



## Clasquin (ALCLA FP)

07 Décembre 2018

Cours (clôture du 05/12/2018)	35,0 €		
Valeur prospective (11/2022)	40,9 € ▶ TRI implicite : 7,8%		
Valeur actuelle	34,2 € ▶ Potentiel : -2,3%		
Point d'entrée	28,8 € ▶ TRI exigé : 13,5%		
PEG ratio	1,3		
	2017A	2018E	2019E
P/E (x)	33,3	28,4	18,4
P/BV (x)	4,2	4,0	3,6
Rendement (%)	2,3	2,6	4,1
VE/CA (x)	0,4	0,4	0,3
VE/EBITDA (x)	14,0	13,3	10,2
VE/EBIT (x)	18,9	17,9	12,8
Capitalisation boursière	80,9 M€		
Valeur d'entreprise	105 M€		
Dette (+) Trésorerie nette (-) 2017	16 M€		
Levier / Gearing (2017)	2,2x / 69,1%		
Volume quotidien moyen	30 K€		
Nombre d'actions actuel / dilué	2 M / 2 M		
Beta / Volatilité	0,5 / 25,0%		



Sources: Analyste indépendant, FactSet

### POURQUOI S'Y INTERESSER : CROISSANCE ORGANIQUE SOUTENUE, CROISSANCE EXTERNE EN RELAIS

#### Une capacité à surperformer le marché

La commission de transport est une activité cyclique qui dépend du dynamisme des échanges commerciaux mondiaux. Si Clasquin reste influencée par les tendances de marché, historiquement la société a prouvé sa capacité à surperformer. En 2017, sur le marché, les volumes transportés par voie maritime ont augmenté de 4% et de 9% par voie aérienne vs +17% et +19% respectivement pour Clasquin. Pour 2018, les dirigeants anticipent des tendances de marché moins favorables (supérieures à +3% en volume) mais comptent poursuivre leurs gains de part de marché.

#### Un historique de croissance externe réussi

Avec 5 opérations réalisées au cours des 4 dernières années, Clasquin a prouvé sa capacité à mener des acquisitions. La stratégie est de compléter les implantations géographiques du groupe, ses spécialités sectorielles, et renforcer ses équipes commerciales.

#### Une valorisation qui reste attractive

Grâce à un bon début d'année (MB 9M à +14% à pcc), le cours de bourse s'est bien tenu au global sur l'exercice. 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 2022, la valeur prospective à cet horizon ressort à 41 € par action, soit une valeur actuelle de 34 € (sur la base d'un coût des fonds propres de 8,5% et dividendes inclus) et un point d'entrée à 29 € (exigence de TRI de 13,5%, soit une prime de risque additionnelle de 500 pb).

### DETAILS DE LA VALORISATION : VALEUR PROSPECTIVE 2022 : 41 € (TRI : 8%) / VALEUR ACTUELLE : 34 €

**Résultats prospectifs.** Les dirigeants ont continué d'investir dans les futurs moteurs de croissance (recrutements, ouvertures d'agence) pesant sur les marges. En 2018, le rebond de la croissance organique devrait permettre de préserver la MOP malgré la migration vers le nouvel outil logiciel. A partir de 2019, le rebond des marges devrait se concrétiser grâce à l'élimination des foyers de perte (All.) ou d'éléments peu contributifs (ECS), et à l'utilisation en année pleine de Cargowise.

**Multiples pertinents.** Les transactions sectorielles ressortent en moyenne à 8,5x l'EBITDA et 0,7x le CA. Cependant, elles concernent des sociétés aux modèles différents car diversifiés dans des activités plus capitalistiques. Les multiples des comparables cotés atteignent 12,2x l'EBITDA et 16,8x l'EBIT 2019, comparé à respectivement 10,2x et 12,8x pour Clasquin.

**Dette financière et ajustements bilanciaux.** À fin 2017, la trésorerie s'élève à 20,2 M€, soit une dette nette de 15,8 M€ (gearing de 69%).

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

**Catalyseurs.** 1) Accélération de la diversification géographique (Amérique et Afrique) ; 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 acquisition ; 3) Forte volatilité des taux de fret à la hausse qui pourrait pénaliser les marges ; 4) Perturbations liées au déploiement du nouveau système informatique.

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

**Sources.** Documents de référence.

**Calendrier.** 21 février 2019 : Chiffre d'affaires 2018 ; 20 mars 2019 : Résultats 2018.

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 .....	4
<ul style="list-style-type: none"> <li>Axes stratégiques de développement ➔ <i>Poursuite de la diversification sectorielle et géographique</i></li> <li>Transport maritime (47% de la MB) ➔ <i>Principal moteur de croissance notamment grâce à des acquisitions</i></li> <li>Transport aérien (32% de la MB) ➔ <i>Une activité pérenne</i></li> <li>Autre commission de transport (17% de la MB) ➔ <i>Des activités complémentaires en plein essor</i></li> <li>Log System, division logiciels (4% de la MB) ➔ <i>Activité non-stratégique</i></li> <li>Levier opérationnel ➔ <i>Un potentiel d'amélioration des marges</i></li> <li>Croissance externe ➔ <i>Accélération des acquisitions depuis 4 ans</i></li> <li>Endettement &amp; Liquidité ➔ <i>Une trésorerie permettant de financer la croissance</i></li> <li>Management, Gouvernance, Actionnariat ➔ <i>Un actionnariat familial</i></li> <li>Profil de risque ➔ <i>Un environnement de marché volatil</i></li> <li>Valeur prospective ➔ 41 € / Valeur actuelle ➔ 34 € (TRI implicite : 8%)</li> </ul>	
PROFIL DE LA SOCIETE .....	7
DUE DILIGENCE D'INVESTISSEMENT .....	8
ANALYSE DES FRANCHISES .....	9
<ul style="list-style-type: none"> <li>Préambule comptable ➔ <i>Chiffre d'affaires vs Marge brute</i></li> <li>Commission de transport (96% de la MB / 97% du ROP) ➔ <i>Poursuite de la conquête de parts de marché</i></li> <li>Edition de logiciels (4% de la MB / 3% du ROP) ➔ <i>Une activité non stratégique</i></li> </ul>	
PROFITABILITE NORMATIVE .....	13
<ul style="list-style-type: none"> <li>Un contexte de marché plus porteur ➔ <i>Echanges mondiaux attendus en hausse de 4% en 2018 et 2019</i></li> <li>Potentiel d'amélioration des marges ➔ <i>Digestion des coûts informatiques / Accélération à partir de 2019-2020</i></li> </ul>	
GENERATION ET UTILISATION DU FREE CASH-FLOW .....	18
<ul style="list-style-type: none"> <li>Cash-flow opérationnel ➔ <i>~7 M€ p.a. en moyenne sur les 5 prochaines années</i></li> <li>Intensité capitalistique ➔ <i>Faible : CAPEX ~1,5% du CA</i></li> <li>Politique de rémunération des actionnaires ➔ <i>Élevée : Taux de distribution du dividende de 75%</i></li> <li>Politique de croissance externe ➔ <i>Opérations récurrentes</i></li> </ul>	
DETTE FINANCIERE NETTE ET AJUSTEMENTS BILANCIELS .....	20
<ul style="list-style-type: none"> <li>Structure de la dette, maturité, coût ➔ <i>Principalement emprunts à taux fixes</i></li> <li>Liquidité, leverage et covenants ➔ <i>Leverage de 2,2x à fin 2017. Pas de covenants</i></li> <li>Ajustements bilanciaux ➔ <i>Pas de retraitements majeurs</i></li> </ul>	
MULTIPLES DE VALORISATION NORMATIFS .....	22
<ul style="list-style-type: none"> <li>Multiples historiques ➔ <i>~8x l'EBITDA / ~11x l'EBIT sur très longue période</i></li> <li>Comparaison boursière ➔ <i>3 sociétés européennes comparables et aux multiples plus élevés</i></li> <li>Transactions sectorielles ➔ <i>8,5x l'EBITDA pour des acteurs aux modèles différents</i></li> </ul>	
VALORISATION PROSPECTIVE / VALORISATION ACTUELLE .....	24
<ul style="list-style-type: none"> <li>40,9 € à horizon 2022 ➔ <i>TRI implicite de près de 8%</i></li> </ul>	
MANAGEMENT, GOUVERNANCE, ACTIONNARIAT .....	25
<ul style="list-style-type: none"> <li>Management ➔ <i>Une équipe dirigeante stable</i></li> <li>Gouvernance ➔ <i>Un Conseil d'administration de six membres</i></li> <li>Actionnariat ➔ <i>Familial : Yves Revol détient 45,5% du capital en direct et via sa holding (Olymp)</i></li> </ul>	
ANNEXE 1 : FICHE 25 ANS .....	26

Cette analyse Financière a été réalisée par Claire Deray Analyste Indépendant : cd@sponsor-finance.com  
L'Analyste Indépendant Claire Deray s'est vu confié par l'Emetteur, la réalisation d'une prestation d'analyse financière au sens de l'article 36 du règlement EU 2017/565. L'Analyste Indépendant et le CIC sont convenus, en accord avec l'Emetteur, que le CIC puisse diffuser de manière exclusive les prestations d'analyse financière réalisées par l'Analyste Indépendant sur l'Emetteur

## CAS D'INVESTISSEMENT

Acteur historique du secteur 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 d'une part et depuis trois ans en ayant recours à des opérations de croissance externe d'autre part. 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.

### Axes stratégiques de développement

#### ➔ Poursuite de la diversification sectorielle et géographique

La stratégie de Clasquin est orientée autour de plusieurs axes :

- continuer à accompagner la croissance des clients existants ;
- conquérir des parts de marché en recrutant des commerciaux expérimentés, même en cas de marché peu porteur ;
- poursuivre l'élargissement du réseau (62 bureaux en propres dans 20 pays répartis sur les 5 continents) ;
- 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.) ;
- 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 MB)

#### ➔ Principal moteur de croissance notamment grâce à des acquisitions

Présent dans le segment maritime depuis le début des années 1990, la société a mené avec succès sa diversification dans ce métier, notamment grâce à la réalisation d'opérations de croissance externe. La commission de transport par voie maritime a ainsi représenté 47% de l'activité en 2017, avec une croissance annuelle moyenne de la marge brute de près de 12% au cours de la période 2006-2017. Plus que légitime dans ce métier, Clasquin devrait poursuivre ses développements.

### Transport aérien (32% de la MB)

#### ➔ 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 en

2006. Près de dix ans après, cette division ne représente plus que 32% de l'activité, et ce malgré une croissance annuelle moyenne d'un peu plus de 4% sur la période. L'expertise de la société dans ce domaine devrait lui permettre de poursuivre la croissance de son chiffre d'affaires.

### Autre commission de transport (17% de la MB)

#### ➔ Des activités complémentaires en plein essor

Les autres modes de transport ont représenté 17% de l'activité de la société en 2017, contre moins de 10% historiquement (croissance annuelle moyenne de 36%). Avec l'acquisition de LCI en 2015, le groupe a obtenu un 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), 6,6 M€ de MB en 2017. Le groupe a par ailleurs complété son offre dans les autres modes de transport (rail, route, multimodal) et les services d'organisation de transport (logistique, foires et expositions, etc.) : 4,2 M€ de MB en 2017.

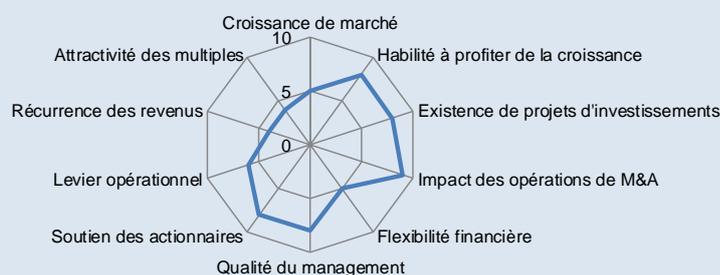
### Log System, division logiciels (4% de la MB)

#### ➔ 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 en 1986 d'une filiale dédiée : Log System. L'offre a été complétée avec l'acquisition de Cosmos Consultants début 2018 (~0,3 M€ de CA dans l'édition de solution de commerce international et de gestion douanière). 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).

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 signé en 2016 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 (finalisation prévue en 2019).

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



Source: Independent analyst

## Levier opérationnel

### ➔ Un potentiel d'amélioration des marges

Au cours des années 2016 et 2017, la société a poursuivi sa stratégie de conquête commerciale via l'extension de son réseau, notamment par l'ouverture d'agences en propres (antenne Fairs & Event à Paris en 2017, 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 (Amérique du Nord, Asie, etc.). Par ailleurs, le projet de changement des outils logiciels a été lancé. Il a conduit à la dépréciation de certains outils existants (250 K€ supportés en 2016) et à des surcoûts liés à l'opération (de l'ordre de 300 K€ en 2017) qui ont pesé sur la marge opérationnelle. Dans un contexte de croissance molle en 2016, la hausse des charges opérationnelles s'est ainsi accompagnée d'une baisse de marge, le ratio EBIT/MB passant à 8,0% (11,3% en 2015). Le rebond de l'activité en 2017, avec une MB à +9,4% ou +9,8% en organique, a permis au groupe d'entamer le redressement des marges : ratio EBIT/MB à 8,6% au cours de l'exercice.

Compte tenu du poids de la main-d'œuvre dans son activité (64,3% de la marge brute en 2017), le levier sur les marges est quelque peu limité. Cependant, dans un contexte de rebond d'activité, de non-réurrence de certaines charges qui ont pesé sur 2016 et 2017, et parce que certaines filiales sont encore déficitaires (Allemagne, Asie du Sud-Est) ou faiblement contributrices (Inde), 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 logiciel et du nouveau en cours de déploiement a ralenti le redressement des marges. L'amélioration devrait s'accélérer à partir de 2019 dès que le nouveau logiciel sera utilisé par l'ensemble des entités du groupe.

## Croissance externe

### ➔ Accélération des acquisitions depuis 4 ans

But principal de l'introduction en bourse réalisée en 2006, les opérations de croissance externe ont pu débuter en

2008 avec le rachat de la société Gueppe dans le transport routier (revenue fin 2015 car peu de synergies avec les activités historiques).

Depuis, le groupe a réalisé des acquisitions dans le domaine de la commission de transport, en France et à l'international :

- la société espagnole Intercargo en 2012 : 2,3 M€ de MB, export Amérique latine et Moyen-Orient ;
- Garnett Logistics Group (devenue ECS) en 2014 : États-Unis, 2,7 M€ de MB, revenue en novembre 2018 du fait du peu de synergies dégagées ;
- GAF en 2014 : Allemagne, 0,7 M€ de MB, export vers les États-Unis et l'Asie ;
- LCI en 2015 en France : 6,8 M€ de MB, transport maritime à destination des pays du Maghreb ;
- Art Shipping en 2016 en France : 0,7 M€ de MB, Organisation de transport d'œuvres d'art ;
- la reprise d'un fonds de commerce aux États-Unis en 2016 : 0,4 M€ de MB, traitement des droits de douane ;
- Favat Transport en 2018 en France : 0,7 M€ de MB métier de douane et de transport maritime à destination ou en provenance de l'Afrique de l'Ouest et des pays du pourtour méditerranéen.

Par ailleurs, pour compléter son savoir-faire, la filiale informatique du groupe, Log System, a acquis Cosmos Consultants en 2018, société française spécialisée dans les solutions de commerce international et gestion douanière (0,3 M€ de CA).

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 plus de 20 M€ à fin 2017, ou 8 M€ nette de découverts bancaires, Clasquin a les moyens de poursuivre ses ambitions en matière de croissance externe pour des opérations ciblées.

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

+

- Un savoir-faire dans le traitement des flux Asie - Europe, Europe - Afrique et Asie - Amérique du Nord
- Un portefeuille de clients diversifié
- Des équipes de management stables et de qualité
- Une expansion géographique progressive et mesurée
- Un potentiel de développement important pour les implantations actuelles et via l'ouverture de nouvelles zones
- Bonne réactivité en matière de business dans un secteur volatil, et en matière d'ajustement de coûts de structure (préservation des marges)
- Génération de cash-flow soutenu
- Retour aux actionnaires important (80% de *taux de distribution*)

-

- Marché en volume cyclique et parfois volatil
- Forte variabilité des tarifs influencés par les variations des taux de fret, des prix du pétrole, des taux de changes, etc.
- Un métier d'hommes qui nécessite de pouvoir attirer et maintenir en place les talents
- Manque de recul pour juger de la capacité à intégrer avec succès une grosse opération de croissance externe (petites sociétés jusqu'à présent)
- Nouvel ERP encore en cours de déploiement et nouveau logiciel comptable et financier à venir (2019)
- Faible liquidité du titre

Source: *Independant analyst*

**Endettement & Liquidité****➔ Une trésorerie permettant de financer la croissance**

La dette nette à fin 2017 s'élève à 15,8 M€, soit un gearing de 69%. La dette est essentiellement à échéances long terme, à taux fixes ou taux variables couverts. Avec une trésorerie de 20,2 M€ à fin 2017, ou près de 8 M€ nette de découverts bancaires la société a les moyens pour financer sa stratégie de croissance interne, et d'acquisitions ciblées.

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

Clasquin est dirigée par Yves Revol depuis son rachat en 1982. Le Conseil d'administration est composé de cinq autres membres : Jean-Christophe Revol 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 45,5% 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 10,4% du capital (FCPE inclus).

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

L'évolution des volumes d'échanges commerciaux 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 aux 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.

La société a lancé le changement de son ERP par le recours à des outils développés en externe (Cargowise). Cette migration a été pilotée par Laurent Guillen responsable informatique du groupe et issu de grands groupes internationaux (Carlson, Monsanto et Manitowoc-Potain), tous deux arrivés en 2017. Lancé en avril 2017, le déploiement est progressif et devrait s'étaler sur une période de 18-24 mois. Les principales filiales (France et Chine) ont d'ores et déjà été déployées. Si la migration et le maintien des deux systèmes en parallèle dans l'attente de la finalisation du déploiement, ont entraîné quelques perturbations, les premiers effets positifs ont commencé à se produire (gains de productivité, meilleure traçabilité des échanges, etc.). Le risque de mauvaise exécution de ce déploiement est selon nous désormais écarté.

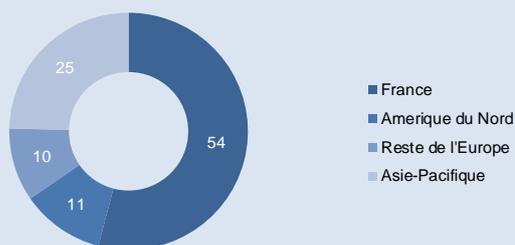
**Valeur prospective ➔ 41 € /**

**Valeur actuelle ➔ 34 € (TRI implicite : 8%)**

Sur la base de nos prévisions 2022, la valeur prospective à cet horizon ressort à 40,9 € par action, soit une valeur actuelle de 34,3 € (sur la base d'un coût des fonds propres de 8,5%) et un point d'entrée à 28,9 € (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). Au cours actuel, le TRI sur la période ressort à 8% avec un rendement moyen du dividende de près de 4%, une croissance annuelle moyenne des BPA de près de 22% et une contraction des multiples de valorisation (plus de -18%).

## PROFIL DE LA SOCIETE

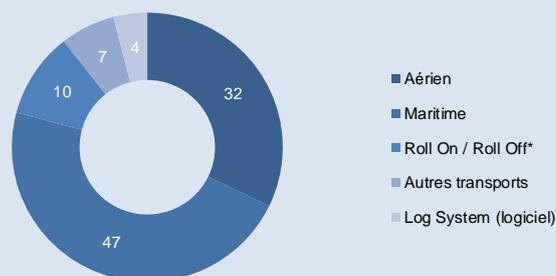
### Clasquin : MB 2017 par pays (%)\*



Source: Independent analyst, Clasquin

\*Estimé

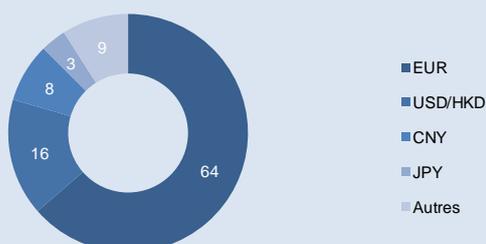
### Clasquin : Marge Brute 2017 par activité (%)



Source: Independent analyst, Clasquin

\* transport maritime de camions avec leur chargement

### Clasquin : Marge Brute 2017 par devise (%)



Source: Independent analyst, Clasquin

### Clasquin : Quelques données opérationnelles

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Bureaux	46	46	50	55	62	62
Pays	19	20	20	20	20	20
Salariés	612	633	670	674	716	762
Tonnes (Aé.)	41 659	44 792	47 977	50 586	53 402	63 446
Variation	1,3%	7,5%	7,1%	5,4%	5,6%	18,8%
EVP* (Mar.)	84 895	85 138	90 727	122 884	144 147	168 832
Variation	-5,9%	0,3%	6,6%	35,4%	17,3%	17,1%
Tot. nb d'op.	146 324	156 375	171 300	207 931	221 990	246 657
Variation	2,6%	6,9%	9,5%	21,4%	6,8%	11,1%

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 : Actionnariat (au 30 juin 2018)

	%	
	Capital	Dt de vote
Yves Revol + Olymp	45,5	59,2
Zenlor	2,2	2,8
Salariés	10,4	7,5
Flottant	42,0	30,5

Source: Independent analyst, Clasquin

### Clasquin: Déclaration des administrateurs

Corporate Officer	Date	Achat/ Vente	Nbr de titres	Montant EUR	Prix de transaction
Laurence Ilhe	03/10/2018	Vente	141	5 892	41,8
Laurence Ilhe	02/10/2018	Vente	955	39 769	41,6
Laurence Ilhe	01/10/2018	Vente	1 126	46 902	41,7
Laurence Ilhe	31/07/2018	Achat	323	10 940	33,9
Laurence Ilhe	30/07/2018	Achat	230	7 935	34,5
Hugues Morin	30/07/2018	Achat	1 000	34 000	34,0

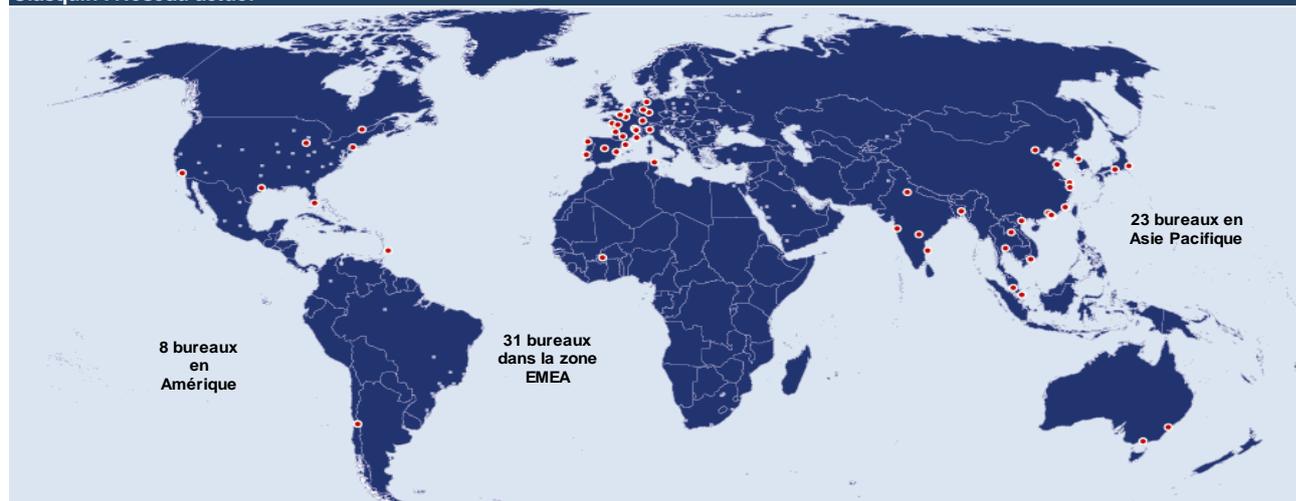
Source: Independent analyst, Clasquin, AMF

### 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, Amérique du Nord, et Afrique. 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 : Réseau actuel



Source: Independent analyst, Clasquin

**DUE DILIGENCE D'INVESTISSEMENT**

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	x	<p>Histo. les flux de transport augmentaient &gt; que la croissance mondiale. Plus le cas auj.</p> <p>Métier faiblement capitalistique mais nécessité de recruter des personnes expérimentées</p> <p>Taux de fret fluctuent au niveau mondial. Sont imposés aux commissionnaires de transport</p> <p>Les variations des coûts de transports sont répercutées aux clients</p> <p>Activités exercées : service. Le débauchage des salariés est le risque principal</p> <p>La société est confrontée à la fois à des géants mondiaux et à des petits concurrents locaux</p> <p>De nombreux rapprochements ont lieu mais il subsiste toujours beaucoup d'opérateurs</p> <p>Il existe des géants mondiaux dans le secteur et une multitude de petits acteurs locaux</p> <p>L'activité nécessite des outils informatiques pointus</p> <p>Chaque pays et chaque zone géo. a ses propres règles en matière d'import - export</p>
<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	<p>Les volumes transportés dépendent du dynamisme de l'économie mondiale</p> <p>Le T1 est le plus faible trimestre de l'année mais pas de manière significative</p> <p>Post cession de Gueppe Clasquin désormais centrée uniquement sur la comm. de transp.</p> <p>Portefeuille clients diversifié (aucun client ne représente plus de 5% de la MB)</p> <p>Secteurs d'origine des clients diversifiés</p> <p>Nombreuses implantations hors de France</p> <p>Travaille avec la plupart des transporteurs maritimes et aériens</p> <p>Croissance organique à 6,2% en moyenne depuis 2008</p> <p>Accélération des opérations de croissance externe depuis 2 ans</p> <p>Spécialisation sur certains flux et certaines niches permettant une bonne maîtrise des tarifs</p>
<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	<p>Essentiellement des frais de personnel</p> <p>Spécificités au niveau du BFR (flux importants transitant par le groupe)</p> <p>ROCE moyen &gt; 13% en historique</p> <p>FCF yield à plus de 5% en moyenne depuis 2008 (basé sur le cours moyen de l'année)</p> <p>Limitée par le besoin de maintenir les équipes pour préparer le rebond en cas de baisse</p> <p>Clasquin présente dans zones clés et s'appuie sur un réseau de partenaires ailleurs (WFA)</p> <p>La marge opérationnelle a été sous pression en 2016 et 2017</p>
<b>Bilan et Liquidité</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Lever financier</li> <li>Liquidité</li> <li>Qualité de la structure de la dette</li> <li>Intensité du BFR</li> <li>Éléments hors bilan</li> </ul>	x	x	<p>Dette nette / EBITDA à 2,2 (inclus options de vente des minoritaires de certaines sociétés)</p> <p>Trésorerie à plus de 20 M€ à fin 2017, ou près de 8 M€ net de découvert bancaire</p> <p>Pas de mur de dette</p>
<b>Considérations relatives à l'investissement</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Pérénnité 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	<p>Savoir-faire historique dans les flux provenant et à destination d'Asie</p> <p>Décote par rapport aux multiples historiques et aux multiples des sociétés comparables</p> <p>Exposé aux fluctuations économiques mais bonne réactivité du management</p> <p>Société détenue par son manager depuis 1983</p> <p>Managers aux postes clés dans la sté depuis longtemps</p> <p>Couvert par 4 analystes sell side</p> <p>Moyenne des échanges sur 2017 : 1 619 titres par jour</p> <p>Beta : 0,26 ; Beta ajusté : 0,51</p>

Source: Independent analyst, Factsset

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



Source: Independent analyst

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

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Marge Brute - Croissance (%)	40,4%	-7,9%	23,8%	6,3%	0,0%	5,2%	6,3%	10,3%	3,4%	9,4%
Dont organique (%)	27,3%	-9,1%	20,2%	6,6%	-4,9%	3,3%	4,3%	4,1%	0,7%	9,8%
Dont parités monétaires (%)	-2,4%	1,2%	3,6%	-0,3%	2,9%	-2,2%	-0,5%	5,0%	-0,3%	-0,9%
Dont périmètre (%)	15,5%	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	4,1%	2,5%	1,1%	3,0%	0,5%

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

##### > Activité

Clasquin est spécialisée dans le transport intercontinental. En tant que *pure player* du *freight forwarding*, la société n'opère pas le transport, elle organise les flux de marchandises entre l'Europe et le reste du monde, en particulier en provenance ou à destination des zones Asie-Pacifique, Afrique du Nord et 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 la plupart des aspects documentaires, réglementaires, bancaires et douaniers.

Au sein de ce pôle, on peut distinguer :

- le transport aérien (32% de la MB), activité historique de la société qui réalise une croissance annuelle moyenne de l'ordre de 3%, et qui a permis 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* (10% 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 (7% de la MB rail, la route, logistique, etc.). Leur poids pourrait croître compte tenu de la volonté de poursuivre les diversifications vers la logistique *overseas* par exemple (stockage, préparation de commandes, distribution) ou encore le lancement de nouveaux produits ou services (filiale dédiée aux foires et expositions créée en 2017).

##### > Environnement concurrentiel

Confronté à une concurrence variée, avec d'un côté des géants mondiaux (DHL, Kuehne Nagel, Fedex, Schenker, Nippon Logistics, Expeditors, etc.) et de l'autre de petits acteurs locaux, Clasquin a su s'imposer avec une devise « *Big enough to do the job, small enough to do it better* ». Plus réactif que les gros acteurs du secteur, et disposant d'une offre plus complète et fiable que les petits acteurs, Clasquin poursuit sa conquête du marché avec une croissance annuelle moyenne de la marge brute de la division commission de transport de près de 10% depuis 2006 dont plus de 6% par croissance organique.

##### > 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 (23 agences, soit plus d'un tiers du réseau) et dispose d'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 760 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'Amérique du Nord, l'Inde, le Sud-Est asiatique, les pays du Maghreb et du Moyen-Orient.

### Clasquin: Analyse des franchises

	MB / EBIT %	Taille de marché	Cyclicité	Profitabilité	Intensité capitalistique	Croissance	Recurrence
Comm. 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

Par ailleurs, la société fait partie du réseau WFA (World Freight Alliance, l'un des cinq membres fondateurs du réseau), qui lui permet, par le recours à des agents locaux, de couvrir au total 130 pays.

#### > Profil de risque

Cette activité étant plutôt cyclique, la société, comme l'ensemble des acteurs du secteur, a dû faire face à une forte baisse d'activité en 2009 (-9% hors effets change) suivie d'un violent rebond en 2010 (+20%). Depuis 5 ans, la croissance du secteur en volume est de l'ordre de 3% en moyenne (+3% attendus pour le maritime en 2018 et +4% pour l'aérien).

#### **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 :

- 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).
- 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. L'offre a été complétée avec l'acquisition de Cosmos Consultants début 2018 (0,3 M€ de CA) spécialisé dans l'édition de solutions de commerce international et de gestion douanière.

Par ailleurs, le groupe vient d'ouvrir une filiale en Tunisie dans une optique *nearshore*, pour s'appuyer sur le savoir-faire d'une main-d'œuvre locale dans certains domaines, et ce à moindre coût (solutions Microsoft dans l'outsourcing de processus métier).

Cependant, la stratégie n'étant pas de déployer à grande échelle ces outils logiciels, cette activité devrait ainsi rester marginale à l'échelle du groupe (4% de la MB).

#### > Environnement concurrentiel

Depuis la création de Log System, des solutions performantes sont apparues sur le marché qui 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 progressivement déployé 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 ses clients, et l'absence de solutions disponibles sur le marché, Log System a progressivement commercialisé ses logiciels en externe, dans un premier temps uniquement dans le domaine de la commission de transport, puis de manière opportuniste à destination d'une niche du secteur médical. Ce CA externe permet à la structure d'être légèrement profitable, mais cette division n'a pas vocation à prendre une place importante dans l'activité et les résultats futurs.

#### > Profil de risque

Cette structure emploie 29 personnes. Le risque supporté par cette division est limité. Le savoir-faire des équipes en interne a probablement contribué au déploiement sans heurts, à ce jour, de l'outil Cargowise au sein des entités du groupe (travaux encore en cours, finalisation prévue pour 2019).

**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			Nombreux transporteurs. Les volumes traités ne lui confèrent pas un grand pouvoir en matière de sourcing
• Cost advantage	x			
• Customer loyalty			x	Equipes 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		Présente en propre dans les zones d'échanges clés, 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 : Variation de MB vs variation de CA**



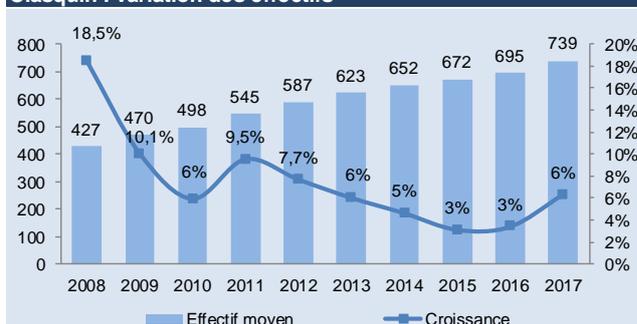
Source: Independent analyst, Clasquin

**Clasquin : Variation de la marge brute publiée et à PCC**



Source: Independent analyst, Clasquin

**Clasquin : Variation des effectifs**



Source: Independent analyst, Clasquin

**Clasquin : Variation des performances d'activité des équipes**



Source: Independent analyst, Clasquin

**Clasquin : Evolution de l'activité en commission de transport (ie hors Log System et Gueppe)**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Nombre d'opérations</b>										
Aérien	60 791	51 167	57 629	60 899	59 896	61 275	65 274	70 554	72 810	80 153
Variation	-2,8%	-15,8%	12,7%	5,7%	-1,6%	2,3%	6,5%	8,1%	3,2%	10,1%
Maritime	51 548	52 523	66 435	69 537	73 487	81 595	92 090	98 908	100 765	111 946
Variation	5,7%	1,9%	26,5%	4,7%	5,7%	11,0%	12,9%	7,4%	1,9%	11,1%
RO/RO*	-	-	-	-	-	-	-	23 270	33 913	38 299
Variation	-	-	-	-	-	-	-	-	45,7%	12,9%
Autres	7 460	9 076	11 629	12 134	12 941	13 505	13 936	15 199	14 502	16 259
Variation	3,8%	21,7%	28,1%	4,3%	6,7%	4,4%	3,2%	9,1%	-4,6%	12,1%
<b>Volumes traités</b>										
Aérien (tonnes)	37 025	30 956	37 879	41 139	41 659	44 792	47 977	50 586	53 402	63 446
Variation		-16,4%	22,4%	8,6%	1,3%	7,5%	7,1%	5,4%	5,6%	18,8%
Soit par opération	0,609	0,605	0,657	0,676	0,696	0,731	0,735	0,717	0,733	0,792
Variation		-0,7%	8,6%	2,8%	3,0%	5,1%	0,5%	-2,5%	2,3%	7,9%
Maritime (EVP)	50 683	55 618	79 094	90 198	84 895	85 138	90 727	122 884	144 147	168 832
Variation		9,7%	42,2%	14,0%	-5,9%	0,3%	6,6%	35,4%	17,3%	17,1%
Soit par opération	0,983	1,059	1,191	1,297	1,155	1,043	0,985	1,242	1,431	1,508
Variation		7,7%	12,4%	9,0%	-10,9%	-9,7%	-5,6%	26,1%	15,1%	5,4%
<b>Marge Brute</b>										
Aérien (EURm)	14,9	12,7	16,1	17,3	16,2	15,6	16,6	19,1	18,4	20,7
Variation	9,6%	-14,8%	27,2%	7,7%	-6,6%	-3,4%	5,9%	15,3%	-3,7%	12,4%
Soit par opération (EUR)	245,1	248,2	279,4	284,1	270,5	255,4	253,8	270,7	252,7	258,3
Variation		1,3%	12,5%	1,7%	-4,8%	-5,6%	-0,6%	6,6%	-6,6%	2,2%
Soit par tonne (EUR)	402,4	410,3	425,0	420,5	388,9	349,3	345,4	377,6	344,6	326,3
Variation		1,9%	3,6%	-1,1%	-7,5%	-10,2%	-1,1%	9,3%	-8,7%	-5,3%
Maritime (EURm)	13,5	12,7	16,2	17,5	18,5	20,6	22,5	27,8	27,7	30,2
Variation	21,6%	-5,6%	26,6%	8,4%	5,6%	11,3%	9,3%	23,4%	-0,4%	9,0%
Soit par opération (EUR)	261,9	242,7	243,5	251,7	251,7	252,6	244,6	281,1	274,9	269,8
Variation		-7,3%	0,3%	3,4%	0,0%	0,3%	-3,1%	14,9%	-2,2%	-1,9%
Soit par EVP (EUR)	266,4	229,2	204,5	194,0	217,9	242,1	248,3	226,2	192,2	178,9
Variation		-14,0%	-10,8%	-5,1%	12,3%	11,1%	2,6%	-8,9%	-15,1%	-6,9%
RO/RO*	-	-	-	-	-	-	-	4,7	6,7	6,6
Variation	-	-	-	-	-	-	-	-	42,6%	-1,5%
Soit par opération (EUR)	-	-	-	-	-	-	-	202,0	197,6	172,3
Variation	-	-	-	-	-	-	-	-	-2,2%	-12,8%
Autres	1,5	1,8	2,1	2,3	2,9	3,3	3,4	2,9	3,6	4,2
Variation	-	20,0%	16,2%	10,0%	26,1%	14,0%	3,0%	-14,9%	24,1%	16,7%
Soit par opération (EUR)	201,1	198,3	179,8	189,6	224,1	244,9	244,5	190,8	248,2	258,3
Variation	-	-1,4%	-9,3%	5,4%	18,2%	9,3%	-0,2%	-22,0%	30,1%	4,1%
<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>	<b>62,9</b>
Variation	40,4%	-7,9%	23,8%	6,3%	0,0%	5,2%	6,3%	10,3%	3,4%	9,4%
Variation LFL	27,3%	-9,1%	20,2%	6,6%	-4,9%	3,3%	4,3%	4,1%	0,7%	9,8%

Source: Independent analyst, Clasquin

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

**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 clients 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
Risques financiers	Product	X		Activité commission de transport désormais plutôt bien diversifiée : maritime, aérien et autres modes de transport
	Crédit	X		Financement par emprunt bancaire majoritairement à long terme
	Liquidité	X		Cash important
Risques compliance	Taux d'intérêts	X		Emprunts très majoritairement à taux fixes
	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

## PROFITABILITE NORMATIVE

Compte tenu d'une offensive commerciale toujours active, le rebond de la croissance organique devrait se confirmer. L'activité pourrait par ailleurs bénéficier de la poursuite des opérations de croissance externe. En termes de profitabilité, grâce à une bonne orientation 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 à plus de 11% 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 attendus en hausse de 4% en 2018 et 2019

##### > 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 consommation, 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 un contexte de marché perturbé par les tentations de politiques protectionnistes de certains pays (Etats-Unis, Chine, etc.), les échanges mondiaux devraient continuer à progresser. Dans ses dernières estimations, le FMI anticipe une croissance du PIB mondial de 3,7% pour 2018 et 2019 et une croissance des échanges mondiaux de respectivement +4,2% et +4,0%, en légère décélération par rapport à la tendance de 2017 (+5,2%) mais en accélération par rapport à la moyenne des 5 dernières années (+3,5%).

Les sociétés de transport devraient ainsi continuer à bénéficier d'une hausse des volumes. Sur les segments maritime et aérien, les acteurs du marché anticipent une croissance des volumes de respectivement +3% et +4% pour 2018.

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

Les dirigeants de Clasquin ayant poursuivi leur offensive commerciale, via les ouvertures d'agences, le lancement de nouvelles offres, les opérations de croissance externe

ciblées ou encore le recrutement de commerciaux (+10,6% pour les effectifs en *front office* en 2017), le groupe devrait très probablement bénéficier des tendances de marché porteuses. Ainsi, la croissance interne qui a déjà accéléré en 2017 (MB à +9,8%, comparée à +1,5% en moyenne au cours des 5 années précédentes), devrait confirmer son dynamisme en 2018 (+11% à 9 mois ou +14% en organique).

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 (devenue ECS États-Unis) et GAF (Allemagne, fusionnée avec Clasquin Allemagne depuis), par LCI (France) en 2015, en 2016 par Art Shipping (France) et la reprise d'un fonds de commerce aux États-Unis, et enfin en 2018 par Favat Transport (France). Au global, depuis 2012, les acquisitions ont permis de gagner près de 2% de croissance de MB 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. Avec une trésorerie nette de découverts bancaires à près de 8 M€ à fin 2017, Clasquin a les moyens de poursuivre ses ambitions en matière de croissance externe ciblée.

##### > Guidance du management

Historiquement, Clasquin a prouvé sa capacité à surperformer le marché en cas de baisse, comme en cas de hausse. En 2017, les volumes transportés sur le marché par voies maritime et aérien ont augmenté de 4% et de 9%, comparé à +17% et +19% respectivement pour Clasquin grâce à la poursuite des conquêtes commerciales et à l'extension de la couverture géographique (pas d'effet croissance externe en 2017). Pour 2018, les dirigeants anticipent des tendances de marché qui devraient rester favorables (au moins +3-4% en volume) et ils comptent poursuivre leurs gains de part de marché.

Clasquin : Historique des performances en volume vs performance marché

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Segment maritime (variation en Equivalent Vingt Pieds)									
Marché	-10,8%	11%	5,5%	-2,0%	2,5%	4,5%	1,5%	2,0%	4,0%
Clasquin	9,7%	42%	14,0%	-5,9%	0,3%	6,6%	35,4%	17,3%	17,1%
Segment aérien (variation en tonnes)									
Marché	-12,0%	19,0%	-0,7%	-2,5%	0,0%	3,5%	-0,8%	2,0%	9,0%
Clasquin	-16,4%	22,4%	8,6%	1,3%	7,5%	7,1%	5,4%	5,6%	18,8%

Source: Independent analyst

**Potentiel d'amélioration des marges**  
**► Digestion des coûts informatiques / Accélération à partir de 2019-2020**

> 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.

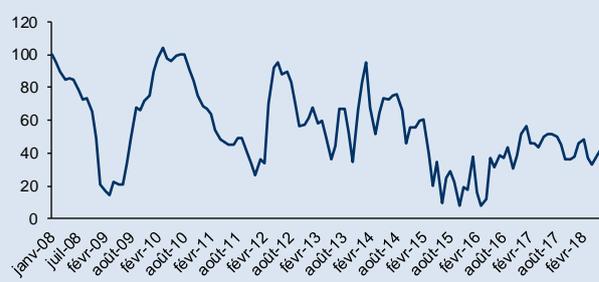
Les frais de personnel sont le principal poste de charges (en moyenne 64% de la MB au cours des 5 dernières années), essentiellement en *front office* (plus de 3/4 des équipes). L'équipe commerciale étant un facteur clé de succès dans le domaine de la commission de transport, même en cas de pression sur l'activité, les effectifs sont peu revus à la baisse.

**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
ECS - Garnett Logistics Group	2014	Etats-Unis	Achat 80%	2,0	2,7	Positif	Nc	Commission de transport flux Amérique du Nord
GAF (Göriz Air Freight)	2014	Allemagne	Achat 100%		0,7	Positif	Nc	Commission de transport aérien Europe-US et 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
Cosmos consultants	2018	France	Achat 100%	0,3	Ns	Ns	Ns	Solutions commerce intern. et gestion douanière
Favat Transport	2018	France	Achat 100%	0,7	0,7	Positif	Nc	Douane et transport maritime Afrique et Méditerranée
ECS - Garnett Logistics Group	2018	Etats-Unis	Vente 80%	Nc	2,9	0,0	Na	Commission de transport flux Amérique du Nord

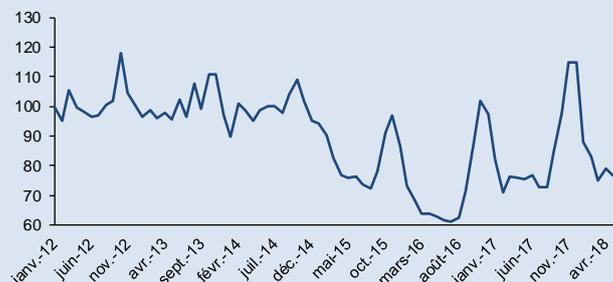
Source: Independent analyst, Clasquin

**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 : Evolution des échanges mondiaux en volume comparé à la croissance du PIB**



Source: IMF.org

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



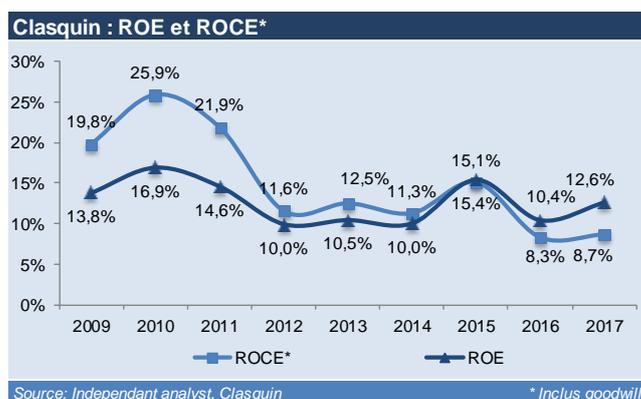
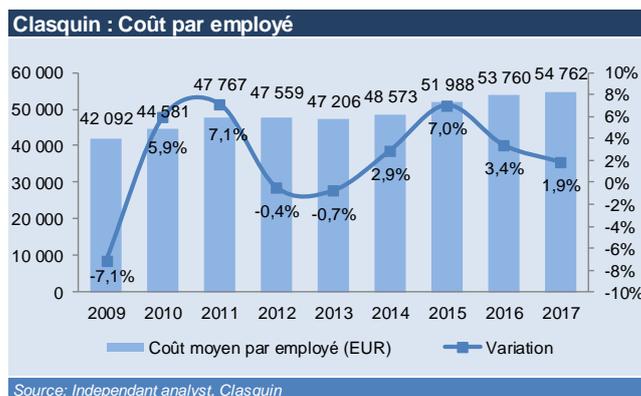
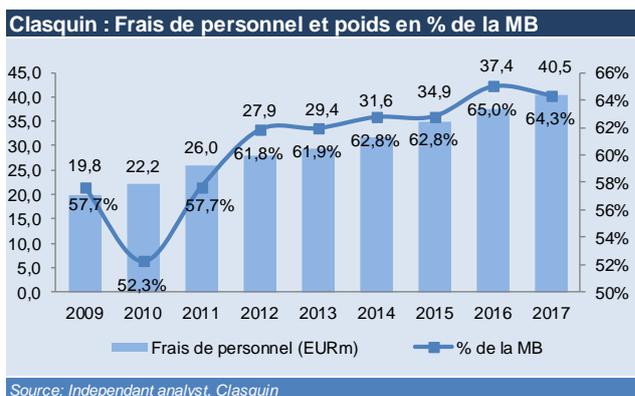
Source: Khuene & Nagel, Panalpina, Clasquin

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 sont 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.

Enfin, le changement des outils logiciels (déploiement de Cargowise), lancé en avril 2017, a conduit à des dépréciations de certains outils existants (250 K€ supportés en 2016) et à des surcoûts liés à l'opération (de l'ordre de 300 K€ en 2017) qui ont pesé sur la marge opérationnelle.

Dans un contexte de croissance molle en 2016, la hausse des charges opérationnelles s'est ainsi accompagnée d'une baisse de marge, le ratio EBIT/MB passant à 8,0% (11,3% en 2015). Le rebond de l'activité en 2017, MB à +9,4% ou +9,8% en organique, a permis au groupe d'entamer le redressement des marges : ratio EBIT/MB à 8,6% au cours de l'exercice. Ce redressement devrait selon nous se confirmer au cours de l'exercice 2018 pour probablement s'accélérer en 2019.



> Estimations CM-CIC Market Solutions

Dans un contexte de marché porteur, du fait de la faible exposition du groupe aux flux Amérique – Asie (perturbés par les politiques protectionnistes des États-Unis et de la Chine) et aux flux Royaume-Uni – Europe continentale (perturbés par le Brexit), et compte tenu de l'offensive commerciale, nous estimons que les performances de Clasquin en matière de croissance interne devraient se confirmer. Nous prévoyons un rebond à +9,9% de la croissance organique en 2018, après +9,8% en 2017, puis +3-4% par an d'ici 2022.

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. La consolidation de Favat Transit devrait contribuer à hauteur de 0,6% à la croissance de la marge brute en 2018 (7 mois) et à 0,5% en 2019 (5 mois de consolidation additionnelle). L'intégration de la société Cosmos Consultants devrait

avoir un impact limité sur la marge brute compte tenu de sa petite taille.

A l'inverse, la cession de la société ECS va pénaliser l'évolution de la marge brute. Cette structure ne s'était jamais réellement développée depuis l'entrée dans le giron du groupe en 2014 (2,9 M€ de MB en 2017 et résultat opérationnel à l'équilibre). Les dirigeants ont ainsi choisi de céder les 80% détenus dans le capital de la société au fondateur qui en détenait encore 20%. Au global, l'effet périmètre devrait être neutre en 2018, et -3% en 2019. Après effet de changes (attendu à -2,3% en 2018), notre estimation de croissance de la marge brute s'élève à +7,7% pour 2018 et +0,6% pour 2019 (dont effet périmètre négatif de 3,6% lié à la cession d'ECS et 4,0% de croissance organique).

En termes de marges, les dirigeants ne donnent jamais d'objectifs. Le déploiement du logiciel d'exploitation Cargowise qui devrait s'achever courant 2019 (déploiement à près de 86% en nombre d'opérations à fin

2018), et le projet de mise en place d'un nouvel outil logiciel pour les fonctions support courant 2019 (comptabilité, reporting, planning et consolidation) devraient engendrer des surcoûts pendant la migration. Il est ainsi certain que les marges opérationnelles ne profiteront pas pleinement du rebond de l'activité en 2018 et 2019, avec un probable rattrapage à partir de 2020, lorsque les nouveaux logiciels seront utilisés 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.

En parallèle, les marges devraient bénéficier de la réduction de certains foyers de perte avec notamment la restructuration de la filiale allemande : fermeture de deux bureaux pour se recentrer sur Düsseldorf. Ceci devrait permettre de redresser les performances de la filiale dès le S2 2018. La forte croissance de l'activité au Portugal et au Chili devrait permettre à ces filiales de contribuer aux

résultats du groupe dès 2018. Enfin, la cession d'ECS devrait contribuer au redressement des marges.

Nous estimons ainsi que le ratio EBIT/MB pourrait retrouver un niveau à deux chiffres en 2019, et s'améliorer significativement les années suivantes avec l'effet de l'utilisation de Cargowise en rythme de croisière. Les plus hauts historiques pourraient être restaurés dans le cas du ralentissement de la croissance organique, tel qu'intégré dans notre scénario (15% attendu en 2022).

Combinant retour à une croissance plus soutenue de l'activité et amélioration des marges, les résultats de la société ont entamé leur rebond en 2017 (EBIT à +18% et RN à +15%), ce qui devrait se confirmer au cours des prochaines années : près de +16% par an au niveau de l'EBIT et +21% au niveau du résultat net attendu en moyenne au cours de la période 2018-2022.

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

EURm	2010	2011	2012	2013	2014	2014 PF*	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
CA	179,1	171,4	184,6	198,1	211,5	201,7	234,2	235,0	290,6	300,9	300,5	309,6	318,8	328,4
Variation	56,1%	-4,3%	7,7%	7,3%	6,7%	Ns	16,1%	0,3%	23,6%	3,5%	-0,1%	3,0%	3,0%	3,0%
Variation LFL	50,1%	-3,9%	0,6%	6,6%	3,8%	Ns	-6,5%	-1,4%	24,7%	9,4%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>Marge brute</b>	<b>42,4</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>62,9</b>	<b>67,8</b>	<b>68,2</b>	<b>70,2</b>	<b>72,3</b>	<b>74,5</b>
Variation	23,8%	6,3%	0,0%	5,2%	6,3%	Ns	27,5%	3,4%	9,4%	7,7%	0,6%	3,0%	3,0%	3,0%
Variation LFL	20,2%	6,6%	-4,9%	3,3%	4,3%	Ns	4,8%	0,7%	9,8%	9,9%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Dont Aérien	16,1	17,3	16,2	15,6	16,6	16,6	19,1	18,4	20,7	23,6	23,6	24,3	25,0	25,8
Variation	27,2%	7,7%	-6,6%	-3,4%	5,9%	5,9%	15,3%	-3,7%	12,4%	13,9%	0,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Dont Maritime	16,2	17,5	18,5	20,6	22,5	22,5	27,8	27,7	30,2	30,4	30,4	31,3	32,1	32,9
Variation	26,6%	8,4%	5,6%	11,3%	9,3%	9,3%	23,4%	-0,4%	9,0%	0,0%	0,0%	3,0%	2,5%	2,5%
Dont RO/RO	-	-	-	-	-	-	4,7	6,7	6,6	7,0	7,3	7,6	7,8	8,1
Variation	-	-	-	-	-	-	-	42,6%	-1,3%	6,0%	4,5%	4,0%	3,0%	3,0%
Dont Autres	2,1	2,3	2,9	3,3	3,4	3,4	2,9	3,6	4,2	5,3	5,5	5,7	5,9	6,1
Variation	16,2%	12,1%	25,0%	12,8%	3,0%	3,0%	3,0%	24,1%	16,7%	25,0%	4,5%	4,0%	3,0%	3,0%
Dont Log System	1,8	2,3	2,3	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	2,8	2,9	2,9
Variation	19,9%	29,7%	-0,2%	-10,7%	4,5%	4,5%	4,5%	-1,7%	4,0%	1,5%	2,5%	2,5%	3,0%	3,0%
<b>EBIT avt exceptionnels</b>	<b>8,2</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>6,4</b>	<b>8,0</b>	<b>9,1</b>	<b>10,2</b>	<b>11,2</b>
% CA	3,6%	3,3%	2,2%	2,3%	2,0%	1,5%	2,7%	2,0%	1,9%	2,0%	2,7%	2,9%	3,2%	3,4%
% MB	15,2%	12,7%	9,1%	9,5%	8,4%	7,1%	11,3%	8,0%	8,6%	8,7%	11,7%	12,9%	14,0%	15,0%
Variation	44,2%	-11,3%	-28,5%	10,4%	-6,2%	Ns	Ns	-26,9%	18,3%	8,1%	36,1%	13,2%	12,1%	10,3%
<b>RNPG</b>	<b>3,4</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>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>4,4</b>	<b>5,0</b>	<b>5,7</b>	<b>6,4</b>
Variation	41,3%	-9,7%	-31,4%	4,8%	-3,4%	Ns	57,2%	-35,1%	14,5%	14,3%	54,1%	15,2%	13,5%	11,4%
<b>BPA</b>	<b>1,5</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>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>
Variation	41,3%	-9,7%	-31,4%	4,8%	-3,4%	Ns	57,2%	-35,1%	14,5%	14,3%	54,1%	15,2%	13,5%	11,4%

Source: Independent analyst, Clasquin

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

Clasquin: Comptes de résultat												
(M€)	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
	31/12/11	31/12/12	31/12/13	31/12/14	31/12/15	31/12/16	31/12/17	31/12/18	31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22
Chiffre d'Affaires	171	185	198	211	234	235	291	301	301	310	319	328
Variation (%)	-	7,7	7,3	6,7	10,8	0,3	23,6	3,5	-0,1	3,0	3,0	3,0
Excédent Brut d'Exploitation - Ajusté	8	6	6	7	8	7	8	8	10	11	12	13
Variation (%)	-	-16,9	-1,4	2,6	28,6	-15,2	8,7	8,4	19,2	10,4	9,8	8,5
Marge (%)	4,5	3,5	3,2	3,1	3,6	3,0	2,7	2,8	3,3	3,6	3,8	4,0
Eléments exceptionnels	0	0	0	0	0	-1	0	-1	0	0	0	0
Excédent Brut d'Exploitation - Publié	8	6	6	6	8	7	7	8	10	11	12	13
Variation (%)	-	-18,2	0,0	2,6	24,0	-18,3	11,9	8,0	26,7	10,4	9,8	8,5
Marge (%)	4,5	3,4	3,2	3,1	3,4	2,8	2,5	2,6	3,3	3,6	3,8	4,0
Dépréciation & Amortisation	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Résultat Op. avant survaleurs - Publié	6	4	5	4	6	5	5	6	8	9	10	11
Variation (%)	-	-28,5	10,4	-6,2	48,3	-26,9	18,3	8,1	36,1	13,2	12,1	10,3
Marge (%)	3,3	2,2	2,3	2,0	2,7	2,0	1,9	2,0	2,7	2,9	3,2	3,4
Résultat Op. avant survaleurs - Ajusté	6	4	5	4	7	5	6	6	8	9	10	11
Variation (%)	-	-26,6	8,0	-6,0	N/M	-22,4	13,2	8,6	25,4	13,2	12,1	10,3
Marge (%)	3,4	2,3	2,3	2,0	2,9	2,2	2,0	2,1	2,7	2,9	3,2	3,4
Dépré. & Amort. des actifs intangibles	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Résultat Opérationnel - Publié	6	4	5	4	6	5	5	6	8	9	10	11
Variation (%)	-	-28,5	10,4	-6,2	48,3	-26,9	18,3	8,1	36,1	13,2	12,1	10,3
Marge (%)	3,3	2,2	2,3	2,0	2,7	2,0	1,9	2,0	2,7	2,9	3,2	3,4
Résultat Opérationnel - Ajusté	6	4	5	4	7	5	6	6	8	9	10	11
Variation (%)	-	-26,6	8,0	-6,0	N/M	-22,4	13,2	8,6	25,4	13,2	12,1	10,3
Marge (%)	3,4	2,3	2,3	2,0	2,9	2,2	2,0	2,1	2,7	2,9	3,2	3,4
Résultat Financier	0	0	0	0	0	0	0	-1	0	0	0	0
dont Produits financiers	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
dont Charges financières	0	0	0	0	0	0	0	-1	0	0	0	0
Résultat Courant Avant Impôt	5	4	4	4	6	4	5	5	8	9	10	11
Variation (%)	-	-28,6	10,2	-6,3	N/M	-33,2	15,8	13,8	41,8	14,4	12,9	11,0
Marge (%)	66,5	57,1	63,8	58,2	72,4	57,1	60,8	63,8	75,9	78,7	80,9	82,8
Contrib. stés. mises en équivalence	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Autres éléments non-récurrents	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Impôts et Taxes	-2	-1	-2	-1	-2	-2	-2	-2	-3	-3	-4	-4
Taux effectif d'imposition (%)	37,1	36,7	38,2	34,8	31,7	36,9	40,7	41,0	38,0	38,0	38,0	38,0
Activités en cours de cession	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Résultat Net consolidé - Publié	3	2	3	2	4	3	3	3	5	6	6	7
Variation (%)	-	-28,1	7,6	-1,2	N/M	-33,9	10,1	13,0	47,6	14,2	12,7	10,9
Marge (%)	41,8	36,1	39,4	37,9	47,2	36,8	37,3	38,8	48,1	49,8	51,1	52,2
Intérêts minoritaires	0	0	0	0	-1	0	0	0	0	0	0	-1
Résultat Net Part du Groupe - Publié	3	2	2	2	3	2	2	3	4	5	6	6
Variation (%)	-	-31,4	4,8	-3,4	N/M	-35,1	14,5	14,3	N/M	15,2	13,5	11,4
Marge (%)	39,3	32,4	34,5	32,4	39,7	30,4	32,0	33,7	43,6	45,5	47,0	48,3
Résultat Net Part du Groupe - Ajusté	3	2	2	2	3	2	2	3	4	5	6	6
Variation (%)	-	-31,4	4,8	-3,4	N/M	-35,1	14,5	14,3	N/M	15,2	13,5	11,4
Marge (%)	39,3	32,4	34,5	32,4	39,7	30,4	32,0	33,7	43,6	45,5	47,0	48,3
BNPA - Publié	1,33	0,91	0,96	0,92	1,45	0,94	1,08	1,23	1,90	2,19	2,48	2,77
Variation (%)	-	-31,4	4,8	-3,4	N/M	-35,1	14,5	14,3	N/M	15,2	13,5	11,4
BNPA - Ajusté	1,33	0,91	0,96	0,92	1,45	0,94	1,08	1,23	1,90	2,19	2,48	2,77
Variation (%)	-	-31,4	4,8	-3,4	N/M	-35,1	14,5	14,3	N/M	15,2	13,5	11,4
Fonds Propres par action	9,1	9,2	9,1	9,2	9,4	9,0	8,6	8,9	9,7	10,3	11,0	11,8
Variation (%)	-	0,6	-0,3	0,6	2,4	-4,2	-5,2	3,5	9,5	6,5	6,9	7,0
Dividende par action	0,75	0,75	0,80	0,80	1,25	0,80	0,80	0,93	1,43	1,64	1,86	2,08
Taux de distribution (%)	56,4	82,3	83,7	86,7	86,2	84,9	74,1	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Nombre d'actions - Actuel	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Nombre d'actions - Dilué	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3

Source: Clasquin, Analyste indépendant.

## GENERATION 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 de faibles investissements (commission de transport, métier d'intermédiaire), devraient conduire à la génération d'un *free cash-flow* de près de 4 M€ p.a. en moyenne au cours des prochaines années. Cela devrait permettre de maintenir durablement un taux de retour élevé aux actionnaires tout en poursuivant la croissance interne et dans des opérations de croissance externe ciblées.

### Cash-flow opérationnel

➔ **~7 M€ p.a. en moyenne sur les 5 prochaines années**

L'amélioration des marges, combinée au 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 (75% 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 28 M€ à fin 2017 (dont 15 M€ de GW), pour un total bilan à 127 M€, et une relative concomitance des encaissements et des paiements (BFR à seulement 10-20 jours de CA au cours des 5 dernières années), 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 11% en moyenne au cours des 5 dernières années.

En moyenne, les CAPEX ont représenté 1,3% du CA depuis 2013. Les changements en cours en termes de software ont influencé les investissements : 2,3 M€ d'investissements au cours de l'exercice 2017.

A noter cependant la consommation de cash liée au BFR, en particulier au cours des 2 derniers exercices (2,7 M€). Dans le métier de commission de transport, les flux traités par les prestataires vont bien au-delà du CA comptable. Dans le cas de Clasquin par exemple, pour 2017, le groupe a facturé au total 553 M€ à ses clients pour un CA consolidé de 290,6 M€, la différence provenant de frais tels que les droits de douane, qui sont payés par le groupe mais *in fine* remboursés par les clients.

Toute hausse de l'activité s'accompagne ainsi d'une hausse des montants facturés et ainsi du besoin en fonds de roulement. Pour 2018, la mise en place du nouvel outil logiciel a perturbé quelque peu les encaissements, ce qui ajouté à la forte croissance de l'activité devrait pénaliser la génération de cash (FCF attendu négatif). Les dirigeants ont d'ores et déjà annoncé que le déploiement suivait son cours et que l'efficacité des systèmes d'encaissement serait rétablie en année pleine dès 2019.

### Politique de rémunération des actionnaires

➔ **Élevée : Taux de distribution du dividende de 75%**

La société a une politique généreuse de retour à l'actionnaire avec un taux de distribution du dividende de plus de 80% au cours des 5 dernières années. En 2017, le dividende a été stable par rapport à 2016, soit 0,8 € par action (taux de distribution de 74%).

Compte tenu des investissements en cours dans les outils informatiques, les projets de développement et la probable poursuite des opérations de croissance externe, nous prévoyons un taux de distribution comparable à celui de 2017, soit 75%, 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 (États-Unis, 2014), GAF (Allemagne, 2014), LCI (France, 2015), Art Shipping (France, 2016), la reprise de 2 fonds de commerce aux États-Unis (2016), les sociétés françaises Favat Transport et Cosmos Consultants (2018). Depuis 2012, Clasquin a consacré ~20 M€ aux acquisitions, soit ~3 M€ par an.

La stratégie affichée est de poursuivre les acquisitions pour compléter le maillage géographique, les spécialités sectorielles, et renforcer les équipes commerciales au sein des bureaux existants.

**Clasquin: Flux de trésorerie**

(M€)	2011A 31/12/11	2012A 31/12/12	2013A 31/12/13	2014A 31/12/14	2015A 31/12/15	2016A 31/12/16	2017A 31/12/17	2018E 31/12/18	2019E 31/12/19	2020E 31/12/20	2021E 31/12/21	2022E 31/12/22
Excédent Brut d'Exploit. - Publié	8	6	6	6	8	7	7	8	10	11	12	13
Résultat Financier	0	0	0	0	0	0	0	-1	0	0	0	0
Impôts et Taxes	-2	-1	-2	-1	-2	-2	-2	-2	-3	-3	-4	-4
Autres	0	-1	0	-1	2	0	0	0	0	0	0	0
Capacité d'Autofinancement	6	3	5	4	8	5	5	5	7	7	8	9
Variation du BFR	0	-2	0	3	0	-3	-3	-4	2	0	0	0
Cash Flow Opérationnel	6	2	5	7	8	2	2	1	8	7	8	8
Investissements corporels nets	-3	-3	-3	-3	-2	-4	-4	-3	-3	-2	-2	-2
Investissements financiers nets	0	1	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0
Cash Flow d'Investissement	-2	-2	-2	-3	-2	-3	-3	-2	-3	-2	-2	-2
Free Cash Flow	3	0	3	4	6	-1	-1	-1	6	5	6	6
Dividendes	-3	-2	-2	-2	-2	-3	-2	-2	-2	-4	-4	-5
Augmentation de capital	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0
Share Buy Backs	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Autres	0	-3	-1	-3	-9	-1	-2	-2	0	0	0	0
Variation de la Dette (Trésorerie) Nette	0	6	0	1	5	6	5	5	-3	-1	-2	-2

Source: Clasquin, Analyste indépendant.

**Clasquin: Ratios du flux de trésorerie**

(%)	2011A 31/12/11	2012A 31/12/12	2013A 31/12/13	2014A 31/12/14	2015A 31/12/15	2016A 31/12/16	2017A 31/12/17	2018E 31/12/18	2019E 31/12/19	2020E 31/12/20	2021E 31/12/21	2022E 31/12/22
Investissements corporels / CA	1,6	1,5	1,4	1,4	1,0	1,5	1,2	1,0	0,8	0,6	0,6	0,6
Invest. Corpo. / Dépréc. & Amort.	137	128	153,4	128,5	136,7	180,7	188,4	146,3	122,3	98,2	98,8	99,5
BFR / CA	2,9	4,9	4,2	3,2	3,1	4,5	4,2	5,5	5,0	5,0	5,0	5,0
Actif circulant / CA	34	37	37,4	37,4	37,4	39,6	34,2	40,4	38,2	38,3	38,5	38,6
Passif circulant / CA	26,42	30,12	31,9	30,2	28,9	31,5	29,3	35,9	33,1	32,9	32,6	32,4
Actif circulant / Passif circulant	127	122	117,3	123,9	129,5	125,8	116,4	112,6	115,2	116,5	117,9	119,3
Stocks & En-cours / CA	0,00	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Créances clients / CA	27	29	29,6	29,5	26,7	27,9	25,3	32,8	29,8	29,8	29,8	29,8
Autres actifs circulant / CA	1,64	1,71	1,4	1,7	1,9	2,2	1,9	2,4	2,2	2,2	2,2	2,2
Dettes fournisseurs / CA	20	21	22,4	23,8	21,7	21,2	18,4	23,8	21,7	21,7	21,7	21,7
Autres passifs circulant / CA	4,79	5,06	4,3	4,0	3,8	4,2	4,4	5,7	5,2	5,2	5,2	5,2
Taux de distribution du dividende	56,4	82,3	83,7	86,7	86,2	84,9	74,1	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0

Source: Clasquin, Analyste indépendant, FactSet (price data).

## DETTE FINANCIERE NETTE ET AJUSTEMENTS BILANCIELS

La situation financière de la société est saine avec une dette nette à fin 2017 à 15,8 M€, soit un *gearing* de 69,1% à l'issue d'une année soutenue en matière de croissance externe. Par ailleurs, la dette est essentiellement à taux fixes ou à taux variables couverts, et avec des échéances longues. À noter cependant le poids du *goodwill* dans la valeur d'actif de la société (54% 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

La dette brute, 36,0 M€ à fin 2017, est essentiellement constituée de découverts bancaires, d'emprunts bancaires à taux fixes ou à taux variables couverts. 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.

### Liquidité, leverage et covenants

#### ➔ Leverage de 2,2x à fin 2017. Pas de covenants

Au cours de l'exercice 2017, la société a dégagé un FCF négatif (-1,2 M€) causé par une hausse ponctuelle des investissements (nouvel outil logiciel) et une hausse du BFR en lien avec la hausse de l'activité.

Après distribution du dividende 2016 et les opérations de croissance externe, la dette nette a ainsi augmenté pour être portée à 15,8 M€ (vs 11 M€ à fin 2016), soit un

*gearing* de 69% et un *leverage* de 2,2x (inclus dettes sur options de ventes des minoritaires de certaines sociétés).

Avec une trésorerie disponible de près 8 M€ à fin 2017 (trésorerie retraitée des découverts bancaires), et, le retour à la génération de FCF attendu dès 2019, la société a ainsi les 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

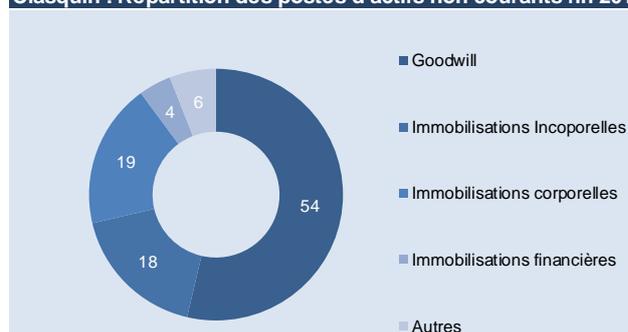
Dans un secteur faiblement capitalistique, la succession d'acquisitions a entraîné une forte hausse du poste *goodwill* : 14,7 M€ à fin 2017, ce qui représente 54% des actifs non courants présentés au bilan. Des tests de valeur sont effectués tous les ans, et historiquement la société n'a pas enregistré de dépréciation de *goodwill* sur ses opérations de croissance externe. En 2015, suite à la cession de Gueppe Développement, la société a constaté une moins-value de 1 M€.

### Clasquin : Détail de la dette à fin 2017

EURk	Moins d'1 an	De 1 à 5 ans	Plus de 5 ans	Total	Répartition par nature		Commentaires
					Taux fixe	Taux variable	
Emprunts bancaires	5 648	14 069	269	19 987	11 259	8 722	Dette variable couverte
Emprunts crédit-bail	-	-	-	-	-	-	Plus de crédits baux à fin 2017
Découverts bancaires	12 490	-	-	12 490	-	12 490	
Autres passifs fin.	83	-	64	147	147	-	
Dette liées aux options de ventes	343	3 062	-	3 405	3 405	-	
<b>Total emprunts et dettes</b>	<b>18 564</b>	<b>17 131</b>	<b>333</b>	<b>36 029</b>	<b>14 811</b>	<b>21 212</b>	Pas de mur de dette
<b>% du total</b>	<b>51,5%</b>	<b>47,5%</b>	<b>0,9%</b>	-	<b>41,1%</b>	<b>58,9%</b>	65% à taux fixe après couverture
Trésorerie				20 223			Disponibilité pour financer les opéra. de croissance externe
<b>Dette nette - Publiée</b>				<b>15 806</b>			Situation financière saine. Gearing de 60%
Titres hybrides				0			
Provision				0			
Leasing opérationnel				0			
Factoring				0			
Autres				0			
<b>Dette Nette - Ajustée</b>				<b>15 806</b>			Levier de 2,2x (inclus dette sur options de vente)

Source: Independent analyst, Clasquin

### Clasquin : Répartition des postes d'actifs non courants fin 2017



Source: Independent analyst, Clasquin

### Clasquin : Détail du Goodwill à fin 2017

Société	Origine	EURk	% du total
Intercargo	Croissance externe	1 143	7,8%
Görizt Airfreight (GAF)	Croissance externe	627	4,3%
Garnett Logistics Group (ECS US)	Croissance externe	1 746	11,9%
LCI International	Croissance externe	10 137	68,8%
Clasquin Canada	Croissance interne	44	0,3%
Clasquin Japan	Croissance interne	57	0,4%
Secure Customs Brokers	Croissance interne	3	0,0%
Clasquin Thailand	Croissance interne	153	1,0%
Art Shipping International	Croissance externe	711	4,8%
Log System	Croissance interne	108	0,7%
<b>Total</b>	-	<b>14 729</b>	

Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin: Bilan												
(M€)	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
	31/12/11	31/12/12	31/12/13	31/12/14	31/12/15	31/12/16	31/12/17	31/12/18	31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22
<b>Actif</b>												
Actifs tangibles	5	6	6	6	4	5	5	7	7	7	7	7
Actifs intangibles	6	8	8	11	17	19	20	20	20	20	20	20
Actifs financiers	1	1	1	1	2	1	3	3	3	3	3	3
<b>Total Actif - Total</b>	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>19</b>	<b>23</b>	<b>25</b>	<b>27</b>	<b>29</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>
Stocks & En-cours	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Créances clients	46	54	59	62	63	65	74	99	90	92	95	98
Autres actifs circulant	3	3	3	4	5	5	5	7	7	7	7	7
Trésorerie & Equiv. de trésorerie	9	11	12	13	20	22	20	16	18	19	20	22
<b>Actif Circulant - Total</b>	<b>58</b>	<b>68</b>	<b>74</b>	<b>79</b>	<b>88</b>	<b>93</b>	<b>99</b>	<b>122</b>	<b>115</b>	<b>119</b>	<b>123</b>	<b>127</b>
<b>Actif - Total</b>	<b>70</b>	<b>82</b>	<b>89</b>	<b>98</b>	<b>110</b>	<b>118</b>	<b>127</b>	<b>151</b>	<b>144</b>	<b>148</b>	<b>152</b>	<b>157</b>
<b>Passif</b>												
Fonds propres - Part du Groupe	21	21	21	21	22	21	20	20	22	24	25	27
Intérêts minoritaires	1	1	1	2	2	3	3	4	4	5	5	6
<b>Fonds propres - Consolidés</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>23</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>23</b>	<b>24</b>	<b>26</b>	<b>28</b>	<b>30</b>	<b>33</b>
Dettes financières long-terme	2	3	2	9	18	20	17	17	17	17	17	16
Provisions & Charges	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Autres passifs long-terme	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Passif long terme - Total</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>10</b>	<b>19</b>	<b>21</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>
Dettes financières court-terme	2	8	10	5	8	14	19	19	18	18	18	18
Dettes fournisseurs	35	38	44	50	51	50	53	72	65	67	69	71
Autres passifs circulant	9	10	9	9	9	10	13	18	16	17	17	18
<b>Passif circulant - Total</b>	<b>45</b>	<b>56</b>	<b>63</b>	<b>64</b>	<b>68</b>	<b>74</b>	<b>85</b>	<b>108</b>	<b>100</b>	<b>102</b>	<b>104</b>	<b>106</b>
<b>Passif - Total</b>	<b>70</b>	<b>82</b>	<b>89</b>	<b>98</b>	<b>110</b>	<b>118</b>	<b>127</b>	<b>151</b>	<b>144</b>	<b>148</b>	<b>152</b>	<b>157</b>
Capitaux Employés	21	28	28	33	43	50	52	57	56	57	57	58
Besoin en Fonds de Roulement	5	9	8	7	7	11	12	17	15	15	16	16
Dettes Financières Nettes	-6	0	0	1	5	11	16	20	17	16	14	12

Source: Clasquin, Analyste indépendant.

Clasquin: Ratios du bilan												
(%)	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
	31/12/11	31/12/12	31/12/13	31/12/14	31/12/15	31/12/16	31/12/17	31/12/18	31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22
Dettes Fin. Nettes / Fonds Propres	ns	ns	ns	3,4	24,2	53,1	80,1	ns	76,3	65,7	55,3	45,4
Dettes Fin. Nettes / EBE (x)	ns	ns	ns	0,1	0,7	1,7	2,2	2,6	1,7	1,4	1,2	0,9
DFN / (EBE - Invest. corporels) (x)	-1,2	0,0	0,0	0,2	0,9	3,7	4,2	4,1	2,3	1,7	1,4	1,1
EBE / Charges financières (x)	98,9	60,7	ns	71,2	41,2	39,1	35,1	15,9	26,8	33,9	40,9	49,9
Dette fin. LT / Dette fin. totale	ns	85,4	ns	ns	ns	ns						
ROE (RN pdg ajusté / FP pdg)	14,9	10,0	10,4	10,1	15,6	10,2	12,3	14,2	20,5	21,9	23,2	24,2
ROE (RN pdg publié / FP pdg)	14,6	10,0	10,5	10,0	15,4	10,4	12,6	13,9	19,6	21,2	22,5	23,4
ROCE pre-IS (ROP aj. avt. GW / CE)	35,3	19,0	20,6	17,7	23,5	14,9	15,9	14,9	19,2	21,6	23,9	26,1
ROCE post-IS (ROP aj. avt. GW / CE)	32,6	17,8	19,3	16,6	21,5	14,1	14,4	13,7	17,5	19,6	21,6	23,6
ROCE pre-IS (ROP pub. avt. GW / CE)	34,8	18,3	20,3	17,3	22,1	13,2	14,7	13,8	19,2	21,6	23,9	26,1
ROCE post-IS (ROP pub. avt. GW / CE)	20,8	11,2	12,1	10,9	14,2	8,1	8,1	7,6	11,1	12,4	13,8	15,0

Source: Clasquin, Analyste indépendant.

Clasquin: Valeur d'entreprise et capitalisation boursière												
(M€)	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
	31/12/11	31/12/12	31/12/13	31/12/14	31/12/15	31/12/16	31/12/17	31/12/18	31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22
Cours (EUR)	21,69	19,52	20,95	25,57	29,43	29,62	33,17	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00
Nombre d'actions - Actuel	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Nombre d'actions - Dilué	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Capitalisation boursière	50	45	48	59	68	68	77	81	81	81	81	81
Dettes Financières Nettes	-6	0	0	1	5	11	16	20	17	16	14	12
Autres éléments (Minoritaires, provisions, ...)	2	2	2	3	2	4	4	4	5	5	5	6
Valeur d'Entreprise	46	47	50	63	75	83	96	105	102	101	100	99

Source: Clasquin, Analyste indépendant, FactSet (price data).

## MULTIPLES DE VALORISATION NORMATIFS

Aujourd'hui, le titre se traite avec une prime de 17% en moyenne par rapport à ses multiples historiques 5 ans probablement porté par un contexte de marché plus positif 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 23% 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 / ~11x 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 – début 2017 (+39% depuis le 30 décembre 2016). Les multiples historiques ont ainsi été dépassés. Au cours des cinq dernières années, le titre Clasquin traitait en moyenne à 0,31x le CA de l'année en cours, 10,5x l'EBITDA et 14,7x l'EBIT. Au cours des dix dernières années, les moyennes se sont élevées à respectivement 0,27x, 7,8x et 10,9x, comparé à respectivement 0,35x, 13,3x et 17,9x aujourd'hui (sur la base des prévisions 2018).

- Panalpina (5 MM€ de CA en 2017 et 2,9 MM€ de capitalisation boursière) ;
- Kuehne & Nagel (16,7 MM€ de CA en 2017 et 14,8 MM€ de capitalisation boursière) ;
- DSV (10 MM€ de CA en 2017 et 12,8 MM€ de capitalisation boursière).

La société se traite sur des multiples inférieurs à ces pairs, avec une décote moyenne de 23%, en partie justifiée par une taille de société et une liquidité du titre inférieures aux comparables.

### Comparaison boursière

➔ **3 sociétés européennes comparables et aux multiples plus élevés**

Sur le marché européen, seules deux sociétés suisses et une société danoise sont cotées dans le secteur de la commission de transport :

#### Clasquin : Evolution de la valorisation et des multiples

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Moy. 10 ans	Moy. 5 ans	2018E	2019E	2020E
Nb titres fin d'année (M)	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
Nb titres moyens (M)	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
Nb titres dilués (M)	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
Nb titres moyens dilués (M)	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
Cours moyen (EUR)	14,3	12,5	16,4	21,7	19,5	21,0	25,6	29,4	29,6	33,2			35,0	35,0	35,0
Capitalisation moyenne (EURm)	31,9	28,2	37,7	50,0	45,0	48,3	59,0	67,9	68,3	76,5			80,7	80,7	80,7
Dette nette moyenne (EURm)	-0,7	-3,2	-5,5	-5,6	-3,0	-0,1	0,3	3,0	8,1	13,4			18,1	18,8	16,4
Ajustement de la VE (EURm)*	1,5	1,9	2,2	1,7	1,7	1,8	2,9	2,4	3,7	3,9			4,2	4,5	4,9
VE (EURm)	32,7	26,9	34,4	46,1	43,7	50,0	62,2	73,2	80,2	93,8			103,1	104,0	102,0
VE/CA (x)	0,22	0,23	0,19	0,27	0,24	0,25	0,29	0,32	0,35	0,33	0,27	0,31	0,35	0,34	0,33
VE/EBITDA (x)	3,7	3,8	4,2	5,9	7,4	7,9	9,7	9,4	12,7	13,1	7,8	10,5	13,3	10,2	9,1
VE/EBIT (x)	5,5	5,6	5,4	8,0	11,4	11,1	14,8	12,0	18,1	17,7	10,9	14,7	17,9	12,8	11,2
P/E (x)	8,3	11,9	11,1	16,3	21,4	21,9	27,7	20,3	31,4	30,7	20,1	26,4	28,4	18,4	16,0
P/B (x)	2,0	1,7	1,9	2,4	2,1	2,3	2,8	3,1	3,3	3,9	2,5	3,1	4,0	3,6	3,4
P/CF (x)	4,7	6,2	7,3	9,0	13,4	9,8	14,6	8,5	14,7	14,9	10,3	12,5	15,5	11,9	10,8
Dividend Yield	3,0%	5,1%	7,3%	3,5%	3,8%	3,8%	3,1%	4,2%	2,7%	2,4%	3,9%	3,3%	2,6%	4,1%	4,7%
Gearing	-4%	-30%	-25%	-26%	-1%	0%	3%	22%	46%	69%	5%	28%	85%	65%	55%
FCF Yield (sur la CB)	11,7%	20,4%	1,0%	6,1%	-2,4%	4,7%	6,2%	8,5%	-2,4%	-1,6%	5,2%	3,1%	-2,5%	7,2%	6,2%

Source: Independent analyst, Clasquin

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

**Clasquin : Multiples des comparables (cours au 5 décembre 2018)**

	P/E (x)		VE/CA (x)		VE/EBITDA (x)		VE/EBIT (x)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
Panalpina	40,6	28,3	0,52	0,50	10,9	9,8	25,9	19,1
Kuehne & Nagel	21,2	19,6	0,78	0,74	13,0	12,1	15,8	14,6
DSV	22,9	20,2	1,30	1,22	16,1	14,8	18,3	16,7
<b>Moyenne</b>	<b>28,2</b>	<b>22,7</b>	<b>0,87</b>	<b>0,82</b>	<b>13,4</b>	<b>12,2</b>	<b>20,0</b>	<b>16,8</b>
Clasquin	28,4	18,4	0,35	0,34	13,3	10,2	17,9	12,8
Prime/décote	1%	-19%	-60%	-59%	-1%	-17%	-11%	-24%

Source: Independent analyst, FactSet

**Clasquin : Caractéristiques des comparables (cours au 5 décembre 2018)**

	Pays	Cours (EUR)	Capitalisation boursière (EURm)	CA 2017 (EURm)	EBIT 2017 (EURm)	EBIT/CA 17	TMVA CA 17-19E	TMVA BPA 17-19E
Panalpina	Suisse	123,5	2 932	4 964	106,6	2,1%	5,0%	28,1%
Kuehne & Nagel	Suisse	122,9	14 752	16 749	832,3	5,0%	6,7%	6,8%
DSV	Danemark	68,2	12 817	10 010	596,5	6,0%	4,8%	19,2%
Clasquin	France	35,0	81	291	5,4	1,9%	1,7%	32,7%

Source: Independent analyst, FactSet

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

Il existe peu de *pure players* de la commission de transport, la plupart des sociétés du secteur exerçant le plus souvent d'autres activités notamment le transport routier et la logistique, bien plus capitalistiques.

Compte tenu de modèles économiques très différents de celui de la société, et du peu de données disponibles en termes de prix, 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.

Les plus gros acteurs du secteur européen, Panalpina et Kuehne & Nagel, ont accéléré leurs opérations de croissance externe au cours des derniers mois, comme Panalpina avec plusieurs opérations dans la logistique et le transport de produits frais ou produits alimentaires, ou ont annoncé leur volonté d'accélérer, comme Kuehne & Nagel qui a évoqué la possibilité de réaliser des acquisitions majeures, témoignant du dynamisme des opérations de M&A dans un secteur qui reste encore très fragmenté.

**Clasquin : Multiples de transaction du secteur (sociétés européennes et américaines)**

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 & Arnan	Kerry Logistics			
2016	Fortragroup	BLG Logistcs			Société en perte
2017	Bennett & MacMahon agence	Denholm global logistics			
2017	Carelog	Panalpina			
2017	Benfleet Forwarding*	Xpediator	0,3x	Nc	0,5x le CA et 6,1x l'EBIT si paiement du complément de prix
2017	Nadal Forwarding	TVS Logistics services			41 M€ de CA prix non communiqué
2018	Global Solutions	Bolloré			
2018	European Cargo services	Naxicap Partners			1 300 M€ de CA et EBITDA > 20 M€, prix non communiqué
2018	Saga Italia	Kerry Logistics			
2018	Global Star International	Nishi Nippon Railroad			

Source: Independent analyst, FactSet

VALORISATION PROSPECTIVE / VALORISATION ACTUELLE

Sur la base de nos prévisions 2022, la valeur prospective à cet horizon ressort à 41 €, soit une valeur actuelle de 34 € (sur la base d'un coût des fonds propres de 8,5%) et un point d'entrée à 29 € (sur la base d'une exigence de TRI de 13,5%).

40,9 € à horizon 2022

➔ TRI implicite de près de 8%

0,30x le CA, 8,0x l'EBITDA, et 10,0x l'EBIT et un P/E de 16x, globalement en ligne avec les multiples observés au cours des dix dernières années.

En termes de multiples, nous estimons que la société devrait durablement maintenir un multiple de l'ordre de

Clasquin : Prospective valuation details							
	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	Comments
Sales (EURm)	290,6	300,9	300,5	309,6	318,8	328,4	2017-2022 CAGR: 2,5% 2017-2022 CAGR: 2,2%
EBITDA - Adjusted (EURm)	7,8	8,4	10,0	11,1	12,2	13,2	2017-2022 CAGR: 11,2% 2017-2022 CAGR: 11,9%
EBITA - Adjusted (EURm)	5,9	6,4	8,0	9,1	10,2	11,2	2017-2022 CAGR: 13,8% 2017-2022 CAGR: 15,1%
EPS - Adjusted (EUR)	1,08	1,23	1,90	2,19	2,48	2,77	2017-2022 CAGR: 20,7% 2017-2022 CAGR: 22,4%
DPS (EUR)	0,80	0,93	1,43	1,64	1,86	2,08	2017-2022 CAGR: 21,0% 2017-2022 CAGR: 22,4%
Net fin. debt (+) / cash (-) (EURm)	15,8	20,4	17,1	15,7	14,1	12,4	
Shareholders' funds (EUR)	19,7	20,4	22,4	23,8	25,5	27,3	
Other items (EURm)	-1,1	-1,3	-1,6	-1,8	-2,1	-2,4	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)	0,33	0,35	0,30	0,30	0,30	0,30	
Enterprise value (EURm)	96	105	92	94	97	100	
Equity value (EURm)	79	84	73	77	81	85	
Equity value p.s. (EUR)	34,4	36,2	31,6	33,3	35,1	37,0	
➔ EV/EBITDA (x):	13,1	13,3	8,0	8,0	8,0	8,0	
Enterprise value (EURm)	102	112	81	89	98	106	
Equity value (EURm)	85	90	62	72	82	92	
Equity value p.s. (EUR)	36,8	39,1	27,0	31,1	35,5	39,7	
➔ EV/EBIT (x)	17,7	17,9	10,0	10,0	10,0	10,0	
Enterprise value (EURm)	104	114	80	91	102	113	
Equity value (EURm)	87	93	62	73	86	98	
Equity value p.s. (EUR)	37,7	40,1	26,8	31,9	37,2	42,4	
➔ P/E (x)	30,7	28,4	16,0	16,0	16,0	16,0	
Equity value (EURm)	77	81	70	81	92	102	
Equity value p.s. (EUR)	33,2	35,0	30,5	35,1	39,9	44,4	
<b>Equity val. p.s. (EUR) - Average</b>	-	-	<b>29,0</b>	<b>32,8</b>	<b>36,9</b>	<b>40,9</b>	
<b>Present value (EUR)</b>	-	-	<b>26,7</b>	<b>27,9</b>	<b>28,9</b>	<b>29,5</b>	<b>Discount rate: Cost of Equity of 8,5%</b>

Source: Independant analyst

Clasquin : Expected Return vs. Required Return (%) / Present Value & Entry Price (EUR)

Assumptions / Annual basis		Comments
• Expected Return (IRR at current price, %)	7,8	Prospective value EUR40,9p.s. Current market value: EUR35,0 p.s.
➔ Capital gain/loss (%)	3,9	Investment horizon: 4,0 years
↳ EPS growth (CAGR 2018-2022, %)	22,4	2022E EPS of EUR2,8 vs. 2017E EPS of EUR1,2 ➔ EPS growth 2017-2022: 124,3%
↳ Valuation multiple expansion/contraction	-18,4	Implicit 2022E P/E: 14,8x vs. 2017E P/E: 28,4x ➔ PEG (P/E to 4-year EPS CAGR) of 1,3
➔ Dividend yield (%)	3,9	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	Independ. analyst LT assumption re. the Equities asset class return (o/w 6% cap. gain + 2.5% div. yield)
- Risk-free rate (%)	3,5	Independant analyst long-term assumption
- Equities market risk premium (%)	5,0	Independant analyst long-term assumption
↳ Company specific risk premium/discount	0,0	
➔ Investor specific risk premium (%)	5,0	Independant analyst assumption
<b>Present value/fair value (EUR)</b>	<b>34,2</b>	Based on a dscnt rate of 8,5% (CoE). PV of 2022 prospec. val. (EUR29,5) + PV of div. stream (EUR4,7)
<b>Entry price (EUR)</b>	<b>28,8</b>	Based on a dscnt rate of 13,5% ; Required ret. (incl. div.) = CoE (8,5%) + Invest. specific risk prem. (5%)

Source: Independant analyst

Clasquin : Sensitivity analysis of present value to target P/E (x) & cost of equity (%)

Cost of equity (%)	Target P/E (x)										
	12,3	12,8	13,3	13,8	14,3	14,8	15,3	15,8	16,3	16,8	17,3
8,0	29,7	30,7	31,7	32,8	33,8	34,8	35,8	36,8	37,8	38,9	39,9
8,5	29,2	30,2	31,2	32,2	33,2	34,2	35,2	36,2	37,2	38,2	39,2
9,0	28,7	29,7	30,6	31,6	32,6	33,6	34,6	35,5	36,5	37,5	38,5

Source: Independant analyst

## MANAGEMENT, GOUVERNANCE, ACTIONNARIAT

Clasquin est une société à l'actionnariat familial 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.

### Gouvernance

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

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

### Actionnariat

#### ➔ Familial : Yves Revol détient 45,5% du capital en direct et via sa holding (Olymp)

Clasquin est une société familiale, contrôlée par son actuel Président, Yves Revol à hauteur de 45,5% 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.

Le 13 novembre 2018, la société Edmond de Rothschild AM a déclaré un franchissement de seuil à la hausse, et détenait 5,66% du capital et 3,83% des droits de vote de la société.

Clasquin : Conseil d'administration		
	Fin de mandat	Autres activités ou positions
Yves Revol	AG 2021	Président du conseil d'administration
Philippe Lons	AG 2021	Directeur général délégué, Directeur financier
Hugues Morin	AG 2022	Directeur général délégué, Vice président exécutif
Christian Ahrens	AG 2021	Président des Papeteries de la Gorge
Claire Mialaret	AG 2020	Dirigeante de Calleas Conseil
Jean-Christophe Revol	AG 2022	Représentant de Olymp SA, holding de Monsieur Yves Revol

Source: Independent analyst, Clasquin

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	Directeur général délégué, Vice président exécutif, Directeur des régions France, Italie et Allemagne

Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Structure du capital			
	%		Commentaires
	Capital	Dts de vote	
Yves Revol + Olymp	45,5	59,2	Yves Revol en direct et via sa holding Olymp SAS, participation stable depuis l'intro. en Bourse
Zenlor	2,2	2,8	Fonds entré au capital en 2009 et qui a allégé sa position courant 2015 (6,6% du capital fin 2014)
Salariés	10,4	7,5	
Flottant	42,0	30,5	

Source: Independent analyst, Clasquin



## METHODOLOGIE 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 ». A 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. A 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

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

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

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

La liste complète des potentiels conflits d'intérêt est disponible [ici](#).

**Historique des changements d'opinion**

Date	Recommandation	Objectif de cours	Cours à la date de changement
29/11/2018	Accumuler	34,20	35,70
21/09/2018	Accumuler	34,80	38,10
31/08/2018	Accumuler	36,30	35,20

Source : CM-CIC Market Solutions, Factset (données de marché – cours de clôture)

Ce tableau illustre l'historique des changements de recommandations et objectifs de cours de CM-CIC Market Solutions sur la période de 12 mois à la date de production de cette étude, l'analyste actuel peut ou ne pas couvrir cette valeur sur la période entière.

Analyste actuel : Claire Deray (depuis le 19/04/2016)

**Répartition des recommandations des valeurs suivies par CM-CIC Market Solutions et par ESN**

	Valeurs suivies par CM-CIC Market Solutions		Valeurs avec relations corporate*		Valeurs suivies par ESN	
Achat	45,5%	60	49,1%	27	45,5%	276
Accumuler	22,0%	29	18,2%	10	21,5%	130
Neutre	23,5%	31	21,8%	12	25,6%	155
Alléger	5,3%	7	5,5%	3	3,3%	20
Vendre	3,8%	5	5,5%	3	2,1%	13

Source : CM-CIC Market Solutions, ESN

\* Le tableau ci-dessus représente la répartition des recommandations à la date de production de cette étude sur l'ensemble des valeurs suivies par CM-CIC Market Solutions et ESN. Les chiffres des colonnes centrales « Valeurs avec relations corporate » sont établis sur les valeurs pour lesquelles CM-CIC Market Solutions a fourni d'autres services d'investissements au cours des 12 derniers mois au sens de l'article 6 §3 du règlement délégué (UE) RÈGLEMENT DÉLÉGUÉ (UE) 2016/958. A droite, nous indiquons la répartition de recommandations des valeurs suivies par le réseau ESN.

La valorisation et la recommandation qui en résulte sont fondées sur l'analyse de l'information publique à une date donnée, celle indiquée sur le document consulté. L'évolution de l'environnement, économique, concurrentiel, réglementaire, autres, et de l'entreprise analysée peut conduire à une modification de cette valorisation et de l'opinion.

Conformément à la réglementation, la liste de toutes les recommandations valeurs publiées dans les 12 derniers mois par la Recherche Actions de CM-CIC Market Solutions est disponible [ici](#).

**Date de production : 07/12/2018 - 09:35 CET**

**Date de 1<sup>ère</sup> diffusion : 07/12/2018 - 09:45 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

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

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

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

L'analyste indépendant rédacteur de l'analyse financière s'est vu confié par l'Emetteur la réalisation d'une prestation rémunérée d'analyse financière au sens de l'article 36 du règlement EU 2017/565. L'analyste indépendant et le CIC sont convenus, en accord avec l'Emetteur, que le CIC puisse diffuser de manière exclusive les prestations d'analyse financière réalisées par l'Analyste Indépendant sur l'Emetteur.

Ni le CIC, ni ses filiales (ainsi que les directeurs et employés de celles-ci) ne sauraient être tenus pour responsables de la transmission correcte et intégrale de ce document, ni de tout retard dans sa distribution. Toute utilisation, communication, reproduction ou distribution non autorisée du présent document est interdite.

Les informations et explications reproduites dans cette étude sont l'expression d'une opinion ; elles sont données de bonne foi et sont susceptibles d'être changées sans préavis. La valorisation et la recommandation qui en résulte sont fondées sur l'analyse de l'information publique à une date donnée, celle indiquée sur le document consulté. L'évolution notamment de l'environnement politique, économique, concurrentiel, réglementaire et de l'entreprise analysée peut conduire à une modification de cette valorisation et de l'opinion sans aucune obligation pour l'Analyste Indépendant ou le CIC de mettre à jour le présent document ni d'informer les destinataires à cet effet.

Il est strictement interdit de reproduire le présent document intégralement ou en partie ou de le transmettre à des tiers sans autorisation. Le présent document a été préparé par un analyste indépendant et publié par le CIC. Les informations contenues dans le présent document proviennent de différentes sources.

Ni le CIC, ni ses filiales (ainsi que les directeurs et employés de ceux-ci) ne garantissent leur exactitude ni leur intégralité, et ni le CIC, ni ses filiales (ainsi que les directeurs et employés de celles-ci) ne sauraient être tenus pour responsables d'éventuelles erreurs ou omissions, ni de toute perte ou perte indirecte liée à de telles erreurs ou omissions.

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

Le présent document a été préparé à l'intention des seuls clients du CIC et de ses filiales.

Il ne répond pas aux objectifs d'investissement, à la situation financière ou aux besoins particuliers de tout individu susceptible de le recevoir. Il est déconseillé de prendre une décision sur la seule foi de ce document.

Les investisseurs devraient solliciter l'avis d'experts externes, notamment de conseillers financiers, de juristes, de fiscalistes, comptables ou autres spécialistes afin de s'assurer de l'adéquation des investissements avec leurs objectifs et leurs contraintes de gestion 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 de change.

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

Ce document est destiné aux clients classés « professionnels » ou « contrepartie éligible » au sens de la Directive 2014/65/UE (« MIF2 »). Si un particulier « non professionnel » au sens de la Directive susvisée venait à être en possession d'une analyse contenant une recommandation ou une valorisation d'un titre, il ne devra pas fonder son éventuelle décision d'investissement uniquement sur la base dudit document mais devra consulter ses propres conseils.

**Si vous avez reçu ce document par erreur, merci de le détruire ou de le signaler immédiatement à [analyse@cmcic.fr](mailto:analyse@cmcic.fr)**

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