



## Clasquin (ALCLA FP)

11 septembre 2017

GARP

Cours (clôture du 07/09/2017)	37,6 €	
Valeur prospective (06/2021)	38,3 €	► TRI implicite : 5,1%
Valeur actuelle	32,9 €	► Potentiel : -12,5%
Point d'entrée	27,6 €	► TRI exigé : 13,5%
PEG ratio	1,7	

	2016A	2017E	2018E
P/E (x)	30,1	26,7	22,8
P/BV (x)	3,1	4,0	3,8
Rendement (%)	2,1	3,0	3,5
VE/CA (x)	0,3	0,4	0,3
VE/EBIT (x)	17,5	17,4	15,3

Capitalisation boursière	86,7 M€
Valeur d'entreprise	102 M€
Dette (+) Trésorerie nette (-) (2016)	11 M€
Levier / Gearing (2016)	1,7x / 46,5%
Volume quotidien moyen	70 K€
Nombre d'actions actuel / dilué	2 M / 2 M
Beta / Volatilité	1,4 / 21,1%



Sources: Analyste indépendant, FactSet

### POURQUOI S'Y INTÉRESSER : BIEN PLACÉE POUR PROFITER D'UN MARCHÉ MIEUX ORIENTÉ

**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 mondiale. Si Clasquin reste influencée par ces tendances de marché, historiquement la société a prouvé sa capacité à surperformer en cas de baisse, comme en cas de hausse. En 2016, sur le marché, les volumes transportés par voie maritime ou par voie aérienne ont été en légère hausse (+1/+2%), vs +17% et +6% respectivement pour Clasquin. Pour 2017, les dirigeants anticipent des tendances de marché plus favorables (au moins +2% en volume) et comptent poursuivre leurs gains de PdM.

**Un historique de croissance externe réussi.** Avec 4 acquisitions réalisées au cours des trois dernières années (Allemagne, États-Unis, France) Clasquin a prouvé sa capacité à mener à bien des opérations de croissance externe. 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 22,5 M€ à fin 2016, la société a les moyens de poursuivre ses ambitions.

**Une valorisation qui reste attractive.** Dans un contexte de marché plus favorable, et grâce à un bon début d'année (MB S1 à +7% à pcc) le cours de bourse a entamé son rebond (+59% depuis mi-novembre 2016). Le titre se traite ainsi avec une prime par rapport aux multiples historiques, mais reste cependant décoté par rapport à ses comparables boursiers. Sur la base de nos prévisions 2021, la valeur prospective à cet horizon ressort à 38,3 € par action, soit une valeur actuelle de 32,9 € (sur la base d'un coût des fonds propres de 8,5%) et un point d'entrée à 27,6 € (sur la base d'une exigence de TRI de 13,5%, soit une prime de risque additionnelle de 500 pb par rapport au coût du capital précité).

### DÉTAILS DE LA VALORISATION : VALEUR PROSPECTIVE 2021 : 38,3 € (TRI : 5,1%) / VALEUR ACTUELLE : 32,9 € (-12,5%)

**Résultats normalisés & Prospectifs.** Même si le marché est resté peu porteur en 2016, les dirigeants ont continué d'investir dans les futurs moteurs de croissance (recrutements, ouvertures d'agences, etc.) pesant ainsi sur les marges : ratio EBIT/MB à 8,0%. En 2017 et 2018, malgré le rebond attendu des performances de croissance organique, la migration vers le nouvel outil logiciel ne devrait pas permettre selon nous d'améliorer significativement la marge opérationnelle, l'amélioration devrait s'accélérer à partir de 2019 dès l'utilisation en année pleine de Cargowise, pour retrouver un niveau de marge EBIT/MB à deux chiffres.

**Multiples pertinents.** Dans les transactions du secteur, les multiples ressortent en moyenne à 8,5x l'EBITDA et 0,7x le CA. 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 Kluene Nagel) atteignent : 16,8x l'EBITDA 2017 et 21,9x l'EBIT 2017, comparé à respectivement 12,6x et 17,4x pour Clasquin.

**Dette financière et ajustements bilanciaux.** À fin 2016, la trésorerie s'élève à 22,5 M€, soit une dette nette de 11,1 M€ (gearing de 46%). Ce cash devrait servir à financer les futures opérations de croissance externe. La VE ne nécessite pas de retraitement majeur.

### CATALYSEURS ET RISQUES : DIVERSIFICATION GÉOGRAPHIQUE / RETOURNEMENT DE MARCHÉ

**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 des 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 ; 4) Perturbations liées au déploiement d'un nouvel ERP.

**Due diligence.** Analyse des marchés ; Analyse des concurrents ; Contacts société.

**Calendrier.** 20 septembre 2017 : Résultats S1 ; 26 octobre 2017 : CA T3 ; 22 février 2018 : CA 2017 ; 21 mars 2018 : Résultats 2017

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>

## SOMMAIRE

CAS D'INVESTISSEMENT .....	3
Axes stratégiques de développement ➔ <i>Poursuite de la diversification sectorielle et géographique</i>	
Transport maritime (47% de la marge brute) ➔ <i>Principal moteur de croissance notamment grâce à des acquisitions</i>	
Transport aérien (31% de la marge brute) ➔ <i>Une activité pérenne</i>	
Autre commission de transport (17% de la marge brute) ➔ <i>Une activité complémentaire</i>	
Log System, division logiciels (4% de la marge brute) ➔ <i>Activité non-stratégique</i>	
Leverier opérationnel ➔ <i>Un potentiel d'amélioration des marges</i>	
Croissance externe ➔ <i>Accélération des acquisitions depuis 3 ans</i>	
Endettement & Liquidité ➔ <i>Une situation financière saine lui permettant de financer sa croissance</i>	
Management, Gouvernance, Actionnariat ➔ <i>Un actionnariat familial</i>	
Profil de risque ➔ <i>Un environnement de marché volatil</i>	
Évolution de notre scénario de croissance bénéficiaire ➔ <i>Légères révisions à la baisse de nos attentes</i>	
Valeur prospective : 38,3 € ➔ <i>Valeur actuelle</i> ➔ 32,9 € / <i>TRI implicite</i> ➔ 5,1%	
ANALYSE DES FRANCHISES .....	8
Préambule comptable ➔ <i>Chiffre d'affaires vs. Marge brute</i>	
Commission de transport (96% de la MB / 97% du ROP) ➔ <i>Poursuite de la conquête de parts de marché</i>	
Edition de logiciels (4% de la MB / 3% du ROP) ➔ <i>Une activité non stratégique</i>	
PROFITABILITÉ NORMATIVE .....	12
Un contexte de marché plus porteur ➔ <i>Echanges mondiaux en hausse de 3,8/3,9% en 2018/19</i>	
Potentiel d'amélioration des marges ➔ <i>Digestion des coûts informatiques / Accélération à partir de 2019</i>	
GÉNÉRATION ET UTILISATION DU FREE CASH FLOW .....	17
Cash flow opérationnel ➔ <i>7 M€ par an en moyenne sur les 5 prochaines années</i>	
Intensité capitalistique ➔ <i>Faible : Capex ~1,5% du CA</i>	
Politique de rémunération des actionnaires ➔ <i>Élevée : Taux de distribution du dividende de 80%</i>	
Politique de croissance externe ➔ <i>Opérations récurrentes</i>	
DETTE FINANCIÈRE NETTE ET AJUSTEMENTS BILANCIELS .....	19
Structure de la dette, maturité, coût ➔ <i>Principalement emprunts à taux fixes libellés en euro</i>	
Liquidité, leverage et covenants ➔ <i>Leverage de 1,5x à fin 2016. Pas de covenants bancaires</i>	
Ajustements bilanciaux ➔ <i>Pas de retraitements majeurs</i>	
MULTIPLÉS DE VALORISATION NORMATIFS .....	21
Multiples historiques ➔ <i>~8x l'EBITDA / ~10x l'EBIT sur très longue période</i>	
Comparaison boursière ➔ <i>2 sociétés comparables aux multiples bien plus élevés</i>	
Transactions sectorielles ➔ <i>8,5x l'EBITDA pour des acteurs aux modèles différents</i>	
VALORISATION PROSPECTIVE .....	23
32,9 € à horizon 2021 ➔ <i>TRI implicite de 5,1%</i>	
MANAGEMENT, GOUVERNANCE, ACTIONNARIAT .....	24
Management ➔ <i>Une équipe dirigeante stable</i>	
Gouvernance ➔ <i>Un Conseil d'administration de six membres</i>	
Actionnariat ➔ <i>Familial : Yves Revol détient 47,5% du capital en direct et via sa holding (Olymp)</i>	
ANNEXE 1 : FICHE 25 ANS .....	26

## ÉQUIPE INVESTMENT OPPORTUNITIES

## FRANCE

Marc Gouget  
+33 (0)1 53 48 80 82  
marc.gouget@cmcic.fr

Alexandre Gérard  
+33 (0)1 53 48 80 93  
alexandre.gerard@cmcic.fr

## ALLEMAGNE

Tim Schuldt  
+49 69 58 997 433  
tim.schuldt@equinet-ag.de

## ESPAGNE

Victor Peiro Perez  
+34 91 436 7812  
vpeiro@bekafinance.com

## 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'appréciation de la génération de *cash flow* ; 4/ l'évaluation de la situation bilancielle ; 5/ la détermination de multiples de valorisation normatifs ; 6/ la détermination de la valeur prospective, de la valeur actuelle et du point d'entrée ; et 7/ l'appréciation du Management, de la Gouvernance, et de l'Actionnariat. Nous estimons la valeur prospective de Clasquin à horizon 2021 à 38,3 € pa, soit une valeur actuelle de 32,9 €, et un point d'entrée à 27,6 €.

## Axes stratégiques de développement

➔ Poursuite de la diversification sectorielle et géographique

La stratégie de Clasquin est orientée autour de plusieurs axes :

1. Continuer à accompagner la croissance des clients existants ;
2. Conquérir des parts de marché en recrutant des commerciaux expérimentés, même en cas de marché peu porteur ;
3. Poursuivre l'élargissement du réseau (62 bureaux en propres dans 20 pays répartis sur les 5 continents) ;
4. Proposer des solutions sur-mesure dans des secteurs d'activité caractérisés par des demandes complexes (transport de produits chimiques, vins et spiritueux, transport sur cintres, température dirigée, art, etc.) ;
5. Accélérer les développements par des opérations de croissance externe qui visent essentiellement l'Amérique du Nord, l'Europe et l'Asie.

## Transport maritime (47% de la marge brute)

➔ Principal moteur de croissance notamment grâce à des acquisitions

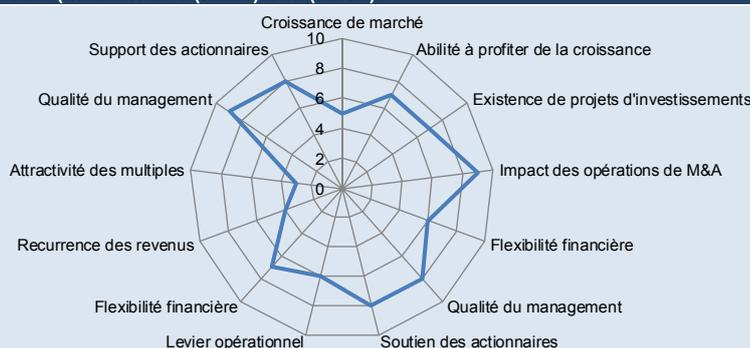
Présent dans le segment maritime depuis le début des années 1990, la société a mené avec succès sa diversification dans ce métier, notamment grâce à la réalisation d'opérations de croissance externe. La commission de transport par voie maritime a ainsi représenté 47% de l'activité en 2016, avec une croissance annuelle moyenne de la marge brute de plus de 12% au cours de la période 2006-2016. Plus que légitime dans ce métier, Clasquin devrait poursuivre ses développements.

## Transport aérien (31% de la marge brute)

➔ Une activité 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.

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



Source: Independent analyst

Près de dix ans après, cette division ne représente plus que 31% de l'activité, et ce malgré une croissance annuelle moyenne d'un peu plus de 3% sur la période. L'expertise de la société dans ce domaine devrait lui permettre de poursuivre la croissance de son chiffre d'affaires.

## Autre commission de transport (17% de la marge brute)

➔ Une activité complémentaire

Avec l'acquisition de LCI en 2015, les autres modes de transport (rail, route, multimodal) ont représenté 17% de l'activité de la société en 2016, contre moins de 10% historiquement. En effet, LCI a apporté son savoir-faire en matière de RO/RO (*Roll On / Roll Off*) c'est-à-dire le transport maritime de camions avec leur chargement (flux France-pays du Maghreb). Cette offre est en complément de celles du transport aérien et du maritime.

## Log System, division logiciels (4% de la marge brute)

➔ Activité non-stratégique

L'informatique étant un outil clé dans l'activité, la société a lancé les développements de ses propres systèmes avec la création d'une filiale dédiée en 1986 : Log System. Grâce à l'arrivée d'éditeurs de logiciels de qualité dans le secteur, et compte tenu de la complexité grandissante des échanges, les dirigeants de Clasquin ont annoncé en 2016 la signature d'un contrat avec Wisetech (*leader* mondial du secteur) pour déployer le logiciel Cargowise, en collaboration avec les équipes Log System pour l'adapter aux besoins internes et assurer l'intégration, à partir d'avril 2017.

Log System bénéficiant d'un savoir-faire reconnu, la société commercialise avec succès ses solutions. Cependant, la stratégie n'est pas de déployer à grande échelle ces outils logiciels, cette activité devrait ainsi rester marginale à l'échelle du groupe (4% de la MB).

## Levier opérationnel

### ► Un potentiel d'amélioration des marges

Au cours de l'année 2016, la société a poursuivi sa stratégie de conquête commerciale via l'extension de son réseau, notamment par l'ouverture d'implantations en propres (ouverture à Bangalore, au Portugal et au Chili en 2016), le lancement de nouvelles activités (création d'une division *Supply chain management*), et la poursuite des recrutements clés (Allemagne, Australie, etc...). Par ailleurs, le projet de changement des outils logiciels a été lancé. Il a conduit au cours de l'exercice à une dépréciation de certains outils existants (250 K€) et à des surcoûts liés à l'opération (de l'ordre de 300 K€) qui ont pesé sur la marge opérationnelle. Dans un contexte de croissance molle (MB 2016 à +3,4% ou +0,7% hors effets changes et de périmètre) la hausse des charges opérationnelles s'est ainsi accompagnée d'une baisse de marge, le ratio EBIT/MB passant à 8,0% comparé à 11,3% en 2015.

Compte tenu du poids de la main d'œuvre dans son activité (65% de la marge brute en 2016), le levier sur les marges est quelque peu limité. Cependant, dans un contexte de rebond d'activité, de non-récurrence de certaines charges qui ont pesé sur 2016, et parce que certaines filiales sont encore déficitaires (Allemagne, Asie du Sud Est) ou faiblement contributrices (Inde, États-Unis), Clasquin dispose d'un potentiel d'amélioration de ses marges dans les années à venir, avec un ratio EBIT/MB qui pourrait retrouver un niveau à deux chiffres (à plus de 15% les meilleures années).

En 2017 et 2018, l'utilisation en parallèle de l'ancien et du nouveau logiciel en cours de déploiement, Cargowise, devrait ralentir le redressement des marges. L'amélioration devrait s'accélérer à partir de 2019 dès lors que le nouveau logiciel sera utilisé en année pleine par l'ensemble des entités du groupe.

## Croissance externe

### ► Accélération des acquisitions depuis 3 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 (revendue 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 (États-Unis, 2,7 M€ de MB) et GAF (Allemagne, 0,7 M€ de MB, export vers les États-Unis et l'Asie), par LCI (France, 6,8 M€ de MB, transport maritime à destination des pays du Maghreb) en 2015, et enfin en 2016 par Art Shipping (France, 0,7 M€ de MB, Organisation de transport d'œuvre d'art) et la reprise de deux fonds de commerce aux États-Unis (0,4 M€ de MB, traitement des droits de douane).

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 22,5 M€ à fin 2016, Clasquin a les moyens de poursuivre ses ambitions en matière de croissance externe.

## Endettement & Liquidité

### ► Une situation financière saine lui permettant de financer sa croissance

La situation financière de la société est saine avec une situation de dette nette à fin 2016 à 11,1 M€, soit un *gearing* de 46,5%. Par ailleurs la dette est essentiellement libellée en euro, à taux fixes, et avec des échéances long terme. À noter cependant le poids du *goodwill* dans la valeur d'actif de la société (55% 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.

## 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>taux de distribution</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 une grosse opération de croissance externe (petites sociétés jusqu'à présent)</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 partir de 2017</li> <li>• Faible liquidité du titre</li> </ul>          |

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, Quentin Lacoste 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 47,5% 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 9,3% du capital.

**Profil de risque****► Un environnement de marché volatil**

L'évolution des volumes d'échanges mondiaux est un facteur clé de l'activité. 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.

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.

Enfin, en avril 2017 la société a lancé le changement de son ERP par le recours à des outils développés en externe en commençant par la filiale italienne. Cette migration va être pilotée par deux nouveaux arrivants dans la société : Paul Momege futur dirigeant de Log System (Philippe Le Bihan dirigeant historique partira à la retraite début 2018) et par Laurent Guillen responsable informatique du groupe arrivé en janvier dernier et issu de grands groupes internationaux (Carlson, Monsanto et Manitowoc-Potain). Le déploiement devrait être progressif sur une période de 18 mois (Hong-Kong, puis Chine, France, etc.) et devrait bénéficier du savoir-faire interne en matière informatique avec la filiale Log

System. Cependant, un changement de logiciel peut toujours perturber l'exploitation, et ainsi peser sur les performances d'activité voire de résultats avec des surcoûts liés à la migration ou aux perturbations elles-mêmes.

**Évolution de notre scénario de croissance bénéficiaire****► Légères révisions à la baisse de nos attentes**

Compte tenu du bon démarrage du début d'exercice (+7,0% en organique au S1) dans un contexte de marché plus porteur, nous avons révisé en hausse nos prévisions d'activité. Cependant, par prudence, pour tenir compte de surcoûts opérationnels liés au déploiement et à l'utilisation du nouvel outil logiciel (frais de licence), nous avons légèrement ajusté en baisse nos prévisions de résultats opérationnels pour les années à venir. Cela devrait être, à terme, compensé par des gains de productivité.

**Clasquin: Earnings forecasts revision**

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Sales - New	286	299	311	320	328
Sales - Old	244	255	266	274	280
Revision (%)	16.9	16.9	16.9	16.9	16.9
Adjusted EBITDA - New	8	9	10	11	12
Adjusted EBITDA - Old	8	9	11	11	11
Revision (%)	2.7	-3.4	-0.7	3.5	3.5
Adjusted EBIT - New	6	7	8	9	10
Adjusted EBIT - Old	6	7	9	9	9
Revision (%)	0.7	-6.9	-2.2	3.7	3.7
Adjusted EPS - New	1.41	1.65	2.16	2.43	2.55
Adjusted EPS - Old	1.43	1.82	2.24	2.36	2.47
Revision (%)	-1.4	-9.5	-3.7	3.1	3.3
NFD - New	11	10	9	7	6
NFD - Old	10	10	8	7	6
Revision (%)	6.8	8.8	5.9	-0.8	-5.7

Source: CM-CIC Market Solutions

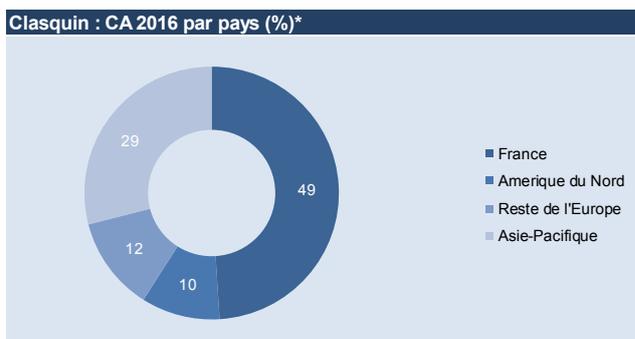
**Valeur prospective : 38,3 €****► Valeur actuelle ► 32,9 € / TRI implicite ► 5,1%**

Sur la base de nos prévisions 2021, la valeur prospective à cet horizon ressort à 38,3€ par action, soit une valeur actuelle de 31,3€ (sur la base d'un coût des fonds propres de 8,5%) et un point d'entrée à 27,6€ (sur la base d'une exigence de TRI de 13,5%, soit une prime de risque additionnelle de 500 pb par rapport au coût du capital présumé). Au cours actuel, le TRI sur la période ressort à 5,1% avec un rendement moyen du dividende de 4,6%, une croissance annuelle moyenne des BPA de 16% et une contraction des multiples de valorisation (-16%).

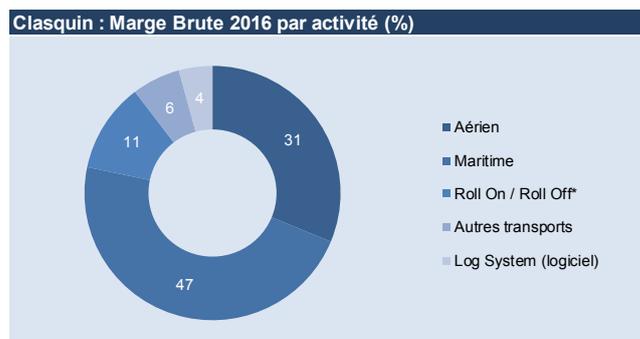
**Clasquin: Intrinsic value implicit assumption changes**

	Intrin. / Pres. Val. (EUR p.s.)	Target P/E (x)	2018E EPS (EUR)
New	32,9	20,0	1,6
Old	31,8	17,5	1,8
Change (%)	3,5	14,3	-9,5

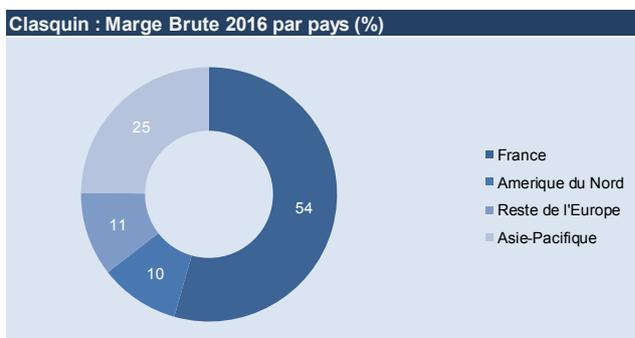
Source: CM-CIC Market Solutions



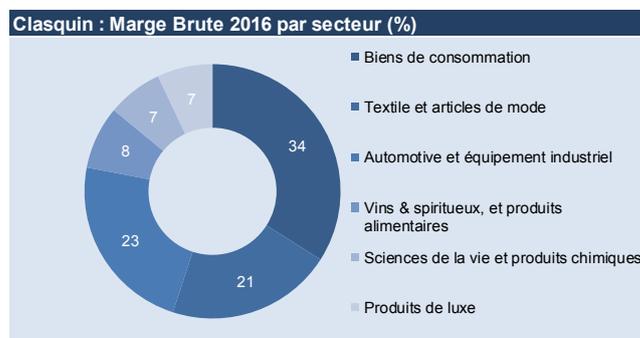
Source: Independent analyst, Clasquin \*Estimé



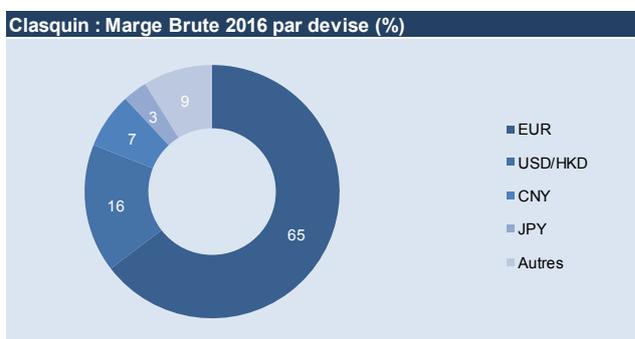
Source: Independent analyst, Clasquin \* transport maritime de camions avec leur chargement



Source: Independent analyst, Clasquin



Source: Independent analyst, Clasquin



Source: Independent analyst, Clasquin

### Clasquin : Quelques données opérationnelles

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Bureaux	44	46	46	50	55	62
Pays	17	19	20	20	20	20
Salariés	562	612	633	670	674	716
Tonnes (Aé.)	41 139	41 659	44 792	47 977	50 586	53 402
Variation	8,6%	1,3%	7,5%	7,1%	5,4%	5,6%
EVP* (Mar.)	90 198	84 895	85 138	90 727	122 884	144 147
Variation	14,0%	-5,9%	0,3%	6,6%	35,4%	17,3%
Tot. nb d'op.	142 570	146 324	156 375	171 300	207 931	221 990
Variation	5,1%	2,6%	6,9%	9,5%	21,4%	6,8%

Source: Independent 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: Independent analyst, Clasquin

### Clasquin : Conseil d'administration

Nombre de membres	6
Dont membres indépendants	2
Dont femmes	1

Source: Independent analyst, Clasquin

### Clasquin : Actionariat

	%	
	Capital	Dt de vote
Yves Revol + Olymp	47,5	62,3
Zenlor	2,2	2,9
Salariés	10,8	8,2
Flottant	39,6	26,7

Source: Independent analyst, Clasquin

### Clasquin : Déclaration des administrateurs

Corporate Officer	Date	Achat/ Vente	Nbr de titres	Montant EUR	Prix de transaction
Hugues Morin	18/07/2017	Vente	2 014	70 493	35,0
Olymp / Yves Revol	14/07/2017	Vente	2 300	80 500	35,0
Olymp / Yves Revol	13/07/2017	Vente	222	7 770	35,0
Olymp / Yves Revol	12/07/2017	Vente	2 005	70 175	35,0
Olymp / Yves Revol	04/07/2017	Vente	97	3 395	35,0
Olymp / Yves Revol	30/06/2017	Vente	533	18 655	35,0

Source: Independent analyst, Clasquin, AMF

### Clasquin : Profil de la société

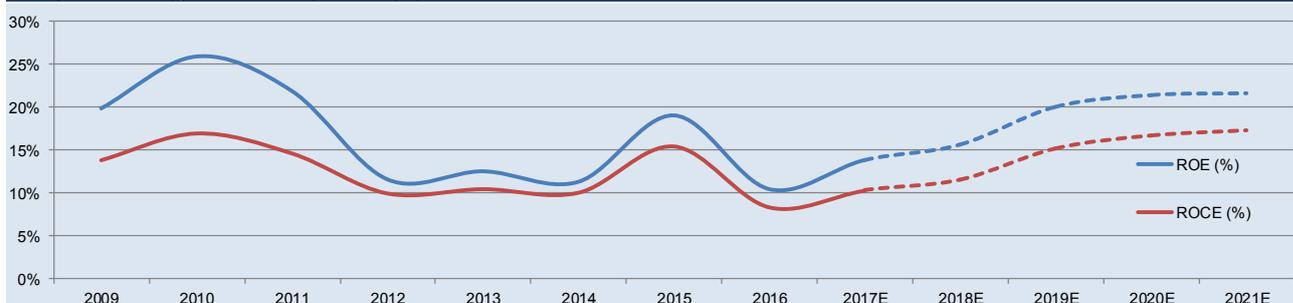
Clasquin est un spécialiste de l'International Freight Management et de la logistique Overseas. La société pilote et organise les flux de marchandises de ses clients principalement entre l'Europe et le reste du monde, et en particulier, en provenance ou à destination des zones Asie-Pacifique et Amérique du Nord. Au cours des dernières années Clasquin a réalisé plusieurs stratégies de 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: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Due diligence d'investissement				
	Faible	Moyen	Fort	Commentaires
<b>Structure du marché &amp; Momentum</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Tendances de croissance séculaires</li> <li>Barrières à l'entrée</li> <li>Pouvoir de négo. des fournisseurs</li> <li>Pouvoir de négo. des acheteurs</li> <li>Menace de produits de substitution</li> <li>Intensité concurrentielle</li> <li>Consolidation de l'industrie</li> <li>Fragmentation de l'industrie</li> <li>Contenu technologique</li> <li>Cadre réglementaire</li> </ul>			x	Historiquement les flux de transport augmentaient plus vite que la croissance mondial. Plus le cas auj. Métier faiblement capitalistique mais nécessité de recruter des personnes expérimentées Les taux de fret fluctuent au niveau mondial et sont imposés aux commissionnaires de transport Les variations des coûts des transport sont répercutées aux clients Les activités exercées sont des 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 nombreux rapprochements ont lieu mais il subsiste toujours beaucoup d'opérateurs 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>Profil des revenus</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Cyclicité</li> <li>Saisonnalité</li> <li>Récurrance</li> <li>Prévisibilité</li> <li>Compréhension de l'entreprise</li> <li>Diversification des clients finaux</li> <li>Diversification des marchés finaux</li> <li>Diversification géographique</li> <li>Diversification des fournisseurs</li> <li>Croissance organique</li> <li>Croissance externe</li> <li>Pricing power</li> </ul>	x	x	x	Les volumes transportés dépendent du dynamisme de l'économie mondial Le T1 est le plus faible trimestre de l'année mais pas de manière significative  Avec la cession de Gueppe, Clasquin est désormais centrée uniquement sur la commission de transp. Portefeuille clients diversifié (aucun client ne représente plus de 5% 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 des tarifs
<b>Profitabilité et génération de Cash-Flow</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Structure de coûts fixes</li> <li>Dépendance aux mat. premières</li> <li>Intensité capitalistique</li> <li>Rentabilité des capitaux engagés</li> <li>Génération de Cash Flow</li> <li>Résilience de la marge</li> <li>Organisation industrielle</li> <li>Potentiel de restructuration</li> </ul>	x	x	x	Essentiellement des frais de personnel  ROCE moyen > 15% FCF yield à 6% en moyenne depuis 2008 (basé sur le cours moyen de l'année) Limitée par le besoin de maintenir les équipes pour préparer le rebond en cas de baisse La sté est présente dans les zones clés et s'appuie sur un réseau de partenaires ailleurs (WFA) La marge opérationnelle a été sous pression en 2016
<b>Bilan et Liquidité</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Levier financier</li> <li>Liquidité</li> <li>Qualité de la structure de la dette</li> <li>Intensité du BFR</li> <li>Eléments hors bilan</li> </ul>	x	x	x	Dettes nettes / EBITDA à 1,7 Trésorerie à plus de 22 M€ à fin 2016 Pas de mur de dette
<b>Considérations relatives à l'investissement</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Pérenité des franchises</li> <li>Attractivité de la valorisation</li> <li>Régularité des perf. op.</li> <li>Intérêt spéculatif</li> <li>Complexité comptable</li> <li>Historique du management</li> <li>Rémunération du management</li> <li>Activité d'initiés</li> <li>Couverture des analystes</li> <li>Liquidités des actions</li> <li>Volatilité des cours de bourse</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  Managers aux postes clés présents sur ce métier et pour la plupart dans la société depuis longtemps  Couvert par 4 analystes sell side Moyenne des échanges sur 2016 : 1 537 titres par jour Beta : 0,44 ; Beta ajusté : 0,63 ; Variation moyenne sur 24 mois : 10,2%

Source: Independent analyst, Factset

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



Source: Independent analyst

**Clasquin : Croissance historique de la Marge Brute**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Marge Brute - Croissance (%)	40,4%	-7,9%	23,8%	6,3%	0,0%	5,2%	6,3%	10,3%	3,4%
Dont organique (%)	27,3%	-9,1%	20,2%	6,6%	-4,9%	3,3%	4,3%	4,1%	0,7%
Dont parités monétaires (%)	-2,4%	1,2%	3,6%	-0,3%	2,9%	-2,2%	-0,5%	5,0%	-0,3%
Dont périmètre (%)	15,5%	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	4,1%	2,5%	1,1%	3,0%

Source: Independent analyst

## ANALYSE DES FRANCHISES

Acteur historique de la commission de transport en aérien entre la France et l'Asie, Clasquin s'est progressivement diversifiée en termes d'activités et de zones géographiques par croissance interne et depuis trois ans par le recours à des opérations de croissance externe. Dans un secteur mondialisé, Clasquin est un petit acteur qui gagne des parts de marché chaque année grâce à sa réactivité, sa flexibilité et sa stratégie de spécialisation.

## Préambule comptable

## ➔ Chiffre d'affaires vs. Marge brute

En 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 CA 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 ceux basés sur les niveaux de marge brute (MB).

## Commission de transport (96% de la MB / 97% du ROP)

## ➔ Poursuite de la conquête de parts de marché

## &gt; 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.

Au sein du pôle Commission de transport, on peut distinguer :

- Le transport aérien (31% de la MB), activité historique de la société qui réalise une croissance annuelle moyenne de l'ordre de 3%, et qui a permis aux dirigeants d'investir dans de nouveaux foyers de croissance ;
- Le transport maritime (47% de la MB), diversification opérée à partir du début des années 1990 notamment via la réalisation d'opérations de croissance externe, et qui a permis à cette activité de devenir la première division en termes de taille à partir de 2010 ;
- Le *Roll On – Roll Off* (11% de la MB), transport maritime de camions avec leur chargement issu de l'acquisition de LCI en 2015 spécialisé sur les flux France-Maghreb ;
- Les autres modes de transport (6% de la MB rail, la route, logistique, etc.), en complément du transport par voie aérienne ou maritime, dont le poids pourrait croître dans compte tenu de la volonté de poursuivre les diversifications dans la logistique *overseas* par exemple (stockage, préparation de commandes, distribution).

## &gt; Environnement concurrentiel

Confronté à une concurrence variée, avec d'un côté des géants mondiaux (DHL, Kuehne Nagel, Fedex, Schenker, Nippon Logistics, Expeditors, etc.) et avec 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 de la division commission de transport de plus de 8% depuis 2006 dont environ 5% par croissance organique.

## &gt; Barrières 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 (24 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 les cinq continents avec plus de 700 collaborateurs répartis dans un réseau de 62 bureaux opérationnels dans 20 pays, assurant une présence dans les principaux ports et aéroports dans le monde. La stratégie est orientée vers la poursuite de la croissance du réseau avec un focus sur l'Inde, le Sud-Est asiatique, les pays du Maghreb et du Moyen Orient. Pour ce faire la société a recruté Pascal Praquin en 2016, en tant que responsable du M&A et de l'expansion du réseau (ex-responsable de la division *Freight forwarding* Asie pour Norbert Dentressangle devenue XPO).

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.

## &gt; Profil de risque

Cette activité étant plutôt cyclique, la société, comme l'ensemble des acteurs du secteur, a dû 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 +4,5%.

## Clasquin: Analyse des franchises

	MB / EBIT %	Taille de marché	Cyclicité	Profitabilité	Intensité capitalistique	Croissance	Recurrence
Commission de transport	96 / 97	N/A	Forte	Faible	Faible	Forte	Faible
Edition de logiciels	4 / 3	N/A	Faible	Forte	Faible	Faible	Forte

Source: Independent analyst, Clasquin

**Edition de logiciels (4% de la MB / 3% du ROP)**

➔ **Une activité non stratégique**

> **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 180 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.

Bénéficiant d'un savoir-faire reconnu, Log System commercialise avec succès ses solutions. Cependant, la stratégie n'est pas de les déployer à grande échelle. Cette activité devrait rester marginale (4% de la MB consolidée).

> **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 de Clasquin

ont ainsi annoncé en 2016 la signature d'un contrat avec Wisetech (Australien leader mondial du secteur du Transport Management System) pour mettre au point sur la base de son logiciel CargoWise et déployer, en collaboration avec les équipes Log System, un nouvel outil logiciel pour la société qui est déployé progressivement depuis avril 2017.

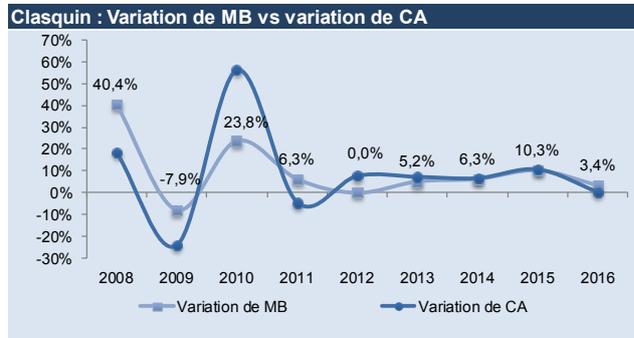
À terme, cela permettra à la société de disposer d'une connectivité avec l'ensemble de l'écosystème partout dans le monde (compagnies aériennes et maritimes, douanes, etc.).

> **Barrières à l'entrée et pérennité des franchises**

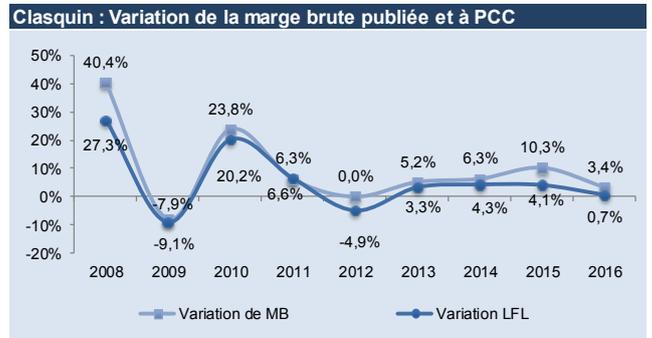
Créée à l'origine (1986) pour répondre aux besoins de la société en matière de système informatique, la nécessité de déployer des solutions sur mesure pour ces clients, et l'absence de solutions disponibles sur le marché, Log System a progressivement commercialisé ses logiciels en externe, dans un premier 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**

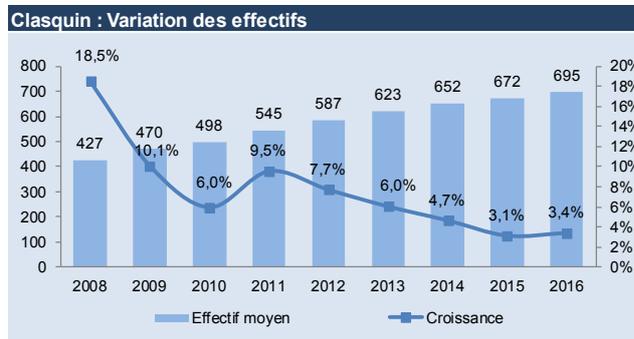
Cette structure emploie 28 personnes, et sert également d'équipe IT à Clasquin, le risque supporté par cette division est donc limité.



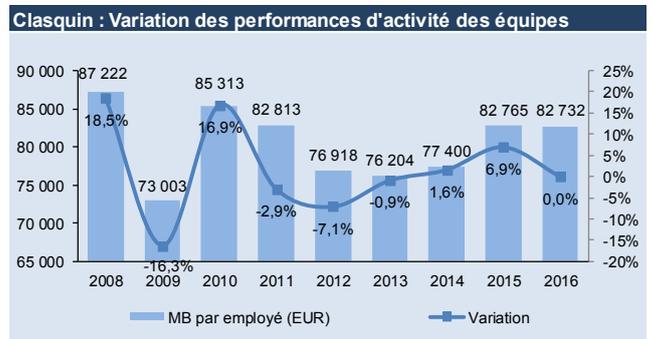
Source: Independent analyst, Clasquin



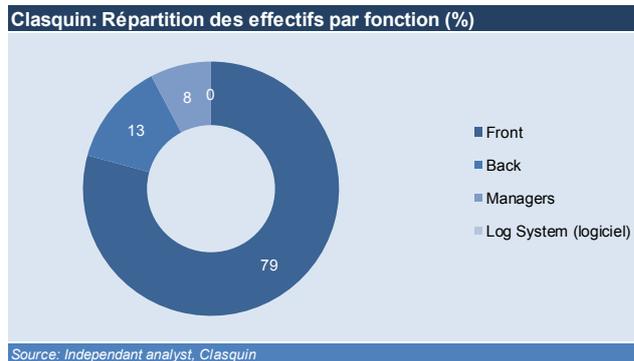
Source: Independent analyst, Clasquin



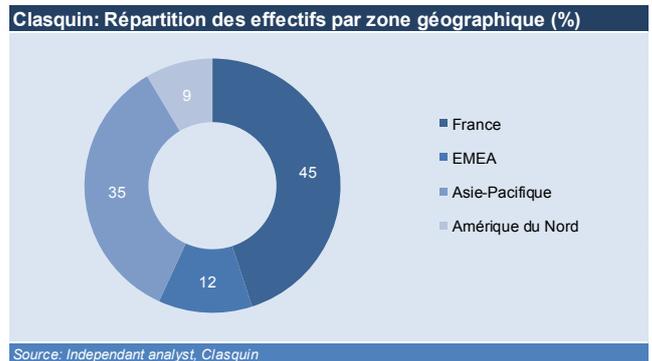
Source: Independent analyst, Clasquin



Source: Independent analyst, Clasquin



Source: Independent analyst, Clasquin



Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Evolution de l'activité en commission de transport									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Nombre d'opérations</b>									
Aérien	60 791	51 167	57 629	60 899	59 896	61 275	65 274	70 554	72 810
Variation	-2,8%	-15,8%	12,7%	5,7%	-1,6%	2,3%	6,5%	8,1%	3,2%
Maritime	51 548	52 523	66 435	69 537	73 487	81 595	92 090	98 908	100 765
Variation	5,7%	1,9%	26,5%	4,7%	5,7%	11,0%	12,9%	7,4%	1,9%
RO/RO*	-	-	-	-	-	-	-	23 270	33 913
Variation	-	-	-	-	-	-	-	-	45,7%
Autres	7 460	9 076	11 629	12 134	12 941	13 505	13 936	15 199	14 502
Variation	3,8%	21,7%	28,1%	4,3%	6,7%	4,4%	3,2%	9,1%	-4,6%
<b>Volumes traités</b>									
Aérien (tonnes)	37 025	30 956	37 879	41 139	41 659	44 792	47 977	50 586	53 402
Variation		-16%	22%	9%	1%	8%	7%	5%	6%
Soit par opération	0,609	0,605	0,657	0,676	0,696	0,731	0,735	0,717	0,733
Variation		-0,7%	8,6%	2,8%	3,0%	5,1%	0,5%	-2,5%	2,3%
Maritime (EVP)	50 683	55 618	79 094	90 198	84 895	85 138	90 727	122 884	144 147
Variation		9,7%	42,2%	14,0%	-5,9%	0,3%	6,6%	35,4%	17,3%
Soit par opération	0,983	1,059	1,191	1,297	1,155	1,043	0,985	1,242	1,431
Variation		7,7%	12,4%	9,0%	-10,9%	-9,7%	-5,6%	26,1%	15,1%
<b>Marge Brute</b>									
Aérien (EURm)	14,9	12,7	16,1	17,3	16,2	15,6	16,6	19,1	18,4
Variation	9,6%	-14,8%	27,2%	7,7%	-6,6%	-3,4%	5,9%	15,3%	-3,7%
Soit par opération (EUR)	245,1	248,2	279,4	284,1	270,5	255,4	253,8	270,7	252,7
Variation		1,3%	12,5%	1,7%	-4,8%	-5,6%	-0,6%	6,6%	-6,6%
Soit par tonne (EUR)	402,4	410,3	425,0	420,5	388,9	349,3	345,4	377,6	344,6
Variation		1,9%	3,6%	-1,1%	-7,5%	-10,2%	-1,1%	9,3%	-8,7%
Maritime (EURm)	13,5	12,7	16,2	17,5	18,5	20,6	22,5	27,8	27,7
Variation	21,6%	-5,6%	26,6%	8,4%	5,6%	11,3%	9,3%	23,4%	-0,4%
Soit par opération (EUR)	261,9	242,7	243,5	251,7	251,7	252,6	244,6	281,1	274,9
Variation		-7,3%	0,3%	3,4%	0,0%	0,3%	-3,1%	14,9%	-2,2%
Soit par EVP (EUR)	266,4	229,2	204,5	194,0	217,9	242,1	248,3	226,2	192,2
Variation		-14,0%	-10,8%	-5,1%	12,3%	11,1%	2,6%	-8,9%	-15,1%
RO/RO*	-	-	-	-	-	-	-	4,7	6,7
Variation	-	-	-	-	-	-	-	-	42,6%
Soit par opération (EUR)	-	-	-	-	-	-	-	202,0	197,6
Variation	-	-	-	-	-	-	-	-	-2,2%
Autres	1,5	1,8	2,1	2,3	2,9	3,3	3,4	2,9	3,6
Variation	-	20,0%	16,2%	10,0%	26,1%	14,0%	3,0%	-14,9%	24,1%
Soit par opération (EUR)	201,1	198,3	179,8	189,6	224,1	244,9	244,5	190,8	248,2
Variation	-	-1,4%	-9,3%	5,4%	18,2%	9,3%	-0,2%	-22,0%	30,1%
<b>Marge Brute totale</b>	<b>37,2</b>	<b>34,3</b>	<b>42,4</b>	<b>45,1</b>	<b>45,1</b>	<b>47,4</b>	<b>50,4</b>	<b>55,6</b>	<b>57,5</b>
Variation	40,4%	-7,9%	23,8%	6,3%	0,0%	5,2%	6,3%	10,3%	3,4%
Variation LFL	27,3%	-9,1%	20,2%	6,6%	-4,9%	3,3%	4,3%	4,1%	0,7%

Source: Independent analyst, Clasquin

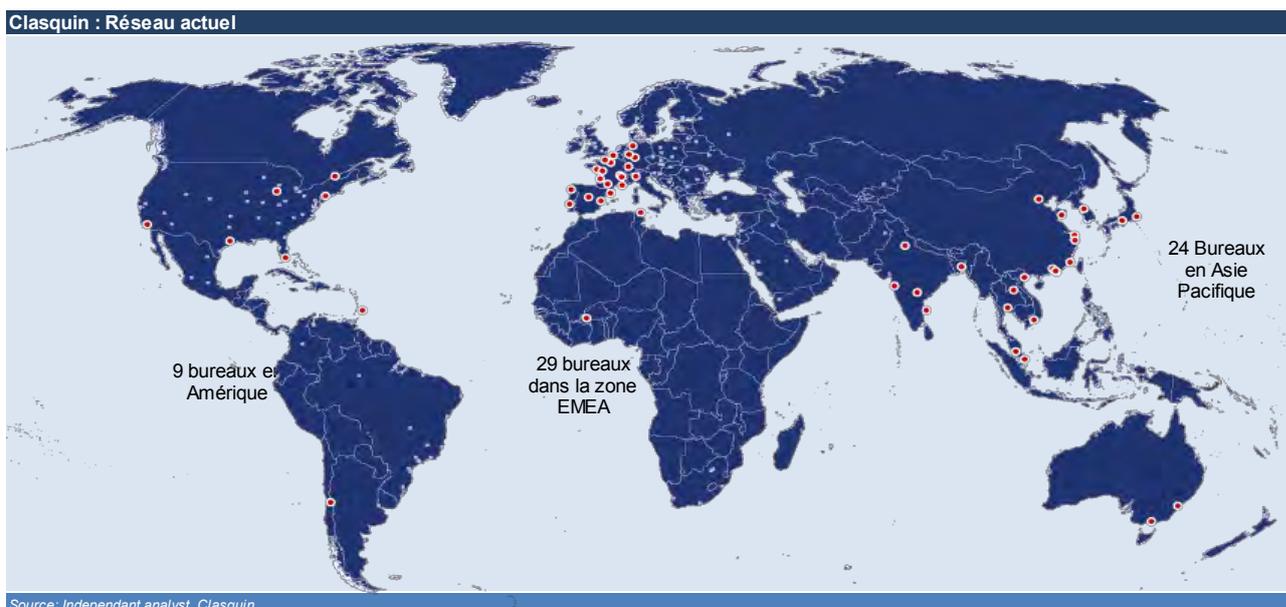
\* Roll On / Roll Off, transport maritime de camions avec leur chargement

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	Logiciel tiers en cours d'intégration par les équipes internes de Clasquin
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, l'activité ne requiert pas l'utilisation de technologie 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 traitements douaniers
	Legal	X		
	Politique	X		Le marché de la commission de transport est un marché mondial peu influencé par les risques politiques
	Gouvernance	X		

Source: Independent analyst, Clasquin



Source: Independent analyst, Clasquin

## PROFITABILITÉ NORMATIVE

Dans un contexte de marché plus porteur, et compte tenu de la poursuite de l'offensive commerciale, la croissance organique devrait probablement rebondir. L'activité pourrait par ailleurs bénéficier de la poursuite des opérations de croissance externe. En termes de profitabilité, grâce au rebond attendu de l'activité, la marge opérationnelle devrait se redresser pour retrouver un ratio EBIT/MB à deux chiffres post déploiement du nouvel outil logiciel. Malgré une marge opérationnelle faible en apparence : de l'ordre de 2% pour le ratio EBIT/CA (moyenne 5 ans), le retour sur capitaux employés est relativement élevé : près de 12% en moyenne. En effet, par définition l'activité de commission de transport est un métier faiblement capitalistique, la société jouant le rôle d'intermédiaire.

### Un contexte de marché plus porteur

#### ➔ Echanges mondiaux en hausse de 3,8/3,9% en 2018/19

##### > Accélération de la croissance des échanges mondiaux

Historiquement, les échanges mondiaux variaient plus fortement que la croissance des économies. Du fait des vagues de délocalisation, essentiellement d'Amérique du Nord et d'Europe vers l'Asie ou l'Amérique latine, les sites de production s'éloignaient des foyers de consommations, permettant de générer une croissance des échanges mondiaux supérieure à la croissance du PIB mondial.

Depuis quelques années (2012), les délocalisations étant ralenties voire même certains secteurs ayant entamé une vague de relocalisation (hausse des coûts de transport, du coût de la main-d'œuvre asiatique, etc.), la croissance des échanges mondiaux est désormais globalement semblable à l'évolution du PIB. Dans ses dernières estimations, le FMI anticipe une croissance du PIB mondial de 3,5% pour 2017 et de 3,6% en 2018 et une croissance des échanges mondiaux de respectivement +4,0% et +3,9%, en accélération par rapport à la hausse de +2,3% de 2016.

Dans un contexte de marché en amélioration, les sociétés de transport devraient bénéficier d'une hausse des volumes. Sur les segments maritimes et aériens, les acteurs du marché anticipent une croissance des volumes de plus de 3% en 2017, en légère accélération par rapport à 2015 et 2016.

##### > Une surperformance du marché qui devrait se poursuivre

Les dirigeants de Clasquin ayant poursuivi leur offensive commerciale dans cette période de ralentissement du marché, via les ouvertures d'agences, les opérations de croissance externe ciblées ou encore le recrutement de commerciaux (+7,5% des effectifs en *front office* en 2016), le groupe devrait très probablement bénéficier des tendances de marché plus porteuses. Ainsi la croissance interne pourrait s'accroître, comparée à +1,5% en moyenne au cours des 5 dernières années au niveau de la marge brute.

En termes de croissance externe, la première acquisition dans la Commission de transport a été la société espagnole Intercargo en 2012, suivie en 2014 par Garnett Logistics Group (États-Unis) et GAF (Allemagne), par LCI (France) en 2015, et enfin en 2016 par Art Shipping (France) et la reprise de deux fonds de commerce aux États-Unis. Au global, au cours des 5 dernières années, les acquisitions ont permis de gagner 1,5% de croissance de MB par an.

La stratégie affichée est de poursuivre les acquisitions pour compléter les implantations géographiques, les spécialités sectorielles, ou encore pour renforcer les équipes commerciales au sein des bureaux existants. Avec une trésorerie à 22,5 M€ à fin 2016, Clasquin a les moyens de poursuivre ses ambitions en matière de croissance externe.

### > Guidance du management

Historiquement, Clasquin a prouvé sa capacité à surperformer le marché en cas de baisse, comme en cas de hausse. En 2016, les volumes transportés par voie maritime ou par voie aérienne ont été en légère hausse (+1/+2%), vs +17% et +6% respectivement pour Clasquin grâce à la poursuite des conquêtes commerciales et à l'extension de la couverture géographique. Pour 2017, les dirigeants anticipent des tendances plus favorables (au moins +3%/+4% en volume) et comptent poursuivre leurs gains de parts de marché.

### Potentiel d'amélioration des marges

#### ➔ Digestion des coûts informatiques / Accélération à partir de 2019

##### > Profitabilité historique

De même que pour l'activité, le ratio EBIT/MB est plus pertinent que le ratio EBIT/CA, en particulier pour comparer son évolution dans le temps. Les frais de personnel sont le principal poste de charges (en moyenne 59% de la MB 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 reverts à la baisse, ce qui peut peser sur les marges, mais assure le rebond de l'activité en cas de reprise du marché. C'est ce qu'a connu Clasquin en 2009 et 2010, pressions sur les marges en 2009 (MB 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 étant un facteur clé de succès, Clasquin poursuit le renforcement de son réseau propre, par croissance interne (ouvertures de filiales 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 au cours des dernières années (ouverture de l'Inde, du Chili, du Portugal en 2016). Par ailleurs, les conquêtes commerciales étant le plus souvent liées à la qualité des équipes locales et de leur équipe de management. La montée en puissance dans certaines zones peut parfois être plus longue comme en Allemagne ou en Asie du Sud Est, où la société est présente depuis plusieurs années sans avoir encore atteint la taille critique pour pouvoir y dégager des profits.

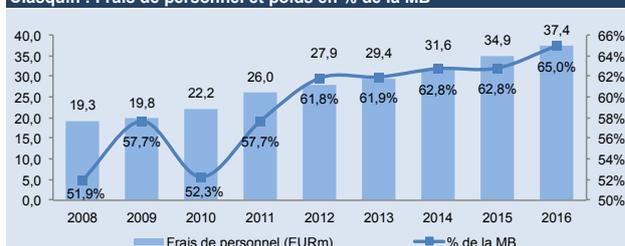
En 2016, la faible croissance de l'activité (MB à seulement +3,4% en publié), n'a pas permis de compenser la hausse des coûts liés à la politique de développement, et certains coûts liés à la préparation du changement de logiciel (dépréciation d'actifs de 250 K€, études liées aux projets, etc.). Ainsi, le ratio EBIT/MB est tombé à 8,0% comparé à 11,3% en 2015 (9% en moyenne au cours de la période 2012-2016).

**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 (Göritz Air Freight)	2014	Allemagne	Achat 100%		0.7	Positif	Nc	Commission de transport aérien Europe-US et Europe-Asie
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
Art Shipping	2016	France	Achat 80%	0.6	0.7	0.1	5.7	Transport d'œuvres d'art

Source: Independent analyst, Clasquin

**Clasquin : Frais de personnel et poids en % de la MB**



Source: Independent analyst, Clasquin

**Clasquin : Coût par employé**



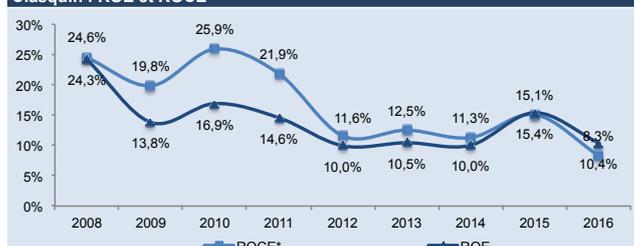
Source: Independent analyst, Clasquin

**Clasquin : Marge opérationnelle**



Source: Independent analyst, Clasquin

**Clasquin : ROE et ROCE\***



Source: Independent analyst, Clasquin

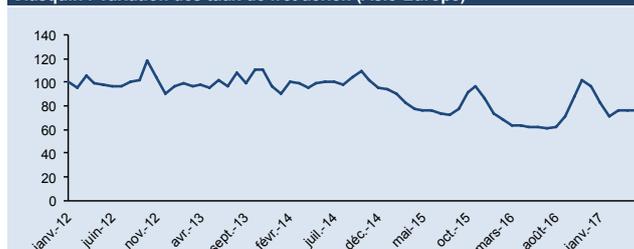
\* Inklus goodwill

**Clasquin : Variation des taux de fret maritime (Asie-Europe)**



Source: Independent analyst, Clasquin (base 100 en janvier 2008)

**Clasquin : Variation des taux de fret aérien (Asie-Europe)**



Source: Independent analyst, Clasquin (base 100 en janvier 2012)

**Clasquin : Tendances de marché (évolution en volume)**



Source: Kluene & Nagel, Panalpina, Clasquin

> **Estimations CM-CIC Market Solutions**

Dans un contexte de marché porteur, et compte tenu de l'offensive commerciale, nous estimons que les performances en matière de croissance interne devraient s'améliorer. Nous prévoyons un rebond à +6,0% de la croissance organique en 2017, après +0,7% en 2016, et +4,0% par an en moyenne d'ici 2021.

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 2017, Clasquin devrait bénéficier de la contribution sur 12 mois des acquisitions de 2016 (Art Shipping sur 5 mois additionnels, soit +0,5% sur la croissance de la MB), et d'un effet change positif (+0,4% attendu), permettant de porter la croissance de la MB à +6,9% sur l'exercice.

En termes de marges, les dirigeants ne donnent jamais d'objectifs. Cependant, compte tenu du déploiement du nouvel outil logiciel Cargowise qui devrait s'opérer en partie sur 2017 (Italie, Hong-Kong, Chine et reste de l'Asie) et en partie sur 2018 (France, Europe et reste du monde), et les surcoûts engendrés pendant la migration, il est certain que les marges opérationnelles ne profiteront pas pleinement du rebond de l'activité au cours des deux prochaines années, avec un probable rattrapage à partir de 2019, lorsque le logiciel sera utilisé par la totalité des équipes du groupe, évitant les doublons avec l'outil historique, et permettant de commencer à dégager des gains de productivité ciblés.

Nous estimons ainsi que le ratio MB/CA pourrait retrouver un niveau à deux chiffres à horizon 2019, et s'améliorer

significativement les années suivantes avec l'effet de l'utilisation de Cargowise en rythme de croisière. À noter cependant qu'au vu de la stratégie de poursuite de l'extension du réseau (recrutement dans les agences, ouverture de pays, etc.), nous estimons que le ratio d'EBIT/MB ne devrait pas retrouver ses plus hauts historiques à 15%.

Combinant retour à une croissance plus soutenue de l'activité et amélioration des marges, les résultats de la société qui ont été sous pression en 2016 (EBIT à -27%, et RN à -35% lié à moins de gains de changes), devraient rebondir au cours des prochaines années pour retrouver une croissance à deux chiffres : +22% par an attendu en moyenne au cours de la période 2017-2021.

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

EURm	2011	2012	2013	2014	2014 proforma*	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>CA</b>	171,4	184,6	198,1	211,5	201,7	234,2	235,0	285,7	298,6	310,5	319,8	327,8
Variation	-4,3%	7,7%	7,3%	6,7%	Ns	16,1%	0,3%	21,6%	4,5%	4,0%	3,0%	2,5%
Variation LFL	-3,9%	0,6%	6,6%	3,8%	Ns	-6,5%	-1,4%	20,0%	4,5%	4,0%	3,0%	2,5%
<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>57,5</b>	<b>61,5</b>	<b>64,2</b>	<b>66,8</b>	<b>68,8</b>	<b>70,5</b>
Variation	6,3%	0,0%	5,2%	6,3%	Ns	27,5%	3,4%	6,9%	4,5%	4,0%	3,0%	2,5%
Variation LFL	6,6%	-4,9%	3,3%	4,3%	Ns	4,8%	0,7%	6,0%	4,5%	4,0%	3,0%	2,5%
Dont Aérien	17,3	16,2	15,6	16,6	16,6	19,1	18,4	20,2	21,2	22,0	22,8	23,4
Variation	7,7%	-6,6%	-3,4%	5,9%	5,9%	15,3%	-3,7%	10,0%	4,5%	4,2%	3,5%	2,5%
Dont Maritime	17,5	18,5	20,6	22,5	22,5	27,8	27,7	29,6	31,1	32,4	33,4	34,3
Variation	8,4%	5,6%	11,3%	9,3%	9,3%	23,4%	-0,4%	7,0%	4,5%	4,2%	3,0%	2,5%
Dont RO/RO	-	-	-	-	-	4,7	6,7	6,8	7,0	7,1	7,3	7,4
Variation	-	-	-	-	-	-	42,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Dont Autres	2,3	2,9	3,3	3,4	3,4	2,9	3,6	3,8	3,9	4,1	4,2	4,3
Variation	12,1%	25,0%	12,8%	3,0%	3,0%	3,0%	24,1%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%
Dont Log System	2,3	2,3	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,8	2,9	3,0	3,2
Variation	29,7%	-0,2%	-10,7%	4,5%	4,5%	4,5%	-1,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>EBIT avant exceptionnels</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>5,2</b>	<b>5,9</b>	<b>6,6</b>	<b>8,4</b>	<b>9,4</b>	<b>9,8</b>
% CA	3,3%	2,2%	2,3%	2,0%	1,5%	2,7%	2,0%	2,1%	2,2%	2,7%	2,9%	3,0%
% MB	12,7%	9,1%	9,5%	8,4%	7,1%	11,3%	8,0%	9,5%	10,3%	12,6%	13,6%	13,9%
Variation	-11,3%	-28,5%	10,4%	-6,2%	Ns	103,1%	-26,9%	27,6%	13,3%	27,1%	11,1%	4,8%
<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>2,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,8</b>	<b>5,0</b>	<b>5,6</b>	<b>5,9</b>
Variation	-9,7%	-31,4%	4,8%	-3,4%	Ns	57,2%	-35,1%	49,4%	17,0%	31,1%	12,4%	5,1%
<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>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>
Variation	-9,7%	-31,4%	4,8%	-3,4%	Ns	57,2%	-35,1%	49,4%	17,0%	31,1%	12,4%	5,1%

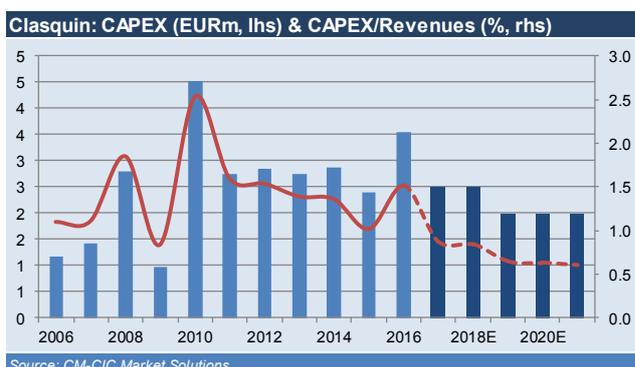
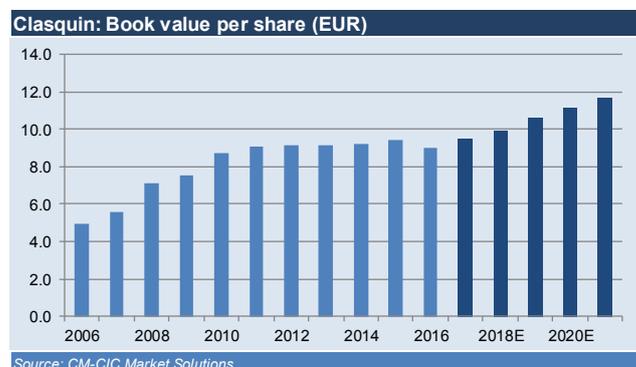
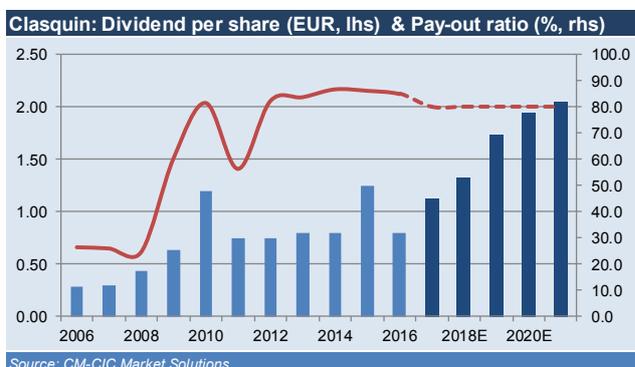
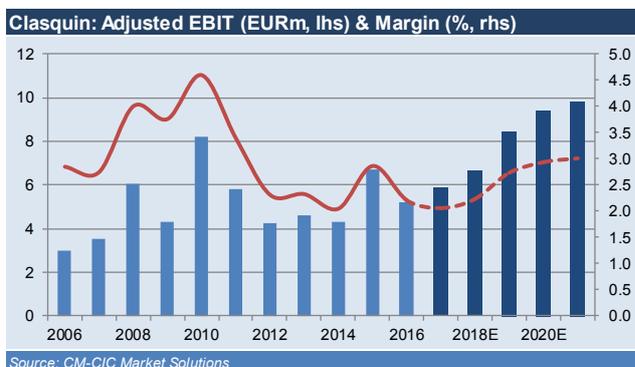
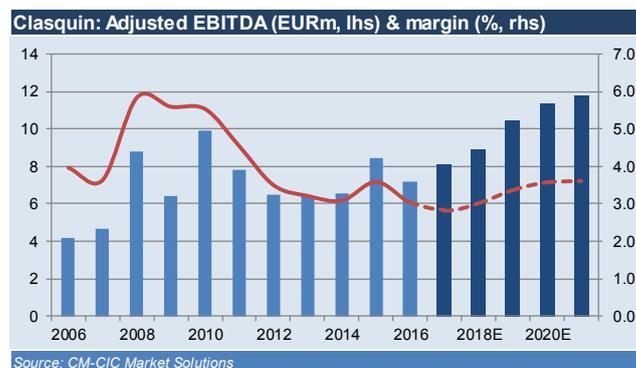
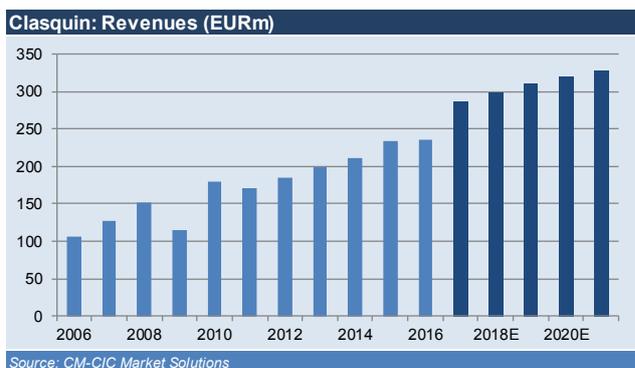
Source: Independent analyst, Clasquin

\* Hors Gueppe Développement cédé en 2015, variations 2015 calculées sur la base 2014 pro forma

Clasquin: Consolidated Profit & Loss account														Last updated on 04/09/2017
(EURm)	FY08A 31/12/08	FY09A 31/12/09	FY10A 31/12/10	FY11A 31/12/11	FY12A 31/12/12	FY13A 31/12/13	FY14A 31/12/14	FY15A 31/12/15	FY16A 31/12/16	FY17E 31/12/17	FY18E 31/12/18	FY19E 31/12/19	FY20E 31/12/20	FY21E 31/12/21
Revenues	151	115	179	171	185	198	211	234	235	286	299	311	320	328
Change (%)	-	-24.0	56.1	-4.3	7.7	7.3	6.7	10.8	0.3	21.6	4.5	4.0	3.0	2.5
EBITDA - Adjusted	9	6	10	8	6	6	7	8	7	8	9	10	11	12
Change (%)	-	-27.2	N/M	-21.5	-16.9	-1.4	2.6	28.6	-15.2	13.0	10.9	16.7	8.9	3.7
Margin (%)	5.8	5.6	5.5	4.5	3.5	3.2	3.1	3.6	3.0	2.8	3.0	3.4	3.6	3.6
Exceptional items - Cash	0	0	-2	0	0	0	0	0	-1	0	0	0	0	0
EBITDA - Reported	9	7	8	8	6	6	6	8	7	8	9	10	11	12
Change (%)	-	-24.4	23.7	-5.5	-18.2	0.0	2.6	24.0	-18.3	23.1	10.9	16.7	8.9	3.7
Margin (%)	5.8	5.8	4.6	4.5	3.4	3.2	3.1	3.4	2.8	2.8	3.0	3.4	3.6	3.6
Depre. & amort. of tangible Assets	-3	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
EBITA - Reported	6	4	6	6	4	5	4	6	5	6	7	8	9	10
Change (%)	-	-24.6	44.2	-11.3	-28.5	10.4	-6.2	48.3	-26.9	27.6	13.3	27.1	11.1	4.8
Margin (%)	3.9	3.9	3.6	3.3	2.2	2.3	2.0	2.7	2.0	2.1	2.2	2.7	2.9	3.0
EBITA - Adjusted	6	4	8	6	4	5	4	7	5	6	7	8	9	10
Change (%)	-	-28.6	N/M	-29.3	-26.6	8.0	-6.0	N/M	-22.4	13.1	13.3	27.1	11.1	4.8
Margin (%)	4.0	3.7	4.6	3.4	2.3	2.3	2.0	2.9	2.2	2.1	2.2	2.7	2.9	3.0
Depre. & amort. of intangible Assets	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT - Reported	6	4	6	6	4	5	4	6	5	6	7	8	9	10
Change (%)	-	-24.6	44.2	-11.3	-28.5	10.4	-6.2	48.3	-26.9	27.6	13.3	27.1	11.1	4.8
Margin (%)	3.9	3.9	3.6	3.3	2.2	2.3	2.0	2.7	2.0	2.1	2.2	2.7	2.9	3.0
EBIT - Adjusted	6	4	8	6	4	5	4	7	5	6	7	8	9	10
Change (%)	-	-28.6	N/M	-29.3	-26.6	8.0	-6.0	N/M	-22.4	13.1	13.3	27.1	11.1	4.8
Margin (%)	4.0	3.7	4.6	3.4	2.3	2.3	2.0	2.9	2.2	2.1	2.2	2.7	2.9	3.0
Net financial interests	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
o/w Interests received	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
o/w Interests paid	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
PBT	6	4	6	5	4	4	4	6	4	6	6	8	9	10
Change (%)	-	-22.8	29.4	-10.4	-28.6	10.2	-6.3	N/M	-33.2	38.3	13.9	28.4	11.8	5.1
Margin (%)	3.8	3.9	3.2	3.0	2.0	2.1	1.8	2.6	1.7	2.0	2.2	2.7	2.9	3.0
Associates	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other non-recurring items	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Corporate taxes	-2	-2	-2	-2	-1	-2	-1	-2	-2	-2	-2	-3	-3	-3
Corporate tax rate (%)	26.3	34.5	34.0	37.1	36.7	38.2	34.8	31.7	36.9	35.0	34.0	34.0	34.0	34.0
Discontinued operations	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Profit - Consolidated - Reported	4	3	4	3	2	3	2	4	3	4	4	6	6	6
Change (%)	-	-31.4	30.3	-14.7	-28.1	7.6	-1.2	N/M	-33.9	41.7	15.5	28.0	11.7	5.1
Margin (%)	2.8	2.6	2.1	1.9	1.3	1.3	1.2	1.7	1.1	1.3	1.4	1.8	1.9	2.0
Minority interests	0	0	0	0	0	0	0	-1	0	0	-1	-1	-1	-1
Net Profit - Group share - Reported	4	3	3	3	2	2	2	3	2	3	4	5	6	6
Change (%)	-	-33.9	33.0	-9.7	-31.4	4.8	-3.4	N/M	-35.1	49.4	17.0	31.1	12.4	5.1
Margin (%)	2.6	2.2	1.9	1.8	1.1	1.1	1.0	1.4	0.9	1.1	1.3	1.6	1.8	1.8
Net Profit - Group share - Adjusted	4	2	3	3	2	2	2	3	2	3	4	5	6	6
Change (%)	-	-37.8	41.3	-9.7	-31.4	4.8	-3.4	N/M	-35.1	49.4	17.0	31.1	12.4	5.1
Margin (%)	2.6	2.1	1.9	1.8	1.1	1.1	1.0	1.4	0.9	1.1	1.3	1.6	1.8	1.8
EPS - Reported	1.73	1.11	1.47	1.33	0.91	0.96	0.92	1.45	0.94	1.41	1.65	2.16	2.43	2.55
Change (%)	-	-36.1	33.0	-9.7	-31.4	4.8	-3.4	N/M	-35.1	49.4	17.0	31.1	12.4	5.1
EPS - Adjusted	1.73	1.04	1.47	1.33	0.91	0.96	0.92	1.45	0.94	1.41	1.65	2.16	2.43	2.55
Change (%)	-	-39.9	41.3	-9.7	-31.4	4.8	-3.4	N/M	-35.1	49.4	17.0	31.1	12.4	5.1
Book Value per share	7.1	7.5	8.7	9.1	9.2	9.1	9.2	9.4	9.0	9.5	9.9	10.6	11.2	11.6
Change (%)	-	5.6	15.4	4.7	0.6	-0.3	0.6	2.4	-4.2	5.3	4.1	7.2	5.4	4.3
Dividend per share	0.43	0.63	1.20	0.75	0.75	0.80	0.80	1.25	0.80	1.13	1.32	1.73	1.94	2.04
Change (%)	-	46.5	N/M	-37.5	0.0	6.7	0.0	N/M	-36.0	40.8	17.0	31.1	12.4	5.1
Dividend pay-out ratio (%)	24.8	60.5	81.5	56.4	82.3	83.7	86.7	86.2	84.9	80.0	80.0	80.0	80.0	80.0
Number of shares - Basic	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	2.3
Number of shares - Diluted	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	2.3

Sources: Clasquin, CM-CIC Market Solutions, FactSet

GARP



## GÉNÉRATION ET UTILISATION DU FREE CASH FLOW

La hausse de la génération de cash issue du rebond de l'activité et d'une amélioration progressive des marges, combinée à une bonne maîtrise du BFR et à de faibles investissements (commission de transport, métier d'intermédiaire), devraient conduire à la génération d'un *free cash flow* de près de 5 M€ par an au cours des prochaines années. Cela devrait permettre de maintenir durablement un taux de retour élevé aux actionnaires tout en poursuivant l'investissement dans la croissance interne et dans des opérations de croissance externe ciblées.

**Cash flow opérationnel**➔ **7 M€ par an en moyenne sur les 5 prochaines années**

L'amélioration des marges ne devrait être que progressive dans un contexte de changement d'outil logiciels. Ceci dit, le rebond de l'activité devrait permettre de soutenir une croissance forte des résultats. Cela, couplé aux faibles investissements liés à l'activité, et à la bonne maîtrise du BFR (10 à 20 jours de CA), devrait se traduire par plus de 7 M€ de *cash flow* opérationnel par an au cours des prochaines années. Cela devrait permettre à la société de maintenir un taux de distribution élevé (80% dans notre scénario, en ligne avec le niveau attribué au cours des dernières années).

**Intensité capitalistique**➔ **Faible : Capex ~1,5% du CA**

Avec des actifs immobilisés de 27 M€ à fin 2016 (dont 15 M€ de *goodwill*), pour un total bilan à 116,7 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* inclus), avec un ROCE de près de 12% en moyenne au cours des dernières années.

En moyenne, les Capex représentent 1,5% du CA.

**Politique de rémunération des actionnaires**➔ **Élevée : Taux de distribution du dividende de 80%**

La société a une politique généreuse de retour à l'actionnaire avec un taux de distribution du dividende l'ordre de 85% au

cours des 5 dernières années. En 2016, la baisse des résultats a conduit à une baisse de la distribution du dividende à 0,8 € par action au titre de cet exercice comparé à 1,25 € distribué au titre de l'exercice 2015.

Compte tenu des investissements en cours dans les outils informatiques, les projets de développement et la probable poursuite des opérations de croissance externe, nous avons par prudence retenu un taux de distribution de 80% dans notre scénario pour les années à venir.

**Politique de croissance externe**➔ **Opérations récurrentes**

La première acquisition dans la commission de transport a été réalisée avec la société espagnole Intercargo en 2012, suivie par Garnett Logistics Group (États-Unis, 2014), GAF (Allemagne, 2014), LCI (France, 2015), Art Shipping (France, 2016) et la reprise de deux fonds de commerce aux États-Unis (2016). Depuis 2012, la société a consacré un peu moins de 20 M€ à la réalisation d'opérations de croissance externe, soit en moyenne 4 M€ par an.

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.

**Clasquin: Prévisions de FCF**

EURm	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	Commentaires
Résultat net	3,9	2,6	3,7	4,2	5,5	6,1	6,4	Hausse de l'activité et amélioration graduelle des marges
DAP	1,5	2,4	2,2	2,3	2,0	2,0	2,0	
Autres éléments non cash	2,6	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Cash flow des opérations</b>	<b>8,0</b>	<b>4,7</b>	<b>5,9</b>	<b>6,6</b>	<b>7,5</b>	<b>8,1</b>	<b>8,4</b>	
Variation de BFR	0,2	-2,7	-1,2	-0,5	-0,5	-0,4	-0,3	15 jours de CA en moyenne, activité faiblement consommatrice de cash
<b>Cash flow opérationnel (A)</b>	<b>8,2</b>	<b>1,9</b>	<b>4,7</b>	<b>6,0</b>	<b>7,0</b>	<b>7,7</b>	<b>8,1</b>	
CAPEX	-2,0	-3,4	-2,5	-2,5	-2,0	-2,0	-2,0	1,5 M€ d'investissements software et solde achats d'équipements pour les agences
Acquisitions	-8,9	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Pas de nouvelle opération de croissance externe dans notre scénario
<b>Flux d'investissements (B)</b>	<b>-10,9</b>	<b>-4,2</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,0</b>	
Dividendes	-2,1	-2,9	-2,1	-2,9	-3,3	-4,3	-4,8	Pay out de 80%
Augmentations de capital	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Variation de la dette	9,0	2,6	0,0	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	
<b>Flux de financements (C)</b>	<b>7,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,8</b>	<b>-5,3</b>	
<b>Free Cash-Flow (A) + (B)</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>3,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,7</b>	<b>6,1</b>	
Variation de la trésorerie	5,3	-2,6	0,1	0,6	1,1	0,9	0,8	
Dette fin de période	25,7	33,5	33,5	33,5	33,0	32,5	32,0	
Trésorerie fin de période	20,4	22,5	22,6	23,2	24,3	25,2	26,0	
<b>Dette nette fin de période</b>	<b>5,3</b>	<b>11,0</b>	<b>11,0</b>	<b>10,3</b>	<b>8,7</b>	<b>7,3</b>	<b>6,0</b>	
Leverage (NFD / EBITDA)	0,7	1,7	1,4	1,2	0,8	0,6	0,5	

Source: Independent analyst, Clasquin

\* Hors Gueppe Développement cédé en 2015

Clasquin: Consolidated cash flow statement														Last updated on 04/09/2017	
(EURm)	FY08A 31/12/08	FY09A 31/12/09	FY10A 31/12/10	FY11A 31/12/11	FY12A 31/12/12	FY13A 31/12/13	FY14A 31/12/14	FY15A 31/12/15	FY16A 31/12/16	FY17E 31/12/17	FY18E 31/12/18	FY19E 31/12/19	FY20E 31/12/20	FY21E 31/12/21	
EBITDA - Reported	9	7	8	8	6	6	6	8	7	8	9	10	11	12	
Net financial interests	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Corporate taxes	-2	-2	-2	-2	-1	-2	-1	-2	-2	-2	-2	-3	-3	-3	
Other	0	0	-1	0	-1	0	-1	2	0	0	0	0	0	0	
Cash flow from operations	7	5	5	6	3	5	4	8	5	6	7	7	8	8	
Change in Working Capital	0	2	0	0	-2	0	3	0	-3	-1	-1	0	0	0	
Operating cash flow	7	7	5	6	2	5	7	8	2	5	6	7	8	8	
CAPEX - Net	-3	-1	-5	-3	-3	-3	-3	-2	-4	-3	-3	-2	-2	-2	
Financial investments	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Investing cash flow	-2	-1	-3	-2	-2	-2	-3	-2	-3	-3	-3	-2	-2	-2	
Free cash flow	4	6	2	3	0	3	4	6	-1	2	4	5	6	6	
Dividends	-1	-1	-2	-3	-2	-2	-2	-2	-3	-2	-3	-3	-4	-5	
Capital increase	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	
Share buy back	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Other	-6	0	0	0	-3	-1	-3	-10	-1	0	0	0	0	0	
Change in net debt (cash)	2	-5	0	0	6	0	1	5	6	0	-1	-2	-1	-1	

Sources: Clasquin, CM-CIC Market Solutions, FactSet

Clasquin: Cash flow statement ratios														Last updated on 04/09/2017	
(EURm)	FY08A 31/12/08	FY09A 31/12/09	FY10A 31/12/10	FY11A 31/12/11	FY12A 31/12/12	FY13A 31/12/13	FY14A 31/12/14	FY15A 31/12/15	FY16A 31/12/16	FY17E 31/12/17	FY18E 31/12/18	FY19E 31/12/19	FY20E 31/12/20	FY21E 31/12/21	
CAPEX / Revenues (%)	1.8	0.8	2.5	1.6	1.5	1.4	1.4	1.0	1.5	0.9	0.8	0.6	0.6	0.6	
CAPEX / Depreciation & amort. (%)	99.5	45.4	264.0	137.1	127.7	153.4	128.5	136.7	180.7	113.0	108.1	99.8	100.2	101.3	
Working capital / Revenues (%)	5.0	4.6	3.0	2.9	4.9	4.2	3.2	3.1	4.5	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	
Current assets / Revenues (%)	30.4	38.7	32.1	33.7	36.6	37.4	37.4	37.4	39.6	35.3	35.2	35.3	35.3	35.4	
Current liabilities / Revenues (%)	22.8	27.9	25.0	26.4	30.1	31.9	30.2	28.9	31.5	28.2	28.0	27.7	27.5	27.4	
Current assets / Current liabilities (x)	1.3	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	
Inventories / Revenues (%)	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	
Accounts receivable / Revenues (%)	22.8	29.2	25.0	26.7	29.1	29.6	29.5	26.7	27.9	25.4	25.4	25.4	25.4	25.4	
Other current assets / Revenues (%)	1.8	1.4	1.8	1.6	1.7	1.4	1.7	1.9	2.2	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	
Accounts payable / Revenues (%)	15.8	20.4	19.2	20.5	20.8	22.4	23.8	21.7	21.2	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4	
Other current liabilities / Revenues (%)	3.8	5.6	4.6	5.0	5.2	4.4	4.2	3.9	4.3	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	
Dividend pay-out (%)	24.8	60.5	81.5	56.4	82.3	83.7	86.7	86.2	84.9	80.0	80.0	80.0	80.0	80.0	

Sources: Clasquin, CM-CIC Market Solutions, FactSet

## DETTE FINANCIÈRE NETTE ET AJUSTEMENTS BILANCIELS

La situation financière de la société est saine avec une dette nette à fin 2016 à 11,1 M€, soit un *gearing* de 46% 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 longues. À 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

#### ► Principalement emprunts à taux fixes libellés en euro

La dette, 33,5 M€ à fin 2016, est essentiellement constituée d'emprunts bancaires à taux fixes, et libellés en euro. Par ailleurs les emprunts bancaires sont majoritairement à plus d'un an, la société n'est donc pas exposée à des échéances de refinancement significatives. La dette présentée ne nécessite pas de retraitement particulier, les engagements de retraite notamment n'étant pas significatifs (0,8 M€ à fin 2016).

### Liquidité, leverage et covenants

#### ► Leverage de 1,5x à fin 2016. Pas de covenants bancaires

Au cours de l'exercice 2016, la société a dégagé un FCF négatif (-1,6 M€) causé par une pression sur les marges, une hausse ponctuelle des investissements (nouvel outil logiciel) et une hausse du BFR. Après distribution du dividende 2015 et les opérations de croissance externe, la dette nette a ainsi augmenté pour être portée à 11,1 M€ (vs 5,3 M€ à fin 2015), soit un *gearing* de 46% et un *leverage* de 1,5x.

Avec une trésorerie de 22,5 M€ à fin 2016, le retour à la génération de FCF attendu dès 2017, la société a ainsi des moyens pour financer sa stratégie (croissance interne, croissance externe et retour aux actionnaires).

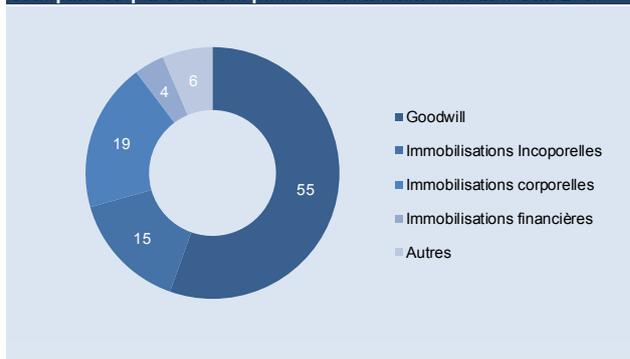
À noter que la dette bancaire n'est pas assortie de covenants.

### Ajustements bilanciaux

#### ► Pas de retraitements majeurs

Dans un secteur faiblement capitalistique, la succession des opérations de croissance externe a entraîné une forte hausse du poste *goodwill* : 15 M€ à fin 2016, ce qui représente 55% 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 Developpement, la société a constaté une moins-value de 1 M€.

Clasquin : Répartition des postes d'actifs non courants à fin 2016



Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Détail du Goodwill à fin 2016

Société	Origine	EURk	% du total
Intercargo	Croissance externe	1,141	7.6%
Göritz Airfreight (GAF)	Croissance externe	627	4.2%
Garnett Logistics Group (ECS US)	Croissance externe	1,992	13.3%
LCI International	Croissance externe	10,137	67.7%
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	1.0%
Clasquin Canada	Croissance interne	44	0.3%
Log System	Croissance interne	108	0.7%
Art Shipping International	Croissance externe	711	4.7%
<b>Total</b>	-	<b>14,975</b>	

Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Détail de la dette à fin 2016

EURk	Moins d'un an	Plus d'un an	Total	Répartition par devise				Commentaires
				EUR	HKD	JPY	USD	
Emprunts bancaires	5 444	16 388	21 832	20 377	757	244	454	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 2016
Découverts bancaires	8 414	-	8 414	8 414	-	-	-	
Autres passifs fin.	95	3 197	3 292	2 700	19	-	574	
<b>Total emprunts et dettes</b>	<b>13 953</b>	<b>19 585</b>	<b>33 539</b>	<b>31 491</b>	<b>776</b>	<b>244</b>	<b>1 028</b>	Pas de mur de dette
% du total	41,6%	58,4%	-	93,9%	2,3%	0,7%	3,1%	Grande majorité de la dette libellée en euro
Trésorerie			22 493					Disponibilité pour financer les opéra. de croissance externe
<b>Dette nette - Publiée</b>			<b>11 046</b>					Situation financière saine. Gearing de 46%. Levier de 1,5x
Titres hybrides			0					
Provision			0					
Leasing opérationnel			0					
Factoring			0					
Autres			0					
<b>Dette Nette - Ajustée</b>			<b>11 046</b>					Levier de 1,5x

Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin: Balance sheet														Last updated on 04/09/2017
(EURm)	FY08A 31/12/08	FY09A 31/12/09	FY10A 31/12/10	FY11A 31/12/11	FY12A 31/12/12	FY13A 31/12/13	FY14A 31/12/14	FY15A 31/12/15	FY16A 31/12/16	FY17E 31/12/17	FY18E 31/12/18	FY19E 31/12/19	FY20E 31/12/20	FY21E 31/12/21
<b>Assets</b>														
Tangible assets	4	3	5	5	6	6	6	4	5	5	6	6	6	6
Intangible assets	6	6	6	6	8	8	11	17	19	19	19	19	19	19
Financial assets & other	1	1	1	1	1	1	1	2	1	1	1	1	1	1
<b>Fixed assets - Total</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>19</b>	<b>23</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>26</b>
Inventories	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Accounts receivable	34	33	45	46	54	59	62	63	65	73	76	79	81	83
Other current assets	3	2	3	3	3	3	4	5	5	6	6	6	6	7
Cash & cash equivalents	9	9	9	9	11	12	13	20	22	23	23	24	25	26
<b>Current assets - Total</b>	<b>46</b>	<b>44</b>	<b>57</b>	<b>58</b>	<b>68</b>	<b>74</b>	<b>79</b>	<b>88</b>	<b>93</b>	<b>101</b>	<b>105</b>	<b>110</b>	<b>113</b>	<b>116</b>
<b>Assets - Total</b>	<b>57</b>	<b>54</b>	<b>69</b>	<b>70</b>	<b>82</b>	<b>89</b>	<b>98</b>	<b>110</b>	<b>118</b>	<b>127</b>	<b>131</b>	<b>135</b>	<b>139</b>	<b>142</b>
<b>Equity &amp; liabilities</b>														
Shareholders' equity	16	17	20	21	21	21	21	22	21	22	23	24	26	27
Minorities	1	2	2	1	1	1	2	2	3	3	4	4	5	6
<b>Equity - Total</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>23</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>27</b>	<b>29</b>	<b>31</b>	<b>33</b>
Long-term financial debt	3	1	2	2	3	2	9	18	20	20	20	19	19	19
Provisions	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Other	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Long-term liabilities - Total</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>10</b>	<b>19</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
Short-term financial debt	5	2	2	2	8	10	5	8	14	14	14	14	13	13
Accounts payable	24	23	34	35	38	44	50	51	50	55	58	60	62	64
Other current liabilities	6	6	8	9	10	9	9	9	10	11	12	12	13	13
<b>Current liabilities - Total</b>	<b>34</b>	<b>32</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>56</b>	<b>63</b>	<b>64</b>	<b>68</b>	<b>74</b>	<b>81</b>	<b>84</b>	<b>86</b>	<b>88</b>	<b>90</b>
<b>Equity &amp; liabilities - Total</b>	<b>57</b>	<b>54</b>	<b>69</b>	<b>70</b>	<b>82</b>	<b>89</b>	<b>98</b>	<b>110</b>	<b>118</b>	<b>127</b>	<b>131</b>	<b>135</b>	<b>139</b>	<b>142</b>
Capital Employed	18	15	17	17	23	23	25	30	36	37	38	39	39	40
Working Capital	8	5	5	5	9	8	7	7	11	12	12	13	13	13
Net debt	-1	-6	-5	-6	0	0	1	5	11	11	10	9	7	6

Sources: Clasquin, CM-CIC Market Solutions, FactSet

Clasquin: Balance sheet ratios														Last updated on 04/09/2017
	FY08A 31/12/08	FY09A 31/12/09	FY10A 31/12/10	FY11A 31/12/11	FY12A 31/12/12	FY13A 31/12/13	FY14A 31/12/14	FY15A 31/12/15	FY16A 31/12/16	FY17E 31/12/17	FY18E 31/12/18	FY19E 31/12/19	FY20E 31/12/20	FY21E 31/12/21
Net debt / Total Equity (%)	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	3.1	22.1	46.5	43.3	38.6	30.1	23.7	18.5
Net debt / Adjusted EBITDA (x)	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	0.1	0.6	1.5	1.4	1.2	0.8	0.6	0.5
Net debt / (Adjusted EBITDA-CAPEX) (x)	-0.1	-1.0	-1.0	-1.1	0.0	0.0	0.2	0.9	3.1	2.0	1.6	1.0	0.8	0.6
Adjusted EBITDA / Financial expense (x)	N/M	-	N/M											
Long Term debt / Total debt (%)	39.6	37.4	48.4	50.3	27.3	19.7	65.8	69.4	58.4	58.4	58.4	58.5	58.7	58.8
ROE (% , Adjusted NP/ Shareholders' Eq.)	24.3	13.8	16.9	14.6	10.0	10.5	10.0	15.4	10.4	14.8	16.7	20.4	21.7	21.9
ROE (% , Reported NP/ Shareholders' Eq.)	24.3	14.7	16.9	14.6	10.0	10.5	10.0	15.4	10.4	14.8	16.7	20.4	21.7	21.9
ROCE pre-tax (% , Adjusted EBITA/CE)	32.9	28.6	47.8	33.5	18.3	19.9	17.0	22.2	14.5	15.7	17.4	21.8	24.0	24.9
ROCE post-tax (% , Adjusted EBITA/CE)	24.3	18.7	31.6	21.1	11.6	12.3	11.1	15.1	9.1	10.2	11.5	14.4	15.8	16.4
ROCE pre-tax (% , Reported EBIT/CE)	32.4	29.7	37.6	33.1	17.6	19.5	16.7	20.9	12.8	15.7	17.4	21.8	24.0	24.9
ROCE post-tax (% , Reported EBIT/CE)	23.9	19.5	24.8	20.8	11.2	12.1	10.9	14.2	8.1	10.2	11.5	14.4	15.8	16.4

Sources: Clasquin, CM-CIC Market Solutions, FactSet

## MULTIPLES DE VALORISATION NORMATIFS

Aujourd'hui, le titre se traite avec une prime de 18% en moyenne par rapport à ses multiples historiques 5 ans probablement porté par un contexte de marché plus porteur et l'annonce d'une croissance d'activité qui devrait rester supérieure à celle du marché. Par ailleurs, le titre se traite avec une décote de 30% par rapport à ses comparables (une plus petite taille et une moindre liquidité ne devraient pas permettre une suppression complète de la décote par rapport aux comparables).

## Multiples historiques

➔ ~8x l'EBITDA / ~10x l'EBIT sur très longue période

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). Suite à la confirmation d'un rebond du marché de la commission de transport, le titre a bien rebondi depuis fin 2016 (+34% depuis mi-novembre 2016). Les multiples historiques ont ainsi été dépassés. Au cours des cinq dernières années le titre Clasquin traitait en moyenne à 0,29x le CA de l'année en cours, 9,4x l'EBITDA et 13,5x l'EBIT, au cours des dix dernières années les moyennes se sont élevées à respectivement 0,27x, 7,3x et 10,3x, comparé à respectivement 0,36x, 12,6x et 17,4x aujourd'hui.

## Comparaison boursière

➔ 2 sociétés comparables aux multiples bien plus élevés

Sur le marché européen, seules deux sociétés suisses sont cotées dans le secteur de la commission de transport: Panalpina (4,8 Mds€ de CA en 2016 et 2,7 MM€ de capitalisation boursière) et Kuhne & Nagel (16,5 Mds€ de CA en 2016 et 18,3 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 30% de décote moyenne sur les multiples 2017 nous paraissent excessifs au regard des performances opérationnelles de la société.

## Clasquin : Evolution de la valorisation et des multiples

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Moyenne 10 ans	Moyenne 5 ans	2017E	2018E	2019E
Nb titres fin d'année (M)	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
Nb titres moyens (M)	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
Nb titres dilués (M)	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
Nb titres moyens dilués (M)	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
Cours moyen (EUR)	18,5	14,3	12,5	16,4	21,7	19,5	21,0	25,6	29,4	29,6			37,6	37,6	37,6
Capitalisation moyenne (EURm)	41,2	31,9	28,2	37,7	50,0	45,0	48,3	59,0	67,9	68,3			86,7	86,7	86,7
Dette nette moyenne (EURm)	-2,3	-0,7	-3,2	-5,5	-5,6	-3,0	-0,1	0,3	3,0	8,1			11,0	10,7	9,5
Ajustement de la VE (EURm)*	0,4	1,5	1,9	2,2	1,7	1,7	1,8	2,9	2,4	3,7			4,1	4,6	5,0
VE (EURm)	39,3	32,7	26,9	34,4	46,1	43,7	50,0	62,2	73,2	80,2			101,8	101,9	101,3
VE/CA (x)	0,31	0,22	0,23	0,19	0,27	0,24	0,25	0,29	0,32	0,35	0,27	0,29	0,36	0,34	0,32
VE/EBITDA (x)	8,7	3,7	3,8	4,2	5,9	7,4	7,9	9,7	9,4	12,7	7,3	9,4	12,6	11,3	9,6
VE/EBIT (x)	11,7	5,5	5,6	5,4	8,0	11,4	11,1	14,8	12,0	18,1	10,3	13,5	17,4	15,3	11,9
P/E (x)	16,1	8,3	11,9	11,1	16,3	21,4	21,9	27,7	20,3	31,4	18,7	24,6	26,7	22,8	17,4
P/B (x)	5,3	4,1	3,9	3,4	3,3	3,2	3,2	3,2	3,1	3,3	3,6	3,2	3,1	3,0	2,8
P/CF (x)	17,8	9,7	14,8	13,2	12,3	20,3	13,8	16,9	8,6	14,7	14,2	14,9	11,6	10,4	9,2
Dividend Yield	1,6%	3,0%	5,1%	7,3%	3,5%	3,8%	3,8%	3,1%	4,2%	2,7%	3,8%	3,5%	3,0%	3,5%	4,6%
Gearing	-23%	-4%	-30%	-25%	-26%	-1%	0%	3%	22%	46%	-4%	14%	43%	39%	30%
FCF Yield (sur la CB)	4,9%	11,7%	20,4%	1,0%	6,1%	-2,4%	4,7%	6,2%	8,5%	-2,4%	5,9%	2,9%	2,6%	4,1%	5,7%

Source: Independent analyst, Clasquin

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

## 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	59,6	36,0	26,1	0,55	0,50	0,47	17,1	16,4	12,9	24,4	23,1	16,6
Kuhne & Nagel	26,4	27,5	25,3	1,09	1,13	1,07	16,9	17,2	15,8	20,7	20,6	18,8
Moyenne	43,0	31,8	25,7	0,82	0,81	0,77	17,0	16,8	14,4	22,5	21,9	17,7
Clasquin	31,4	26,7	22,8	0,35	0,36	0,34	12,7	12,6	11,3	18,1	17,4	15,3
Prime/décote	-27%	-16%	-11%	-57%	-56%	-56%	-26%	-25%	-21%	-20%	-21%	-14%

Source: Independent analyst, FactSet

## Clasquin : Caractéristiques des comparables

	Pays	Cours (EUR)	Capitalisation boursière (EURm)	CA 2016 (EURm)	EBIT 2016 (EURm)	EBIT/CA 16	TMVA CA 16-18E	TMVA BPA 16-18E
Panalpina	Suisse	112,6	2 675	4 768	106,8	2,2%	1,6%	12,9%
Kuhne & Nagel	Suisse	152,7	18 328	16 525	876,0	5,3%	-0,4%	-0,6%
Clasquin	France	37,4	86	235	4,6	2,0%	10,3%	22,2%

Source: Independent analyst, FactSet

**Transactions sectorielles****➔ 8,5x l'EBITDA pour des acteurs aux modèles différents**

Il existe peu de pures *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 modèles économiques 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	
2016	Bofill & Aman	Kerry Logistics			
2016	Fortragroup	BLG Logistcs			Société en perte
2017	Bennett & MacMahon agence	Denholm global logistics			
2017	Carelog	Panalpina			

Source: Independant analyst, FactSet

## VALORISATION PROSPECTIVE

Sur la base de nos prévisions 2021, la valeur prospective à cet horizon ressort à 38,3 € par action, soit une valeur actuelle de 32,9 € (sur la base d'un coût des fonds propres de 8,5%) et un point d'entrée à 27,6 € (sur la base d'une exigence de TRI de 13,5%, soit une prime de risque additionnelle de 500 pb par rapport au coût du capital précité).

32,9 € à horizon 2021

➔ TRI implicite de 5,1%

En termes de multiples, nous estimons que la société devrait durablement maintenir un multiple de l'ordre de 0,30x le CA, 8,0x l'EBITDA, et 10,0 l'EBIT et un P/E de 15x, globalement en ligne avec les multiples observés.

Clasquin : Prospective valuation details							
	Independent analyst estimates						Comments
	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	
Sales (EURm)	235,0	285,7	298,6	310,5	319,8	327,8	2016-2021 CAGR: 6,9% 2017-2021 CAGR: 3,5%
EBITDA - Adjusted (EURm)	7,2	8,1	9,0	10,5	11,4	11,8	2016-2021 CAGR: 10,6% 2017-2021 CAGR: 10,0%
EBITA - Adjusted (EURm)	5,2	5,9	6,6	8,4	9,4	9,8	2016-2021 CAGR: 13,7% 2017-2021 CAGR: 13,8%
EPS - Adjusted (EUR)	0,94	1,41	1,65	2,16	2,43	2,55	2016-2021 CAGR: 22,1% 2017-2021 CAGR: 16,0%
DPS (EUR)	0,80	1,13	1,32	1,73	1,94	2,04	2016-2021 CAGR: 20,6% 2017-2021 CAGR: 16,0%
Net fin. debt (+) / cash (-) (EURm)	11,0	11,0	10,3	8,7	7,3	6,0	
Shareholders' funds (EUR)	20,8	21,9	22,8	24,4	25,8	26,9	2016-2021 CAGR: 3,6% 2017-2021 CAGR: 5,2%
Other items (EURm)	-2,7	-3,0	-3,4	-3,8	-4,2	-4,7	Provisions (-), Minority int. (-), Associates (+), etc.
Nber of shares - Diluted (m)	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	
➔ EV/Sales (x)	0,35	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	
Enterprise value (EURm)	83	86	90	93	96	98	
Equity value (EURm)	69	72	76	81	84	88	
Equity value p.s. (EUR)	30,1	31,1	32,9	35,0	36,6	38,0	
➔ EV/EBITDA (x):	12,7	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	
Enterprise value (EURm)	91	65	72	84	91	94	
Equity value (EURm)	77	51	58	71	80	84	
Equity value p.s. (EUR)	33,3	22,0	25,1	30,8	34,5	36,3	
➔ EV/EBIT (x)	18,1	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	
Enterprise value (EURm)	94	59	66	84	94	98	
Equity value (EURm)	80	45	53	72	82	88	
Equity value p.s. (EUR)	34,7	19,4	22,9	31,2	35,7	38,0	
➔ P/E (x)	31,4	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	
Enterprise value (EURm)	68	52	61	80	90	94	
Equity value p.s. (EUR)	29,6	22,5	26,4	34,6	38,9	40,9	
Equity val. p.s. (EUR) - Average	-	23,7	26,8	32,9	36,4	38,3	
Theoret. Stock return - Period total (%)	-	-36,9	-28,7	-12,5	-3,1	1,9	
Theoret. Stock return - Annual Avg. (%)	-	-	-28,7	-6,5	-1,1	0,5	
Present value (EUR)	-	-	24,7	27,9	28,5	27,6	Discount rate: Cost of Equity of 8,5%

Source: Independent analyst

Clasquin : Expected Return vs. Required Return (%) / Present Value & Entry Price (EUR)			
Assumptions / Annual basis			Comments
• Expected Return (IRR at current price, %)	5,1	Prospective value EUR38,3p.s.	Current market value: EUR37,6 p.s.
➔ Capital gain/loss (%)	0,5	Investment horizon: 4 years	
↳ EPS growth (CAGR 2017-2021, %)	16,0	2021E EPS of EUR2,6	vs. 2017E EPS of EUR1,4 ➔ EPS growth 2017-2021: 81,4%
↳ Valuation multiple expansion/contraction (%)	-15,6	Implicit 2021E P/E: 15,0x	vs. 2017E P/E: 26,7x ➔ PEG (P/E to 4-year EPS CAGR) of 1,7
➔ Dividend yield (%)	4,6	Average over the period	
• Required Return (%)	13,5	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 LT 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 (%)	5,0	Independent analyst assumption	
Present value/fair value (EUR)	32,9	Based on a dscent rate of 8,5% (CoE). PV of 2020 prospec. val. (EUR27,6) + PV of div. stream (EUR5,3)	
Entry price (EUR)	27,6	Based on a dscent rate of 13,5% ; Required return (incl. div.) = CoE (8,5%) + Investor specific risk prem. (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)										
	12,5	13,0	13,5	14,0	14,5	15,0	15,5	16,0	16,5	17,0	17,5
8,0	28,8	29,7	30,7	31,6	32,6	33,5	34,4	35,4	36,3	37,2	38,2
8,5	28,3	29,2	30,1	31,1	32,0	32,9	33,8	34,7	35,7	36,6	37,5
9,0	27,8	28,7	29,6	30,5	31,4	32,3	33,2	34,1	35,0	35,9	36,8

Source: Independent analyst

## MANAGEMENT, GOUVERNANCE, ACTIONNARIAT

Clasquin est une société familiale, à l'actionnariat et au management stable dans le temps. À 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

#### ➔ Une équipe dirigeante stable

Le groupe Clasquin est organisé autour d'un Conseil d'administration, d'un Comité exécutif, et d'un *Management Committee*.

Clasquin est dirigée par Yves Revol depuis son rachat en 1982, en tant que Président du Conseil d'administration.

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 est 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 : Comité Exécutif

	Autres activités ou positions
Yves Revol	Président du conseil d'administration
Laurence Ilhe	Secrétaire général et Responsable Ressources Humaines
Quentin Lacoste	Directeur des opérations groupe
Hugues Morin	Vice président exécutif, Directeur des régions France, Italie et Allemagne

Source: Independent analyst, Clasquin

#### 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
Philippe Lons	1986	Directeur financier
Quentin Lacoste	2015	Directeur des opérations groupe et Responsable des Ressources Humaines
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
Laurent Guillen	2017	Directeur Système d'Information
Pascal Praquin	2016	Responsable du M&A et du développement du réseau

Source: Independent analyst, Clasquin

### Gouvernance

#### ➔ Un Conseil d'administration de six membres

Le Conseil d'administration est composé de cinq autres membres, dont deux membres indépendants : Christian Ahrens et Claire Mialaret.

#### Clasquin : Conseil d'administration

	Fin de mandat	Autres activités ou positions
Philippe Le Biha	AG 2022	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 2022	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

**Actionariat**

➔ **Familial : Yves Revol détient 47,5% du capital en direct et via sa holding (Olymp)**

Clasquin est une société familiale, contrôlée par son actuel Président, Yves Revol à hauteur de 47,5% 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 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 Vizille.

**Clasquin : Structure du capital**

	%		Commentaires
	Capital	Dts de vote	
Yves Revol + Olymp	47.5	62.3	Yves Revol en direct et via sa holding Olymp SAS, participation stable depuis l'introduction en Bourse
Zenlor	2.2	2.9	Fonds entré au capital en 2009 et qui a allégé sa position courant 2015 (6,6% du capital fin 2014)
Salariés	10.8	8.2	
Flottant	39.6	26.7	

Source: Independant analyst, Clasquin



## MÉTHODOLOGIE INVESTMENT OPPORTUNITIES

Nous définissons ci-après les critères retenus dans les cinq angles d'investissement de l'approche de recherche Investment Opportunities. Deux points doivent être précisés en préambule.

Tout d'abord une société n'est pas figée dans un angle d'investissement et l'approche peut évoluer au fil de l'eau. Ainsi lors d'un choc macro, généralement accompagné d'une chute des marchés, des entreprises ayant pourtant démontré une capacité de croissance résiliente peuvent tout d'un coup remplir des critères « Value ». À titre d'exemple, en 2012 lorsque nous avons mis en place « Investment Opportunities », la société Valeo se traitait sur la base d'un PE légèrement supérieur à 7x. Le marché était en plein brouillard et doutait alors de l'avenir des équipementiers automobiles et de leur capacité à traverser la crise, notamment à rembourser leur dette. À cette époque, nous avons publié une étude sur cette société sous un angle Value. 18 mois plus tard, une visibilité retrouvée et une conviction forte que la croissance de l'entreprise allait bénéficier d'une phase intensive d'investissement en R&D, nous avaient conduits à faire évoluer notre approche vers un angle GARP.

Second point, les approches Value et GARP sont fondées avant tout sur des critères de prix. Une entreprise peut effectivement présenter un profil nous incitant à la regarder sous l'un de ces deux angles, mais nous n'afficherons pas de style d'investissement si le cours nous semble trop éloigné d'une zone d'intervention intéressante, c'est-à-dire proche de son prix d'entrée. Pour Growth, Special Situations ou Turnaround, les problématiques sont différentes puisque la définition de ces approches a trait directement à la vie économique de l'entreprise. Sa capacité à doubler son bénéfice en 5 ans pour Growth, les cas d'opérations sur capital pour Special Situations et ceux de redressement, restructuration, cession pour Turnaround. Ce qui n'exclut pas le calcul rigoureux d'un prix d'entrée intégrant un pied de pilote à travers un TRI exigé nécessairement sévère.

### 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)

**Cas particuliers**▪ Sociétés de Biotechnologies

La valeur prospective à 5 ans est calculée avec la probabilité de succès en adéquation avec le stade de développement à cet horizon, 100% si la société a atteint la phase de commercialisation. Le prix d'entrée et la valeur actuelle sont définis sur la base de probabilités conventionnelles et d'un TRI exigé généralement supérieur à 15%. Les probabilités sont établies en fonction de la phase d'avancement du ou des produits à la date de réalisation de l'étude.

▪ Sociétés Holding

La valeur intrinsèque correspond à l'Actif Net Réévalué de la société où la valeur des actifs est calculée sur la base de multiples normatifs, y compris si ces actifs sont cotés.

La décote retenue est observée empiriquement sur un historique long terme de la société.

Le prix d'entrée est calculé sur la base de la décote appliquée à la valeur intrinsèque et comprend une marge de sécurité garante de la performance visée et de la préservation du patrimoine.

L'évaluation des éventuelles boucles d'auto-détention repose sur le principe de « pure value » (cf. Pawel Cyganski, "Valuation of Entities with Cross-Shareholding Ownerships". Business Valuation Review: December 2004, Vol. 23, No. 4, pp. 197-200, American Society of Appraisers).

▪ Sociétés immobilières

Dans une logique similaire, la valeur intrinsèque des sociétés immobilières correspond à l'ANR.

Le taux de rendement des loyers correspond à celui observé sur le marché, en cohérence avec le taux sans risque.

**ÉCLAIRCISSEMENT SUR LES POINTS DE CONFLITS D'INTÉRÊT 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.

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
Cette étude a-t-elle été présentée à l'entreprise avant sa parution ?	OUI
Si oui, les conclusions de l'analyste ont-elles été changées ?	NON

**Date de production : 11/09/2017 - 10:45 CET**

**Date de 1<sup>ère</sup> diffusion : 11/09/2017 - 10:55 CET**







## FRANCE

### CM-CIC Market Solutions

#### CIC

6, avenue de Provence  
75009 Paris

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



## ETATS-UNIS

### CM-CIC Market Solutions, Inc.

#### 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

CM-CIC Market Solutions est une Direction du CIC (Crédit Industriel et Commercial), établissement de crédit agréé par l'ACPR et partie prenante du Groupe CM11-CIC. Le CIC est membre du réseau ESN (European Securities Network) et sous la surveillance de l'ACPR (Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution) et de l'AMF (Autorité des Marchés Financiers).

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 présent document a été préparé et publié par le CIC.

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 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 ses filiales. Ils ne répondent 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 notre accord préalable.

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)**