

Cours : 33,40€ 8 Février 2019

Objectif : 32,50€

CONSERVER (3)

Opinion inchangée

Marché

ISIN / Mnémonique FR0004152882 / ALCLA
Reuters / Bloomberg ALCLA.PA / ALCLA:FP
Indice Euronext GROWTH
Eligibilité PEA-PME

Capitalisation (M€) **77,0**
Flottant (%) 40,1%
Nbre de Titres (Mio) 2,306
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat

Yves Revol + Olymp 47,1%
Zenlor 2,2%
Salariés 9,2%
Autres 1,4%

	17	18e	19e
PER	26,2	22,5	19,8
PCF	14,9	14,1	13,5
VE/CA	0,3	0,3	0,3
VE/ROP	17,8	17,5	13,3
PAN	3,9	3,6	3,3
Rendement	2,4%	2,4%	2,6%
Free Cash Flow Yield	1,5%	-6,7%	15,6%
ROACE	10,2%	10,0%	11,0%

CA	290,6	308,2	309,7
var. n/n-1	23,6%	6,1%	0,5%
EBE	7,8	8,7	9,2
ROC	5,9	6,7	7,3
% CA	2,0%	2,2%	2,4%
ROP	5,4	6,1	7,3
% CA	1,9%	2,0%	2,4%
RN Pdg publié	2,5	2,7	3,8
% CA	0,8%	0,9%	1,2%

BNPA	1,07	1,18	1,65
var. n/n-1	-6,3%	10,1%	39,7%
BNPA Cor	1,27	1,48	1,69
ANPA	8,6	9,2	10,0
Dividende net	0,80	0,88	1,15

Gearing 73,0% 107,3% 67,1%

Yann de Peyrelongue, Analyste Financier
Nicolas Royot, CFA
+33 (0)2 40 44 94 42
depeyrelongue@portzamparc.fr

Les bonnes perspectives déjà intégrées

Clasquin est un pure-player de l'ingénierie en transport aérien et maritime. Historiquement présent sur l'axe Asie-Europe, le groupe s'est fortement développé ces dernières années grâce à un positionnement unique.

Les services offerts par Clasquin couvrent toute la chaîne de valeur de logistique, de la réception en entrepôts à la préparation de commandes en passant par la documentation, le dégroupage ou le dédouanement et bien évidemment la sélection des prestataires de transport. De fait, l'indicateur le plus pertinent est la marge commerciale brute (MCB) plutôt que le chiffre d'affaires. En effet, ce dernier est impacté par des éléments extérieurs (taux de fret...) n'ayant pas de répercussions sur le service rendu par Clasquin.

Des perspectives attractives en top-line

Clasquin a historiquement surperformé ses marchés, en termes de volumes traités, sur le maritime comme l'aérien. Nous expliquons cette surperformance par son positionnement entre 1/ les acteurs locaux, proposant des offres sur mesure mais avec une empreinte locale et 2/ les acteurs globaux, proposant des offres avec une empreinte globale mais très standardisées. Les perspectives restent bonnes tant en maritime (TCAM 2018-22: +4%, DHL), qu'en aérien (+3,7% en 2019, IATA). Notre scénario fait ressortir une surperformance de Clasquin, avec un TCAM de +7,3% en maritime et +7,4% en aérien sur notre période de projection (TCAM 2017 – 2021).

Vers une marge à 12,5%

Après avoir atteint un point bas sur ses marges, avec un *conversion ratio* (ROC/Marge Commerciale Brute) à 9,3%, nous anticipons un léger rebond pour 2018 (9,8%e) qui devrait s'accroître à partir de 2019 pour atteindre 12,5%e à horizon 2021. Selon nous, l'amélioration de la marge proviendra 1/ de la cession d'ECS US fin 2018, pour ~120bps (MCB : 2,9M€/ ROC : 0,1M€), 2/ de la restructuration de la filiale allemande pour ~100bps (MCB : 1,2 M€/ ROC : -0,6M€), et 3/ de hausse de la productivité dans les autres filiales (~170bps). Notons que le management estime, qu'à terme, Clasquin sera en mesure de revenir sur des niveaux de 12,5% de *conversion ratio*, soit des niveaux pré 2011.

Le FCF à risque pour 2018

L'année 2018 devrait s'achever sur un FCF négatif, conséquence d'un dérapage du BFR (impact -8,7M€e) et 2/ des capex en forte hausse (5,5M€e vs 3,7M€e en 2017) : la mise en place de Cargowise et du système finance étant partiellement financée, nous anticipons un retour à la normal dès 2019, avec 1/la croissance du CR (+90bps), 2/une amélioration du BFR (3% du CA vs 4% en 2018) et 3/un niveau de capex normatif à 2,5M€.

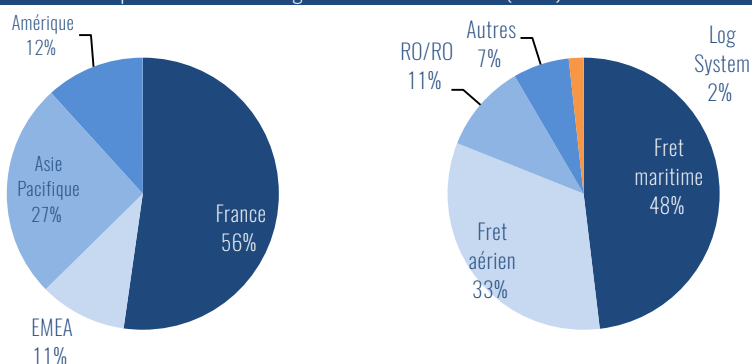
Nous initions la couverture de Clasquin à Conserver (3) et visons 32,5€. Si la dynamique est bonne tant en termes de top-line que de recovery de la marge, ces éléments nous paraissent être d'ores et déjà intégrés dans le cours actuel. Selon nos scénarios, la valorisation oscille entre 29€ et 40€.

Matrice SWOT	3
Présentation des activités de Clasquin	4
1. La croissance toujours au rendez-vous	5
1.1 SURPERFORMANCE DEPUIS L'IPO	5
1.2 LA TENDANCE DEVRAIT SE CONFIRMER	5
2. Le rebond des marges est acté	8
2.1 PHASE D'INVESTISSEMENT DESORMAIS TERMINEE	8
2.2 LE VOLUME COMME PRINCIPAL CONTRIBUTEUR	8
3. Le Free Cash Flow en proie aux risques	11
3.1 LE BFR	11
3.2 RETOUR A LA NORMALE DES CAPEX EN 2019	11
3.3 REBOND DU CASH POUR 2019	12
4. Valorisation	13
4.1 DCF – 32,5€	14
4.2 VALORISATION RELATIVE	16
Annexes	17
ANNEXE 1 : COURS DE BOURSE ET EVENEMENTS DEPUIS IPO	17
ANNEXE 2 : DIRIGEANTS & ACTIONNARIAT	18

Matrice SWOT

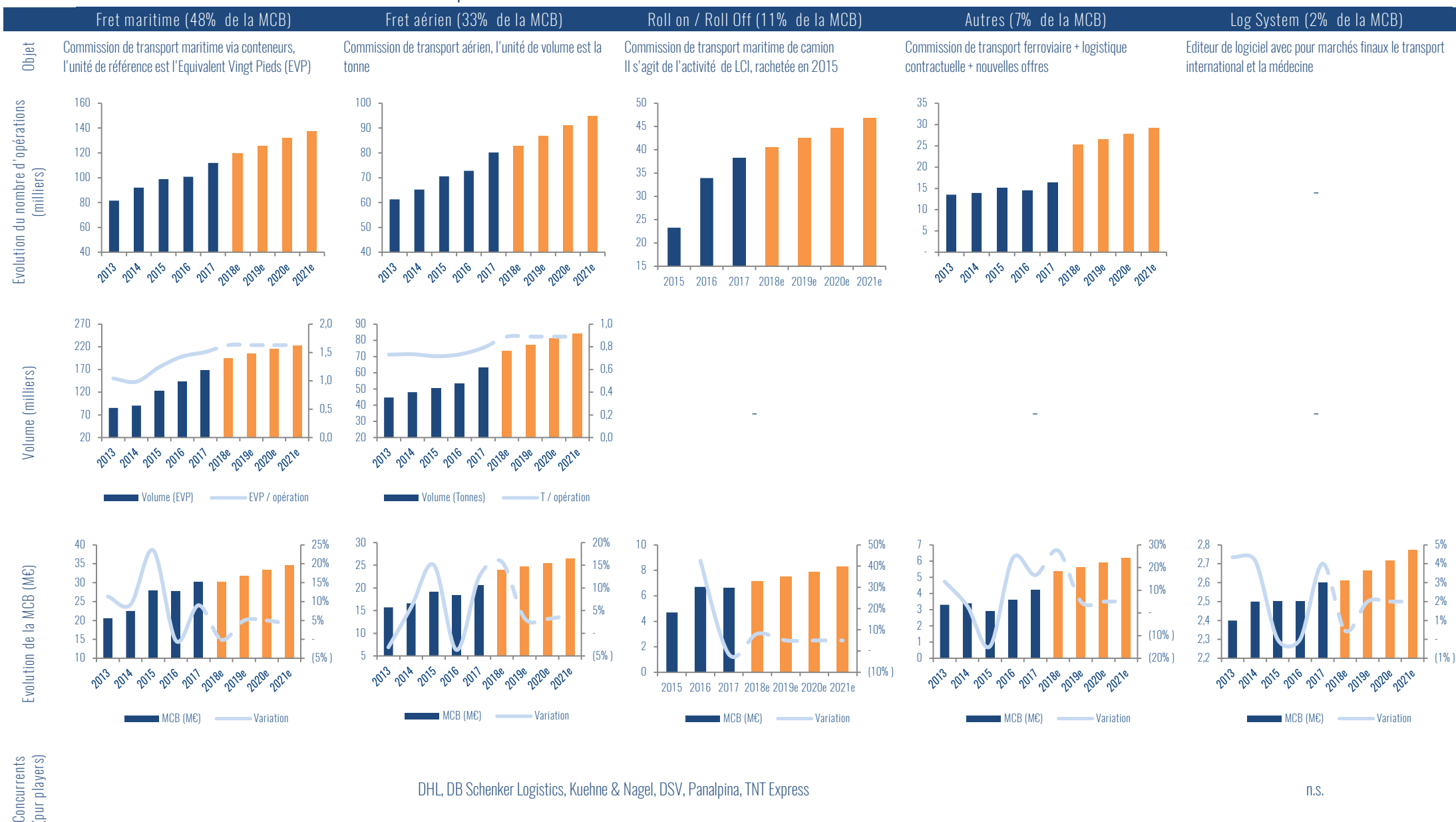
Forces	Faiblesses
Actionnariat du dirigeant (50%) et salarial (9%). Taille permettant de se positionner entre les grands groupes (offres globales mais standardisées) et les acteurs locaux (offres sur-mesure mais locales). Très faible intensité capitalistique (<i>asset light</i> – capex 2017 à 0,4% du CA). Fort retour à l'actionnaire (pay out > 75% depuis cinq ans). Surperforme de manière régulière son marché (en volume).	Faible liquidité du titre (<50kEUR / jours). Guidances non chiffrées et seulement sur la top line. Pas de pricing power dans un environnement très concurrentiel.
Opportunités	Risques
Forte prise de parts de marché en Afrique francophone, notamment avec LCI en Afrique du Nord. Amélioration de la performance commerciale en Asie du Sud-Est. Développement en Amérique du Nord. Diversification en cours avec les activités Fair & Events et Road Brokerage.	Risque macro sur les flux (multiplicateur de PIB). Perte de personnel, particulièrement au niveau du top management (facteur clé de succès). Augmentation des frais de douane qui pèseraient sur le BFR.

Répartition de la Marge Commerciale Brute (MCB) en 2017



Source: Clasquin

Présentation des activités de Clasquin

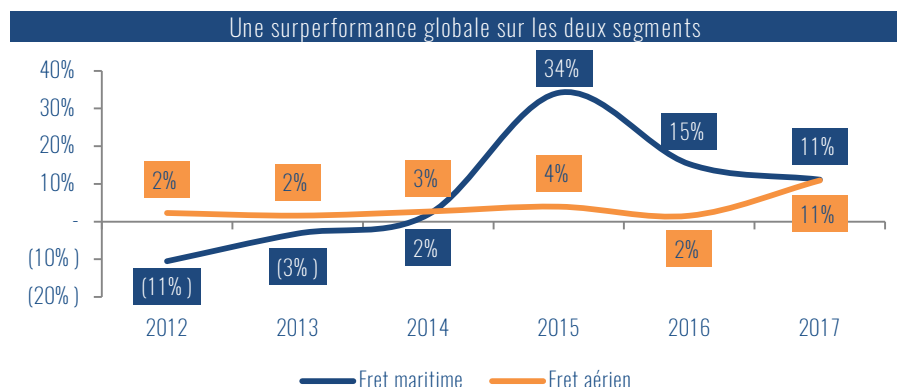


Source : Clasquin, Portzamparc / Note : MCB : Marge Commerciale Brute

1. La croissance toujours au rendez-vous

1.1 Surperformance depuis l'IPO

Sur ses deux segments historiques que sont le fret maritime (48% de la MCB) et le fret aérien (33% de la MCB), Clasquin a quasiment toujours surperformé son marché dans les volumes traités (en tonnes pour le fret aérien et en Equivalent Vingt Pieds – EVP – pour le maritime). Le graphique ci-dessous présente la performance de Clasquin, relativement au marché (croissance des volumes traités par Clasquin - croissance des volumes traités par le marché).



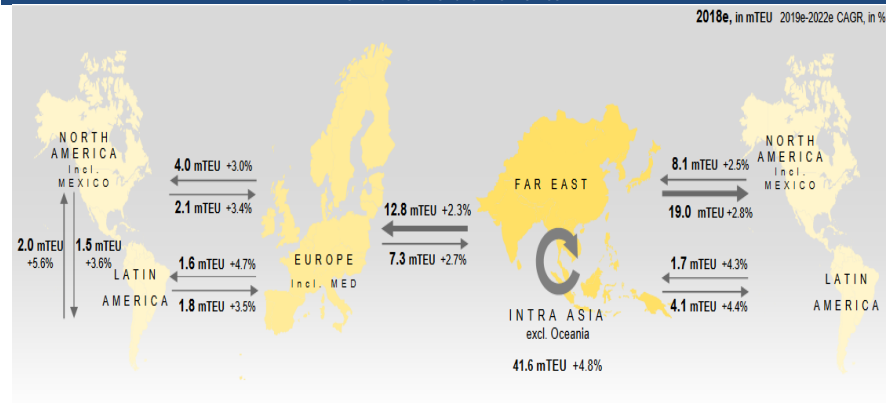
Source: Banque Mondiale, IATA, Clasquin, Portzamparc

Cette surperformance régulière s'explique par un positionnement particulier. Dans son environnement concurrentiel, Clasquin se différencie par une empreinte globale et un encrage local : la société dispose d'un maillage international (62 bureaux dans 20 pays) et d'une offre beaucoup plus adaptable que les géants du secteur (DSV / Panalpina / Kuehne & Nagel).

1.2 La tendance devrait se confirmer

Historiquement, la croissance des volumes de transports de marchandises a été un multiple de la croissance du PIB mondial à hauteur de 3,5x pour le maritime et 1,7x pour l'aérien, d'après DSV. Depuis 2008, on note une normalisation des multiples vers 1x. Le Fonds monétaire international (FMI) anticipe pour les années à venir des croissances de 3,5% et 3,6% pour 2019 et 2020 respectivement. Les estimations ont été revues à la baisse du fait de la guerre commerciale entre la Chine et les Etats-Unis, un mauvais signal pour les marchés sur lesquels Clasquin opère. Cependant, Clasquin a historiquement eu une capacité à surperformer son marché grâce à son positionnement et nous sommes confiants quant à ses capacités à répéter ces performances.

Le transporteur allemand DHL estime la croissance des volumes maritimes avec un TCAM 2018-2022 de +4%. L'association du transport aérien (IATA) fournit des anticipations sur la croissance du volume de fret aérien et vise une croissance de +3,7% pour 2019.



GLOBAL CONTAINER TRADE 2018e **152.6 mTEU** +4.0% CAGR 2019e-2022e

→ Mid-term growth is mainly driven by Asian tradelanes.

Source: Seabury Jun18 update

Source: DHL

Du fait des risques géopolitiques qui pèsent actuellement au niveau des échanges mondiaux, nous adoptons des anticipations assez prudentes pour Clasquin : TCAM 2017-2021 de +7,3% pour le fret maritime et +7,4% pour l'aérien. Selon nous, l'environnement concurrentiel (voir 2.2.1) n'offre pas à Clasquin de pricing power, mais nous estimons que ses qualités de réactivité et d'offres sur-mesure l'aideront à maintenir ses marges unitaires dans le futur.

Clasquin a fait l'acquisition de la société LCI, en 2015, qui organise du transport de camions sur bateaux (Roll On / Roll Off). Ce segment est soumis aux mêmes facteurs d'évolution que le fret maritime. Nous anticipons 5% de croissance par an des volumes et des marges unitaires stables. Le tableau ci-après résume nos anticipations d'ici à 2021.

Compte de résultat - Anticipations					
M€	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Fret maritime					
Nombre d'opérations	111 946	119 534	125 511	131 787	137 058
Variation	11,1%	6,8%	5,0%	5,0%	4,0%
Volumes (Equivalent Vingt Pieds)	168 832	194 854	204 596	214 826	223 419
Variation	17,1%	15,4%	5,0%	5,0%	4,0%
EVP / opération	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6
Marge commerciale brute (M€)	30,2	30,2	31,7	33,3	34,6
Variation	9,0%	(0,1%)	5,0%	5,0%	4,0%
MCB / opération (k€)	0,27	0,25	0,25	0,25	0,25
MCB / EVP (k€)	0,18	0,15	0,15	0,15	0,15
Fret aérien					
Nombre d'opérations	80 153	82 698	86 833	91 175	94 822
Variation	10,1%	3,2%	5,0%	5,0%	4,0%
Volumes (Tonnes)	63 446	73 577	77 256	81 119	84 364
Variation	18,8%	16,0%	5,0%	5,0%	4,0%
T / opération	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9
Marge commerciale brute (M€)	20,7	24,0	24,7	25,5	26,6
Variation	12,5%	15,7%	3,3%	3,2%	4,0%
MCB / opération (k€)	0,26	0,29	0,29	0,28	0,28
MCB / T (k€)	0,33	0,33	0,32	0,31	0,31
RO/RO (Roll On / Roll Off)					
Nombre d'opérations	38 299	40 455	42 478	44 602	46 832
Variation	12,9%	5,6%	5,0%	5,0%	5,0%
Marge commerciale brute (M€)	6,6	7,1	7,5	7,9	8,3
Variation	(1,5%)	8,2%	5,0%	5,0%	5,0%
MCB / opération (k€)	0,17	0,18	0,18	0,18	0,18
Autres					
Nombre d'opérations	16 259	25 171	26 429	27 751	29 138
Variation	12,2%	54,8%	5,0%	5,0%	5,0%
Marge commerciale brute (M€)	4,2	5,4	5,6	5,9	6,2
Variation	16,7%	27,5%	5,0%	5,0%	5,0%
MCB / opération (k€)	0,26	0,21	0,21	0,21	0,21
Log System					
Marge commerciale brute (M€)	2,6	2,6	2,7	2,7	2,8
Variation	4,0%	0,5%	2,0%	2,0%	2,0%
Ecritures de consolidation					
Marge commerciale brute (M€)	(1,5)	(1,2)	(1,4)	(1,4)	(1,4)
%MCB groupe	2,4%	1,8%	2,1%	1,9%	1,9%
Total Groupe					
Nombre d'opérations	246 657	267 858	281 251	295 314	307 850
Variation globale	11,1%	8,6%	5,0%	5,0%	4,2%
Marge commerciale brute (M€)	62,8	68,1	68,5	73,9	77,0
Variation	9,2%	8,5%	0,5%	7,9%	4,2%
MCB / opération (k€)	0,25	0,25	0,24	0,25	0,25

Source: Portzamparc

2. Le rebond des marges est acté

2.1 Phase d'investissement désormais terminée

Clasquin a initié une phase d'investissement avec la mise en place de son nouveau progiciel Cargowise et de son nouvel outil de finance en 2017.

Cargowise est un logiciel Transport Management System (TMS), leader mondial dans le freight forwarding, qui doit permettre 1/de gagner en efficacité et qualité opérationnelle (via une homogénéisation et une rationalisation) et 2/de faire bénéficier aux clients d'un service sur-mesure et à plus grande valeur ajoutée. La mise en place a débuté en 2017 et devrait être terminée au S1 2019. En termes de timing, les plans se déroulent comme anticipé par le management : 40% effectués en 2017, 40% en 2018 et les 20% restants au S1 2019. La mise en place du logiciel ayant mobilisé les équipes, un coût d'opportunité s'est créé même s'il est difficilement quantifiable. L'impact positif sur la marge devrait se faire sentir dès 2018-2019 avec une meilleure productivité des équipes.

Les outils de finance (reporting, comptabilité, consolidation et planning) devraient être déployés au cours de l'année 2019, après avoir été préparés tout au long de l'année 2018 (cahier des charges, préparation des sites pilotes...). Ces travaux mobiliseront les équipes concernées et pourraient avoir une répercussion sur les marges (surcoûts éventuels/coût d'opportunité). Ceci étant, nous estimons que les impacts potentiels sur la marge sont assez négligeables et demeurons confiants sur sa bonne mise en œuvre.

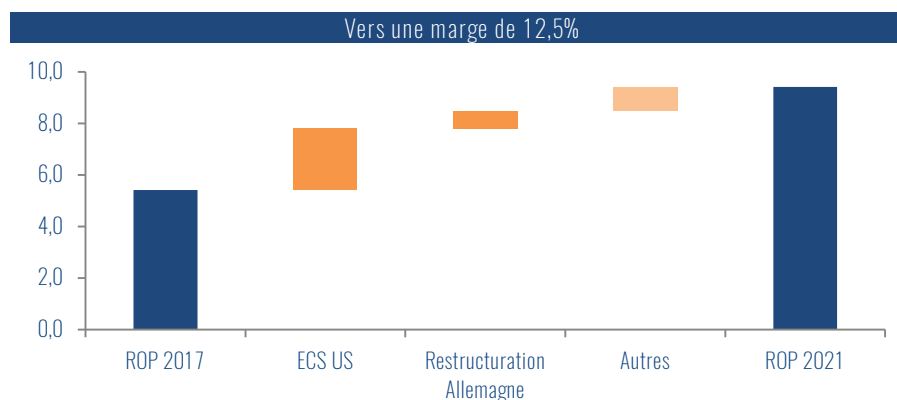
2.2 Le volume comme principal contributeur

2.2.1 Le volume pour améliorer la marge

Le secteur de l'organisation en transport est un secteur ultra concurrentiel avec des centaines d'entreprises. Le marché se partage entre une multitude d'acteurs locaux et quelques acteurs globaux (DSV/Kuehne & Nagel/Panalpina). Cet environnement concurrentiel limite ainsi les leviers sur les prix et de ce fait, la marge est largement drivée par le volume.

2.2.2 Au moins trois atouts pour atteindre la cible de 12,5% de conversion ratio

Sur la période 2017-2021, nous anticipons une progression de la marge de +90bps /an en moyenne pour atteindre 12,5% en 2021. Selon nous, les facteurs d'amélioration de la marge devraient être 1/la cession de la filiale américain ECS en 2018, 2/l'impact des restructurations en Allemagne et 3/la montée en puissance de l'Asie du Sud-Est.



Source: Portzamparc

Notons que la société anticipe, à terme, un ratio de conversion supérieur à 12,5%, soit des niveaux comparables à ce qu'elle faisait avant 2011.

2.2.2.1 ECS US : une cession salvatrice

Clasquin avait procédé à l'acquisition de Garnett Logistics Group en septembre 2014, renommée par la suite ECS US. A cette date, la société générait un chiffre d'affaires > \$26M, une MCB de \$3,6M et présentait un résultat positif. Après des années de stagnation opérationnelle (voir tableau ci-dessous), Clasquin a décidé de revendre sa participation (80%) en novembre dernier pour un montant non communiqué.

Item (M€)	ECS US, une filiale non performante			
	2014*	2015	2016	2017
CA	6,2	17,5	13,8	14,6
MCB	1,0	2,7	2,6	2,9
ROC	0,3	(0,5)	(0,0)	0,1
Conversion ratio	29,5%	(18,9%)	(1,1%)	2,5%
Résultat	0,2	(0,3)	(0,0)	(0,1)
Employés	31	28	25	n.a.

Source: Clasquin, Portzamparc /Note : *3 mois d'activité

ECS US n'était pas intégrée à Clasquin et nous estimons que cette vente aura un effet dilutif sur la marge opérationnelle en 2018, principalement du fait de la charge non courante de 460k€ et avec une déconsolidation sur un mois (PZP : -65bps). L'effet relatif sera visible sur l'année 2019 (PZP : +33bps).

2.2.2.2 Le rebond de Clasquin Germany a commencé

La filiale allemande a été créée en 2011. Elle a bénéficié d'un effet périmètre avec l'acquisition en 2014 de Goritz AirFreight (CA > 2M€ / MCB > 0,7M€) qui a plus que doublé l'activité dans le pays.

Item (M€)	La restructuration Allemande nécessaire						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Chiffre d'Affaires	1,6	3,0	3,4	3,7	5,5	6,2	8,4
MCB	0,3	0,5	0,5	0,7	1,3	1,1	1,2
ROC post abandon de créance (A)	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	(0,2)	0,2
Abandon de créance (B)	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3	0,8	0,8
ROC pré abandon de créance (C=A-B)	(0,5)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,1)	(1,0)	(0,6)
Conversion ratio (D = C / MCB)	(148,4%)	(85,4%)	(96,5%)	(49,5%)	(8,8%)	(86,1%)	(50,2%)
Employés	9	10	11	17	15	17	n.a.

Source: Clasquin, Portzamparc

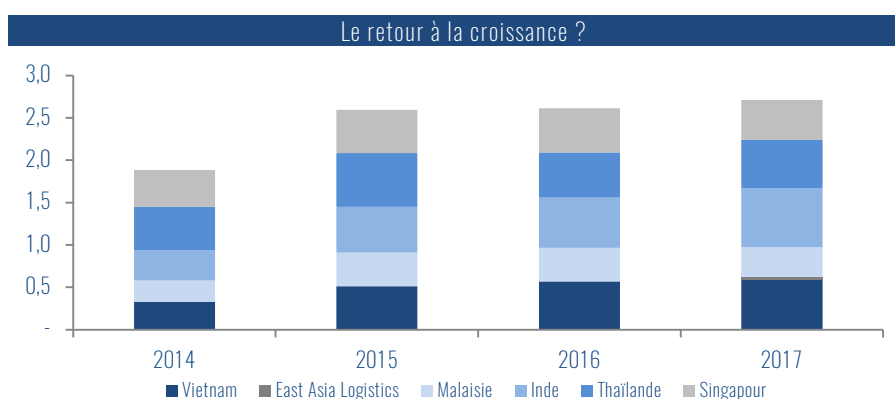
L'Allemagne a été restructurée en 2017 avec notamment la fermeture des bureaux de Franckfort pour une concentration vers la ville d'implantation de GAF (Düsseldorf) et la prise de la direction générale par l'ex directeur régional de Düsseldorf. La société anticipe un résultat en amélioration de 450k€ pour 2018, soit un ROC proche des -0,2M€.

2.2.2.3 Asie du sud est : fort potentiel de relation

L'axe Est-Ouest, ou Asie-Europe, est l'axe historique développé par Clasquin : l'Asie Pacifique est le deuxième contributeur de la MCB, représentant près de 27% du fret. Les performances y sont cependant contrastées:

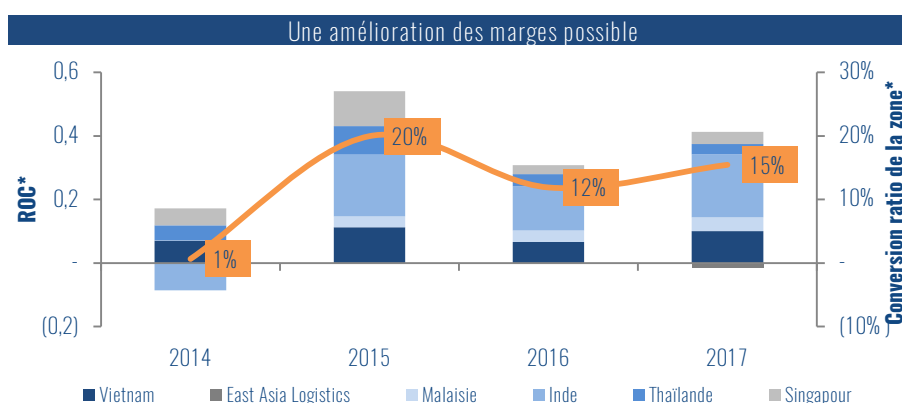
- L'Inde est la seule entité de la zone à être contributive aux résultats du groupe, avec un conversion ratio de près de 28% en 2017.
- Les autres pays de la zone (Singapour, Malaisie, Vietnam, Thaïlande, East Asia Logistics) ne sont pas rentables.

Globalement la zone affichait un ROC négatif de plus de -400k€ en 2017 et la rentabilité affichée résulte de l'effet positif de près de 800k€ d'abandon de créances / de management fees et de frais régionaux octroyé par la maison mère Clasquin SA à ses filiales. Nous estimons qu'une meilleure performance est possible notamment sur le plan commercial. Le recrutement en Fulvio Moletti en tant que nouveau directeur général pour l'Asie du Sud-Est va dans ce sens.



Source: Clasquin, Portzamparc

Tout comme au niveau du groupe, c'est l'effet volume qui tirera les marges vers le haut.



Source: Clasquin, Portzamparc / *Données post abandons de créances, management fees et autres charges régionales

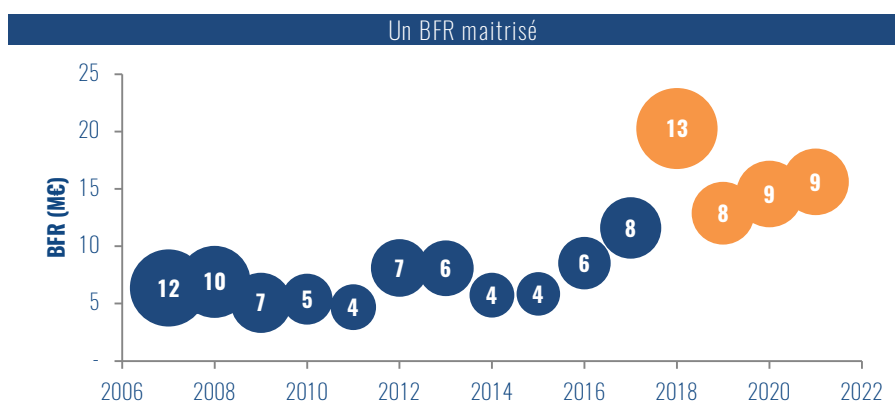
Par ailleurs, la croissance sera en partie tirée par le développement sur l'axe Amérique du Nord – Asie. Si les tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis constituent un risque, ce dernier apparaît limité car Clasquin effectue très peu de transactions sur cet axe à ce stade.

Le seul impact que pourrait subir la société serait en termes de besoin en fonds de roulement : Clasquin avance les droits de douanes avant de se les faire rembourser par ses clients. Le développement sur l'axe Amérique du Nord-Asie pourrait ainsi s'accompagner d'un effet BFR négatif.

3. Le Free Cash Flow en proie aux risques

3.1 Le BFR

Dans ce secteur, la gestion du BFR s'avère essentielle au regard de son impact cash. Depuis son introduction en bourse, Clasquin a réussi à maîtriser son BFR, passant d'une moyenne de 11 jours (2007-2009) à 6 jours de facturation totale (2009-2017). La facturation totale correspond au chiffre d'affaires + les liquidations douanières. Selon nous, il s'agit d'une performance solide dans la mesure où 1/ la société a fait face à une forte croissance (CA +10% TCAM/ MCB + 9% TCAM depuis 2006) et 2/ procédé à des acquisitions.



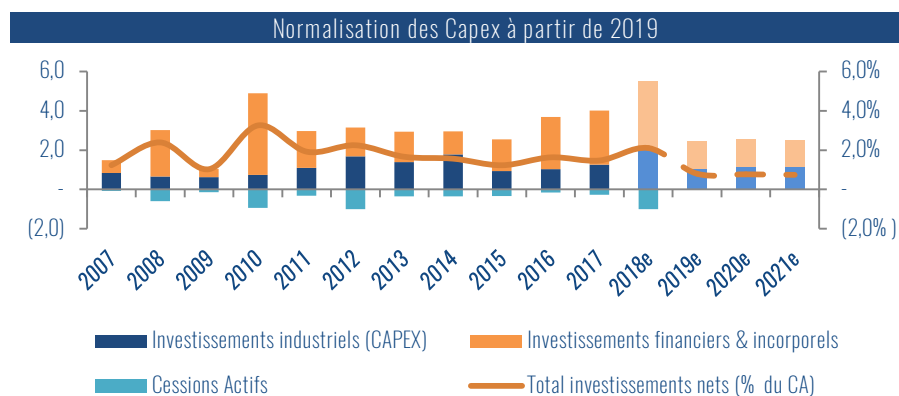
Source: Portzamparc / Taille des bulles : BFR en j de facturation totale

Le S1 2018 a vu une forte dégradation du BFR, le faisant ressortir à 27 jours de facturation totale soit 20M€ (vs. 17 jour à 13M€ en n-1), avec un compte client qui croît plus vite que le compte fournisseur. Cette hausse du compte client provient essentiellement de quatre aspects, 1/d'un changement de réglementation douanière permettant aux clients de payer directement les liquidations douanières auprès des douanes, 2/les clients qui payaient Clasquin à moins de 30 jours ont choisi cette option pour bénéficier d'un crédit de 30 jours, 3/de la mise en place du TMS qui a mobilisé toutes les équipes et engendré une moins bonne efficacité opérationnelle et 4/l'augmentation de la taille de contrats a engendré des délais de paiement plus longs. Cependant, le S2 devrait marquer une amélioration et l'atterrissage annuel devrait se situer aux alentours de 13 jours de facturation totale soit 20M€, la mise en place du nouveau TMS étant finalisée en France, l'efficacité opérationnelle devrait s'être améliorée.

Au final, la dégradation du BFR 2018 (+8M€ vs 2017) devrait fortement impacter le cash flow opérationnel et le rendre négatif (-3,2M€ en 2018 vs +2,4M€ en 2017). Par la suite, nous anticipons une normalisation du BFR, aux alentours de 9 jours de facturation totale.

3.2 Retour à la normale des capex en 2019

Les investissements conséquents dus à la mise en place du nouveau TMS et du nouveau système finance seront en grande partie inscrits dans les compte de 2018. Nous anticipons un niveau d'investissements net à hauteur de 5,5M€ pour 2018 puis un retour à la normale à ~2,5M€/an.



Source: Portzamparc

3.3 Rebond du cash pour 2019

Au niveau du cash, nous anticipons un retour dans des zones plus normalisées pour 2019 avec les éléments évoqués précédemment. Le tableau ci-dessous résume nos anticipations pour le tableau de flux de trésorerie.

FINANCEMENT (M€)	Rebond du cash en 2019				
	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
CAF	5,1	5,5	5,7	6,7	7,5
Var BFR	(2,7)	(8,7)	7,4	(1,7)	(1,1)
Cash Flow Op	2,4	(3,2)	13,1	5,0	6,4
Investissements industriels (CAPEX)	(1,3)	(2,0)	(1,1)	(1,1)	(1,2)
en %CA	0,4%	0,7%	0,4%	0,3%	0,3%
Investissements financiers & incorporels	(2,7)	(3,5)	(1,4)	(1,4)	(1,4)
en %CA	0,9%	1,1%	0,5%	0,4%	0,4%
Cessions Actifs	0,3	1,0	-	-	-
en %CA	0,1%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Total investissements nets	(3,7)	(4,5)	(2,5)	(2,6)	(2,6)
Free Cash Flow	(1,3)	(7,7)	10,6	2,4	3,9
Dividendes	(2,0)	(1,8)	(2,0)	(2,7)	(3,3)
Autres	1,8	-	-	-	-
Variation dette fin. nette	1,5	9,5	(8,6)	0,2	(0,6)
Dette financière nette	12,5	26,2	17,6	17,9	17,3

Source: Portzamparc

4. Valorisation

Nous avons utilisé une méthode de valorisation : le DCF. Les comparables boursiers nous semblent peu pertinents du fait des diversités de profil, de taille d'activité et de rentabilité des acteurs du secteur. Notre valorisation ressort à 32,5€/action, impliquant un downside de -3%.

	Prix	Pondération
DCF	32,5€	100%
Objectif de cours Clasquin (€/action)	32,5 €	100%
Cours actuel	33,4€	
Upside/(Downside)	(2,7%)	

Scénarios

Nous simulons des valorisations bear et bull case, en modifiant principalement nos hypothèses de croissance de la marge commerciale brute et l'amélioration de la marge associée. Nous avons résumé les valorisations découlant de nos scénarios :

	Bear	Base	Bull
TCAM 2017 - 2021	3,3%	4,7%	6,1%
Croissance moyenne du conversion ratio	31 bps	97 bps	117 bps
Conversion ratio 2021	9,8%	12,5%	13,3%
Objectif de cours Clasquin (€/action)	28,8 €	32,5 €	40,1 €

Source : Portzamparc

4.1 DCF – 32,5€

Dans notre valorisation, nous retenons comme hypothèses :

- Une marge commerciale brute avec un TCAM 2017-2021 de 4,7%.
- Des CAPEX de retour à un niveau normatif à partir de 2019 à ~2,5M€/an.
A terme, nous anticipons des CAPEX représentant 0,5% du CA.
- Un BFR équivalent à ~9 jours de facturation totale à partir de 2019 soit ~2% de la facturation totale. Nous anticipons un BFR à hauteur de 3,5% du CA en normatif.
- Un WACC de 8,6%.
- Un taux de croissance à l'infini de 2%
- Nous valorisons les intérêts minoritaires avec le PER actuel de Clasquin (23x)

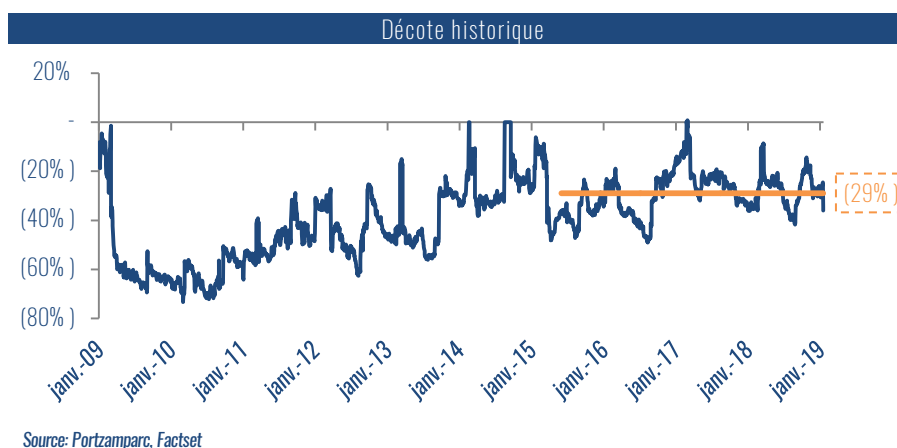
Valorisation par DCF												
En M€	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Normatif
CA	308,2	309,7	334,1	348,1	361,8	374,9	387,6	399,6	410,8	421,3	430,9	439,5
Var. n/n-1	6,1%	0,5%	7,9%	4,2%	3,9%	3,6%	3,4%	3,1%	2,8%	2,5%	2,3%	2,0%
MCB	68,1	68,5	73,9	77,0	80,0	82,9	85,7	88,4	90,8	93,2	95,3	97,2
Var. n/n-1	8,4%	0,5%	7,9%	4,2%	3,9%	3,6%	3,4%	3,1%	2,8%	2,5%	2,3%	2,0%
Résultat d'exploitation	6,1	7,3	8,4	9,6	10,0	10,4	10,7	11,0	11,3	11,6	11,9	12,1
%CA	2,0%	2,4%	2,5%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
%MCB (Conversion ratio)	8,9%	10,7%	11,4%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Taux d'imposition courant	33,0%	31,0%	28,0%	26,5%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Rex après impôts	3,8	4,7	5,7	6,7	7,2	7,5	7,8	8,0	8,2	8,5	8,6	8,8
+ DADP	2,0	1,8	1,9	1,9	2,9	3,0	3,0	3,1	3,2	3,2	3,3	2,2
%CA	0,7%	0,6%	0,6%	0,5%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,5%
- Investissements nets	(4,5)	(2,5)	(2,6)	(2,6)	(2,6)	(2,5)	(2,5)	(2,4)	(2,3)	(2,3)	(2,2)	(2,2)
%CA	1,5%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%
BFR	20,3	12,9	14,6	15,6	15,7	15,8	15,7	15,7	15,5	15,3	15,1	15,4
%CA	6,6%	4,2%	4,4%	4,5%	4,3%	4,2%	4,1%	3,9%	3,8%	3,6%	3,5%	3,5%
variation n/n-1	74,7%	-36,5%	13,0%	7,3%	0,7%	0,3%	-0,1%	-0,5%	-0,9%	-1,3%	-1,7%	
- var BFR	(8,7)	7,4	(1,7)	(1,1)	(0,1)	(0,0)	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	-
Free Cash Flow	(7,3)	11,5	3,4	4,9	7,5	7,9	8,4	8,8	9,2	9,6	10,0	8,8
Free Cash Flow actualisés	(7,3)	10,6	2,9	3,9	5,4	5,3	5,1	4,9	4,8	4,6	4,4	3,9
Somme des FCF actualisés	44,4											
+ Valeur terminale actualisée	55,5											
Valeur d'Entreprise	99,9											
- Endettement net	(16,7)											
- Intérêts minoritaires	(11,6)											
- Provisions	(0,9)											
+ Immo Fi	4,3											
Valorisation Fonds Propres (M€)	74,9											
Nombre d'actions - dilué (en millions)	2,3											
Valeur par action (€)	32,5											

Sensibilité de la valorisation						
		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
CMPC	7,6%	30,3	31,8	33,6	35,6	38,1
	8,1%	29,7	31,3	33,0	35,1	37,5
	8,6%	29,2	30,7	32,5	34,6	37,0
	9,1%	28,7	30,2	32,0	34,0	36,5
	9,6%	28,2	29,7	31,5	33,5	36,0
		Conversion ratio (ROC/Marge Commerciale Brute)				
		11,5%	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%
CMPC	7,6%	31,0	32,3	33,6	34,9	36,2
	8,1%	30,5	31,8	33,0	34,3	35,6
	8,6%	30,0	31,2	32,5	33,8	35,0
	9,1%	29,5	30,7	32,0	33,2	34,5
	9,6%	29,0	30,2	31,5	32,7	34,0

Source : Portzamparc

4.2 Valorisation relative

Clasquin n'a pas de comparable pertinent coté du fait de son positionnement de pure-player du freight-forwarding. Cependant, les trois acteurs majeurs du secteurs cotés peuvent donner une idée de la valorisation relative que le marché accorde à Clasquin. Les acteurs que nous avons sélectionnés sont des acteurs de la logistique avec leurs spécificités. Ils opèrent notamment dans la logistique contractuelle, de manière plus globale que Clasquin, et sont d'une taille significativement supérieure. Nous observons que depuis 2015, une décote de -30% se dégage sur le multiple VE/ROC.



Valorisation relative actuelle													
Société	Capi (M€)	EBE/MCB 2017	VE/EBE 2018	VE/EBE 2019	VE/EBE 2020	ROC/MCB 2017	VE/ROC 2018	VE/ROC 2019	VE/ROC 2020	TCAM ROC 2017 - 2020	PER 2018	PER 2019	PER 2020
DSV	12 942	31,5%	13,8x	15,6x	14,6x	26,7%	15,6x	17,6x	16,3x	13%	24,0x	21,5x	19,6x
Kuehne & Nagel	14 243	16,8%	12,1x	11,9x	11,0x	13,6%	14,7x	14,4x	13,2x	7%	20,8x	19,3x	17,9x
Panalpina	3 712	12,1%	10,3x	12,7x	11,2x	8,9%	24,7x	25,2x	20,5x	17%	52,6x	37,0x	30,2x
Mediane	12 942	16,8%	12,1x	12,7x	11,2x	13,6%	15,6x	17,6x	16,3x	13%	24,0x	21,5x	19,6x
Clasquin	76	12,4%	10,1x	9,3x	8,3x	9,3%	12,7x	11,3x	9,9x	17%	23,0x	17,5x	15,3x
Décote (prime) actuelle			(16%)	(27%)	(26%)		(19%)	(36%)	(39%)		(4%)	(18%)	(22%)

Source : Portzamparc, Factset au 08/02/2019 / MCB : Marge Commerciale Brute

Annexes

Annexe 1 : Cours de bourse et évènements depuis IPO



Légende

- | | |
|----|--|
| 1 | MCB S1 2007 : +13,3% org. |
| 2 | Résultats annuels 2008 : CR à 16,3%, +240 bps vs N-1. |
| 3 | Résultats annuels 2009 : CR à 13,2%, -250 bps vs N-1 |
| 4 | Résultats annuels 2010 : CR à 15,5%, +450 bps vs N-1 |
| 5 | Résultats S1 2011 : CR à 11,4%, +20 bps vs N-1 |
| 6 | Acquisition InterCargo (MCB : 2,2M€ / ROP : 0,5M€ / CR : 23%) |
| 7 | Résultats S1 2014 : CR à 6,2%, -100 bps vs N-1 |
| 8 | Annonce acquisition Lafont-Chavent International – LCI (MCB : 6,8M€ / ROP : >2,5M€ / CR : > 36%) |
| 9 | Résultats S1 2016 : CR à 7,2%, -240 bps vs N-1 |
| 10 | MCB T1 2017 : +7,2% org. |
| 11 | MCB S1 2018 : +17,2% org. |
| 12 | MCB 9M 2018 : +14,3% org. |

Note : CR = Conversion Ratio (ROC/MCB)

Annexe 2 : Dirigeants & actionnariat

Yves REVOL – Président du Conseil d'Administration



Parcours académique

Titulaire d'une maîtrise en Sciences Economiques.

Parcours professionnel

- Expérience internationale à la CFAO.
- Commercial, puis Directeur Commercial et Directeur Général de Clasquin (1977 – 1982).
- Rachat de la société Clasquin en 1982.
- Président Directeur Général de Clasquin (1983 – 2019).
- Président du Conseil d'Administration depuis 2019.

Hugues MORIN – Directeur Général



Parcours académique

Diplômé de l'European Business School.

Parcours professionnel

- Responsable centre de profit Osaka puis Directeur Général Clasquin Japon (1996 – 2002).
- Directeur Régional Sud, puis Directeur Général France, Italie et Allemagne chez Clasquin (2002 – 2016).
- Directeur Général Délégué de Clasquin (2016 – 2019).
- Directeur Général de Clasquin depuis 2019.

Quentin LACOSTE – Directeur des Opérations



Parcours académique

Diplômé de l'ESSEC.

Parcours professionnel

- Directeur de Röhlig France SA (2001 – 2003).
- Directeur Marketing du groupe Röhlig (2003 – 2005).
- Directeur Général Délégué, puis Directeur Général Europe du groupe Röhlig (2005 – 2014).
- Directeur des Opérations de Clasquin depuis 2015.

Philippe LONS – Directeur Administratif et Financier



Parcours académique

Diplômé de l'EM Lyon.

Parcours professionnel

- Responsable Commercial chez Clasquin, bureau de Hong-Kong (1986 – 1991).
- Directeur Financier de Clasquin SA (1991 – 1995).
- Directeur Administratif et Financier du groupe Clasquin depuis 1995.

Laurence Ihle – Secrétaire Générale



Parcours académique

Diplômée de l'ESSEC.

Parcours professionnel

- Audit chez EY (1994 – 1997).
- Différentes fonctions en relation avec la stratégie et la finance chez JCDecaux, Dell, SFR et Danone (1997 – 2012).
- Directrice Financière France d'Akka Technologie (2012 – 2016).
- Secrétaire Générale de Clasquin depuis 2016.

Olivia Boyron – VP Legal Affairs



Parcours académique

Diplômée du barreau de Lyon.

Parcours professionnel

- Avocate (2002 – 2014).
- Directrice juridique de Clasquin depuis 2014.

Laurent Guillen – Chief Information Officer



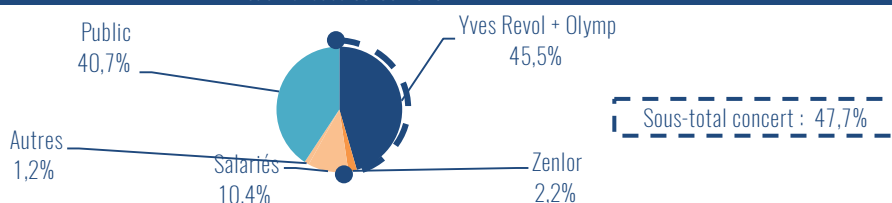
Parcours académique

Diplômé de l'EISTI Cergy et de l'EM Lyon.

Parcours professionnel

- Chef de projet chez Carlson Wagonlit Travel
- Chef de projet chez Monsanto
- Directeur des systèmes d'information chez Manitowoc
- Chief Information Officer de Clasquin depuis 2017.

Actionnariat au 30/06/2018



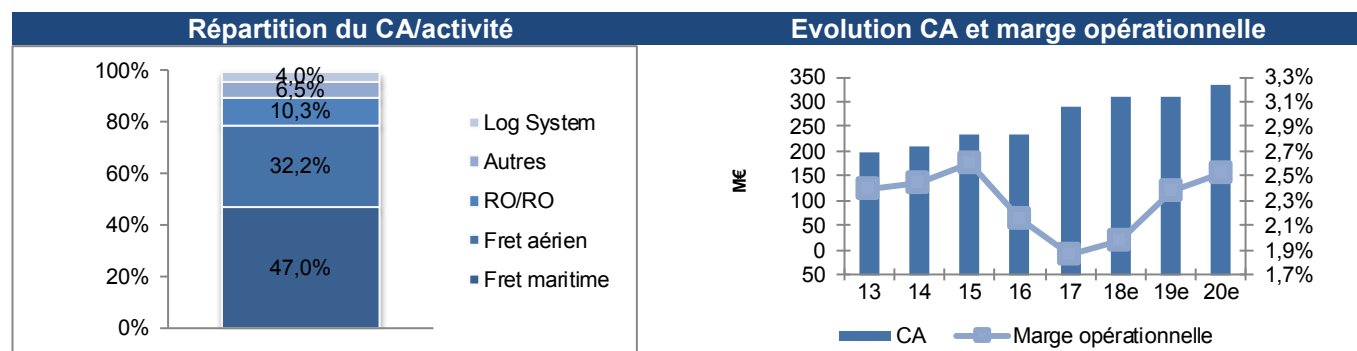
Source : Clasquin

CLASQUIN

Exploitation	13	14	15	16	17	18e	19e	20e
CA	198,1	211,5	234,2	235,0	290,6	308,2	309,7	334,1
var. n/n-1	7,3%	6,7%	10,8%	0,3%	23,6%	6,1%	0,5%	7,9%
var. organique	6,9%	7,4%	-	-1,4%	25,4%	5,4%	3,9%	7,9%
EBE	6,4	6,6	8,4	7,2	7,8	8,7	9,2	10,3
ROC	4,8	5,2	6,5	5,6	5,9	6,7	7,3	8,4
var. n/n-1	-5,6%	8,1%	24,2%	-13,1%	3,6%	13,8%	10,2%	15,0%
ROP	4,8	5,1	6,1	5,1	5,4	6,1	7,3	8,4
RCAI	4,3	4,7	6,0	4,6	4,8	5,6	6,9	8,1
IS	-1,3	-1,1	-1,7	-1,3	-1,7	-2,1	-2,2	-2,3
RN Pdg publié	2,4	3,0	3,4	2,6	2,5	2,7	3,8	4,7
RN Pdg corrigé	2,5	2,7	3,4	2,8	2,9	3,4	3,9	4,8
var. n/n-1	-10,9%	9,7%	27,6%	-17,2%	2,4%	17,3%	13,9%	22,9%
Tmva CA 2015 / 2019e	7,2%							
Marge brute (%)	23,9%	23,8%	23,7%	24,5%	21,6%	22,1%	22,1%	22,1%
Marge opérationnelle (%)	2,4%	2,4%	2,6%	2,2%	1,9%	2,0%	2,4%	2,5%
Marge nette (%)	1,2%	1,3%	1,5%	1,2%	1,0%	1,1%	1,3%	1,4%
Taux IS (%)	30,7%	23,5%	27,9%	27,3%	34,4%	36,8%	31,0%	28,0%
Frais de personnel / CA (%)	14,8%	15,0%	14,9%	15,9%	13,9%	14,1%	14,3%	13,9%
CA/effectif (K€)	313	316	347	328	381	-	-	-
var. n/n-1	3,8%	0,8%	10,1%	-5,5%	16,2%	-	-	-
Effectif moyen	633	670	674	716	762	-	-	-
var. n/n-1	3,4%	5,8%	0,6%	6,2%	6,4%	-	-	-

Bilan	13	14	15	16	17	18e	19e	20e
Fonds propres Pdg	21,1	21,2	21,7	20,8	19,7	21,3	23,2	25,3
Dettes financières nettes	0,4	1,5	5,6	11,8	16,7	26,2	17,6	17,9
Autres	1,0	1,4	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Capitaux investis	23,7	26,1	30,5	36,6	40,5	51,6	44,9	47,3
Immobilisations nettes	15,6	20,4	24,7	28,0	28,9	31,4	32,0	32,7
dont écarts d'acquisition	8,4	11,4	17,3	19,1	19,6	23,1	24,5	25,9
dont financières	1,7	2,8	3,6	3,8	4,3	4,3	4,3	4,3
BFR	8,1	5,7	5,9	8,5	11,6	20,3	12,9	14,6
Actif économique	23,7	26,1	30,5	36,6	40,5	51,6	44,9	47,3
Gearing (%)	2,0%	6,4%	23,5%	49,5%	73,0%	107,3%	67,1%	62,8%
BFR/CA (%)	4,1%	2,7%	2,5%	3,6%	4,0%	6,6%	4,2%	4,4%
Dettes financières nettes/EBE (x)	0,1	0,2	0,7	1,6	2,1	3,0	1,9	1,7
ROE (%)	11,6%	14,3%	15,7%	12,7%	12,5%	12,8%	16,4%	18,6%
ROACE (%) après IS normé	13,6%	14,0%	15,4%	11,3%	10,2%	10,0%	11,0%	13,5%

Financement	13	14	15	16	17	18e	19e	20e
Cash Flow	5,0	4,0	7,6	4,7	5,1	5,5	5,7	6,7
Variation BFR	0,1	2,5	0,2	-2,7	-2,7	-8,7	7,4	-1,7
Investissements industriels	-1,4	-1,8	-0,9	-1,0	-1,3	-2,0	-1,1	-1,1
% du CA	0,7%	0,8%	0,4%	0,4%	0,4%	0,7%	0,4%	0,3%
Cash Flow Libre	3,7	4,8	6,8	0,9	1,1	-5,2	12,0	3,9
Cessions d'actifs	0,4	0,4	0,3	0,2	0,3	1,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-1,5	-1,2	-1,6	-2,7	-2,7	-3,5	-1,4	-1,4
Dividendes	-2,0	-2,2	-2,1	-2,9	-2,0	-1,8	-2,0	-2,7
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-0,4	-2,8	-7,5	-1,7	-1,6	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	0,0	1,0	4,1	6,2	4,9	9,5	-8,6	0,2
Dettes financières nettes	0,4	1,5	5,6	11,8	16,7	26,2	17,6	17,9



CLASQUIN

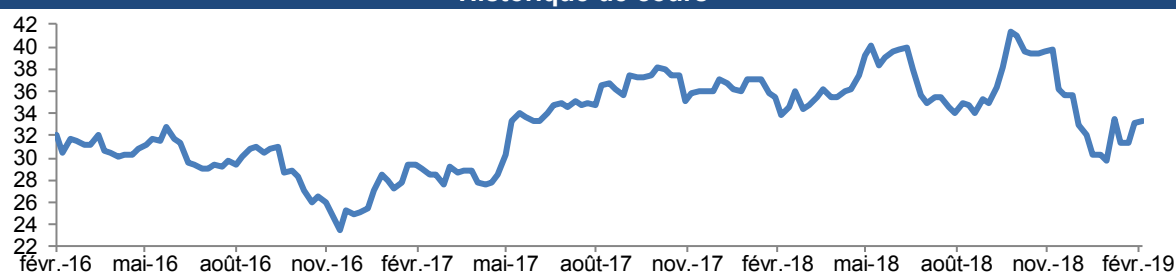
Données par action	13	14	15	16	17	18e	19e	20e
BNPA	1,06	1,32	1,48	1,14	1,07	1,18	1,65	2,03
var. n/n-1	-10,9%	9,7%	27,6%	-17,2%	2,4%	17,1%	13,9%	22,9%
CFPA	2,2	1,8	3,3	2,0	2,2	2,4	2,5	2,9
ANPA	9,1	9,2	9,4	9,0	8,6	9,2	10,0	11,0
Dividende net (versé en n+1)	0,80	0,80	1,25	0,80	0,80	0,88	1,15	1,42
Payout (%)	75,0%	68,4%	83,7%	64,7%	63,2%	59,6%	68,2%	68,6%
Tmva BNPA 2015 / 2019e	3,1%							
Tmva CFPA 2015 / 2019e	-6,8%							

Valorisation	13	14	15	16	17	18e	19e	20e
PER (x)	20,8	21,8	19,7	24,0	26,2	22,5	19,8	16,1
PCF (x)	10,3	14,6	8,9	14,7	14,9	14,1	13,5	11,5
PAN (x)	2,4	2,8	3,1	3,3	3,9	3,6	3,3	3,0
VE/CA (x)	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
VE/EBE (x)	8,3	9,5	8,9	11,6	12,4	12,2	10,7	9,5
VE/ROP (x)	11,1	12,1	12,4	16,4	17,8	17,5	13,3	11,6
Free Cash Flow Yield (%)	7,2%	8,1%	10,1%	1,3%	1,5%	-6,7%	15,6%	5,0%
Rendement (%)	3,4%	3,1%	2,7%	4,2%	2,4%	2,4%	2,6%	3,4%
Capitalisation (M€)	51,3	58,9	67,8	68,4	76,4	77,0	77,0	77,0
Valeur d'Entreprise (VE)	52,9	62,5	75,5	83,1	96,3	106,4	97,8	98,1
Cours de référence (€)	22,2	25,6	29,4	29,6	33,1	33,4	33,4	33,4
Nb de titres (Mio)	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	-	-	-	-	-
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	31/01/2006							
Cours d'introduction ajusté	15,5 €							

Données intermédiaires	13	14	15	16	17	18
CA T1	45,4	46,5	56,0	52,5	65,6	72,7
CA T2	48,5	48,6	61,1	54,6	71,0	76,5
CA S1	93,9	95,1	117,7	107,1	136,6	149,2
ROP S1	1,7	1,8	3,0	1,9	2,4	3,1
RN pdg corrigé S1	0,7	0,9	1,5	0,9	1,1	1,3
Marge opérationnelle S1	1,8%	1,8%	2,6%	1,7%	1,8%	2,1%
Marge nette S1	0,7%	1,0%	1,3%	0,8%	0,8%	0,9%
CA T3	51,8	53,1	60,6	58,8	73,7	77,9
CA T4	52,4	63,3	56,5	69,1	81,7	
CA S2	104,2	116,4	116,5	127,9	153,9	
ROP S2	3,1	3,4	3,1	3,2	3,0	
RN pdg corrigé S2	1,8	2,1	1,9	1,8	1,4	
Marge opérationnelle S2	3,0%	2,9%	2,6%	2,5%	1,9%	
Marge nette S2	1,7%	1,8%	1,6%	1,4%	0,9%	

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
CA T1	-/+	2,4%	20,4%	-6,3%	25,0%	10,8%
CA T2	-/+	0,2%	25,7%	-10,6%	30,0%	7,7%
CA T3	-/+	2,5%	14,1%	-3,0%	25,3%	5,7%
CA T4	-/+	20,8%	-10,7%	22,3%	18,2%	
CA S1	-/+	1,3%	23,8%	-9,0%	27,6%	9,2%
CA S2	-/+	11,6%	0,1%	9,8%	20,4%	
ROP S1	-/+	6,2%	72,6%	-38,2%	29,4%	29,6%
ROP S2	-/+	9,3%	-9,7%	3,8%	-6,0%	

Historique de cours



Avertissements généraux

Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques réputées fiables. Les opinions et les données prévisionnelles sont celles de leurs auteurs. Les appréciations formulées reflètent leur opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement. Les prévisions chiffrées sont effectuées à normes comptables constantes ; le passage aux normes IFRS pourra entraîner des modifications importantes des estimations.

Ni la société émettrice, ni Portzamparc, ni une quelconque autre personne ne pourra être tenue responsable de quelque manière que ce soit au titre d'un quelconque dommage direct ou indirect, résultant de l'utilisation de ce document. Ce document ne peut être distribué au Royaume-Uni qu'aux seules personnes qui sont des personnes autorisées ou des personnes exemptées au sens du U.K. Financial Services Act 1986 (ou d'un quelconque règlement pris en application de ce dernier) ou aux autres personnes du type décrit à l'Article 11(3) du Financial Services Act (Investment Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (tel que modifié). La transmission, l'envoi ou la distribution du présent document (ou de toute copie qui en serait faite) sont interdits aux Etats-Unis ou à un quelconque ressortissant des Etats-Unis d'Amérique (au sens de la règle « S » du U.S. Securities Act de 1993). Tout manquement au respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation du droit américain des valeurs mobilières. La diffusion de ce document dans d'autres juridictions peut être soumise à des restrictions légales et les personnes qui se trouvent en possession de ce document doivent s'informer et respecter de telles restrictions. Le présent document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou souscrire des valeurs mobilières ou autres titres ; il ne peut servir en aucune manière de support ou être utilisé dans le cadre d'un quelconque contrat ou engagement. Il ne vous est remis qu'à titre d'information et ne peut être reproduit ou redistribué à un tiers. En recevant le présent document, vous vous engagez à observer les restrictions mentionnées ci-dessus.

En tant que Prestataire de Services d'Investissements, Portzamparc Société de Bourse relève de l'Autorité des Marchés Financiers et est agréée par le Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissements.

Modalités administratives et organisationnelles visant à prévenir et éviter les conflits d'intérêts relatifs à la production d'analyse financière :

La société de bourse Portzamparc s'est dotée d'un règlement intérieur intégrant des dispositions intitulées "Murailles de Chine" qui décrivent l'organisation mise en place en vue de prévenir la circulation induite d'informations confidentielles ou privilégiées. Cette organisation est sous la responsabilité du Déontologue, qui fixe les règles et contrôle leur application. Elle prévoit notamment la séparation des activités susceptibles d'être en conflit d'intérêt entre elles : gestion pour compte propre, gestion pour compte de tiers, animation de valeur, négociation, vente institutionnelle, montage d'opérations financières et analyse financière.

Les analystes financiers, comme l'ensemble des collaborateurs de la société de bourse, sont soumis au dispositif de gestion des informations privilégiées et des restrictions applicables au sein d'un prestataire de service d'investissement conformément aux articles 315-15 à 315-19 du règlement général de l'AMF, ils ont pour obligation de domicilier leurs comptes titres au sein de la société de bourse. Le Déontologue tient à jour 3 listes de valeurs :

- une liste des valeurs interdites aux collaborateurs sur laquelle sont inscrites toutes les valeurs suivies par le service d'analyse financière et toutes les valeurs sous contrat avec la société de bourse. Dans le cas particulier des analystes, il leur est interdit individuellement d'intervenir en direct sur un instrument financier autre que : les parts d'OPC, le titre BNP PARIBAS et les titres acquis dans le cadre statutaire d'une fonction d'administrateur ou de mandataire.
- une liste des valeurs sous surveillance qui recense essentiellement les valeurs sur lesquelles un ou plusieurs collaborateurs de la société de bourse détient une information privilégiée.
- une liste publique des valeurs en interdiction qui recense les valeurs sur lesquelles une opération financière est en cours et pour lesquelles il ne peut plus y avoir d'opération pour compte propre ni de publication d'analyse financière.

Le déontologue contrôle les opérations réalisées sur les valeurs inscrites sur ces listes, qu'il s'agisse d'opérations de la clientèle, d'opérations de collaborateurs ou d'opérations pour compte propre.

Enfin, l'organe qui décide de la réalisation d'opérations financières : le Comité des Engagements, fait l'objet d'un dispositif spécifique visant à assurer la totale confidentialité des débats et décisions.

Le Groupe Portzamparc se positionne sur l'éligibilité des actions au PEA-PME sur la base des informations émises par les émetteurs et du Décret n° 2014-283 du 4 mars 2014 pris pour l'application de l'article 70 de la loi n° 2013-1278 du 29 décembre 2013 de finances pour 2014 fixant l'éligibilité des entreprises au PEA-PME soit : moins de 5 000 salariés, d'une part, chiffre d'affaires annuel inférieur à 1 500 millions d'euros ou total de bilan inférieur à 2 000 millions d'euros, d'autre part. La responsabilité du Groupe Portzamparc ne saurait être engagée dans l'hypothèse où les données utilisées pour l'analyse s'avèreraient inexactes

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (Historique des recommandations, engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation, prévisions...) est accessible sur <http://www.midcaps.portzamparc.fr/fileadmin/pubt/avertissements.pdf> (clientèle institutionnelle) ou auprès de votre conseiller habituel (clientèle privée).

Les cours utilisés sont les cours de clôture de la veille sauf indication contraire.

Mentions obligatoires

Recommandations boursières

Nos recommandations boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à un horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur les objectifs de cours définis par l'analyste et intègrent des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché, susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse Portzamparc établit ses évaluations selon une approche d'analyse fondamentale multicritères (principalement et de manière non exhaustive actualisation des flux, multiples des comparables, multiples de transaction, somme des parties, actif net réévalué).

ACHETER (1) : Performance attendue supérieure à +15%

RENFORCER (2) : Performance attendue comprise entre +5% et +15%

CONSERVER (3) : Performance attendue comprise entre -5% et +5%

ALLEGER (4) : Performance attendue comprise entre -5% et -15%

VENDRE (5) : Performance attendue inférieure à -15% ou absence de visibilité sur les fondamentaux de la société.

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (Historique des recommandations, engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation...) est accessible sur <http://www.midcaps.portzamparc.fr/fileadmin/pubt/avertissements.pdf> (clientèle institutionnelle) ou auprès de votre conseiller habituel (clientèle privée).

Les cours utilisés sont les cours de clôture de la veille sauf indication contraire.

Historique des recommandations sur l'émetteur au cours des 12 derniers mois

Le tableau ci-dessous reflète l'historique des changements de recommandations et d'objectifs de cours faits par le département d'analyse financière de la Société de Bourse Portzamparc sur une période de 12 mois.

Date	Analyste	Objectif de prix	Cours de clôture	Ancienne Recommandation	Nouvelle Recommandation
11/02/2019 8:30	Yann de Peyrelongue	32,50€	33,40€		Conserver

Détail des conflits d'intérêts potentiels PORTZAMPARC

Société	Détail des conflits d'intérêts potentiels
Clasquin	

1. La Société de Bourse Portzamparc possède ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émis par cet émetteur;
2. Cet émetteur, ou ses actionnaires principaux, possèdent ou contrôlent, directement ou indirectement, 5% ou plus du capital en actions émis par la Société de Bourse Portzamparc;
3. La Société de Bourse Portzamparc a été chef de file ou co-chef de file dans une offre publique concernant les instruments financiers de cet émetteur durant les douze derniers mois;
4. La Société de Bourse Portzamparc est teneur de marché pour les instruments financiers de cet émetteur;
5. La Société de Bourse Portzamparc a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur.
6. La Société de Bourse Portzamparc et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse à travers laquelle Portzamparc Société de Bourse s'est engagée à produire et à diffuser des études de recherche d'investissement sur ledit émetteur;
7. La Société de Bourse Portzamparc a été rémunérée par cet émetteur en échange de la fourniture de services d'investissement ou des services en conseil financier au cours des douze derniers mois;
8. L'auteur de cette étude ou une personne qui aurait aidé à l'élaboration de cette étude (ou un membre de son foyer), ou encore une personne qui, malgré sa non-implication dans l'élaboration de cette étude avait ou pouvait raisonnablement avoir accès aux éléments substantiels de cette étude avant sa diffusion détient une position nette ou courte supérieure à 0,5% du capital de cet émetteur
9. La recommandation présentée dans ce document a été divulguée à l'émetteur avant sa publication et diffusion et a été subséquentement modifiée préalablement à sa diffusion

Détail des conflits d'intérêts potentiels BNP PARIBAS

Sociétés dans lesquelles BNP PARIBAS détient des participations : <https://wealthmanagement.bnpparibas/fr/conflict-of-interest.html>

Nantes : 13 rue de la Brasserie - BP 38629 - 44186 Nantes Cedex 4 - Tél 33 (0) 2 40 44 94 00

Paris : 16 rue de Hanovre - 75002 Paris - 33 (0) 1 40 17 50 08

Recherche

Nicolas ROYOT, CFA <i>Co-responsable de l'Analyse Financière</i>	royot@portzamparc.fr
Maxence DHOURY, CFA <i>Co-responsable de l'Analyse Financière</i>	dhoury@portzamparc.fr
Yann DE PEYRELONGUE Analyste Financier	depeyrelongue@portzamparc.fr
Arnaud DESPRE Analyste Financier	despre@portzamparc.fr
Pierre-Alexandre DESIR Analyste Financier	desir@portzamparc.fr
Anthony DICK Analyste Financier	dick@portzamparc.fr
Christophe DOMBU, PhD Analyste Financier	dombu@portzamparc.fr
Nicolas MONTEL Analyste Financier	montel@portzamparc.fr
Jeremy SALLÉE Analyste Financier	sallee@portzamparc.fr
Gaétan CALABRO Analyste Financier	calabro@portzamparc.fr
Stéphanie MANTEIGAS <i>Corporate Access & Edition</i>	manteigas@portzamparc.fr
Stéphanie TASSIN <i>Corporate Access & Edition</i>	tassin@portzamparc.fr
Amandine PRIGENT Edition	prigent@portzamparc.fr
Téléphone	33 (0) 2 40 44 94 09

Vente Institutionnelle

François BREDOUX <i>Responsable Vente Institutionnelle</i>	33 (0) 2 40 44 95 21 bredoux@portzamparc.fr
Henri TASSO <i>Vendeur institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 41 tasso@portzamparc.fr
Henrique CRISTINO <i>Vendeur institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 31 cristino@portzamparc.fr
Nitin KHEDNAH <i>Vendeur institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 11 khednah@portzamparc.fr
Alexandre LE DROGOFF <i>Vendeur institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 48 ledrogoft@portzamparc.fr
Christophe CLEMENT <i>Vendeur institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 04 clement@portzamparc.fr
Franck JAUNET <i>Responsable Négociation, Sales trading</i>	33 (0) 2 40 44 95 26 jaunet@portzamparc.fr

Nantes : 13 rue de la Brasserie - BP 38629 - 44186 Nantes Cedex 4 - Tél 33 (0) 2 40 44 94 00

Paris : 16 rue de Hanovre - 75002 Paris - 33 (0) 1 40 17 50 08