015, ce qui reste cependant en deçà des performances historiques (ROP/MB au-delà des 15% en 2005).

### Capacité d'améliorer les marges à long terme

Compte tenu du potentiel d'amélioration des résultats dans certaines filiales (Allemagne, Etats-Unis), nous estimons que Clasquin devrait poursuivre le redressement de ses marges dans les années à venir. Cependant, dans un contexte de marché assez peu porteur (marché attendu à -2/+2% en volume en 2016 comparable à 2015), et au vu de la stratégie de poursuite de l'extension du réseau (ouverture à Bangalore annoncé en début d'année), nous estimons que le ratio ROP/MB ne devrait pas retrouver ses plus hauts historiques à 15%. Si la société compte poursuivre ses opérations de croissance externe, ces dernières étant difficilement prévisibles, nous n'avons pas intégré de nouvelle acquisition dans notre scénario.

En 2016 Clasquin devrait bénéficier de la contribution sur 12 mois des acquisitions de 2015, et d'une petite acquisition annoncée en début d'année (fonds de commerce d'activité douanière aux Etats-Unis, 0,4 M€ de MB), soit +3,8% attendu sur la croissance de la marge brute. Combinant croissance soutenue de l'activité et amélioration des marges, les résultats de la société qui ont nettement rebondi en 2015 (ROPx2 par rapport à 2014 pro forma, ie hors Gueppe Développement cédé fin 2015, et +57% en résultat net), devraient poursuivre leur croissance à deux chiffres en 2016.





### Clasquin : Projection de l'évolution des résultats

	2011	2012	2013	2014	2014 proforma*	2015	2016E	2017E	2018E
CA	171.4	184.6	198.1	211.5	201.7	234.2	248.1	256.8	264.5
Variation	-4.3%	7.7%	7.3%	6.7%	Ns	16.1%	5.9%	3.5%	3.0%
Variation LFL	-3.9%	0.6%	6.6%	3.8%	Ns	-6.5%	4.0%	3.5%	3.0%
<b>Marge brute</b>	<b>45.1</b>	<b>45.1</b>	<b>47.4</b>	<b>50.4</b>	<b>43.6</b>	<b>55.6</b>	<b>59.9</b>	<b>62.0</b>	<b>63.9</b>
Variation	6.3%	0.0%	5.2%	6.3%	Ns	27.5%	7.8%	3.5%	3.0%
<b>Variation LFL</b>	<b>6.6%</b>	<b>-4.9%</b>	<b>3.3%</b>	<b>4.3%</b>	<b>Ns</b>	<b>4.8%</b>	<b>4.0%</b>	<b>3.5%</b>	<b>3.0%</b>
Dont Aérien	17.3	16.2	15.6	16.6	16.6	19.1	19.9	20.6	21.3
Variation	7.7%	-6.6%	-3.4%	5.9%	5.9%	15.3%	4.4%	3.5%	3.0%
Dont Maritime	17.5	18.5	20.6	22.5	22.5	27.8	30.6	31.8	32.9
Variation	8.4%	5.6%	11.3%	9.3%	9.3%	23.4%	10.0%	4.0%	3.0%
Dont Autres	2.3	2.9	3.3	3.4	3.4	7.6	8.4	8.7	9.0
Variation	12.1%	25.0%	12.8%	3.0%	3.0%	3.0%	10.0%	4.0%	4.0%
Dont Log System	2.3	2.3	2.4	2.5	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6
Variation	29.7%	-0.2%	-10.7%	4.5%	4.5%	4.5%	3.0%	1.0%	0.0%
<b>EBIT avant éléments non courants</b>	<b>5.8</b>	<b>4.3</b>	<b>4.6</b>	<b>4.3</b>	<b>3.1</b>	<b>6.7</b>	<b>7.4</b>	<b>8.0</b>	<b>8.4</b>
% CA	3.4%	2.3%	2.3%	2.0%	1.6%	2.9%	3.0%	3.1%	3.2%
<b>% MB</b>	<b>12.9%</b>	<b>9.4%</b>	<b>9.7%</b>	<b>8.6%</b>	<b>7.2%</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.4%</b>	<b>12.8%</b>	<b>13.1%</b>
EBIT	5.7	4.1	4.5	4.2	3.1	6.3	7.4	8.0	8.4
% CA	3.3%	2.2%	2.3%	2.0%	1.5%	2.7%	3.0%	3.1%	3.2%
% MB	12.7%	9.1%	9.5%	8.4%	7.1%	11.3%	12.4%	12.8%	13.1%
Variation	-11.3%	-28.5%	10.4%	-6.2%	Ns	103.1%	18.4%	6.8%	5.4%
<b>RNPG</b>	<b>3.1</b>	<b>2.1</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>	<b>2.1</b>	<b>3.3</b>	<b>4.4</b>	<b>4.8</b>	<b>5.0</b>
Variation	-9.7%	-31.4%	4.8%	-3.4%	Ns	57.2%	32.5%	7.3%	5.7%
<b>BPA</b>	<b>1.3</b>	<b>0.9</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>1.5</b>	<b>1.9</b>	<b>2.1</b>	<b>2.2</b>
Variation	-9.7%	-31.4%	4.8%	-3.4%	Ns	57.2%	32.5%	7.3%	5.7%

Source: Independent analyst, Clasquin \* Hors Gueppe Développement cédé en 2015, variations 2015 calculées sur la base 2014 pro forma

Clasquin : Compte de résultat															
(EURm)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
CA	105,9	127,5	150,9	114,7	179,1	171,4	184,6	198,1	211,5	234,2	248,1	256,8	264,5	272,4	280,6
Variation (%)	-	20,4	18,4	-24,0	56,1	-4,3	7,7	7,3	6,7	10,8	5,9	3,5	3,0	3,0	3,0
EBITDA - Ajusté	4,2	4,7	8,8	6,4	9,9	7,8	6,5	6,4	6,6	8,4	9,2	9,8	10,3	10,7	11,1
Variation (%)	-	10,7	N/M	-27,2	N/M	-21,5	-16,9	-1,4	2,6	28,6	9,6	6,2	5,0	3,6	4,3
Marge (%)	4,0	3,7	5,8	5,6	5,5	4,5	3,5	3,2	3,1	3,6	3,7	3,8	3,9	3,9	4,0
Eléments non opérationnels	0,3	-0,2	-0,1	0,2	-1,8	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA - Reporté	4,5	4,5	8,7	6,6	8,2	7,7	6,3	6,3	6,5	8,0	9,2	9,8	10,3	10,7	11,1
Variation (%)	-	0,2	N/M	-24,4	23,7	-5,5	-18,2	0,0	2,6	24,0	15,1	6,2	5,0	3,6	4,3
Marge (%)	4,2	3,5	5,8	5,8	4,6	4,5	3,4	3,2	3,1	3,4	3,7	3,8	3,9	3,9	4,0
Depreciation & amortissement	-1,2	-1,2	-2,8	-2,1	-1,7	-2,0	-2,2	-1,8	-2,2	-1,7	-1,8	-1,9	-1,9	-1,9	-2,0
EBIT - Reporté	3,3	3,3	5,9	4,5	6,5	5,7	4,1	4,5	4,2	6,3	7,4	8,0	8,4	8,8	9,2
Variation (%)	-	1,3	N/M	-24,6	44,2	-11,3	-28,5	10,4	-6,2	48,3	18,4	6,8	5,4	4,6	4,5
Marge (%)	3,1	2,6	3,9	3,9	3,6	3,3	2,2	2,3	2,0	2,7	3,0	3,1	3,2	3,2	3,3
EBITA - Ajusté	3,0	3,5	6,0	4,3	8,2	5,8	4,3	4,6	4,3	6,7	7,4	8,0	8,4	8,8	9,2
Change (%)	-	16,1	N/M	-28,6	N/M	-29,3	-26,6	8,0	-6,0	N/M	11,3	6,8	5,4	4,6	4,5
Margin (%)	2,8	2,7	4,0	3,7	4,6	3,4	2,3	2,3	2,0	2,9	3,0	3,1	3,2	3,2	3,3
Depre. & amort. actifs incorporels	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT - Reporté	3,3	3,3	5,9	4,5	6,5	5,7	4,1	4,5	4,2	6,3	7,4	8,0	8,4	8,8	9,2
Variation (%)	-	1,3	N/M	-24,6	44,2	-11,3	-28,5	10,4	-6,2	48,3	18,4	6,8	5,4	4,6	4,5
Marge (%)	3,1	2,6	3,9	3,9	3,6	3,3	2,2	2,3	2,0	2,7	3,0	3,1	3,2	3,2	3,3
EBIT - Ajusté	3,5	3,1	5,8	4,6	4,7	5,6	3,9	4,4	4,2	5,9	7,4	8,0	8,4	8,8	9,2
Variation (%)	-	-11,3	N/M	-20,5	1,1	20,3	-30,4	13,1	-6,3	41,5	26,5	6,8	5,4	4,6	4,5
Marge (%)	3,3	2,4	3,9	4,0	2,6	3,3	2,1	2,2	2,0	2,5	3,0	3,1	3,2	3,2	3,3
Résultat financier net	0,0	0,2	-0,1	0,0	-0,7	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat avant impôts	3,3	3,5	5,8	4,5	5,8	5,2	3,7	4,1	3,8	6,1	7,4	7,9	8,4	8,8	9,2
Variation (%)	-	7,0	N/M	-22,8	29,4	-10,4	-28,6	10,2	-6,3	N/M	21,2	7,1	5,6	4,7	4,7
Marge (%)	3,1	2,8	3,8	3,9	3,2	3,0	2,0	2,1	1,8	2,6	3,0	3,1	3,2	3,2	3,3
SME	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Autres éléments non récurrents	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impôts	-0,9	-0,9	-1,5	-1,5	-2,0	-1,9	-1,4	-1,6	-1,3	-1,9	-2,4	-2,5	-2,7	-2,8	-2,9
taux d'IS (%)	28,2	25,9	26,3	34,5	34,0	37,1	36,7	38,2	34,8	31,7	32,0	32,0	32,0	32,0	32,0
Résultat des activités arrêtées	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net reporté	2,4	2,6	4,3	2,9	3,8	3,3	2,3	2,5	2,5	4,0	5,1	5,5	5,8	6,0	6,3
Variation (%)	-	10,4	N/M	-31,4	30,3	-14,7	-28,1	7,6	-1,2	N/M	28,1	7,0	5,6	4,7	4,7
Marge (%)	2,2	2,0	2,8	2,6	2,1	1,9	1,3	1,3	1,2	1,7	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3
Intérêts des minoritaires	0,0	0,0	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8
Résultat net part du groupe reporté	2,3	2,6	3,9	2,6	3,4	3,1	2,1	2,2	2,1	3,3	4,4	4,8	5,0	5,3	5,5
Variation (%)	-	9,0	N/M	-33,9	33,0	-9,7	-31,4	4,8	-3,4	N/M	32,5	7,3	5,7	4,7	4,7
Marge (%)	2,2	2,0	2,6	2,2	1,9	1,8	1,1	1,1	1,0	1,4	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0
Résultat net part du groupe ajusté	2,3	2,6	3,9	2,4	3,4	3,1	2,1	2,2	2,1	3,3	4,4	4,8	5,0	5,3	5,5
Variation (%)	-	9,0	N/M	-37,8	41,3	-9,7	-31,4	4,8	-3,4	N/M	32,5	7,3	5,7	4,7	4,7
Marge (%)	2,2	2,0	2,6	2,1	1,9	1,8	1,1	1,1	1,0	1,4	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0
BPA - Reporté	1,05	1,15	1,73	1,11	1,47	1,33	0,91	0,96	0,92	1,45	1,92	2,06	2,18	2,28	2,39
Variation (%)	-	9,0	N/M	-36,1	33,0	-9,7	-31,4	4,8	-3,4	N/M	32,5	7,3	5,7	4,7	4,7
BPA - Ajusté	1,05	1,15	1,73	1,04	1,47	1,33	0,91	0,96	0,92	1,45	1,92	2,06	2,18	2,28	2,39
Variation (%)	-	9,0	N/M	-39,9	41,3	-9,7	-31,4	4,8	-3,4	N/M	32,5	7,3	5,7	4,7	4,7
Actif net par action	5,0	5,6	7,1	7,5	8,7	9,1	9,2	9,1	9,2	9,4	10,0	10,4	10,8	11,2	11,6
Variation (%)	-	13,1	27,5	5,6	15,4	4,7	0,6	-0,3	0,6	2,4	5,8	4,0	3,9	3,8	3,9
Dividende par action	0,28	0,30	0,43	0,63	1,20	0,75	0,75	0,80	0,80	1,25	1,54	1,65	1,74	1,83	1,91
Dividende pay-out ratio (%)	26,6	26,1	24,8	60,5	81,5	56,4	82,3	83,7	86,7	86,2	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0
Nombre de titres - Basic	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Nombre de titres - Dilué	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3

Source: Independent analyst, Clasquin

## GENERATION ET UTILISATION DU *FREE CASH FLOW*

Grâce à la génération d'un *free cash flow* important la société devrait pouvoir maintenir un taux de retour élevé à ses actionnaires tout en poursuivant des opérations de croissance externe.

### Cash Flow Opérationnel

Grâce à la croissance des résultats, les faibles investissements liés à l'activité, et la bonne maîtrise du BFR, nous estimons que Clasquin pourrait réaliser au moins 5 M€ de FCF par an au cours des prochaines années, lui permettant de maintenir un *payout* élevé (80% dans notre scénario, en ligne avec le niveau attribué au cours des dernières années). Compte tenu du rythme historique en matière de croissance externe, et au vu de la situation financière de la société (20,4 M€ de trésorerie à fin 2015), Clasquin devrait ainsi pouvoir financer en propre ses ambitions en matière d'acquisitions.

### Une activité faiblement capitalistique

Avec des actifs immobilisés de 22,8 M€ à fin 2015 (dont 14,2 M€ de *goodwill*), pour un total bilan à 110,3 M€, et une relative concomitance des encaissements et des paiements (BFR à seulement 10-20 jours de chiffre d'affaires au cours des 5 dernières années), l'activité de la société, la commission de transport, peut être qualifiée comme faiblement consommatrice de cash. Ainsi, la société peut afficher une bonne rentabilité sur capitaux investis (*goodwill*s inclus), avec un ROCE au-delà des 10% au cours des dernières années, malgré une marge opérationnelle sous pression.

### Politique de rémunération des actionnaires

La société offre un retour important à ses actionnaires, avec un *payout* au-delà des 80%. Au titre de l'exercice 2015, les dirigeants prévoient de distribuer 1,25 € par action de dividende, soit un rendement de plus de 4% sur la base du cours moyen 2015.

Clasquin: Prévisions de FCF						
(EUR m)	2014 proforma*	2015	2016E	2017E	2018E	Commentaires
Résultat net	2.5	3.9	5.0	5.4	5.7	Hausse de l'activité et amélioration des marges
DAP	1.6	1.5	1.8	1.9	1.9	
Autres éléments non cash	0.0	2.6	0.0	0.0	0.0	
<b>Cash flow des opérations</b>	<b>4.0</b>	<b>8.0</b>	<b>6.8</b>	<b>7.3</b>	<b>7.6</b>	
Variation de BFR	2.5	0.2	-0.1	-0.3	-0.2	3% des ventes, activité faiblement consommatrice de cash
<b>Cash flow opérationnel (A)</b>	<b>6.5</b>	<b>8.2</b>	<b>6.8</b>	<b>7.0</b>	<b>7.4</b>	
CAPEX	-2.5	-2.0	-1.9	-1.9	-1.9	1,5 M€ d'investissements software et solde achats d'équipements pour les agences Pas de nouvelle opération de croissance externe dans notre scénario
Acquisitions	-2.1	-8.9	-0.1	0.0	0.0	
<b>Flux d'investissements (B)</b>	<b>-4.6</b>	<b>-10.9</b>	<b>-2.0</b>	<b>-1.9</b>	<b>-1.9</b>	
Dividendes	-2.2	-2.1	-3.2	-3.8	-4.1	Payout de 80%
Augmentations de capital	0.0	0.6	0.0	0.0	0.0	
Variation de la dette	7.1	9.0	-0.5	-0.5	-0.5	
<b>Flux de financements (C)</b>	<b>4.9</b>	<b>7.5</b>	<b>-3.7</b>	<b>-4.3</b>	<b>-4.6</b>	
<b>Free Cash-Flow (A) + (B)</b>	<b>1.9</b>	<b>-2.7</b>	<b>4.8</b>	<b>5.1</b>	<b>5.5</b>	
Variation de la trésorerie	7.5	5.3	1.1	0.7	0.9	
Dette fin de période	13.9	25.7	25.2	24.7	24.2	
Trésorerie fin de période	13.2	20.4	21.5	22.3	23.1	
<b>Dette nette fin de période</b>	<b>0.7</b>	<b>5.3</b>	<b>3.7</b>	<b>2.4</b>	<b>1.1</b>	
Leverage (NFD / EBITDA)	0.2	0.7	0.4	0.2	0.1	

Source: Independent analyst, Clasquin

\* Hors Gueppe Développement cédé en 2015

### Politique de croissance externe

But principal de l'introduction en Bourse réalisée en 2006, les opérations de croissance externe ont débuté en 2008 avec le rachat de la société Gueppe dans le transport routier (revendu fin 2015 car peu de synergies avec les activités historiques).

La première acquisition dans la commission de transport a été réalisée avec la société espagnole Intercargo en 2012 (2,3 M€ de MB, export Amérique Latine et Moyen-Orient), suivie en 2014 par Garnett Logistics Group (Etats-Unis, 2,7 M€ de MB) et GAF (Allemagne, 0,7 M€ de MB, export vers les Etats-Unis et l'Asie), et enfin en 2015 par LCI (France, 6,8 M€ de MB, transport maritime à destination des pays du Maghreb).

La stratégie affichée est de poursuivre les acquisitions pour compléter les implantations géographiques, les spécialités sectorielles, et renforcer les équipes commerciales au sein des bureaux existants. Avec une trésorerie à 20,4 M€ à fin 2015, la société a les moyens de poursuivre ses ambitions en matière de croissance externe.

Clasquin : Historique de croissance externe								
	Année	Pays	Opération	VE (EURm)	MB (EURm)	EBIT (EURm)	VE/EBIT	Activité
Gueppe Développement	2008	France	Achat 70%	7.5	6.6	1.5	5.0	Transport routier et logistique
Intercargo	2012	Espagne	Achat 100%	2.5	2.3	0.5	5.0	Commission de transport flux Europe-Asie
Garnett Logistics Group	2014	Etats-Unis	Achat 80%	2.0	2.7	Positif	Nc	Commission de transport flux Amérique du Nord
GAF (Göriz Air Freight)	2014	Allemagne	Achat 100%		0.7	Positif	Nc	Commission de transport aérien Europe-US et Euro
LCI (Lafont Chavent International)	2015	France	Achat 80%	14.0	6.8	2.4	5.8	Commission de transport France-Maghreb
Gueppe Développement	2015	France	Vente 70%	6.0	6.7	1.4	4.3	Transport routier et logistique
Fonds de commerce	2016	Etats-Unis	Achat 100%	Nc	0.4	Nc	Nc	Activité douane

Source: Independent analyst, Clasquin

## DETTE FINANCIERE NETTE ET AJUSTEMENTS BILANCIELS

La situation financière de la société est saine avec une dette nette à fin 2015 à 5,2 M€, soit un *gearing* de 22% et un levier de 0,7x à l'issue d'une année soutenue en matière de croissance externe. Par ailleurs la dette est essentiellement libellée en euro, à taux fixes, et avec des échéances long terme. A noter cependant le poids du *goodwill* dans la valeur d'actif de la société (59% des actifs non courants), lié à la nature de l'activité de la société (faiblement capitalistique) et à son historique en matière de croissance externe.

### Structure de la dette, maturité, coût

La dette, 25,7 M€ à fin 2015, est essentiellement constituée d'emprunts bancaires à taux fixes, et libellés en euro. Par ailleurs, la société est majoritairement financée à plus d'un an. Elle n'est donc pas exposée à des échéances de refinancement significatives.

### Ajustements bilanciaux

La dette présentée ne nécessite pas de retraitement particulier, les engagements de retraite notamment n'étant pas significatifs (1 M€ à fin 2015).

Dans un secteur faiblement capitalistique, la succession des opérations de croissance externe ont entraîné une forte hausse du poste goodwill : 14,2 M€ à fin 2015, ce qui représente 59% des actifs non courants présentés au bilan. Des tests de valeur sont effectués tous les ans, et historiquement la société n'a pas enregistré de dépréciation de *goodwill* sur ses opérations de croissance externe. En 2015, suite à la cession de Gueppe Développement, la société a constaté une moins-value de 1 M€.

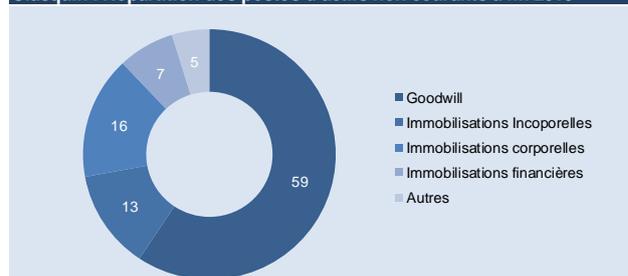
### Leverage et covenants

Avec une trésorerie de 20,4 M€ à fin 2015, la dette nette ressort à 5,2 M€ (dont 2,7 M€ représentant la valeur des *puts* dont disposent les minoritaires dans les sociétés du groupe). La société a ainsi des moyens disponibles pour financer sa stratégie de croissance externe. A noter que la dette bancaire n'est pas assortie de covenants.

Clasquin : Détail de la dette à fin 2015									
(EURk)	Moins d'un an	Plus d'un an	Total	Répartition par devise					Commentaires
				EUR	HKD	JPY	USD	SGD	
Emprunts bancaires	4 065	15 059	19 124	17 742	804	458	120	-	Financement par emprunt bancaire
Nature de taux				Fixe	Variable	Fixe	Fixe	-	Les dettes à taux variables peuvent faire l'objet de couvertures
Covenants				Non	Non	Non	Non	-	Pas de covenants
Emprunts crédit-bail	-	-	-	-	-	-	-	-	Plus de crédits baux à fin 2015
Découverts bancaires	3 809	-	3 809	3 809	-	-	-	36	
Autres passifs financiers	-	2 761	2 761	2 379	18	-	364	-	
<b>Total emprunts et dettes</b>	<b>7 874</b>	<b>17 820</b>	<b>25 694</b>	<b>23 930</b>	<b>822</b>	<b>458</b>	<b>484</b>	<b>36</b>	Pas de mur de dette
% du total	30,6%	69,4%	-	93,1%	3,2%	1,8%	1,9%	0,1%	Grande majorité de la dette libellée en euro
Trésorerie			20 443						Disponibilité pour financer les opérations de croissance externe
<b>Dette nette</b>			<b>5 251</b>						Situation financière saine
Gearing			22%						

Source: Independent analyst, Clasquin

### Clasquin : Répartition des postes d'actifs non courants à fin 2015



Source: Independent analyst, Clasquin

### Clasquin : Détail du Goodwill à fin 2015

Société	Origine	EURk	% du total
Intercargo	Croissance externe	1 141	8.0%
Göriz Airfreight (GAF)	Croissance externe	627	4.4%
Garnett Logistics Group Inc. (ECS US)	Croissance externe	1 925	13.6%
LCI International	Croissance externe	10 137	71.4%
Clasquin Espana	Croissance interne	1	0.0%
Clasquin Japan	Croissance interne	57	0.4%
Secure Customs Brokers	Croissance interne	3	0.0%
Clasquin Thailand	Croissance interne	153	1.1%
Clasquin Canada	Croissance interne	44	0.3%
Log System	Croissance interne	108	0.8%
<b>Total</b>	-	<b>14 197</b>	

Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Bilan															
(EURm)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>Actifs</b>															
Actifs corporels	1,1	1,1	4,4	3,5	5,3	5,5	5,8	5,5	6,2	3,8	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Actifs incorporels	1,4	1,6	5,8	5,7	5,7	6,1	7,7	8,4	11,4	17,3	17,3	17,3	17,3	17,3	17,3
Actifs financiers et autres	0,4	0,4	0,6	0,6	0,7	0,9	0,8	0,8	0,9	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1
<b>Total actifs immobilisés</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>10,7</b>	<b>9,7</b>	<b>11,7</b>	<b>12,4</b>	<b>14,3</b>	<b>14,8</b>	<b>18,5</b>	<b>22,8</b>	<b>23,0</b>	<b>23,2</b>	<b>23,2</b>	<b>23,3</b>	<b>23,3</b>
Stocks	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Créances clients	29,8	32,3	34,4	33,5	44,9	45,8	53,8	58,7	62,5	62,6	63,2	65,4	67,3	69,3	71,4
Autres créances courantes	3,7	4,3	2,7	1,6	3,2	2,8	3,1	2,9	3,5	4,5	4,6	4,7	4,9	5,0	5,2
Disponibilités	5,6	7,1	8,6	9,3	9,4	9,1	10,7	12,4	13,2	20,4	21,5	22,3	23,1	24,0	25,1
<b>Total actifs courants</b>	<b>39,1</b>	<b>43,6</b>	<b>45,8</b>	<b>44,4</b>	<b>57,5</b>	<b>57,7</b>	<b>67,6</b>	<b>74,0</b>	<b>79,1</b>	<b>87,5</b>	<b>89,2</b>	<b>92,4</b>	<b>95,3</b>	<b>98,4</b>	<b>101,7</b>
<b>Total Actif</b>	<b>41,9</b>	<b>46,8</b>	<b>56,5</b>	<b>54,1</b>	<b>69,2</b>	<b>70,1</b>	<b>81,9</b>	<b>88,8</b>	<b>97,7</b>	<b>110,3</b>	<b>112,3</b>	<b>115,5</b>	<b>118,5</b>	<b>121,7</b>	<b>125,0</b>
<b>Capital et dettes</b>															
Capitaux propres	11,0	12,5	15,9	17,4	20,1	21,0	21,1	21,1	21,2	21,7	23,0	23,9	24,8	25,7	26,7
Minoritaires	0,1	0,2	1,3	1,6	1,8	1,3	1,1	1,2	2,1	2,1	2,8	3,5	4,2	5,0	5,8
<b>Total capitaux propres</b>	<b>11,2</b>	<b>12,7</b>	<b>17,2</b>	<b>19,0</b>	<b>21,9</b>	<b>22,3</b>	<b>22,3</b>	<b>22,2</b>	<b>23,3</b>	<b>23,8</b>	<b>25,7</b>	<b>27,3</b>	<b>29,0</b>	<b>30,7</b>	<b>32,5</b>
Dettes financières non courantes	1,7	2,3	3,1	1,4	2,0	1,7	2,9	2,4	9,1	17,8	17,6	17,3	17,1	16,8	16,6
Provisions	0,8	0,9	1,8	1,7	0,6	0,8	1,1	1,0	1,4	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Total passifs non courants</b>	<b>2,6</b>	<b>3,1</b>	<b>4,9</b>	<b>3,1</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>4,0</b>	<b>3,5</b>	<b>10,5</b>	<b>18,9</b>	<b>18,7</b>	<b>18,4</b>	<b>18,2</b>	<b>17,9</b>	<b>17,7</b>
Dettes financières courantes	2,1	1,9	4,8	2,3	2,1	1,6	7,6	9,9	4,8	7,9	7,6	7,4	7,1	6,9	6,6
Fournisseurs	22,4	25,0	23,9	23,4	34,3	35,1	38,4	44,4	50,3	50,7	51,2	53,0	54,6	56,2	57,9
Autres passifs courants	3,6	4,0	5,7	6,4	8,3	8,5	9,6	8,8	8,8	9,0	9,1	9,4	9,7	10,0	10,3
<b>Total passifs courants</b>	<b>28,2</b>	<b>31,0</b>	<b>34,4</b>	<b>32,1</b>	<b>44,7</b>	<b>45,3</b>	<b>55,6</b>	<b>63,1</b>	<b>63,9</b>	<b>67,6</b>	<b>67,9</b>	<b>69,8</b>	<b>71,4</b>	<b>73,1</b>	<b>74,8</b>
<b>Total Passif</b>	<b>41,9</b>	<b>46,8</b>	<b>56,5</b>	<b>54,1</b>	<b>69,2</b>	<b>70,1</b>	<b>81,9</b>	<b>88,8</b>	<b>97,7</b>	<b>110,3</b>	<b>112,3</b>	<b>115,5</b>	<b>118,5</b>	<b>121,7</b>	<b>125,0</b>
Capitaux employés	10,3	10,6	18,3	15,1	17,2	17,3	23,2	23,1	25,4	30,2	30,5	30,9	31,2	31,5	31,7
BFR	7,5	7,5	7,6	5,3	5,4	4,9	9,0	8,4	6,8	7,4	7,4	7,7	7,9	8,2	8,4
Dettes nettes	-1,7	-2,9	-0,7	-5,6	-5,4	-5,8	-0,2	-0,1	0,7	5,3	3,7	2,4	1,1	-0,3	-1,9

Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Principaux ratios															
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Dettes nettes / Total capitaux propres (%)	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	3,1	22,1	14,3	8,9	3,7	N/M	N/M
Dettes nettes / EBITDA (x)	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	0,1	0,6	0,4	0,2	0,1	N/M	N/M
Dettes nettes / (EBITDA-CAPEX) (x)	-0,5	-1,0	-0,1	-1,0	-1,5	-1,2	0,0	0,0	0,2	0,9	0,5	0,3	0,1	0,0	-0,2
EBITDA / Résultat financier (x)	N/M	N/M	N/M	N/M	14,9	14,4	16,4	14,3	15,5	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M
Dettes long terme / Dettes totales (%)	44,5	54,5	39,6	37,4	48,4	50,3	27,3	19,7	65,8	69,4	69,7	70,1	70,6	71,0	71,4
Investissement / Dépréciation & amort. (%)	97,1	121,5	99,5	45,4	264,0	137,1	127,7	153,4	128,5	136,7	105,7	102,1	99,1	99,6	96,7
CAPEX / CA (%)	1,1	1,1	1,8	0,8	2,5	1,6	1,5	1,4	1,4	1,0	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
BFR / CA (%)	7,1	5,9	5,0	4,6	3,0	2,9	4,9	4,2	3,2	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Actifs courants / CA (%)	36,9	34,2	30,4	38,7	32,1	33,7	36,6	37,4	37,4	37,4	36,0	36,0	36,0	36,1	36,2
Passifs courants / CA (%)	26,6	24,3	22,8	27,9	25,0	26,4	30,1	31,9	30,2	28,9	27,4	27,2	27,0	26,8	26,7
Actifs courants / Passifs courants (x)	1,4	1,4	1,3	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4
Stocks / CA (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Créances clients / CA (%)	28,1	25,3	22,8	29,2	25,0	26,7	29,1	29,6	29,5	26,7	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5
Autres actifs courants / CA (%)	3,5	3,3	1,8	1,4	1,8	1,6	1,7	1,4	1,7	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Fournisseurs / CA (%)	21,1	19,6	15,8	20,4	19,2	20,5	20,8	22,4	23,8	21,7	20,6	20,6	20,6	20,6	20,6
Autres passifs courants / CA (%)	3,4	3,2	3,8	5,6	4,6	5,0	5,2	4,4	4,2	3,9	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
ROE (% RN ajusté / Capitaux propres)	21,3	20,5	24,3	13,8	16,9	14,6	10,0	10,5	10,0	15,4	19,3	19,9	20,3	20,5	20,6
ROE (% RN reporté / Capitaux propres)	21,3	20,5	24,3	14,7	16,9	14,6	10,0	10,5	10,0	15,4	19,3	19,9	20,3	20,5	20,6
ROCE avant impôts (% EBITA ajusté / CE)	29,1	33,0	32,9	28,6	47,8	33,5	18,3	19,9	17,0	22,2	24,4	25,8	26,9	27,9	28,9
ROCE après impôts (% EBITA ajusté / CE)	20,9	24,4	24,3	18,7	31,6	21,1	11,6	12,3	11,1	15,1	16,6	17,5	18,3	19,0	19,6
ROCE avant impôts (% EBIT ajusté / CE)	31,6	31,2	32,4	29,7	37,6	33,1	17,6	19,5	16,7	20,9	24,4	25,8	26,9	27,9	28,9
ROCE après impôts (% EBIT ajusté / CE)	22,7	23,1	23,9	19,5	24,8	20,8	11,2	12,1	10,9	14,2	16,6	17,5	18,3	19,0	19,6
Dividende pay-out (%)	26,6	26,1	24,8	60,5	81,5	56,4	82,3	83,7	86,7	86,2	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0

Source: Independent analyst, Clasquin

## MULTIPLES DE VALORISATION NORMATIFS

Aujourd'hui, le titre se traite avec une décote de 13% et de 23% par rapport à ses multiples d'EBITDA et d'EBIT historiques (2 ans dès réalisation d'opérations de croissance externe), et une décote de plus de 34% par rapport à ses comparables. Compte tenu des performances de 2015 (amélioration des marges confirmées), et de l'annonce d'une croissance d'activité qui devrait rester supérieure à celle du marché pour 2016, nous jugeons la décote par rapport à l'historique comme injustifiée et estimons que la décote par rapport aux sociétés cotées comparables devrait se réduire (une plus petite taille et une moindre liquidité ne devraient pas permettre une suppression complète de la décote par rapport aux comparables).

## Multiples historiques

Depuis que la société s'est lancée dans une politique de croissance externe plus soutenue, soit depuis 2012, les multiples auxquels se traite le titre sont revenus au niveau des débuts de la cotation (2006-2007). Au cours des deux dernières années le titre Clasquin traitait en moyenne à 0,3x le CA de l'année en cours, 9,5x l'EBITDA et 13,4x l'EBIT, comparé à respectivement 0,3x, 8,3x et 10,3x aujourd'hui, soit une décote de 13% en multiple d'EBITDA, et 23% en multiple d'EBIT.

## Clasquin : Evolution de la valorisation et des multiples

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Moyenne 5 ans	2016E	2017E	2018E
Nb titres fin d'année (millions)	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3		2,3	2,3	2,3
Nb titres moyens (millions)	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3		2,3	2,3	2,3
Nb titres dilués (millions)	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3		2,3	2,3	2,3
Nb titres moyens dilués (millions)	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3		2,3	2,3	2,3
Cours moyen (EUR)	17,7	18,5	14,3	12,5	16,4	21,7	19,5	21,0	25,6	29,4		30,0	30,0	30,0
Capitalisation moyenne (EURm)	36,6	41,2	31,9	28,2	37,7	50,0	45,0	48,3	59,0	67,9		69,2	69,2	69,2
Dette nette moyenne (EURm)	1,0	-2,3	-0,7	-3,2	-5,5	-5,6	-3,0	-0,1	0,3	3,0		4,5	3,0	1,7
Ajustement de la VE (EURm)*	0,4	0,4	1,5	1,9	2,2	1,7	1,7	1,8	2,9	2,4		3,0	3,6	4,3
VE (EURm)	38,0	39,3	32,7	26,9	34,4	46,1	43,7	50,0	62,2	73,2		76,6	75,8	75,2
VE/CA (x)	0,36	0,31	0,22	0,23	0,19	0,27	0,24	0,25	0,29	0,31	0,27	0,29	0,28	0,28
VE/EBITDA (x)	8,6	8,7	3,7	3,8	4,2	5,9	7,4	7,9	9,7	9,4	8,1	8,2	7,7	7,2
VE/EBIT (x)	11,7	11,7	5,5	5,6	5,4	8,0	11,4	11,1	14,8	12,0	11,4	10,2	9,5	8,9
P/E (x)	15,4	16,1	8,3	11,9	11,1	16,3	21,4	21,9	27,7	20,3	21,5	15,6	14,5	13,8
P/B (x)	6,1	5,4	4,2	4,0	3,4	3,3	3,3	3,3	3,3	3,2	3,3	3,0	2,9	2,8
P/CF (x)	18,1	18,0	9,8	15,0	13,4	12,5	20,6	14,0	17,1	8,7	14,6	10,1	9,5	9,1
Dividend Yield	1,6%	1,6%	3,0%	5,1%	7,3%	3,5%	3,8%	3,8%	3,1%	4,2%	3,7%	5,1%	5,5%	5,8%
Gearing	-15%	-23%	-4%	-30%	-25%	-26%	-1%	0%	3%	22%	0%	14%	9%	4%
FCF Yield (sur la CB)	5,9%	4,9%	11,7%	20,4%	1,0%	6,1%	-2,4%	4,7%	6,2%	8,5%	4,6%	7,0%	7,4%	7,9%

Source: Independent analyst, Clasquin

\* Ajusté des provisions pour retraite, des minoritaires, et des sociétés mises en équivalence

## Comparaison boursière (cours au 18 avril)

Sur le marché européen, seules 2 sociétés sont cotées dans le secteur de la commission de transport: Panalpina (2,3 MM€ de capitalisation boursière) et Kuhne & Nagel (15 MM€ de capitalisation boursière). La société se traite sur des multiples significativement inférieurs à ces pairs. Si la plus petite taille de Clasquin peut justifier une décote, les 34% de décote en matière de multiples de VE/EBITDA et de VE/EBIT 2016 nous paraît cependant excessive au regard des performances opérationnelles de la société.

## Clasquin : multiples des comparables

	P/E (x)			VE/CA (x)			VE/EBITDA (x)			VE/EBIT (x)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Panalpina	24.6	18.3	14.9	0.35	0.33	0.31	11.0	8.7	7.3	15.1	11.3	8.9
Kuhne & Nagel	22.7	21.3	19.9	0.72	0.69	0.69	14.0	13.2	12.3	16.6	15.5	14.4
Moyenne	23.6	19.8	17.4	0.54	0.51	0.50	12.5	11.0	9.8	15.8	13.4	11.7
Clasquin	15.8	14.7	13.9	0.29	0.29	0.28	8.3	7.7	7.3	10.3	9.5	9.0
Prime/décote	-33%	-26%	-20%	-45%	-44%	-44%	-34%	-29%	-26%	-35%	-29%	-23%

Source: Independent analyst, FactSet

## Clasquin : Caractéristiques des comparables

	Pays	Cours (EUR)	Capitalisation boursière (EURm)	CA 2015 (EURm)	EBIT 2015 (EURm)	EBIT/CA 15	TMVA CA 15-17E	TMVA BPA 15-17E
Panalpina	Suisse	97.7	2 320	5 484	113.9	2.1%	1.5%	24.0%
Kuhne & Nagel	Suisse	125.9	15 109	15 669	779.2	5.0%	13.8%	5.5%
Clasquin	France	30.3	70	234	6.3	2.7%	4.7%	19.3%

Source: Independent analyst, FactSet

## Transactions sectorielles

Il existe peu de *pure players* de la commission de transport, la plupart des sociétés du secteur exerçant le plus souvent d'autres activités notamment le transport routier et la logistique, bien plus capitalistiques. Compte tenu de *business model* très différents de celui de la société, nous jugeons donc les multiples de transaction du secteur comme peu pertinents. Les multiples de VE/EBITDA ressortent en moyenne à 8,5x dans notre échantillon, et les multiples de VE/CA à 0,7x en moyenne.

## Clasquin : Multiples de transaction du secteur

Date	Cible	Acquéreur	VE/CA	VE/EBITDA	Commentaires
2014	Contrans Group	TransForce	1.0x	7.0x	
2015	Norbert Dentressangle	XPO Logistics	0.6x	9.0x	Acquisitions d'un bloc majoritaire et lancement d'une OPA
2015	Norbert Dentressangle	XPO Logistics	0.7x	11.0x	Acquisition des minoritaires
2015	Con-way Inc.	XPO Logistics	0.7x	5.9x	
2015	The Kenan Advantage Group	Omers Administration	1.3x	Nc	Opération annoncée mais non encore clôturée
2015	Quality Distribution Inc.	Apax Partners	0.8x	9.8x	
2015	Uti Worldwide	DSV	0.3x	Ns	Société en forte perte, multiples de résultat non pertinents
2015	LCI International	Clasquin	0.7x	Nc	

Source: Independent analyst, FactSet

## DE LA VALEUR D'ENTREPRISE A LA VALEUR ACTUELLE

Après retraitement nous obtenons une valeur actuelle de 33,6 € par action.

Nous avons retenu le multiple d'EV/EBITDA pour notre approche de valorisation : 8,1x, en ligne avec les multiples historiques, appliqué au niveau d'EBITDA normatif de 10 M€.

Clasquin : Détails de la valorisation - De la valeur d'entreprise à la valeur actuelle						
	Valorisation			Commentaires		
	EURm	EUR p.a.	%VE			
<b>VALEUR D'ENTREPRISE</b>	<b>104</b>	<b>45,0</b>	<b>100</b>			
● Actifs opérationnels	81	35,1	78	Multiple VE/EBITDA cible de 8,1x	x	EBITDA normalisé de EUR10m
● Actifs financiers	22	9,4	21			
➔ Cash & Equivalents	22	9,3	21	EUR22m	Prévision	Dec. 16E 100%
➔ Actions en autocont.	0	0,1	0	Valeur de marché 30,0EUR p.s. x 0,006m shares		
● Other non-current Assets	1	0,5	1			
➔ SME	0	0,0	0			
➔ Impôts différés actifs	1	0,5	1	EUR1,1m	Valeur bilan	Dec. 15 100%
<b>PASSIFS</b>	<b>26</b>	<b>11,4</b>	<b>25</b>			
● Passifs financiers	25	10,9	24			
➔ Total dette financière	25	10,9	24	EUR25m	Prévision	Dec. 16E 100%
➔ Titres hybrides	0	0,0	0	Dette financière nette : EUR4m		
➔ Produits dérivés	0	0,0	0			
● Passifs opérationnels	1	0,5	1			
➔ Provisions	1	0,5	1			
↳ Retraites	1	0,4	1	EUR1,0m	Valeur bilan	Dec.15 100%
↳ Autres	0	0,0	0	EUR0,1m	Valeur bilan	Dec.15 100%
➔ Impôts différés	0	0,0	0	EUR0,0m	Valeur bilan	Dec.15 100%
➔ Intérêts minoritaires	0	0,0	0	EUR2,1m	Valeur bilan	Dec.15 100%
● Autres passifs non cour.	0	0,0	0			
<b>Valeur actuelle</b>	<b>78</b>	<b>33,6</b>	<b>75</b>			
<b>Valeur de marché</b>	<b>69</b>	<b>30,0</b>				
<b>Potentiel de hausse théo.</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>				
Nombre de titres	2,306					
Nombre de titres dilués	2,306					

Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Détails de valorisation - Analyse de sensibilité au multiple de VE/EBITDA												
EBITDA normalisé	VE/EBITDA cible											
	5,6x	6,1x	6,6x	7,1x	7,6x	8,1x	9,1x	10,1x	11,1x	12,1x	13,1x	
EUR8m	17,9	19,7	21,4	23,1	24,9	26,6	30,1	33,5	37,0	40,5	43,9	
EUR9m	20,3	22,3	24,2	26,2	28,1	30,1	34,0	37,9	41,8	45,7	49,6	
EUR10m	22,8	24,9	27,1	29,3	31,4	33,6	37,9	42,3	46,6	51,0	55,3	
EUR11m	25,2	27,6	30,0	32,4	34,7	37,1	41,9	46,7	51,4	56,2	61,0	
EUR12m	27,6	30,2	32,8	35,4	38,0	40,6	45,8	51,0	56,2	61,4	66,7	
EUR13m	30,1	32,9	35,7	38,5	41,3	44,1	49,8	55,4	61,1	66,7	72,3	

Source: Independent analyst

## VALORISATION PROSPECTIVE

Sur la base de nos prévisions 2020, la valeur prospective à cet horizon ressort à 37,8 € par action, soit une valeur actuelle de 33,5 € (sur la base d'un coût des fonds propres de 8,5%) et un point d'entrée à 29,7 € (sur la base d'une exigence de TRI de 12%, soit une prime de risque additionnelle de 350 pb par rapport au coût du capital précité).

Clasquin : Prospective valuation details									
	Independent analyst estimates						Comments		
	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E			
Sales (EURm)	234,2	248,1	256,8	264,5	272,4	280,6	2015-2020 CAGR: 3,7%	2016-2020 CAGR: 3,1%	
EBITDA - Adjusted (EURm)	8,4	9,2	9,8	10,3	10,7	11,1	2015-2020 CAGR: 5,7%	2016-2020 CAGR: 4,8%	
EBITA - Adjusted (EURm)	6,7	7,4	8,0	8,4	8,8	9,2	2015-2020 CAGR: 6,5%	2016-2020 CAGR: 5,3%	
EPS - Adjusted (EUR)	1,45	1,92	2,06	2,18	2,28	2,39	2015-2020 CAGR: 10,5%	2016-2020 CAGR: 5,6%	
DPS (EUR)	1,25	1,54	1,65	1,74	1,83	1,91	2015-2020 CAGR: 8,9%	2016-2020 CAGR: 5,6%	
Net fin. debt (+) / cash (-) (EURm)	5,3	3,7	2,4	1,1	-0,3	-1,9			
Shareholders' funds (EUR)	21,7	23,0	23,9	24,8	25,7	26,7	2014-2020 CAGR: 4,3%	2015-2020 CAGR: 3,9%	
Other items (EURm)	-0,6	-1,2	-1,7	-2,3	-2,9	-3,6	Provisions (-), Minority int. (-), Associates (+), etc.		
Capital Employed (EURm)	30,2	30,5	30,9	31,2	31,5	31,7			
Nber of shares - Basic (m)	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3			
Nber of shares - Diluted (m)	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3			
➔ EV/Sales (x)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3			
Enterprise value (EURm)	70	74	77	79	82	84			
Equity value (EURm)	64	70	73	76	79	83			
Equity value p.s. (EUR)	27,9	30,2	31,6	32,9	34,3	35,8			
➔ EV/EBITDA (x):	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8			
Enterprise value (EURm)	66	72	77	80	83	87			
Equity value (EURm)	60	67	72	77	81	85			
Equity value p.s. (EUR)	26,0	29,2	31,4	33,4	35,0	36,9			
➔ EV/EBIT (x)	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3			
Enterprise value (EURm)	69	77	82	86	90	94			
Equity value (EURm)	63	72	78	83	88	93			
Equity value p.s. (EUR)	27,3	31,2	33,7	36,0	38,0	40,2			
➔ P/E (x)	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0			
Enterprise value (EURm)	54	71	76	80	84	88			
Equity value p.s. (EUR)	23,2	30,8	33,0	34,9	36,5	38,2			
<b>Equity val. p.s. (EUR) - Average</b>	-	<b>30,3</b>	<b>32,4</b>	<b>34,3</b>	<b>36,0</b>	<b>37,8</b>			
<b>Theoret. Stock return - Period total (%)</b>	-	<b>1,1</b>	<b>8,1</b>	<b>14,3</b>	<b>19,9</b>	<b>26,0</b>			
<b>Theoret. Stock return - Annual Avg. (%)</b>	-	-	<b>8,1</b>	<b>6,9</b>	<b>6,2</b>	<b>5,9</b>			
<b>Present value (EUR)</b>	-	-	<b>29,9</b>	<b>29,1</b>	<b>28,2</b>	<b>27,3</b>	<b>Discount rate: Cost of Equity of 8,5%</b>		

Source: Independent analyst

Clasquin : Expected Return vs. Required Return (%) / Present Value & Entry Price (EUR)									
Assumptions / Annual basis	Comments								
• Expected Return (IRR at current price, %)	12,4	Prospective value EUR37,8p.s.			Current market value: EUR30,0 p.s.				
➔ Capital gain/loss (%)	5,9	Investment horizon: 4 years							
↳ EPS growth (CAGR 2016-2020, %)	5,6	2020E EPS of EUR2,4	vs.	2016E EPS of EUR1,9	➔	EPS growth 2016-2020: 24,3%			
↳ Valuation multiple expansion/contraction (%)	0,3	Implicit 2020E P/E: 15,8x	vs.	2016E P/E: 15,6x	➔	PEG (P/E to 4-year EPS CAGR) of 2,8			
➔ Dividend yield (%)	6,4	Average over the period							
• Required Return (%)	12,0	Cost of equity + investor specific risk premium (i.e. additional safety margin)							
➔ Cost of Equity (%)	8,5	CAPM-derived							
↳ Equities asset class risk premium (%)	8,5	Independent analyst long-term assumption re. the Equities asset class return (o/w 6% capital gain + 2.5% div. yield)							
- Risk-free rate (%)	3,5	Independent analyst long-term assumption							
- Equities market risk premium (%)	5,0	Independent analyst long-term assumption							
↳ Company specific risk premium/discount (%)	0,0								
➔ Investor specific risk premium (%)	3,5	Independent analyst assumption							
<b>Present value/fair value (EUR)</b>	<b>33,5</b>	Based on a dscent rate of 8,5% (CoE). Present val. of 2020 prospec. val. (EUR27,3) + present val. of div. stream (EUR6,2)							
<b>Entry price (EUR)</b>	<b>29,7</b>	Based on a dscent rate of 12% ; Required return (including div.) = CoE (8,5%) + Investor specific risk premium (3,5%)							

Source: Independent analyst

Clasquin : Sensitivity analysis of present value to target P/E (x) & cost of equity (%)												
Cost of equity (%)	Target P/E (x)											
	13,3	13,8	14,3	14,8	15,3	15,8	16,3	16,8	17,3	17,8	18,3	
7,0	30,8	31,7	32,6	33,5	34,4	35,3	36,2	37,1	38,1	39,0	39,9	
7,5	30,2	31,1	32,0	32,9	33,8	34,7	35,6	36,5	37,4	38,3	39,2	
8,0	29,7	30,6	31,5	32,3	33,2	34,1	35,0	35,8	36,7	37,6	38,5	
8,5	29,2	30,0	30,9	31,8	32,6	33,5	34,4	35,2	36,1	36,9	37,8	
9,0	28,7	29,5	30,4	31,2	32,1	32,9	33,8	34,6	35,5	36,3	37,1	
9,5	28,2	29,0	29,8	30,7	31,5	32,3	33,2	34,0	34,8	35,7	36,5	
10,0	27,7	28,5	29,3	30,2	31,0	31,8	32,6	33,4	34,2	35,1	35,9	

Source: Independent analyst

## MANAGEMENT, GOUVERNANCE, ACTIONNARIAT

Clasquin est une société familiale, à l'actionnariat et au management stable dans le temps. A noter que les dirigeants des sociétés acquises sont le plus souvent associés à la réussite de l'intégration par leur implication dans de nouvelles fonctions managériales et leur participation au *Management Committee*.

### Management

Le groupe Clasquin est organisé autour d'un Conseil d'administration, d'un *Management Committee*, et d'un Comité exécutif de quatre membres récemment renouvelé, détaillé ci-après.

➤ **Yves Revol (68 ans), Président du conseil d'administration** : Après une expérience internationale à la CFAO, distributeur spécialisé notamment dans les zones Afrique et les Dom Tom, Yves Revol intègre Clasquin en 1977, où il occupe successivement les postes de Directeur Commercial et de Directeur Général. En 1982 il rachète Clasquin (sous la forme d'un MBO), dont il est le PDG depuis 1983.

➤ **Hugues Morin (46 ans), Vice-président exécutif, Directeur des régions France, Italie et Allemagne** : A l'issue de sa formation à l'EBS, il rejoint Clasquin Australia en 1992, où il sera Attaché Commercial, puis Directeur des ventes. Il part ensuite pour le Japon où il sera Responsable du Centre de Profit d'Osaka, puis Managing Director de Clasquin Japan. De retour en France depuis 2002, il est nommé Directeur Régional Sud France et Italie avant d'être promu Directeur Général France et Italie. Il a pris en charge également l'Allemagne depuis fin 2013. Il a remplacé Alain Dumoulin parti à la retraite début 2016 en tant Vice-président exécutif.

➤ **Laurence Ilhe (44 ans), Secrétaire Générale** : Diplômée de l'Essec, elle a commencé sa carrière en audit chez EY. Puis elle a travaillé pour diverses sociétés dans des fonctions de planification et de contrôle interne incluant les fonctions financières (JCDecaux, Dell, SFR, Danone) avant de rejoindre le groupe Akka Technologies en tant que Directrice Financière. Elle a rejoint le groupe en janvier 2016 en tant que Secrétaire Générale en charge du pilotage et de la coordination des services juridiques, finance, informatique, ressources humaines, et achats (hors métier).

➤ **Quentin Lacoste (46 ans), Directeur des opérations groupe** : Diplômé de l'EPSCI (Groupe Essec), et titulaire d'un MBA de la Stirling University (Ecosse), il a passé 20 ans chez Röhlig, une société concurrente en Allemagne, dont 12 ans en Allemagne et 10 ans en tant que membre du Global Executive Board. Il a rejoint le groupe en octobre 2015 en tant que Directeur des opérations groupe en charge de l'Europe du Nord, de l'Amérique du Nord, de l'Asie du Sud-est, de l'Inde et de l'Australie.

Clasquin : Management Committee		
	Arrivée chez Clasquin	Autres activités ou positions
Franck Achouch	2010	Directeur opérationnel de la zone Grande Chine
Olivia Boyron	2015	Résponsable juridique
Yves Revol	1982	Président du conseil d'administration
Hugues Morin	1992	Vice président exécutif, Directeur des régions France, Italie et Allemagne
Deben Gosh	2010	Responsable Inde, Malaisie, Singapour, Vietnam
Enrique Forcano Royo	2012	Directeur opérationnel de l'Espagne, dirigeant d'InterCargo racheté en 2012
Philippe Lons	1986	Directeur financier
Quentin Lacoste	2015	Directeur des opérations groupe
Laurence Ilhe	2016	Secrétaire général
David Canard Volland	1999	Directeur du système d'information du groupe
Michel Fuchs	2014	Responsable de la zone Amériques, dirigeants de Garnett Logistics Group racheté en 2014
Emmanuel Thual	2000	Directeur adjoint France
Didier Vanderperre	1993	Président de Clasquin USA
Jean-Marc Williatte	2014	Responsables Marketing et communication Groupe

Source: Independent analyst, Clasquin

### Gouvernance

Clasquin est dirigée par Yves Revol depuis son rachat en 1982, en tant que Président du Conseil d'administration. Le Conseil d'administration est composé de cinq autres membres, dont deux membres indépendants : Christian Ahrens et Claire Mialaret. La société a également mis en place un Comité exécutif en charge de définir la stratégie, la politique générale et les investissements. Il est présidé par Yves Revol et composé de trois membres. Enfin, un *Management Committee* composé d'une quinzaine de membres issus des fonctions de top management et de management opérationnel, est en charge de la mise en œuvre de la stratégie, de la gestion des projets et assure le bon fonctionnement des activités du groupe.

Clasquin : Conseil d'administration		
	Fin de mandat	Autres activités ou positions
Philippe Le Bihan	AG 2016	Représentant de Olymp SA, holding de Monsieur Yves Revol
Yves Revol	AG 2021	Président du conseil d'administration
Philippe Lons	AG 2021	Directeur financier
Hugues Morin	AG 2016	Vice président exécutif, Directeur des régions France, Italie et Allemagne
Christian Ahrens	AG 2021	Président des Papeteries de la Gorge
Claire Mialaret	AG 2020	Dirigeante de Calleas Conseil

Source: Independent analyst, Clasquin

### Actionnariat

La société est une société familiale, contrôlée par son actuel Président, Yves Revol à hauteur de 47% du capital (en direct et via sa holding Olymp), qui a racheté la société en 1982. Sa participation est globalement stable depuis l'introduction en Bourse de la société en 2006, la hausse du flottant (22% au moment de l'introduction en Bourse) venant principalement du désengagement progressif des investisseurs financiers historiques : La Banque de Vézille.

Clasquin : Structure du capital			
	%		Commentaires
	Capital	Dts de vote	
Yves Revol + Olymp	47,0	61,1	Yves Revol en direct et via sa holding Olymp SAS, participation stable depuis l'introduction en Bourse
Zenlor	2,2	2,8	Fonds d'investissement entré au capital en 2009 est qui a allégé sa position dans le courant de 2015 (6,6% du capital fin 2014)
Salariés	7,9	7,1	
Flottant	43,0	29,0	

Source: Independent analyst, Clasquin

ANNEXE 1 : FICHE 25 ANS

Clasquin SA											FactSet Sector: Transportation   FactSet Industry: Other Transportation   Listing currency: EUR   Reporting currency: EUR																		
FRANCE		19/04/2016 EUR 30.0					Target Price (ESN): --					Upside / Downside (ESN): --				Market Cap. (EURm): 69				AVG daily volume (1year): 2k shares / EUR0m									
Other Transportation		IPO Date: 01/02/2006					Target Price (All): EUR 37.3					Upside / Downside (All): 24%				Total number of shares: 2,306,401				Latest / next company report: 31/12/2015 / 21/09/2016									
HISTORICAL MULTIPLES		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015																		
Price (High)		19.70	20.00	16.89	14.00	18.50	28.97	23.00	23.80	28.90	36.20																		
Price (Low)		16.24	14.69	12.00	10.51	13.30	16.40	17.35	18.25	20.30	20.80																		
Price (Average)		17.73	18.47	14.29	12.45	16.37	21.66	19.55	20.96	25.56	29.40																		
P/E (High): 19.6x		17.0	17.4	9.8	13.5	12.6	21.8	25.3	24.8	31.1	25.3																		
P/E (Low): 13.4x		14.0	12.8	6.9	10.1	9.0	12.3	19.1	19.0	21.8	14.5																		
P/E (Average): 16.2x		15.3	16.1	8.3	12.0	11.1	16.3	21.5	21.8	27.5	20.5																		
P/BV (High): 2.6x		4.0	3.6	2.4	1.9	2.1	3.2	2.5	2.6	--	--																		
P/BV (Low): 1.8x		3.3	2.6	1.7	1.4	1.5	1.8	1.9	2.0	--	--																		
P/BV (Average): 2.2x		3.6	3.3	2.0	1.6	1.9	2.4	2.1	2.3	--	--																		
EV/Sales (High): 0.3x		0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3	--																		
EV/Sales (Low): 0.2x		0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	--																		
EV/Sales (Average): 0.3x		0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	--																		
EV/EBITDA (High): 8.6x		9.1	8.5	4.7	4.4	5.0	8.6	9.6	9.2	11.5	--																		
EV/EBITDA (Low): 6.1x		7.6	6.1	3.4	3.1	3.5	4.6	7.3	7.1	8.2	--																		
EV/EBITDA (Average): 7.8x		8.3	7.8	4.0	3.8	4.4	6.3	8.2	8.1	10.2	--																		
EV/EBIT (High): 11.7x		11.7	11.2	6.1	6.3	6.6	11.8	14.2	13.5	17.7	--																		
EV/EBIT (Low): 8.0x		9.7	8.0	4.4	4.3	4.6	6.4	10.8	10.5	12.7	--																		
EV/EBIT (Average): 10.3x		10.6	10.3	5.2	5.4	5.8	8.6	12.2	12.0	15.8	--																		
HISTORICAL KPIs (EUR m)		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015																		
Sales		106	127	151	15	179	171	185	198	211	234																		
EBITDA		5	5	8	6	8	7	6	6	6	--																		
EBITDA Margin (%)		4.3	3.8	5.4	5.6	4.4	4.3	3.1	3.1	2.9	--																		
EBIT		4	4	6	5	6	5	4	4	4	--																		
EBIT Margin (%)		3.4	2.9	4.1	4.0	3.3	3.1	2.1	2.1	1.9	--																		
Net Profit		3	3	4	2	3	3	2	2	2	3																		
Dividend		1	1	1	1	1	3	2	2	2	--																		
Nb employees		338	381	472	467	528	562	612	633	670	--																		
Shareholders Equity		11	12	16	17	20	21	21	21	21	--																		
Minority Interests		0	0	1	2	2	1	1	1	2	0																		
Provisions		0	0	0	0	0	0	1	1	1	0																		
Net Financial Debt		-2	-3	-1	-6	-5	-6	-0	-0	1	--																		
Capital Employed		9	10	16	14	17	17	23	23	25	--																		
Associated Companies		0	0	0	-	-	-	-	-	-	0																		
Goodwill & Intangibles		0	0	4	4	4	4	5	6	8	--																		
Nb shares (m)		2.2	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	--	--																		
EPS		12	12	17	10	15	13	0.9	10	0.9	14																		
DPS		0.3	0.3	0.4	0.6	1.2	0.8	0.8	0.8	0.8	--																		
BVPS		4.9	5.6	7.1	7.5	8.7	9.1	9.2	9.1	--	--																		
ROCE (%)		26.5	26.9	26.5	23.3	24.7	22.0	11.8	12.8	11.1	--																		
ROE (%)		23.1	20.5	24.3	13.8	16.9	14.6	10.0	10.5	10.0	--																		
Dividend pay-out (%)		24.1	26.1	24.9	60.6	81.6	56.4	82.4	83.3	86.0	--																		
FORWARD MULTIPLE		2016		2017		2018		ESTIM. (EUR m)		2016		2017		2018		STOCK PRICE Ticker : ALCLA-FR   Multiple share classes: No   Exchange : Euronext Paris   Raw Beta: 0.21   Adjusted Beta: 0.47   Volatility: 21.5%													
EV/Sales (x)		--	0.3	--	0.3	--	0.3	Sales	--	248	--	257	--	267															
EV/EBITDA (x)		--	7.7	--	7.2	--	6.8	EBITDA	--	10	--	11	--	12															
EV/EBIT (x)		--	10.2	--	9.5	--	8.9	EBIT	--	8	--	8	--	9															
P/E (x)		--	15.8	--	15.0	--	13.9	Net Profit	--	4	--	5	--	5															
P/B (x)		--	2.8	--	2.7	--	2.6	Shareholders Eq.	--	24	--	25	--	27															
Dividend Yield (%)		--	4.6	--	4.9	--	5.3	Net Financial Debt	--	7	--	7	--	9															
EPS (EUR)		2016	2017	2018	ENTERPRISE VALUE (E		RATIOS		2016		2017		2018																
EPS High Estimates		2.1	2.2	2.4	Enterprise Value	80	NFD/EBITDA (x)	--	0.7	--	0.6	--	0.8																
EPS AVG Estimates		19	2.0	2.2	Market Cap.	69	NFD/Equity (%)	--	30.2	--	26.7	--	33.4																
EPS Low Estimates		17	1.8	2.0	Net Financial Debt	7	EBITDA Margin (%)	--	4.2	--	4.3	--	4.4																
Number of Estimates		3	3	1	Minority Interests	2	EBIT Margin (%)	--	3.1	--	3.3	--	3.4																
Estimates up (1month)		1	1	1	Provisions	1	NP Margin (%)	--	1.8	--	1.8	--	1.9																
Estimates down (1month)		2	2	1	Associated Cos.	-	ROE (%)	--	16.0	--	13.2	--	16.6																



COMPANY DESCRIPTION Chairman & Chief Executive Officer: Yves Revol | Group Chief Operating Officer: Alain Dumoulin | 235, cours Lafayette, Lyon, Rhone-Alpes 69451 France ; FRANCE | http://www.clasquin.com

Clasquin SA engages in the provision of air and maritime transportation engineering and overseas logistics services. It operates through the following segments: Aviation, Marine, and Overseas Freight Engineering; Road Freight Transport and Logistics; and Information Technology Services. The Aviation, Marine, and Overseas Freight Engineering segment organizes air transport, shipping, and related services. The Road Freight Transport and Logistics segment carries out deliveries across regular routes, provides transit logistic services, and temporary storage for goods. The Information Technology Services segment offers software applications that are designed for managing international forwarding agents and transit agent as well as application for managing pathological anatomy and cytology designed for public and private laboratories. The company was founded on May 15, 1959 and is headquartered in Lyon, France.

Source: Factset, CM-CIC Market Solutions

## METHODOLOGIE INVESTMENT OPPORTUNITIES

### Value

- Sociétés ciblées :
  - Sociétés cotant sous leurs multiples normatifs (historiques, comparables, M&A)
  - Sociétés sous leur capacité bénéficiaire normative
- Nettoyage du bilan (titres hybrides, provisions, engagements hors bilan, saisonnalité de l'activité...)
- Valeur intrinsèque : Multiple normatif x résultat normatif (retour à la normale, milieu de cycle)
- Prix d'entrée = valeur intrinsèque après application d'une marge de sécurité (25% en moyenne)

### Turnaround

- Sociétés ciblées :
  - Sociétés faisant face à une réorganisation importante
  - Valorisation du plan de redressement après fermetures, cessions...
- Nettoyage du bilan (titres hybrides, provisions, engagements hors bilan, saisonnalité de l'activité...)
- Valeur intrinsèque : Multiple normatif x résultat normatif après exécution du plan de restructuration
- Prix d'entrée = valeur intrinsèque après application d'une marge de sécurité (30% en moyenne)

### Special Situation

- Sociétés ciblées :
  - Sociétés sur un secteur en concentration (M&A) et pouvant faire l'objet d'une offre de rachat
  - Estimation de la valeur actualisée des synergies issues du rapprochement
- Nettoyage du bilan (titres hybrides, provisions, engagements hors bilan, saisonnalité de l'activité...)
- Détermination de deux bornes :
  - Valeur intrinsèque (« *standalone* ») : Multiple normatif x résultat normatif (retour à la normale, milieu de cycle)
  - Valeur spéculative (« *combined* ») : valeur intrinsèque + valeur actualisée des synergies

### GARP

- Sociétés ciblées :
  - Sociétés dont le couple « Croissance-Valorisation » est plus attractif que celui du marché actions européen
  - Sociétés dont le ratio de « PEG » (PER / TMVA du BNPA à 5 ans) est < 1,8 (14x / 8% pour le marché actions)
  - TMVA du BNPA > 8% (i.e. croissance moyenne du marché actions à LT) ; principalement croissance interne
  - P/E < 14x (i.e. valorisation moyenne du marché actions européen à long terme)
- Estimation / projection du résultat à 5 ans
- Nettoyage du bilan (titres hybrides, provisions, engagements hors bilan, saisonnalité de l'activité...)
- Valeur prospective : application de multiples normatifs (secteur, historique) aux projections à 5 ans
- Valeur actuelle : valeur prospective actualisée au coût des Fonds Propres approprié
- Prix d'entrée : valeur prospective actualisée sur une exigence de TRI reflétant le coût des Fonds Propres augmenté d'une prime de risque additionnelle spécifique à l'investisseur (300 pb en moyenne)

### GROWTH

- Sociétés ciblées :
  - Sociétés à forte croissance bénéficiaire future
  - Capacité à doubler le BNPA en 5 ans (soit en moyenne 15% par an)
- Estimation / projection du résultat à 5 ans
- Nettoyage du bilan (titres hybrides, provisions, engagements hors bilan, saisonnalité de l'activité...)
- Valeur prospective : application de multiples normatifs (secteur, historique) aux projections à 5 ans
- Valeur actuelle : valeur prospective actualisée au coût des Fonds Propres approprié
- Prix d'entrée : valeur prospective actualisée sur une exigence de TRI reflétant le coût des Fonds Propres augmenté d'une prime de risque additionnelle spécifique à l'investisseur (300 pb en moyenne)

**ECLAIRCISSEMENT SUR LES POINTS DE CONFLITS D'INTERET POSSIBLES**

Claire DERAY a signé un contrat de recherche avec la société Clasquin et le CIC en est le diffuseur exclusif. Le CIC est listing sponsor de Clasquin.

**Relations entre l'analyste et la société Clasquin**

L'analyste ou les analystes responsables de la préparation de cette étude ont-ils été employés par l'émetteur en tant que manager ou membre du conseil d'administration ?	NON
L'analyste et l'émetteur sont-ils convenus de la fourniture par le premier au second d'un service de production de la recommandation d'investissement sur ledit émetteur	OUI
Cette étude a-t-elle été présentée par l'analyse à l'entreprise avant sa parution ?	OUI
Si oui, les conclusions de l'analyste ont-elles été changées	NON

**Relations entre le CIC et la société Clasquin**

Le groupe CM-CIC détient-il plus de 5 % de la totalité du capital émis de l'émetteur, et réciproquement ?	NON
Le CIC, seul ou avec d'autres personnes morales, est-il lié avec l'émetteur par d'autres intérêts financiers significatifs ?	NON
Le CIC est-il un teneur de marché ou un apporteur de liquidité sur la valeur ?	NON
Le CIC est-il listing sponsor ou a-t-il un contrat de communication financière avec l'émetteur ?	OUI
Le CIC, seul ou avec d'autres personnes morales, est-il 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 ?	OUI
Le CIC a-t-il fourni les services d'investissement tels que la négociation pour compte propre ( <i>dans le cadre de programmes de rachat d'actions par exemple</i> ), la prise ferme, le placement garanti ou les services connexes tels que la fourniture de conseil aux entreprises ( <i>en matière de structure de capital ou de stratégie industrielle par exemple</i> ) ou les services liés à la prise ferme, à condition que cela n'entraîne pas la divulgation d'informations commerciales confidentielles et que l'accord ait été en vigueur au cours des douze derniers mois ou ait donné lieu au paiement ou à la promesse d'une rémunération au cours des 12 derniers mois ?	NON
Le CIC a-t-il convenu de la diffusion de la recommandation d'investissement sur ledit émetteur ?	OUI





**FRANCE**

**CM-CIC Market Solutions**

**CIC**

6, avenue de Provence  
75009 Paris

Tel. : +33 (0)1 53 48 81 93



**ETATS-UNIS**

**GSN North America**

**Member FINRA / SIPC**

**c/o CIC New York**

520 Madison Ave.  
New York, NY 10022

Tel. : +1 (212) 659 6250

Fax : +1 (212) 715 4472

## Disclaimer

Le CIC n'a pas réalisé la présente analyse financière et n'assume que la diffusion de celle-ci. L'analyse financière a été réalisée par l'analyste indépendant dont l'identité est précisée dans l'analyse financière. Le CIC n'a procédé à aucune modification de l'analyse financière qu'il diffuse.

Le CIC, membre du Groupe Crédit Mutuel-CIC, est un établissement de crédit agréé par l'ACPR. Le CIC est membre du réseau ESN (European Securities Network) et sous la tutelle de l'AMF (Autorité des Marchés Financiers française).

Le CIC a mis en place une organisation et des procédures (ou Muraille de Chine) destinées à garantir l'indépendance des analystes financiers et la primauté des intérêts des clients. Il est notamment interdit aux analystes financiers de négocier des instruments financiers pour leur propre compte en relation avec les émetteurs et les secteurs qu'ils suivent.

Le CIC diffuse tant l'analyse financière qu'il réalise directement que celle réalisée par ses partenaires et des analystes indépendants en accord avec ces analystes indépendants et les émetteurs.

L'analyste indépendant rédacteur de l'analyse financière s'est vu confié par l'Emetteur la réalisation d'une prestation d'analyse financière au sens de l'article L.544-1 du Code Monétaire et Financier. L'analyste indépendant et le CIC sont convenus, en accord avec l'Emetteur, que le CIC puisse diffuser de manière exclusive les prestations d'analyse financière réalisées par l'Analyste Indépendant sur l'Emetteur.

Ni le CIC, ni ses filiales (ainsi que les directeurs et employés de celles-ci) ne sauraient être tenus pour responsables de la transmission correcte et intégrale de ce document, ni de tout retard dans sa distribution. Toute utilisation, communication, reproduction ou distribution non autorisée du présent document est interdite. Les informations et explications reproduites dans cette étude sont l'expression d'une opinion ; elles sont données de bonne foi et sont susceptibles d'être changées sans préavis. Il est strictement interdit de reproduire le présent document intégralement ou en partie ou de le transmettre à des tiers sans autorisation. Le présent document a été préparé par un analyste indépendant et publié par le CIC. Les informations contenues dans le présent document proviennent de différentes sources. Ni le CIC, ni ses filiales (ainsi que les directeurs et employés de ceux-ci) ne garantissent leur exactitude ni leur intégralité, et ni le CIC, ni ses filiales (ainsi que les directeurs et employés de celles-ci) ne sauraient être tenus pour responsables d'éventuelles erreurs ou omissions, ni de toute perte ou perte indirecte liée à de telles erreurs ou omissions.

Les informations contenues dans le présent document, et toute opinion exprimée dans celui-ci ne constituent en aucun cas une offre, une invitation à faire une offre d'achat, de vente ou de souscription d'instruments financiers de quelque genre que ce soit. Le CIC, ses filiales (ainsi que les directeurs et employés de celles-ci) peuvent rendre des services d'investissement ou des services connexes, ou solliciter des mandats pour des services d'investissement ou des services connexes aux sociétés ou personnes ou autres entités mentionnées dans le présent document.

Le présent document a été préparé à l'intention des seuls clients du CIC et de ses filiales. Il ne répond pas aux objectifs d'investissement, à la situation financière ou aux besoins particuliers de tout individu susceptible de les recevoir. Il est déconseillé de prendre une décision sur la seule foi de ce document. Les investisseurs devraient solliciter des conseils financiers pour s'assurer de l'opportunité d'acheter les titres ou les stratégies d'investissement examinés ou recommandés dans le présent document, et devraient comprendre que des opinions relatives aux perspectives futures peuvent ne pas se réaliser. Les investisseurs devraient noter que tout revenu provenant de ces titres peut fluctuer et que le cours des titres peut augmenter ou baisser. Ainsi, les investisseurs peuvent récupérer moins que leur investissement initial. Les performances passées ne présument en rien des performances futures.

Les taux de change des devises peuvent avoir une incidence négative sur la valeur, le prix ou les revenus des titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. En outre, les investisseurs qui détiennent des titres comme les American Depositary Receipts (ADR), dont la valeur varie en fonction de la devise du titre sous-jacent, assument effectivement un risque devises.

Cette recherche est destinée au seul usage interne du destinataire, sauf accord préalable du CIC.

Ce document est destiné aux clients classés « professionnels » ou « contrepartie éligible » au sens de la directive MIF. Si un particulier « non professionnel » venait à être en possession du présent document, il ne devra pas fonder son éventuelle décision d'investissement uniquement sur la base dudit document mais devra consulter ses propres conseils.

**Pour toutes informations supplémentaires ou disclaimer spécifique, connectez-vous au site Internet de CM-CIC Market Solutions : [www.cmcicms.com](http://www.cmcicms.com)**