

Clasquin (ALCLA FP)

Cours (clôture du 26/11/2019)	35,0 €		
Valeur prospective (10/2023)	47,7 €	► TRI implicite : 14,4%	
Valeur actuelle	39,7 €	► Potentiel : 13,4%	
Point d'entrée	33,3 €	► TRI exigé : 13,5%	
PEG ratio	1,2		
	2018A	2019E	2020E
P/E (x)	24,7	17,9	14,4
P/BV (x)	3,2	3,3	3,0
Rendement (%)	1,9	2,8	3,5
VE/CA (x)	0,3	0,4	0,3
VE/EBITDA (x)	10,7	11,1	9,2
VE/EBIT (x)	15,9	14,0	11,3
Capitalisation boursière	80,9 M€		
Valeur d'entreprise	119 M€		
Dette (+) Trésorerie nette (-) 2018	19 M€		
Levier / Gearing (2018)	2,2x / 76,9%		
Volume quotidien moyen	8 K€		
Nombre d'actions actuel / dilué	2 M / 2 M		
Beta / Volatilité	-0,1 / 29,3%		



Sources: Analyste indépendant, FactSet

POURQUOI S'Y INTÉRESSER : RETOUR VERS LES NIVEAUX DE MARGES HISTORIQUES

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, historiquement la société a prouvé sa capacité à surperformer. En 2018, sur le marché, les volumes transportés ont augmenté de l'ordre de 3% vs +18% en maritime et +9% en aérien pour Clasquin. Pour 2019, les dirigeants anticipent des tendances de marché moins favorables (+1/2% pour le maritime et -5/6% pour l'aérien) et comptent poursuivre leurs gains de part de marché.

Un historique de croissance externe réussi

Avec 6 opérations réalisées dans le segment de la commission de transport au cours des 5 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 de renforcer ses équipes commerciales.

Une valorisation qui reste attractive

Grâce à un bon début d'année (MB 9M à +8,4% ou +10,6% à pcc), le cours de bourse s'est bien tenu à ce jour (+17% YTD). Le titre se traite cependant avec une décote par rapport aux multiples historiques 5 ans et par rapport aux comparables boursiers. Sur la base de nos prévisions 2023, la valeur prospective à cet horizon ressort à près de 48 € par action, soit une valeur actuelle de près de 40 € (sur la base d'un coût des fonds propres de 8,5% et dividendes inclus) et un point d'entrée à 33 € (exigence de TRI de 13,5%, soit une prime de risque additionnelle de 500 pb)

DÉTAILS DE LA VALORISATION : VALEUR PROSPECTIVE 2023 : 48 € (TRI : 13%) / VALEUR ACTUELLE : 40 €

Résultats normalisés & prospectifs. Les dirigeants ont continué d'investir dans les futurs moteurs de croissance (recrutements, ouvertures d'agences) pesant sur les marges. En 2019, le maintien d'une bonne dynamique d'activité combinée à l'élimination de foyers de perte ou d'éléments peu contributifs, ou encore l'utilisation en année pleine de Cargowise, devraient permettre de déclencher un rebond des marges qui devrait se confirmer les exercices suivants, conduisant à une forte hausse des résultats.

Multiples pertinents. Les transactions sectorielles ressortent en moyenne à 10,6x l'EBITDA et 0,8x le CA. Cependant, elles concernent des sociétés aux modèles différents car diversifiés dans des activités plus capitalistiques. Les multiples des comparables cotés atteignent 14,2x l'EBITDA et 19,8x l'EBIT 2019, comparé à respectivement 10,4x et 13,2x pour Clasquin.

Dette financière et ajustements bilanciaux. Trésorerie à 23,2 M€ à fin 2018 et dette nette à 18,8 M€ (gearing de 77%).

CATALYSEURS ET RISQUES : DIVERSIFICATION GÉOGRAPHIQUE / RETOURNEMENT DE MARCHÉ

Catalyseurs. Accélération de la diversification géographique (Amérique et Afrique) ; 2) Gains de productivité liés au déploiement des nouveaux SI ; 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. 20 février 2020 : chiffre d'affaires 2019 ; 19 mars 2020 : résultats 2019.

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

SOMMAIRE

CAS D'INVESTISSEMENT	3
<ul style="list-style-type: none"> Axes stratégiques de développement ➔ <i>Poursuite de la diversification sectorielle et géographique</i> Transport maritime (44% de la MB) ➔ <i>Principal moteur de croissance</i> Transport aérien (34% de la MB) ➔ <i>Une activité pérenne</i> Autre commission de transport (19% de la MB) ➔ <i>Des activités complémentaires en plein essor</i> Log System, division logiciels (4% de la MB) ➔ <i>Activité non-stratégique</i> Levier opérationnel ➔ <i>Un potentiel d'amélioration des marges</i> Croissance externe ➔ <i>Accélération des acquisitions depuis 5 ans</i> Endettement & Liquidité ➔ <i>Une trésorerie permettant de financer la croissance interne et des acquisitions ciblées</i> Management, Gouvernance, Actionariat ➔ <i>Un actionariat familial</i> Profil de risque ➔ <i>Un environnement de marché volatil</i> Valeur prospective ➔ 48 € / Valeur actuelle ➔ 40 € (TRI implicite : 12,6%) 	
PROFIL DE LA SOCIÉTÉ	6
DUE DILIGENCE D'INVESTISSEMENT	7
ANALYSE DES FRANCHISES	8
<ul style="list-style-type: none"> Préambule comptable ➔ <i>Chiffre d'affaires vs Marge brute</i> Commission de transport (96% de la MB / 97% du ROP) ➔ <i>Poursuite de la conquête de parts de marché</i> Edition de logiciels (4% de la MB / 3% du ROP) ➔ <i>Une activité non stratégique</i> 	
LES VECTEURS DE CROISSANCE	12
<ul style="list-style-type: none"> Un contexte de marché qui se tend ➔ <i>Ralentissement des échanges mondiaux après 3 années de croissance soutenue</i> Une capacité à surperformer qui devrait se poursuivre ➔ <i>Poursuite de la stratégie qui a soutenu la croissance ces dernières années</i> 	
PROFITABILITÉ NORMATIVE	16
<ul style="list-style-type: none"> Profitabilité historique ➔ <i>Des marges globalement préservées</i> Potentiel d'amélioration des marges ➔ <i>Rebond significatif dès 2019</i> 	
GÉNÉRATION ET UTILISATION DU FREE CASH-FLOW	19
<ul style="list-style-type: none"> Cash-flow opérationnel ➔ <i>plus de 8 M€ p.a. en moyenne sur les 5 prochaines années</i> Intensité capitalistique ➔ <i>Faible : CAPEX ~1,0% du CA</i> Politique de rémunération des actionnaires ➔ <i>Élevée : Taux de distribution du dividende de 50%</i> Politique de croissance externe ➔ <i>Opérations récurrentes</i> 	
DETTE FINANCIÈRE NETTE ET AJUSTEMENTS BILANCIELS	21
<ul style="list-style-type: none"> Structure de la dette, maturité, coût ➔ <i>Principalement emprunts à taux variable</i> Liquidité, leverage et covenants ➔ <i>Leverage de 2,0x à fin 2018. Pas de covenants</i> Ajustements bilanciaux ➔ <i>Pas de retraitements majeurs</i> 	
MULTIPLES DE VALORISATION NORMATIFS	23
<ul style="list-style-type: none"> Multiples historiques ➔ <i>~9x l'EBITDA / ~12x l'EBIT sur très longue période</i> Comparaison boursière ➔ <i>4 sociétés comparables et aux multiples plus élevés</i> Transactions sectorielles ➔ <i>10,6x l'EBITDA pour des acteurs aux modèles différents</i> 	
VALORISATION PROSPECTIVE/VALORISATION ACTUELLE	26
<ul style="list-style-type: none"> 47,7 € à horizon 2023 ➔ <i>TRI implicite de près de 13%</i> 	
MANAGEMENT, GOUVERNANCE, ACTIONNARIAT	28
<ul style="list-style-type: none"> Management ➔ <i>Une équipe dirigeante stable</i> Gouvernance ➔ <i>Un Conseil d'administration de huit membres</i> Actionariat ➔ <i>Familial : Yves Revol détient 45,5% du capital en direct et via sa holding (Olymp)</i> 	

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

Nous résumons ci-dessous les principaux sujets du cas d'investissement de Clasquin. Cette étude est ensuite organisée en 8 étapes : 1/ l'appréciation de la pérennité des franchises ; 2/ l'évaluation du potentiel de croissance ; 3/ l'évaluation d'un résultat soutenable ; 4/ l'appréciation de la génération de *cash-flow* ; 5/ l'évaluation de la situation bilancielle ; 6/ la détermination de multiples de valorisation normatifs ; 7/ la détermination de la valeur prospective, de la valeur actuelle et du point d'entrée et 8/ l'appréciation du Management, de la Gouvernance et de l'Actionariat. Nous estimons la VP 2023 à 47,7 € pa, soit une VA de 39,7 €, et un PE à 33,3 €.

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 propre dans 22 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, événementiel, 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 (44% de la MB)

➔ **Principal moteur de croissance**

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 44% de l'activité en 2018, avec une croissance annuelle moyenne de la marge brute de près de 11% au cours de la période 2006-2018. Plus que légitime dans ce métier, Clasquin devrait poursuivre ses développements.

Transport aérien (34% 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

34% de l'activité, et ce malgré une croissance annuelle moyenne de près de 5% 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 (19% de la MB)

➔ **Des activités complémentaires en plein essor**

Les autres modes de transport ont représenté 19% de l'activité de la société en 2019, contre moins de 10% historiquement (croissance annuelle moyenne de 35%). 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), 7,2 M€ de MB en 2018 (+8%). 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.) : 5,9 M€ de MB en 2018 (+40%).

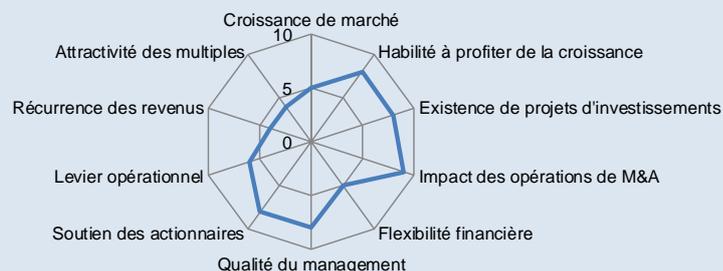
Log System, division logiciels (4% de la MB)

➔ **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 en 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 dernières années, la société a poursuivi sa stratégie de conquête commerciale via l'extension de son réseau, notamment par :

- l'ouverture d'agences : en 2018, ouverture d'un bureau à Lille et à Nantes pour l'activité RO/RO, ouverture de deux bureaux aux Etats-Unis (Atlanta et Miami), ou encore pénétration de nouvelles zones géographiques avec la mise en place de bureaux commerciaux à Dakar et Bamako ; et au cours du premier semestre 2019 ouverture d'un bureau et d'un entrepôt à Rungis, d'un bureau à Nice et d'un bureau à Tianjin (Chine) ;
- le lancement de nouvelles activités : création de la société Fairs & Event à Paris, diversification dans les produits alimentaires sous température dirigée, lancement de la marque Clasquin Consulting (conseil opérationnel en supply chain internationale et douane) ;
- la poursuite des recrutements clés.

Par ailleurs, le groupe a procédé au déploiement d'un nouveau logiciel d'exploitation (Cargowise), qui a conduit à la dépréciation de certains outils existants (250 K€ supportés en 2016) et à des surcoûts (utilisation des deux outils en parallèle) qui ont pesé sur la marge opérationnelle du groupe. 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 courant/MB passant à 9,0% (12,0% en 2015). Le rebond de l'activité en 2017 et 2018, avec une MB à respectivement +9,4% et +9,5%, a permis au groupe de préserver ses marges : ratio EBIT courant/MB à 9,3% en 2017 et 9,4% en 2018.

Compte tenu du poids de la main-d'œuvre dans son activité (62,0% de la marge brute en 2018), le levier sur les marges est quelque peu limité. Cependant, dans un contexte de rebond d'activité, de non-réurrence de certaines charges (double outil logiciel), et parce que certaines filiales étaient encore déficitaires (changement de management en Thaïlande, diminution de la présence en Allemagne et mise en sommeil de l'Australie), ou faiblement contributrices (Canada, Singapour), Clasquin dispose d'un potentiel d'amélioration de ses marges dans les années à venir, avec un ratio EBIT courant/MB qui pourrait retrouver un niveau à deux chiffres (à plus de 15% les meilleures années).

Grâce à la bonne dynamique d'activité et à la montée en puissance de Cargowise, le groupe devrait signer selon nous une nette amélioration des marges dès 2019.

Croissance externe

➔ **Accélération des acquisitions depuis 5 ans**

But principal de l'introduction en bourse réalisée en 2006, les opérations de croissance externe ont pu débiter en 2008 avec le rachat de la société Gueppe dans le transport routier (revendue 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, revendue en novembre 2018 ;
- 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 et en provenance 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 ;
- Cargolution en octobre 2019 au Canada : 6,7 M€ de MB avec 90 personnes réparties dans deux agences, et spécialisées dans la commission de transport au départ ou à destination du Canada.

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 23 M€ à fin 2018, ou 5 M€ nette de découverts bancaires, Clasquin a selon nous les moyens de poursuivre sa 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)
- Retour aux actionnaires important (50% 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 montée en puissance et nouveau logiciel comptable et financier à venir (2019)
- Faible liquidité du titre

Source: *Independent analyst*

Endettement & Liquidité

➔ **Une trésorerie permettant de financer la croissance interne et des acquisitions ciblées**

La dette nette à fin 2018 s'élève à 18,8 M€, soit un gearing de 77%. La dette est essentiellement à échéance court terme, à taux fixe ou taux variable en partie couverts. Avec une trésorerie de 23 M€ à fin 2018, ou 5 M€ nette de découverts bancaires, la société a les moyens pour financer sa stratégie de croissance interne et d'acquisitions ciblées.

Les dirigeants ont annoncé être en cours de mise en place d'une ligne de crédit auprès d'un pool bancaire pour refinancer la dette historique, les besoins court terme et les futurs projets de croissance externe.

Management, Gouvernance, Actionariat

➔ **Un actionariat familial**

Yves Revol qui a dirigé la société depuis son rachat en 1982, exerce un mandat de Président du conseil d'administration depuis le 1^{er} janvier 2019. Il a en effet laissé la Direction Générale à Hugues Morin (ex-Vice-Président exécutif). Le Conseil d'administration est composé de six autres membres : Jean-Christophe Revol représentant de Olymp SAS (la holding de Yves Revol), Philippe Lons (DGD et Directeur financier), Laurence Ilhe (DGD et Secrétaire général), Christian Ahrens, Claire Mialaret et Fan Ma (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 douzaine 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 SAS), dont la participation est globalement stable depuis l'introduction en bourse de la société en 2006. Les salariés sont également actionnaires à hauteur de 11,4% du capital à fin juin (12,2% à fin sept. post investissements dans le cadre du plan d'actions gratuites).

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). Lancé en avril 2017, le déploiement a été progressif et s'est étalé sur une période de 18 mois. La migration est désormais achevée, le risque de mauvaise exécution de ce déploiement est selon nous désormais écarté. Les effets positifs ont commencé à se produire et devraient monter en puissance au cours des prochains mois (gains de productivité, meilleure traçabilité des échanges, etc.).

En 2019, la société a lancé un nouveau chantier informatique avec le changement des outils logiciels financiers (comptabilité, reporting, planning, consolidation). En cas de mauvaise exécution du déploiement, prévu au cours du S2 2019, les fonctions support pourraient être perturbées, mais l'impact sur les équipes opérationnelles devrait être selon nous limité.

Valeur prospective ➔ 48 € /

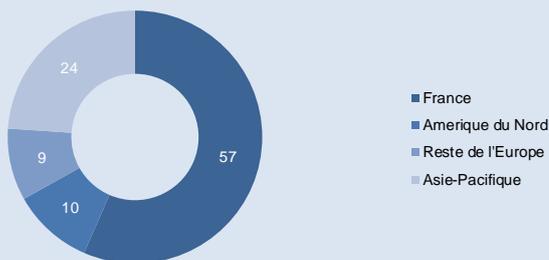
Valeur actuelle ➔ 40 € (TRI implicite : 12,6%)

Sur la base de nos prévisions 2023, la valeur prospective à cet horizon ressort à 47,7 € / action, soit une valeur actuelle de 39,7 € (sur la base d'un coût des fonds propres de 8,5%) et un point d'entrée à 33,3 € (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 12,6% avec un rendement moyen du dividende de plus de 4%, une croissance annuelle moyenne des BPA de plus de 14% et une contraction des multiples de valorisation (plus de -6%).



PROFIL DE LA SOCIÉTÉ

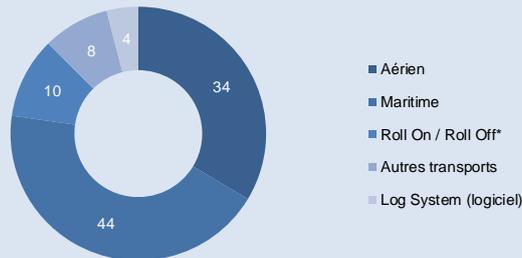
Clasquin : MB 2018 par pays (%)*



Source: Independent analyst, Clasquin

*Estimé

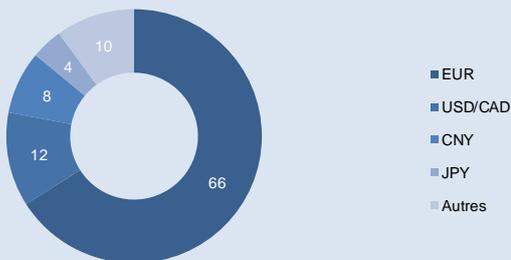
Clasquin : Marge Brute 2018 par activité (%)



Source: Independent analyst, Clasquin

* transport maritime de camions avec leur chargement

Clasquin : Marge Brute par devise (%)



Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Quelques données opérationnelles

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Bureaux	46	50	55	62	62	62
Pays	20	20	20	20	20	22
Salariés	633	670	674	716	762	790
Tonnes (Aé.)	44 792	47 977	50 586	53 402	63 446	69 466
Variation	7,5%	7,1%	5,4%	5,6%	18,8%	9,5%
EVP* (Mar.)	85 138	90 727	122 884	144 147	168 832	199 473
Variation	0,3%	6,6%	35,4%	17,3%	17,1%	18,1%
Tot. nb d'op.	156 375	171 300	207 931	221 990	246 657	264 179
Variation	6,9%	9,5%	21,4%	6,8%	11,1%	7,1%

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

Clasquin : Management

Yves Revol	Président du CA
Hugues Morin	Directeur Général
Quentin Lacoste	DGD, Directeur Opérations
Philippe Lons	DGD, Directeur Finance
Laurence Ilhe	DGD, Secrétaire Général

Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Conseil d'administration

Nombre de membres	8
Dont membres indépendants	3
Dont femmes	3

Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Actionnariat (au 30 juin 2019)

	%	
	Capital	Dt de vote
Yves Revol + Olymp	45,6	60,0
Flottant	43,0	Nc
Salariés	11,4	Nc

Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Déclaration des administrateurs

Corporate Officer	Date	Achat/ Vente	Nbr de titres	Montant EUR	Prix de transaction
Laurence Ilhe	Juil./Août	Achat	4 409	146 265	33,2
H. et C. Morin	Juil./Août	Achat	2 828	93 323	33,0
Ariane participations	Juillet	Achat	105	3 455	32,9
Olymp	Juillet	Achat	1 945	63 213	32,5
Olymp	Mai	Achat	75	2 513	33,5
Olymp	Avril	Achat	438	14 196	32,4

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
Structure du marché & Momentum				
<ul style="list-style-type: none"> Tendances de croissance séculaires Barrières à l'entrée Pouvoir de négo. des fournisseurs Pouvoir de négo. des acheteurs Menace de produits de substitution Intensité concurrentielle Consolidation de l'industrie Fragmentation de l'industrie Contenu technologique Cadre réglementaire 				<p>Histo. les flux de transport augmentaient > 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>
Profil des revenus				
<ul style="list-style-type: none"> Cyclicité Saisonnalité Récurrence Prévisibilité Compréhension de l'entreprise Diversification des clients finaux Diversification des marchés finaux Diversification géographique Diversification des fournisseurs Croissance organique Croissance externe Pricing power 				<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 4,6% en moyenne au cours des dix dernières années</p> <p>Acquisitions régulières depuis 2014</p> <p>Spécialisation sur certains flux et certaines niches permettant une bonne maîtrise des tarifs</p>
Profitabilité et génération de Cash-Flow				
<ul style="list-style-type: none"> Structure de coûts fixes Dépendance aux mat. premières Intensité capitalistique Rentabilité des capitaux engagés Génération de Cash Flow Résilience de la marge Organisation industrielle Potentiel de restructuration 				<p>Essentiellement des frais de personnel</p> <p>Spécificités au niveau du BFR (flux importants transitant par le groupe)</p> <p>ROCE moyen > 13% en historique</p> <p>FCF yield à plus de 4% en moyenne depuis 2009 (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>
Bilan et Liquidité				
<ul style="list-style-type: none"> Levier financier Liquidité Qualité de la structure de la dette Intensité du BFR Eléments hors bilan 				<p>Dette nette / EBITDA à 2,0 (inclus options de vente des minoritaires de certaines sociétés)</p> <p>Trésorerie à plus de 23,2 M€ à fin 2018, ou 5 M€ net de découvert bancaire</p> <p>Pas de mur de dette</p>
Considérations relatives à l'investissement				
<ul style="list-style-type: none"> Pérenité des franchises Attractivité de la valorisation Régularité des perf. op. Intérêt spéculatif Complexité comptable Historique du management Rémunération du management Activité d'initiés Couverture des analystes Liquidités des actions Volatilité des cours de bourse 				<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 2018 : 381 titres par jour</p> <p>Beta : 0,11 ; Beta ajusté : 0,40</p>

Source: Independant analyst, Factset

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



Source: Independant analyst

Clasquin : Croissance historique de la Marge Brute

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Marge Brute - Croissance (%)	-7,9%	23,8%	6,3%	0,0%	5,2%	6,3%	10,3%	3,4%	9,4%	9,5%
Dont organique (%)	-9,1%	20,2%	6,6%	-4,9%	3,3%	4,3%	4,1%	0,7%	9,8%	11,2%
Dont parités monétaires (%)	1,2%	3,6%	-0,3%	2,9%	-2,2%	-0,5%	5,0%	-0,3%	-0,9%	-2,3%
Dont périmètre (%)	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	4,1%	2,5%	1,1%	3,0%	0,5%	0,6%

Source: Independant analyst



ANALYSE DES FRANCHISES

Acteur historique du secteur de la commission de transport en aérien entre la France et l'Asie, Clasquin s'est progressivement diversifié en termes d'activités et de zones géographiques par croissance interne et en ayant recours à des opérations de croissance externe. Dans un secteur mondialisé, Clasquin est un petit acteur qui gagne des parts de marché 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 spécialisé 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 (34% de la MB), activité historique de la société qui réalise une croissance annuelle moyenne de l'ordre de 5%, et qui a permis d'investir dans de nouveaux foyers de croissance ;
- le transport maritime (44% 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.

En hausse de près de 8% en 2018, ouverture d'un bureau à Lille et à Nantes pour permettre d'accroître les flux avec le Maroc et l'Algérie depuis la France ;

- les autres modes de transport (8% 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 (lancement de la marque Clasquin Consulting en 2018).

> **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 7% 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. Forte 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.

A fin juin 2019, la société était implantée en direct sur les cinq continents avec plus de 840 collaborateurs répartis dans un réseau de 63 bureaux opérationnels dans 22 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, l'Afrique et le Moyen-Orient.

Clasquin: Analyse des franchises

	MB / EBIT %	Taille de marché	Cyclicité	Profitabilité	Intensité capitalistique	Croissance	Récurrance
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: *Independant 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%). Après 5 années d'une croissance en volume du secteur de l'ordre de 3% par an, dans un contexte de relèvement des barrières douanières dans la plupart des grandes puissances économiques mondiales, l'année 2019 devrait être moins favorable au marché de la commission de transport avec une hausse des volumes attendue à +1/2% pour le maritime et une stabilité baisse attendue dans l'aérien -5-6% (Source : société).

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 du transit avec le logiciel Aeolus (développé pour les commissionnaires de transports internationaux et transitaires, multimodal, multilingue - inclut 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 ses solutions avec succès. 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 a ouvert en 2018 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 externes performantes sont apparues. Les dirigeants ont ainsi choisi d'avoir recours à une solution externe avec Wisetech en 2016 (australien, leader mondial du secteur du *Transport Management System*) et son logiciel CargoWise, un nouvel outil désormais déployé et utilisé par la totalité des filiales, qui devrait monter en puissance dans le courant de l'année 2019.

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

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

> Profil de risque

Cette structure emploie 28 personnes. 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.

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	Produit	X		Activité commission de transport désormais plutôt bien diversifiée : maritime, aérien et autres modes de transport
	Crédit	X		Financement par emprunt bancaire
	Liquidité	X		Cash important
	Taux d'intérêt	X		Emprunts très majoritairement à taux fixes (après couverture)
Risques compliance	Réglementaire	X		La société dispose de compétences reconnues en matière de traitements douaniers
	Légal	X		
	Politique	X		
	Gouvernance	X		Le marché de la commission de transport est un marché mondial peu influencé par les risques politiques

Source: Independent analyst, Clasquin

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	2018
Nombre d'opérations											
Aérien	60 791	51 167	57 629	60 899	59 896	61 275	65 274	70 554	72 810	80 153	81 437
Variation	-2,8%	-15,8%	12,7%	5,7%	-1,6%	2,3%	6,5%	8,1%	3,2%	10,1%	1,6%
Maritime	51 548	52 523	66 435	69 537	73 487	81 595	92 090	98 908	100 765	111 946	119 246
Variation	5,7%	1,9%	26,5%	4,7%	5,7%	11,0%	12,9%	7,4%	1,9%	11,1%	6,5%
RO/RO*	-	-	-	-	-	-	-	23 270	33 913	38 299	40 596
Variation	-	-	-	-	-	-	-	-	45,7%	12,9%	6,0%
Autres	7 460	9 076	11 629	12 134	12 941	13 505	13 936	15 199	14 502	16 259	22 900
Variation	3,8%	21,7%	28,1%	4,3%	6,7%	4,4%	3,2%	9,1%	-4,6%	12,1%	40,8%
Volumes traités											
Aérien (tonnes)	37 025	30 956	37 879	41 139	41 659	44 792	47 977	50 586	53 402	63 446	69 466
Variation	-	-16,4%	22,4%	8,6%	1,3%	7,5%	7,1%	5,4%	5,6%	18,8%	9,5%
Soit par opération	0,609	0,605	0,657	0,676	0,696	0,731	0,735	0,717	0,733	0,792	0,853
Variation	-	-0,7%	8,6%	2,8%	3,0%	5,1%	0,5%	-2,5%	2,3%	7,9%	7,8%
Maritime (EVP)	50 683	55 618	79 094	90 198	84 895	85 138	90 727	122 884	144 147	168 832	199 473
Variation	-	9,7%	42,2%	14,0%	-5,9%	0,3%	6,6%	35,4%	17,3%	17,1%	18,1%
Soit par opération	0,983	1,059	1,191	1,297	1,155	1,043	0,985	1,242	1,431	1,508	1,673
Variation	-	7,7%	12,4%	9,0%	-10,9%	-9,7%	-5,6%	26,1%	15,1%	5,4%	10,9%
Marge Brute											
Aérien (EURm)	14,9	12,7	16,1	17,3	16,2	15,6	16,6	19,1	18,4	20,7	23,5
Variation	9,6%	-14,8%	27,2%	7,7%	-6,6%	-3,4%	5,9%	15,3%	-3,7%	12,4%	13,3%
Soit par opération (EUR)	245,1	248,2	279,4	284,1	270,5	255,4	253,8	270,7	252,7	258,3	288,6
Variation	-	1,3%	12,5%	1,7%	-4,8%	-5,6%	-0,6%	6,6%	-6,6%	2,2%	11,7%
Soit par tonne (EUR)	402,4	410,3	425,0	420,5	388,9	349,3	345,4	377,6	344,6	326,3	338,3
Variation	-	1,9%	3,6%	-1,1%	-7,5%	-10,2%	-1,1%	9,3%	-8,7%	-5,3%	3,7%
Maritime (EURm)	13,5	12,7	16,2	17,5	18,5	20,6	22,5	27,8	27,7	30,2	30,5
Variation	21,6%	-5,6%	26,6%	8,4%	5,6%	11,3%	9,3%	23,4%	-0,4%	9,0%	1,2%
Soit par opération (EUR)	261,9	242,7	243,5	251,7	251,7	252,6	244,6	281,1	274,9	269,8	255,8
Variation	-	-7,3%	0,3%	3,4%	0,0%	0,3%	-3,1%	14,9%	-2,2%	-1,9%	-5,2%
Soit par EVP (EUR)	266,4	229,2	204,5	194,0	217,9	242,1	248,3	226,2	192,2	178,9	152,9
Variation	-	-14,0%	-10,8%	-5,1%	12,3%	11,1%	2,6%	-8,9%	-15,1%	-6,9%	-14,5%
RO/RO*	-	-	-	-	-	-	-	4,7	6,7	6,6	7,2
Variation	-	-	-	-	-	-	-	-	42,6%	-1,5%	9,1%
Soit par opération (EUR)	-	-	-	-	-	-	-	202,0	197,6	172,3	177,4
Variation	-	-	-	-	-	-	-	-	-2,2%	-12,8%	2,9%
Autres	1,5	1,8	2,1	2,3	2,9	3,3	3,4	2,9	3,6	4,2	5,9
Variation	-	20,0%	16,2%	10,0%	26,1%	14,0%	3,0%	-14,9%	24,1%	16,7%	40,5%
Soit par opération (EUR)	201,1	198,3	179,8	189,6	224,1	244,9	244,5	190,8	248,2	258,3	257,6
Variation	-	-1,4%	-9,3%	5,4%	18,2%	9,3%	-0,2%	-22,0%	30,1%	4,1%	-0,3%
Marge Brute totale											
	37,2	34,3	42,4	45,1	45,1	47,4	50,4	55,6	57,5	62,9	68,9
Variation	40,4%	-7,9%	23,8%	6,3%	0,0%	5,2%	6,3%	10,3%	3,4%	9,4%	9,5%
Variation LFL	27,3%	-9,1%	20,2%	6,6%	-4,9%	3,3%	4,3%	4,1%	0,7%	9,8%	11,2%

Source: Independent analyst, Clasquin

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

LES VECTEURS DE CROISSANCE

Dans un contexte de marché porteur, et grâce au succès de la stratégie de conquête commerciale, la société a enregistré une forte croissance de son activité au cours des deux derniers exercices : MB +9% en 2017 dont près de +10% en organique et +9,5% en 2018 dont plus de 11% en organique. Les moteurs de croissance étant toujours actifs, malgré un effet de base élevé et des conditions de marché moins favorables, nous estimons que la société devrait prouver sa capacité à soutenir une croissance organique forte. L'activité devrait par ailleurs bénéficier de la contribution des opérations de croissance externe.

Un contexte de marché qui se tend

➔ **Ralentissement des échanges mondiaux après 3 années de croissance soutenue**

> Des volumes en hausse depuis 2016

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.

Au niveau des acteurs de la commission de transport, ces tendances se sont traduites par une forte croissance des volumes en 2017 (+9% pour le maritime et +4% pour l'aérien) suivie d'une hausse globale de l'ordre de 3% en volume en 2018. En termes de tarifs, les taux de fret sont restés très volatils dans le segment du transport aérien et ont eu tendance à se stabiliser dans le transport maritime.

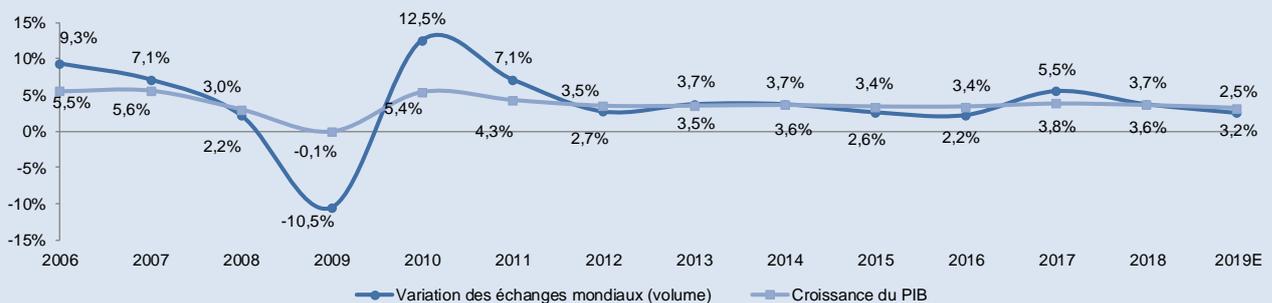
Si les tendances de marché ont été globalement porteuses au cours des deux derniers exercices, les perspectives pour l'année en cours sont moins favorables.

> Une année 2019 qui devrait marquer le pas en aérien et maritime

Dans un contexte de marché perturbé par les tentations de politiques protectionnistes de certains pays (Etats-Unis, Chine, etc.), la décélération des échanges mondiaux enregistrée en 2018 devrait se confirmer en 2019. Dans ses dernières estimations, le FMI anticipe une croissance du PIB mondial de +3,0% pour 2019 (+3,8% en 2017 et +3,6% en 2018) et une croissance des échanges mondiaux de +1,1% (+5,3% en 2017 et +3,6% en 2018).

Les sociétés de transport devraient être pénalisées par le ralentissement de la croissance des échanges. Sur les segments maritime et aérien, plus exposés aux échanges longue distance, les acteurs du marché anticipent une croissance des volumes de seulement +1 à +2% pour le maritime en 2019 et une baisse des volumes dans l'aérien (-4 à -5% anticipés par Kuhne & Nagel et -5 à -6% par Clasquin).

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

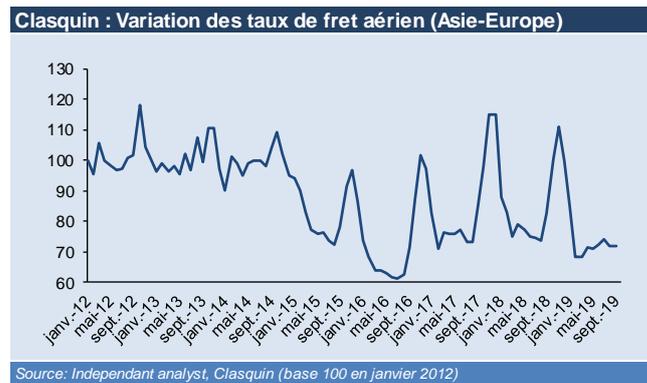


Source: IMF.org

Clasquin : Tendances de marché (évolution en volume)



Source : Khuene & Nagel, Panalpina, Clasquin



Une capacité à surperformer qui devrait se poursuivre
 ➔ **Poursuite de la stratégie qui a soutenu la croissance ces dernières années**

> Des gains de parts de marché en historique

Historiquement, Clasquin a prouvé sa capacité à surperformer le marché en cas de baisse, comme en cas de hausse. 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 7% par croissance organique.

Au cours des 5 dernières années, Clasquin a, sans discontinuer, gagné des parts de marché à la fois dans le maritime et l'aérien, avec une surperformance des volumes transportés par la société et une croissance de 3 à 6x supérieure à celle du marché en volume. La performance est liée à la fois au succès des développements organiques et la réalisation de plusieurs opérations de croissance externe.

> Une stratégie de développement dans la continuité

Les dirigeants de Clasquin comptent poursuivre la stratégie de développement qui a permis d'alimenter une forte croissance de l'activité au cours des dernières années, via l'élargissement du réseau du périmètre historique (Europe de l'Ouest, Asie et Amérique du Nord), la pénétration de nouvelles zones (Moyen-Orient, Maghreb, Afrique subsaharienne), en complétant l'offre de services à valeur ajoutée et vers la supply chain management, en accélérant dans l'offre Overseas Logistics, et en proposant des

solutions sur-mesure dans des secteurs d'activité caractérisés par des demandes complexes (transport de produits chimiques, vins et spiritueux, événementiel, température dirigée, art, etc.).

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, en 2018 par Favat Transport (France), et enfin en 2019 par la reprise de Cargolution (Canada). Au global, depuis 2012, les acquisitions ont permis de gagner un peu plus 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 de l'ordre de 5 M€ à fin 2018, Clasquin a les moyens de poursuivre ses ambitions en matière de croissance externe mais pour des opérations ciblées. Le groupe devrait par ailleurs bénéficier de la mise en place de nouveaux financements bancaires (en cours de négociation) dans le but de refinancer les lignes de crédit existantes (allongement de la maturité), de financer la croissance du BFR (en lien avec la croissance de l'activité), mais également de financer de nouvelles opérations de croissance externe).

> Guidance du management

Pour 2019, comme la plupart des acteurs du marché, les dirigeants anticipent des tendances moins favorables en volume (+1/2% anticipé pour le maritime et décroissance dans l'aérien). Dans ce contexte, l'objectif affiché est de poursuivre leurs gains de part de marché en dégagant une croissance significativement supérieure à celle du marché.

Clasquin : Historique des performances en volume vs performance marché										
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
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%	3,0%
Clasquin	9,7%	42%	14,0%	-5,9%	0,3%	6,6%	35,4%	17,3%	17,1%	18,1%
Segment aérien (variation en tonnes)										
Marché	-12,0%	19,0%	-0,7%	-2,5%	0,0%	3,5%	-0,8%	2,0%	9,0%	3,0%
Clasquin	-16,4%	22,4%	8,6%	1,3%	7,5%	7,1%	5,4%	5,6%	18,8%	9,5%

Source: Independant analyst

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	Com. de transport flux Amérique du Nord
GAF (Göritz Air Freight)	2014	Allemagne	Achat 100%		0,7	Positif	Nc	Commission de transport aérien Europe-US et Europe-Asie
LCI (Lafont Chavent Intl)	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	Sol. commerce intern. et gestion douanière
Favat Transport	2018	France	Achat 100%	1,3	0,7	Positif	Nc	Douane et transport maritime Afr. et Méd.
ECS - Garnett Logistics Group	2018	Etats-Unis	Vente 80%	0,2	2,9	-0,1	Na	Com. de transport flux Amérique du Nord
Cargolution	2019	Canada	Achat 80%	Nc	6,7	Nc	Nc	Com. de transport flux Canada

Source: Independent analyst, Clasquin

* Acquisition du solde de 20% du capital en mai 2019 pour 139 K€

> Estimations CM-CIC

Au-delà des relais de croissance mis en place, 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), nous jugeons crédible la capacité de la société à une nouvelle fois surperformer le marché en 2019.

Cependant, dans un contexte de marché moins porteur, et compte tenu de l'effet de base élevé après deux années de forte croissance, nous avons prudemment intégré un ralentissement de la croissance organique : +8% pour 2019 et +3/2% les années suivantes.

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. L'effet périmètre anticipé sur 2019 et 2020 vient ainsi de l'intégration en année pleine des acquisitions/cessions réalisées en 2018 et de l'intégration de l'acquisition réalisée au Canada en septembre dernier (sur 3 mois de consolidation en 2019 et en année pleine en 2020).

La consolidation de Favat Transit sur 12 mois devrait contribuer à la croissance à hauteur de 0,5% en 2019 (6 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. Enfin l'intégration de Cargolution devrait permettre d'intégrer près de 1,7 M€ de marge brute additionnelle en 2019, soit +2% de croissance (consolidée sur 3 mois) et au moins 5 M€ de plus en 2020, soit +7% sur la croissance du groupe (consolidation sur 12 mois).

A l'inverse, la cession de la société ECS à la toute fin de 2018 va pénaliser l'évolution de la marge brute en 2019. 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 de -0,9% en 2019 et de +6,7% en 2020.

Après effet de changes (attendu à 1,4% en 2019, et neutre les années suivantes), notre estimation de croissance de la marge brute s'élève à +8,5% pour 2019 et près de +10% pour 2020 (effet année pleine de l'acquisition canadienne), puis +3/2% les années suivantes.

Clasquin : Projection de l'évolution des résultats														
EURm	2011	2012	2013	2014	2014 PF	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
CA	171,4	184,6	198,1	211,5	201,7	234,2	235,0	290,6	308,3	334,5	367,1	378,1	389,4	397,2
Variation	-4,3%	7,7%	7,3%	6,7%	Ns	16,1%	0,3%	23,6%	6,1%	8,5%	9,7%	3,0%	3,0%	2,0%
Variation LFL	-3,9%	0,6%	6,6%	3,8%	Ns	-6,5%	-1,4%	24,7%	8,5%	8,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
Marge brute	45,1	45,1	47,4	50,4	43,6	55,6	57,5	62,9	68,9	74,8	82,0	84,5	87,0	88,8
Variation	6,3%	0,0%	5,2%	6,3%	Ns	27,5%	3,4%	9,4%	9,5%	8,5%	9,7%	3,0%	3,0%	2,0%
Variation LFL	6,6%	-4,9%	3,3%	4,3%	Ns	4,8%	0,7%	9,8%	11,2%	8,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
Charges externes et autres	10,6	10,6	11,0	11,8	9,8	11,7	12,3	14,2	16,0	15,5	16,4	16,6	16,7	16,9
% MB	23,4%	23,4%	23,3%	23,4%	22,5%	21,0%	21,4%	22,6%	23,3%	20,7%	20,0%	19,6%	19,2%	19,0%
Frais de personnel	26,0	27,9	29,4	31,6	28,6	34,9	37,4	40,5	42,7	47,4	51,8	52,9	53,9	54,8
% MB	57,7%	61,8%	61,9%	62,8%	65,6%	62,8%	65,0%	64,3%	62,0%	63,4%	63,2%	62,6%	61,9%	61,7%
EBIT avt exceptionnels	5,8	4,3	4,6	4,3	3,1	6,7	5,2	5,9	6,5	8,6	10,4	11,6	13,0	13,6
% CA	3,4%	2,3%	2,3%	2,0%	1,6%	2,9%	2,2%	2,0%	2,1%	2,6%	2,8%	3,1%	3,3%	3,4%
% MB	12,9%	9,4%	9,7%	8,6%	7,2%	12,0%	9,0%	9,3%	9,4%	11,6%	12,6%	13,7%	14,9%	15,3%
EBIT	5,7	4,1	4,5	4,2	3,1	6,3	4,6	5,4	5,8	8,5	10,4	11,6	13,0	13,6
% CA	3,3%	2,2%	2,3%	2,0%	1,5%	2,7%	2,0%	1,9%	1,9%	2,5%	2,8%	3,1%	3,3%	3,4%
% MB	12,7%	9,1%	9,5%	8,4%	7,1%	11,3%	8,0%	8,6%	8,4%	11,3%	12,6%	13,7%	14,9%	15,3%
Variation	-11,3%	-28,5%	10,4%	-6,2%	Ns	Ns	-26,9%	18,3%	6,3%	46,8%	22,2%	11,6%	12,0%	4,7%
RNPG	3,1	2,1	2,2	2,1	2,1	3,3	2,2	2,5	2,8	4,5	5,6	6,4	7,3	7,7
Variation	-9,7%	-31,4%	4,8%	-3,4%	Ns	57,2%	-35,1%	14,5%	12,6%	60,5%	24,6%	14,6%	13,8%	5,6%
BPA	1,3	0,9	1,0	0,9	0,9	1,5	0,9	1,1	1,2	2,0	2,4	2,8	3,2	3,3
Variation	-9,7%	-31,4%	4,8%	-3,4%	Ns	57,2%	-35,1%	14,5%	12,6%	60,5%	24,6%	14,6%	13,8%	5,6%

Source: Independant analyst, Clasquin

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

PROFITABILITÉ NORMATIVE

Grâce notamment à une bonne tenue de l'activité, à la réduction des foyers de perte, et à la montée en puissance des nouveaux outils logiciels, la marge opérationnelle devrait se redresser pour retrouver un ratio EBIT/MB à deux chiffres. 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.

Profitabilité historique

► Des marges globalement préservées

> Facteurs influençant les marges

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.

Au-delà de l'aspect métier, les autres variables de la rentabilité sont les efforts consentis pour mettre en place de nouveaux relais de croissance ou structurer le groupe pour accompagner la croissance à venir.

> Une stratégie de croissance qui a pénalisé les marges au cours des dernières années...

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, de l'Afrique sub-saharienne en 2018).

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, en Australie ou encore 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 groupe a procédé au déploiement d'un nouveau logiciel d'exploitation (Cargowise), qui a conduit à la dépréciation de certains outils existants (250 K€ supportés en 2016) et à des surcoûts (utilisation des deux outils en parallèle) qui ont pesé sur la marge opérationnelle du groupe tout au long de la phase de déploiement en 2017-2018.

> ... en grande partie compensé par la dynamique d'activité

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 courant/MB passant à 9,0% (12,0% en 2015).

Le rebond de l'activité en 2017 et 2018, avec une MB à respectivement +9,4 et +9,5%, a permis au groupe de compenser les surcoûts liés à l'investissement dans les futurs moteurs de croissance et dans le nouvel outil logiciel, et ainsi de préserver ses marges : ratio EBIT courant/MB à 9,3% en 2017 et 9,4% en 2018.

Grâce à la bonne dynamique d'activité et à la montée en puissance de Cargowise, à la cession d'ECS ou encore aux effets de certaines mesures de réduction des foyers de perte, le groupe devrait signer selon nous une nette amélioration des marges dès 2019.

Potentiel d'amélioration des marges

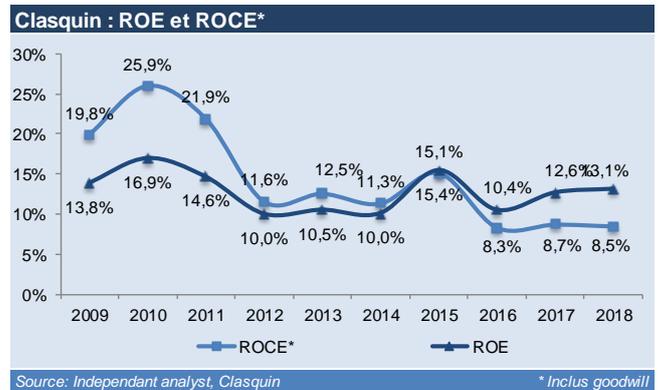
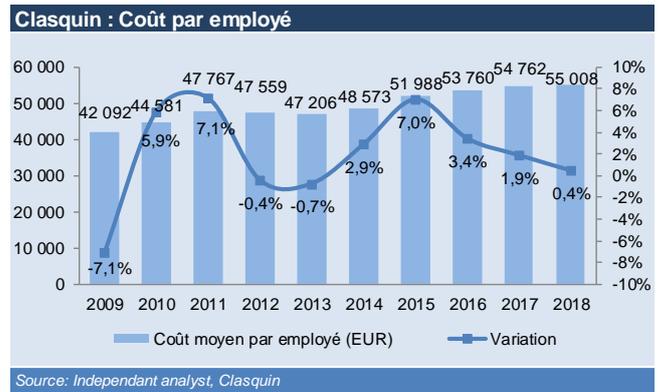
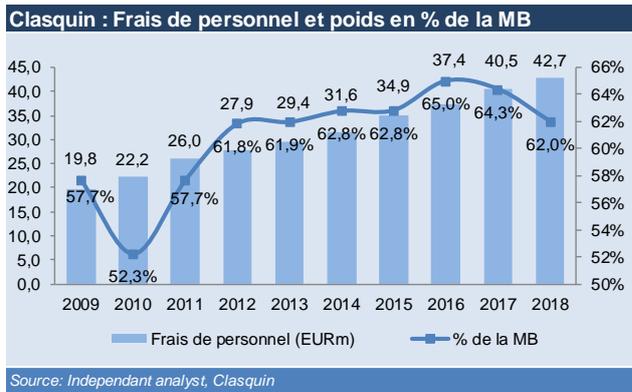
► Rebond significatif dès 2019

> Un ratio EBIT/MB qui devrait retrouver un niveau à deux chiffres

Compte tenu du poids de la main-d'œuvre dans son activité (62,0% de la marge brute en 2018), le levier sur les marges est quelque peu limité. Cependant, dans un contexte de maintien d'une croissance organique à +2/4% en moyenne, même si les investissements dans la croissance et dans les fonctions support restent soutenus (nouvel outil logiciel pour la finance), le groupe dispose de plusieurs éléments qui devraient favoriser le rebond de ses marges dès 2019 :

- la non-récurrence de certaines charges : double outil logiciel et frais de représentation (importants salons en 2018) ;
- la montée en puissance de l'utilisation de Cargowise qui devrait permettre des gains de productivité ;
- la cession d'ECS qui était faiblement contributrice aux résultats et dont les coûts de cession ont pesé à hauteur de près de 500 K€ en 2018 (éléments non courants) ;
- les efforts portés sur la réduction des foyers de perte : diminution de la présence en Allemagne (retour à l'équilibre au T4 2018) et mise en sommeil de l'Australie ;
- la montée en puissance de filiales encore faiblement contributrices (Canada, Singapour, Vietnam).

Clasquin dispose ainsi selon nous 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 : 12 à 13% dans nos estimations en cas de poursuite des investissements dans les nouveaux moteurs de croissance, ou possible retour aux niveaux historiques (à plus de 15% les meilleures années) en cas de retour à une croissance organique de +2+3% (notre scénario actuel).



> Estimations CM-CIC Market Solutions

Les dirigeants ne donnent jamais d'objectifs en termes de résultats. La montée en puissance du logiciel d'exploitation Cargowise devant être progressive (gains de productivité dans le temps) et le projet de mise en place d'un nouvel outil logiciel pour les fonctions support (prévu pour le S2 2019) devant engendrer des surcoûts pendant la migration, il est certain que le redressement des marges devrait être progressif.

Si le ratio EBIT/MB devrait retrouver un niveau à deux chiffres dès 2019 (11,6% attendu pour le ratio EBIT courant/MB), il devrait continuer à s'améliorer significativement les années suivantes. Dans le cas du ralentissement de la croissance organique, tel qu'intégré dans notre scénario, les plus hauts historiques pourraient

ainsi être restaurés selon nous à horizon 2023 avec un ratio EBIT/MB au-delà des 15% (atteint en 2008 et 2010).

Combinant retour à une croissance plus soutenue de l'activité et amélioration des marges, les résultats de la société avaient entamé leur rebond en 2017 : EBIT à +18% et RN à +15%, ce qui a été confirmé au cours de l'exercice 2018 : EBIT à +6% (+11% hors éléments non courants) et RN à +13%.

Pour les années à venir, si nos prévisions intègrent une croissance plus modérée de l'activité (pas de nouvelle opération de croissance externe), grâce au levier au niveau des marges, nos estimations font ressortir une croissance annuelle moyenne de près de 19% au niveau de l'EBIT et de près de +23% pour le résultat net au cours de la période 2019-2023.

Clasquin : Projection de l'évolution des résultats

EURm	2011	2012	2013	2014	2014 PF*	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
CA	171,4	184,6	198,1	211,5	201,7	234,2	235,0	290,6	308,3	334,5	367,1	378,1	389,4	397,2
Variation	-4,3%	7,7%	7,3%	6,7%	Ns	16,1%	0,3%	23,6%	6,1%	8,5%	9,7%	3,0%	3,0%	2,0%
Variation LFL	-3,9%	0,6%	6,6%	3,8%	Ns	-6,5%	-1,4%	24,7%	8,5%	8,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
Marge brute	45,1	45,1	47,4	50,4	43,6	55,6	57,5	62,9	68,9	74,8	82,0	84,5	87,0	88,8
Variation	6,3%	0,0%	5,2%	6,3%	Ns	27,5%	3,4%	9,4%	9,5%	8,5%	9,7%	3,0%	3,0%	2,0%
Variation LFL	6,6%	-4,9%	3,3%	4,3%	Ns	4,8%	0,7%	9,8%	11,2%	8,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
Charges externes et autres	10,6	10,6	11,0	11,8	9,8	11,7	12,3	14,2	16,0	15,5	16,4	16,6	16,7	16,9
% MB	23,4%	23,4%	23,3%	23,4%	22,5%	21,0%	21,4%	22,6%	23,3%	20,7%	20,0%	19,6%	19,2%	19,0%
Frais de personnel	26,0	27,9	29,4	31,6	28,6	34,9	37,4	40,5	42,7	47,4	51,8	52,9	53,9	54,8
% MB	57,7%	61,8%	61,9%	62,8%	65,6%	62,8%	65,0%	64,3%	62,0%	63,4%	63,2%	62,6%	61,9%	61,7%
EBIT avt exceptionnels	5,8	4,3	4,6	4,3	3,1	6,7	5,2	5,9	6,5	8,6	10,4	11,6	13,0	13,6
% CA	3,4%	2,3%	2,3%	2,0%	1,6%	2,9%	2,2%	2,0%	2,1%	2,6%	2,8%	3,1%	3,3%	3,4%
% MB	12,9%	9,4%	9,7%	8,6%	7,2%	12,0%	9,0%	9,3%	9,4%	11,6%	12,6%	13,7%	14,9%	15,3%
EBIT	5,7	4,1	4,5	4,2	3,1	6,3	4,6	5,4	5,8	8,5	10,4	11,6	13,0	13,6
% CA	3,3%	2,2%	2,3%	2,0%	1,5%	2,7%	2,0%	1,9%	1,9%	2,5%	2,8%	3,1%	3,3%	3,4%
% MB	12,7%	9,1%	9,5%	8,4%	7,1%	11,3%	8,0%	8,6%	8,4%	11,3%	12,6%	13,7%	14,9%	15,3%
Variation	-11,3%	-28,5%	10,4%	-6,2%	Ns	Ns	-26,9%	18,3%	6,3%	46,8%	22,2%	11,6%	12,0%	4,7%
RNPG	3,1	2,1	2,2	2,1	2,1	3,3	2,2	2,5	2,8	4,5	5,6	6,4	7,3	7,7
Variation	-9,7%	-31,4%	4,8%	-3,4%	Ns	57,2%	-35,1%	14,5%	12,6%	60,5%	24,6%	14,6%	13,8%	5,6%
BPA	1,3	0,9	1,0	0,9	0,9	1,5	0,9	1,1	1,2	2,0	2,4	2,8	3,2	3,3
Variation	-9,7%	-31,4%	4,8%	-3,4%	Ns	57,2%	-35,1%	14,5%	12,6%	60,5%	24,6%	14,6%	13,8%	5,6%

Source: Independent analyst, Clasquin * Hors Groupe Développement créé en 2015, variations 2015 calculées sur la base 2014 pro forma

Clasquin : Compte de résultat consolidé												
(M€)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	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	31/12/23
Chiffre d'Affaires	185	198	211	234	235	291	308	335	367	378	389	397
Variation (%)	7,7	7,3	6,7	10,8	0,3	23,6	6,1	8,5	9,7	3,0	3,0	2,0
Excédent Brut d'Exploitation - Ajusté	6	6	7	8	7	8	9	11	13	14	15	16
Variation (%)	-	-1,4	2,6	28,6	-15,2	8,7	20,1	16,5	17,2	9,3	9,9	4,3
Marge (%)	3,5	3,2	3,1	3,6	3,0	2,7	3,0	3,3	3,5	3,7	3,9	4,0
Eléments exceptionnels - cash	0	0	0	0	-1	0	-1	0	0	0	0	0
Excédent Brut d'Exploitation - Publié	6	6	6	8	7	7	9	11	13	14	15	16
Variation (%)	-	0,0	2,6	24,0	-18,3	11,9	17,3	24,5	18,8	9,3	9,9	4,3
Marge (%)	3,4	3,2	3,1	3,4	2,8	2,5	2,8	3,2	3,5	3,7	3,9	4,0
Dépréciation & Amort. des actifs tangibles	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-3	-2	-2	-2	-2	-2
Résultat Opér. avant survaleurs - Publié	4	5	4	6	5	5	6	8	10	12	13	14
Variation (%)	-28,5	10,4	-6,2	48,3	-26,9	18,3	6,3	46,8	22,2	11,6	12,0	4,7
Marge (%)	2,2	2,3	2,0	2,7	2,0	1,9	1,9	2,5	2,8	3,1	3,3	3,4
Résultat Opér. avant survaleurs - Ajusté	4	5	4	7	5	6	7	9	10	12	13	14
Variation (%)	-26,6	8,0	-6,0	54,7	-22,4	13,2	10,7	32,8	20,1	11,6	12,0	4,7
Marge (%)	2,3	2,3	2,0	2,9	2,2	2,0	2,1	2,6	2,8	3,1	3,3	3,4
Dépré. & Amort. des actifs intangibles	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Résultat Opérationnel - Publié	4	5	4	6	5	5	6	8	10	12	13	14
Variation (%)	-28,5	10,4	-6,2	48,3	-26,9	18,3	6,3	46,8	22,2	11,6	12,0	4,7
Marge (%)	2,2	2,3	2,0	2,7	2,0	1,9	1,9	2,5	2,8	3,1	3,3	3,4
Résultat Opérationnel - Ajusté	4	5	4	7	5	6	7	9	10	12	13	14
Variation (%)	-26,6	8,0	-6,0	54,7	-22,4	13,2	10,7	32,8	20,1	11,6	12,0	4,7
Marge (%)	2,3	2,3	2,0	2,9	2,2	2,0	2,1	2,6	2,8	3,1	3,3	3,4
Résultat Financier	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	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	0	-1	0	0	0
Résultat Courant Avant Impôt	4	4	4	6	4	5	5	8	10	11	13	13
Variation (%)	-28,6	10,2	-6,3	60,0	-33,2	15,8	15,3	45,3	23,0	13,9	13,2	5,5
Marge (%)	2,0	2,1	1,8	2,6	1,7	1,6	1,8	2,4	2,7	2,9	3,2	3,3
Contrib. des 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	-1	-2	-1	-2	-2	-2	-2	-3	-4	-4	-5	-5
Taux effectif d'imposition (%)	36,7	38,2	34,8	31,7	36,9	40,7	38,8	38,0	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	2	3	2	4	3	3	3	5	6	7	8	8
Variation (%)	-	7,6	-1,2	60,0	-33,9	10,1	17,0	46,5	22,7	13,8	13,1	5,5
Marge (%)	1,3	1,3	1,2	1,7	1,1	1,0	1,1	1,5	1,7	1,8	2,0	2,1
Intérêts minoritaires	0	0	0	-1	0	0	-1	0	0	-1	-1	-1
Résultat Net Part du Groupe - Publié	2	2	2	3	2	2	3	4	6	6	7	8
Variation (%)	-31,4	4,8	-3,4	57,2	-35,1	14,5	12,6	60,5	24,6	14,6	13,8	5,6
Marge (%)	1,1	1,1	1,0	1,4	0,9	0,9	0,9	1,3	1,5	1,7	1,9	1,9
Résultat Net Part du Groupe - Ajusté	2	2	2	3	2	2	3	4	6	6	7	8
Variation (%)	-31,4	4,8	-3,4	57,2	-35,1	14,5	12,6	60,5	24,6	14,6	13,8	5,6
Marge (%)	1,1	1,1	1,0	1,4	0,9	0,9	0,9	1,3	1,5	1,7	1,9	1,9
BNPA - Publié	0,91	0,96	0,92	1,45	0,94	1,08	1,22	1,95	2,43	2,79	3,17	3,35
Variation (%)	-31,4	4,8	-3,4	57,2	-35,1	14,5	12,6	60,5	24,6	14,6	13,8	5,6
BNPA - Ajusté	0,91	0,96	0,92	1,45	0,94	1,08	1,22	1,95	2,43	2,79	3,17	3,35
Variation (%)	-31,4	4,8	-3,4	57,2	-35,1	14,5	12,6	60,5	24,6	14,6	13,8	5,6
Fonds Propres par action	9,2	9,1	9,2	9,4	9,0	8,6	9,3	10,5	11,8	13,2	14,9	16,5
Variation (%)	0,6	-0,3	0,6	2,4	-4,2	-5,2	8,6	12,6	12,7	12,2	12,5	11,0
Dividende par action	0,75	0,80	0,80	1,25	0,80	0,80	0,65	0,98	1,22	1,39	1,58	1,67
Variation (%)	0,0	6,7	0,0	56,3	-36,0	0,0	-18,8	50,0	24,6	14,6	13,8	5,6
Taux de distribution (%)	82,3	83,7	86,7	86,2	84,9	74,1	53,5	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
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.

GÉNÉRATION ET UTILISATION DU FREE CASH-FLOW

La hausse de la génération de cash issue essentiellement de l'amélioration progressive des marges, combinée à de faibles investissements (commission de transport, métier d'intermédiaire), devrait conduire à la génération d'un free cash-flow de 4 M€ par an 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

➔ **plus de 8 M€ p.a. en moyenne sur les 5 prochaines années**

L'amélioration des marges, combinée à une bonne résistance de la croissance organique, 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 (50% dans notre scénario, en ligne avec le niveau attribué au titre de l'exercice 2018).

Intensité capitalistique

➔ **Faible : CAPEX ~1,0% du CA**

Avec des actifs immobilisés de 30 M€ à fin 2018 (37 M€ à fin juin 2019 dont 6,5 M€ liés aux contrats de location liés à l'application de norme IFRS 16), dont 16 M€ de Goodwill, pour un total bilan à 140 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 10% en moyenne au cours des 5 dernières années.

En moyenne, les Capex ont représenté 1,3% du CA depuis 2014. Les changements majeurs en termes de *software* ont gonflé les investissements au cours des exercices, 2016, 2017 et 2018 (3,6 M€ de capex).

Le programme informatique de 2019 (changement des outils logiciels pour les fonctions support) devrait également entraîner des investissements supérieurs à la norme, mais dans une moindre mesure (2,5 M€ de capex attendus dans notre scénario). A partir de 2020, nous prévoyons un retour à un niveau plus normatif, soit de l'ordre de 2 M€ par an, soit moins de 1% du CA.

A noter cependant la consommation de cash liée au BFR, en particulier au cours des 3 derniers exercices (2,7 M€ en 2016 et 2017 et 1,6 M€ en 2018). 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 2018, le groupe a facturé au total 540 M€ à ses clients pour un CA consolidé de 308,3 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 par ailleurs perturbé quelque peu les encaissements ce qui, ajouté à la forte croissance de l'activité, a pénalisé la génération de cash. Les dirigeants ont d'ores et déjà annoncé que le système d'encaissement serait rétabli en année pleine dès 2019. Cependant, dans un contexte de déploiement d'un nouvel outil logiciel comptable, notre scénario est conservateur. Nous prévoyons ainsi une nouvelle consommation de cash liée à la hausse du BFR à hauteur de 4,4 M€ en 2019, puis une évolution en ligne avec la croissance de l'activité une fois les nouveaux outils de reporting mis en place (déploiement de l'outil logiciel comptabilité – finance en 2019-2020).

Politique de rémunération des actionnaires

➔ **Élevée : Taux de distribution du dividende de 50%**

La société a une politique généreuse de retour à l'actionnaire. Au cours des dernières années, compte tenu des performances financières, la société avait opté pour un taux de distribution du dividende de plus de 80%.

Compte tenu des ambitions en matière de croissance interne et de croissance externe, ce taux de distribution a été réduit à un peu plus de 50% sur la base des résultats de 2018 avec un dividende ramené à 0,65 € comparé à 0,80 € par action en 2017 (stable par rapport à 2016).

Nous prévoyons un taux de distribution comparable à celui de 2018, soit 50%, 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), et enfin Cargolutions (2019). Depuis 2012, Clasquin a consacré 25 à 30 M€ aux acquisitions (prix de transaction de l'acquisition au Canada non communiqué), 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: Prévisions de FCF										
EURm	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	Commentaires
Résultat net	3,9	2,6	2,8	3,3	4,9	6,0	6,9	7,8	8,2	Hausse de l'activité et amélioration graduelle des marges
DAP	1,5	2,4	2,5	2,5	2,2	2,4	2,4	2,3	2,4	
Autres éléments non cash	2,6	-0,3	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Cash flow des opérations	8,0	4,7	5,1	6,0	7,2	8,4	9,2	10,1	10,6	
Variation de BFR	0,2	-2,7	-2,7	-1,6	-4,4	-1,8	-0,6	-0,6	-0,4	14 jours de CA et 59 jours de MB en moyenne, mais fortement variable au cours de l'année
Cash flow opérationnel (A)	8,2	1,9	2,4	4,4	2,7	6,6	8,6	9,5	10,2	
CAPEX	-2,0	-3,4	-3,3	-3,3	-2,5	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	1,5 M€ d'investissements software et solde achats d'équipements pour les agences
Acquisitions	-8,9	-0,8	-0,4	-2,6	-7,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Flux d'investissements (B)	-10,9	-4,2	-3,7	-6,0	-9,5	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	Pas de nouvelle opération de croissance externe dans notre scénario
Dividendes	-2,1	-2,9	-2,0	-1,9	-1,8	-2,5	-3,1	-3,5	-4,0	Payout de 50%
Augmentations de capital	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Variation de la dette	9,0	2,6	-2,0	0,9	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
Flux de financements (C)	7,5	-0,3	-4,0	-1,0	-2,3	-3,0	-3,6	-4,0	-4,5	
Free Cash-Flow (A) + (B)	-2,7	-2,2	-1,3	-1,5	-6,8	4,6	6,6	7,5	8,2	
Variation de la trésorerie	5,3	-2,6	-6,3	-2,5	-9,1	1,6	3,0	3,5	3,7	
Dette fin de période	25,7	33,5	36,0	42,0	41,5	41,0	40,5	40,0	39,5	
Trésorerie fin de période	20,4	22,5	20,2	23,2	14,1	15,7	18,7	22,2	25,9	
Dette nette fin de période	5,3	11,0	15,8	18,8	27,4	25,3	21,8	17,8	13,6	
Leverage (NFD / EBITDA)	0,7	1,7	2,2	2,2	2,6	2,0	1,6	1,2	0,8	

Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Flux de trésorerie													
(M€)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	
	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	31/12/23	
Excédent Brut d'Exploitation - Publié	6	6	6	8	7	7	9	11	13	14	15	16	
Résultat Financier	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	0	0	0	
Impôts et Taxes	-1	-2	-1	-2	-2	-2	-2	-3	-4	-4	-5	-5	
Autres	-1	0	-1	2	0	0	0	0	0	0	0	0	
Capacité d'Autofinancement	3	5	4	8	5	5	6	7	8	9	10	11	
Variation du BFR	-2	0	3	0	-3	-3	-2	-4	-2	-1	-1	0	
Cash Flow Opérationnel (A)	2	5	7	8	2	2	4	3	7	9	10	10	
Investissements corporels nets	-3	-3	-3	-2	-4	-4	-4	-3	-2	-2	-2	-2	
Investissements financiers nets	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Cash Flow d'Investissement (B)	-2	-2	-3	-2	-3	-3	-3	-3	-2	-2	-2	-2	
Free Cash Flow	0	3	4	6	-1	-1	1	0	5	7	8	8	
Dividendes	-2	-2	-2	-2	-3	-2	-2	-2	-3	-3	-4	-4	
Augmentation de capital	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	
Rachats d'actions	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Autres	-3	-1	-3	-9	-1	-2	-2	-7	0	0	0	0	
Cash Flow de financement (C)	-6	-3	-5	-11	-4	-4	-4	-9	-3	-3	-4	-4	
Variation de la Dette (Trésorerie) Nette (A+B+C)	6	0	1	5	6	5	3	9	-2	-4	-4	-4	

Source : Clasquin, Analyste indépendant.

Clasquin : Ratios de flux de trésorerie													
(%)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	
	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	31/12/23	
Investissements corporels / CA	1,5	1,4	1,4	1,0	1,5	1,2	1,2	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	
Invest. Corpo. / Dépréc. & Amort.	127,7	153,4	128,5	136,7	180,7	188,4	126,9	111,5	84,1	84,5	85,1	83,4	
BFR / CA	4,9	4,2	3,2	3,1	4,5	4,2	4,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	
Actif circulant / CA	36,6	37,4	37,4	37,4	39,6	34,2	35,6	38,4	38,4	39,1	39,9	40,7	
Passif circulant / CA	30,1	31,9	30,2	28,9	31,5	29,3	31,7	36,7	35,9	35,6	35,4	35,2	
Actif circulant / Passif circulant (x)	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,2	1,1	1,0	1,1	1,1	1,1	1,2	
Stocks & En-cours / CA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Créances clients / CA	29,1	29,6	29,5	26,7	27,9	25,3	25,9	31,5	31,5	31,5	31,5	31,5	
Autres actifs circulant / CA	1,7	1,4	1,7	1,9	2,2	1,9	2,2	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	
Dettes fournisseurs / CA	20,8	22,4	23,8	21,7	21,2	18,4	20,0	24,3	24,3	24,3	24,3	24,3	
Autres passifs circulant / CA	5,2	4,4	4,2	3,9	4,3	4,6	3,6	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	
Taux de distribution du dividende	82,3	83,7	86,7	86,2	84,9	74,1	53,5	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	

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

DETTE FINANCIÈRE NETTE ET AJUSTEMENTS BILANCIELS

La dette nette à fin 2018 ressort à 18,8 M€, soit un *gearing* de 77% et un levier à 2,0x. Par ailleurs, la dette est essentiellement à taux fixes ou à taux variables couverts, avec des échéances courtes. 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 variable**

La dette brute, 42,0 M€ à fin 2018, dont 3 M€ de dettes de put sur minoritaires liées aux acquisitions (LCI et Art Shipping détenues à 80%), est essentiellement constituée de découverts bancaires, d'emprunts bancaires à taux fixes ou à taux variables couverts. La dette présentée ne nécessite pas de retraitement particulier, les engagements de retraite notamment n'étant pas significatifs.

Liquidité, leverage et covenants

➔ **Leverage de 2,0x à fin 2018. Pas de covenants**

Au cours de l'exercice 2018, la société n'a dégagé qu'un FCF légèrement positif (0,8 M€) causé par un maintien des investissements à un niveau élevé (nouvel outil logiciel) et par une hausse du BFR en lien avec la hausse de l'activité, et aux perturbations liées au déploiement du logiciel Cargowise.

Après distribution du dividende 2018 et les opérations de croissance externe, la dette nette a ainsi augmenté pour être portée à 18,8 M€ (vs 15,8 M€ à fin 2017), soit un *gearing* de 77% (69% à fin 2017) et un *leverage* de 2,0x (basé sur l'EBITDA société communiqué à 9,3 M pour 2018 et incluant les dettes sur options de ventes des minoritaires de certaines sociétés, stables par rapport à fin 2017).

A noter que l'application de la norme IFRS 16 relative à l'intégration des contrats de location va mécaniquement augmenter la dette reportée (compensé par la hausse des

actifs immobilisés) de près de 7 M€ (6,6 M€ à fin juin 2019), ce qui augmentera d'autant la dette nette présentée en fin de période.

Avec une trésorerie disponible de près 5 M€ à fin 2018 (trésorerie retraitée des découverts bancaires), et le retour à la génération de FCF attendu, la société a, selon nous, les moyens de financer sa stratégie de croissance interne, de retour aux actionnaires et de croissances externes ciblées.

Les dirigeants ont annoncé être en cours de mise en place d'une ligne de crédit auprès d'un pool bancaire pour refinancer la dette historique, les besoins court terme et les futurs projets de croissance externe.

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* : 16,3 M€ à fin 2018, ce qui représente 53% 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 2018

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	6 902	13 873	270	21 045	8 950	12 095	Dette variable couverte
Emprunts crédit-bail	-	-	-	-	-	-	Plus de crédits baux à fin 2018
Découverts bancaires	17 922	-	-	17 922	-	17 922	
Autres passifs fin.	-	-	30	30	30	-	
Dette liées aux options de ventes	139	2 863	-	3 002	3 002	-	
Total emprunts et dettes	24 963	16 736	300	41 999	11 982	30 017	Pas de mur de dette
% du total	59,4%	39,8%	0,7%	-	28,5%	71,5%	56% à taux fixe après couverture
Trésorerie				23 175			Disponibilité pour financer les opéra. de croissance externe
Dette nette - Publiée				18 824			Gearing de 77%
Titres hybrides				0			
Provision				0			
Leasing opérationnel				0			
Factoring				0			
Autres				0			
Dette Nette - Ajustée				18 824			Levier de 2,0x (inclus dette sur options de vente)

Source: Independent analyst, Clasquin



Clasquin : Bilan

(M€)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	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	31/12/23
Actif												
Actifs tangibles	6	6	6	4	5	5	6	13	13	13	12	12
Actifs intangibles	8	8	11	17	19	20	22	28	28	28	28	28
Actifs loyers - droits d'usage	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Actifs financiers	1	1	1	2	1	3	3	3	3	3	3	3
Actif immobilisé - Total	14	15	19	23	25	27	30	44	44	44	43	43
Stocks & En-cours	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Créances clients	54	59	62	63	65	74	80	105	116	119	123	125
Autres actifs circulant	3	3	4	5	5	5	7	9	10	10	10	11
Trésorerie & Equiv. de trésorerie	11	12	13	20	22	20	23	14	16	19	22	26
Actif Circulant - Total	68	74	79	88	93	99	110	128	141	148	155	162
Actif - Total	82	89	98	110	118	127	140	173	185	192	199	205
Passif												
Fonds propres - Part du Groupe	21	21	21	22	21	20	21	24	27	31	34	38
Intérêts minoritaires	1	1	2	2	3	3	3	4	4	5	5	6
Fonds propres - Consolidés	22	22	23	24	24	23	24	28	31	35	39	44
Dettes financières long-terme	3	2	9	18	20	17	17	21	21	21	21	20
Provisions & Charges	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Passif loyers	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Autres passifs long-terme	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Passif long terme - Total	4	3	10	19	21	19	18	22	22	22	22	21
Dettes financières court-terme	8	10	5	8	14	19	25	27	27	26	26	26
Dettes fournisseurs	38	44	50	51	50	53	62	81	89	92	95	96
Autres passifs circulant	10	9	9	9	10	13	11	15	16	17	17	17
Passif circulant - Total	56	63	64	68	74	85	98	123	132	135	138	140
Passif - Total	82	89	98	110	118	127	140	173	185	192	199	205
Capitaux Employés	22	22	24	28	35	37	42	60	61	62	62	62
Besoin en Fonds de Roulement	9	8	7	7	11	12	14	18	20	21	21	22
Dettes Financières Nettes	0	0	1	5	11	16	19	34	32	28	24	20
Variation de la DFN	-	0	1	5	6	5	3	15	-2	-4	-4	-4

Source : Clasquin, Analyste indépendant.

Clasquin : Ratios du bilan

(%)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	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	31/12/23
Dettes Financières Nettes / Fonds Propres	-	-	3,1	22,1	46,5	69,1	76,9	-	-	81,1	62,0	46,1
Dettes Financières Nettes / EBE ajusté (x)	-	-	0,1	0,6	1,5	2,0	2,0	3,1	2,5	2,0	1,6	1,3
DFN / (EBE ajusté - Invest. corporels) (x)	-	-	0,2	0,9	3,1	3,8	3,3	4,1	3,0	2,4	1,8	1,4
EBE ajusté / Charges financières (x)	-	-	-	-	-	-	28,5	23,5	24,2	29,6	-	-
Dette fin. long-terme / Dette fin. totale	27,3	19,7	65,8	69,4	58,4	48,5	40,6	44,3	44,2	44,1	44,1	44,0
ROE (RN pdg ajusté / FP pdg)	10,0	10,5	10,0	15,4	10,4	12,6	13,1	18,6	20,6	21,1	21,3	20,3
ROE (RN pdg publié / FP pdg)	10,0	10,5	10,0	15,4	10,4	12,6	13,1	18,6	20,6	21,1	21,3	20,3
ROCE pre-IS (ROP ajusté avant GW / CE)	19,0	20,6	17,7	23,5	14,9	15,9	15,6	14,4	16,9	18,8	20,9	21,9
ROCE post-IS (ROP ajusté avant GW / CE)	11,6	12,3	11,1	15,1	9,1	8,8	9,0	8,6	10,0	11,1	12,4	13,0
ROCE pre-IS (ROP publié avant GW / CE)	18,3	20,3	17,3	22,1	13,2	14,7	13,9	14,1	16,9	18,8	20,9	21,9
ROCE post-IS (ROP publié avant GW / CE)	11,2	12,1	10,9	14,2	8,1	8,1	8,0	8,4	10,0	11,1	12,4	13,0

Source : Clasquin, Analyste indépendant.

MULTIPLES DE VALORISATION NORMATIFS

Aujourd’hui, le titre se traite avec une décote de 15% en moyenne par rapport à ses multiples historiques 5 ans et une décote de 40% 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

➔ **~9x l’EBITDA / ~12x 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). Au cours des dix dernières années, le titre Clasquin se traitait en moyenne à 0,28x le CA de l’année en cours, 8,6x l’EBITDA et 12,2x l’EBIT. Au cours des cinq dernières années, les moyennes se sont élevées à respectivement 0,33x, 11,4x et 16,2x. Avec des multiples à respectivement 0,33x, 10,4x et 13,2x aujourd’hui (sur la base des prévisions 2019), le titre se traite ainsi avec une décote moyenne de 15% par rapport à la moyenne 5 ans.

- Kuehne & Nagel (19 MM€ de CA en 2018 et 18 MM€ de capitalisation boursière) ;
- DSV-Panalpina (17 MM€ de CA en 2018 pro forma et 23 MM€ de capitalisation boursière) ;
- Expeditors (7,4 MM€ de CA en 2018 et 11,8 MM€ de capitalisation boursière).
- CH Robinson Worldwide (14,1 MM€ de CA en 2018 et 13,9 MM€ de capitalisation boursière).

La société se traite sur des multiples inférieurs à ces pairs, avec une décote moyenne de 40%, en partie justifiée par une taille de société et une liquidité du titre inférieures aux comparables.

Comparaison boursière

➔ **4 sociétés comparables et aux multiples plus élevés**

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

Clasquin : Evolution de la valorisation et des multiples															
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Moy. 10 ans	Moy. 5 ans	2019E	2020E	2021E
Nb titres fin d’année (M)	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3			2,3	2,3	2,3
Nb titres moyens (M)	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3			2,3	2,3	2,3
Nb titres dilués (M)	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3			2,3	2,3	2,3
Nb titres moyens dilués (M)	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3			2,3	2,3	2,3
Cours moyen (EUR)	12,5	16,4	21,7	19,5	21,0	25,6	29,4	29,6	33,2	36,5			34,9	34,9	34,9
Capitalisation moyenne (EURm)	28,2	37,7	50,0	45,0	48,3	59,0	67,9	68,3	76,5	84,3			80,5	80,5	80,5
Dette nette moyenne (EURm)	-3,2	-5,5	-5,6	-3,0	-0,1	0,3	3,0	8,1	13,4	17,3			23,1	26,4	23,6
Ajustement de la VE (EURm)*	1,9	2,2	1,7	1,7	1,8	2,9	2,4	3,7	3,9	3,7			4,2	4,6	5,0
VE (EURm)	26,9	34,4	46,1	43,7	50,0	62,2	73,2	80,2	93,8	105,3			107,8	111,5	109,1
VE/CA (x)	0,23	0,19	0,27	0,24	0,25	0,29	0,32	0,35	0,33	0,35	0,28	0,33	0,33	0,30	0,28
VE/EBITDA (x)	3,8	4,2	5,9	7,4	7,9	9,7	9,4	12,7	13,1	12,4	8,6	11,4	10,4	8,7	7,7
VE/EBIT (x)	5,6	5,4	8,0	11,4	11,1	14,8	12,0	18,1	17,7	18,5	12,2	16,2	13,2	10,6	9,3
P/E (x)	11,9	11,1	16,3	21,4	21,9	27,7	20,3	31,4	30,7	30,1	22,3	28,0	17,9	14,4	12,5
P/B (x)	1,7	1,9	2,4	2,1	2,3	2,8	3,1	3,3	3,9	3,9	2,7	3,4	3,3	3,0	2,6
P/CF (x)	6,2	7,3	9,0	13,4	9,8	14,6	8,5	14,7	14,9	14,0	11,2	13,3	11,2	9,6	8,7
Dividend Yield	5,1%	7,3%	3,5%	3,8%	3,8%	3,1%	4,2%	2,7%	2,4%	1,8%	3,8%	2,9%	2,8%	3,5%	4,0%
Gearing	-30%	-25%	-26%	-1%	0%	3%	22%	46%	69%	77%	14%	44%	99%	81%	62%
FCF Yield (sur la CB)	20%	1,0%	6,1%	-2,4%	4,7%	6,2%	8,5%	-2,4%	-1,6%	1,0%	4,2%	2,4%	0,3%	5,8%	8,2%

Source: Independent analyst, Clasquin

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



Clasquin : Multiples des comparables (cours au 25 novembre 2019)								
	P/E (x)		VE/CA (x)		VE/EBITDA (x)		VE/EBIT (x)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
Kuehne & Nagel	25,0	23,6	1,00	0,98	12,0	11,6	21,8	20,5
DSV-Panalpina	32,2	28,0	2,05	1,64	18,9	15,4	29,2	23,5
Expeditors	21,7	20,6	1,46	1,40	14,2	13,7	15,2	14,7
CH Robinson Worldwide	17,2	17,4	0,73	0,71	11,8	11,8	13,2	13,3
Moyenne	24,0	22,4	1,31	1,18	14,2	13,1	19,8	18,0
Clasquin	17,9	14,4	0,33	0,30	10,4	8,7	13,2	10,6
Prime/décote	-25,5%	-35,9%	-74,4%	-74,6%	-26,6%	-34,0%	-33,3%	-40,8%

Source: Independent analyst, FactSet

Clasquin : Caractéristiques des comparables (cours au 25 novembre 2019)								
	Pays	Cours (EUR)	Capitalisation boursière (EURm)	CA 2018 (EURm)	EBIT 2018 (EURm)	EBIT/CA 18	TMVA CA 18-20E	TMVA BPA 18-20E
Kuehne & Nagel	Suisse	149,2	17 899	18 925	870,1	4,6%	1,8%	3,9%
DSV-Panalpina	Danemark	99,3	23 332	11 401	774,9	6,8%	18,4%	1,7%
Expeditors	USA	69,6	11 845	7 399	710,5	9,6%	3,2%	0,3%
CH Robinson Worldwide	USA	60,2	9 360	13 859	803,2	5,8%	0,8%	-2,6%
Clasquin	France	34,9	81	308	5,8	1,9%	9,1%	41,4%

Source: Independent analyst, FactSet

Transactions sectorielles

➔ 10,6x 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, en particulier pour les plus petites opérations, nous jugeons donc les multiples de transaction du secteur comme peu pertinents. Les multiples de VE/EBITDA ressortent en moyenne à 10,6x dans notre échantillon, et les multiples de VE/CA à 0,8x en moyenne.

Depuis 2 ans, le secteur connaît une accélération des opérations de M&A dans un secteur qui reste encore très fragmenté. DSV, après sa tentative avortée de reprendre Ceva Logistics fin 2018, a lancé avec succès une offre sur Panalpina, un des plus gros acteurs du secteur européen dans le domaine de la commission de transport, qui avait lui-même accéléré ses acquisitions au cours des dernières années dans la logistique et le transport de produits frais ou produits alimentaires. CMA CGM a en effet remporté l'offre sur Ceva Logistics début 2019.

Kuehne Nagel a également réalisé plusieurs opérations de croissance externe pour compléter certains savoir-faire (produits périssables, secteur pharmaceutique, automobile, etc.) ou implantations géographiques (Indonésie, Kenya, Turquie, etc.)

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	LCl International	Clasquin	0,7x	Nc	
2016	Bofill & Annan	Kerry Logistics			
2016	Fortragroup	BLG Logistcs			Société en perte
2017	Bennett & MacMahon agence	Denholm global logistics			
2017	Carelog	Panalpina			
2017	Commodity Forwarders	Kuehne Nagel	0,5x	Nc	
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			
2018	Favat Transport	Clasquin	1,0x	Nc	
2018	Air & Cargo Services	Ligentia Group			80 M€ de CA et 79 personnes, prix non communiqué
2019	Ceva Logistics	CMA CGM	0,3x	15,4x	
2019	Space Cargo	CH Robinson	0,6x	Nc	170 personnes
2019	Panalpina	DSV	0,8x	15,8x	Opération de marché encore en cours

Source: Independant analyst, FactSet

VALORISATION PROSPECTIVE/VALORISATION ACTUELLE

Sur la base de nos prévisions 2023, la valeur prospective à cet horizon ressort à près de 48 €, soit une valeur actuelle de près de 40 € (sur la base d'un coût des fonds propres de 8,5%) et d'un point d'entrée à 33 € (sur la base d'une exigence de TRI de 13,5%).

47,7 € à horizon 2023

➔ TRI implicite de près de 13%

En termes de multiples, nous estimons que la société devrait durablement maintenir un multiple de l'ordre de 0,30x le CA, 8,0x l'EBITDA, et 10,0x l'EBIT et un P/E de 16x, globalement en ligne avec les multiples observés au cours des dix dernières années.

Clasquin : Prospective valuation details

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	Comments
Sales (EURm)	308,3	334,5	367,1	378,1	389,4	397,2	2018-2023 CAGR: 5,2% 2019-2023 CAGR: 4,4%
EBITDA - Adjusted (EURm)	9,3	10,9	12,7	13,9	15,3	16,0	2018-2023 CAGR: 11,3% 2019-2023 CAGR: 10,1%
EBITA - Adjusted (EURm)	6,5	8,6	10,4	11,6	13,0	13,6	2018-2023 CAGR: 15,9% 2019-2023 CAGR: 12,0%
EPS - Adjusted (EUR)	1,22	1,95	2,43	2,79	3,17	3,35	2018-2023 CAGR: 22,5% 2019-2023 CAGR: 14,4%
DPS (EUR)	0,65	0,98	1,22	1,39	1,58	1,67	2018-2023 CAGR: 20,8% 2019-2023 CAGR: 14,4%
Net fin. debt (+) / cash (-) (EURm)	18,8	34,0	31,9	28,4	24,4	20,2	
Shareholders' funds (EUR)	21,4	24,1	27,2	30,5	34,3	38,1	
Other items (EURm)	-1,2	-1,5	-1,9	-2,3	-2,7	-3,1	Provisions (-), Minority int. (-), Associates (+), etc.
Nber of shares - Diluted (m)	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	
➔ EV/Sales (x)	0,35	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	
Enterprise value (EURm)	107	102	112	115	119	121	
Equity value (EURm)	87	66	78	84	91	98	
Equity value p.s. (EUR)	37,7	28,8	33,8	36,6	39,7	42,3	
➔ EV/EBITDA (x):	12,4	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	
Enterprise value (EURm)	116	88	103	112	123	128	
Equity value (EURm)	96	52	69	81	96	105	
Equity value p.s. (EUR)	41,5	22,5	29,8	35,3	41,6	45,6	
➔ EV/EBIT (x)	18,5	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	
Enterprise value (EURm)	120	87	104	116	130	136	
Equity value (EURm)	100	51	70	86	103	113	
Equity value p.s. (EUR)	43,4	22,2	30,5	37,1	44,7	49,0	
➔ P/E (x)	30,1	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	
Equity value (EURm)	84	72	90	103	117	124	
Equity value p.s. (EUR)	36,5	31,3	39,0	44,7	50,9	53,7	
Equity val. p.s. (EUR) - Average	-	26,2	33,3	38,4	44,2	47,7	
Theoret. return - Period total (%)	-	-24,9	-4,7	10,1	26,7	36,6	
Theoret. return - Annual Avg. (%)	-	-	-4,7	4,9	8,2	8,1	
Present value (EUR)	-	26,2	30,7	32,6	34,6	34,4	Discount rate: Cost of Equity of 8,5%

Source: Independant analyst

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

Assumptions / Annual basis		Comments
• Expected Return (IRR at current price, %)	12,6	Prospective value EUR47,7p.s. Current market value: EUR34,9 p.s.
➔ Capital gain/loss (%)	8,1	Investment horizon: 4,0 years
↳ EPS growth (CAGR 2019-2023, %)	14,4	2023E EPS of EUR3,3 vs. 2019E EPS of EUR2,0 ➔ EPS growth 2019-2023: 71,6%
↳ Val. multiple expansion/contraction (%)	-6,3	Implicit 2023E P/E: 14,2x vs. 2019E P/E: 17,9x ➔ PEG (P/E to 4-year EPS CAGR) of 1,2
➔ Dividend yield (%)	4,5	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	Indep. 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 prem./disc. (%)	0,0	
➔ Investor specific risk premium (%)	5,0	Independant analyst assumption
Present value/fair value (EUR)	39,7	Based on a dscont rate of 8,5% (CoE). PV of 2022 prospec. val. (EUR34,4) + PV of div. stream (EUR5,3)
Entry price (EUR)	33,3	Based on a dscont 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)											
	11,7	12,2	12,7	13,2	13,7	14,2	14,7	15,2	15,7	16,2	16,7	
8,0	34,2	35,5	36,7	37,9	39,2	40,4	41,6	42,8	44,1	45,3	46,5	
8,5	33,6	34,8	36,0	37,3	38,5	39,7	40,9	42,1	43,3	44,5	45,7	
9,0	33,0	34,2	35,4	36,6	37,8	39,0	40,2	41,3	42,5	43,7	44,9	

Source: Independant analyst

Clasquin : Sensitivity analysis of entry price to target P/E (x) & required IRR (%)

Required IRR (%)	Target P/E (x)											
	11,7	12,2	12,7	13,2	13,7	14,2	14,7	15,2	15,7	16,2	16,7	
12,0	29,8	30,8	31,9	32,9	34,0	35,1	36,1	37,2	38,3	39,3	40,4	
12,5	29,3	30,3	31,3	32,4	33,4	34,5	35,5	36,6	37,6	38,7	39,7	
13,0	28,8	29,8	30,8	31,8	32,9	33,9	34,9	35,9	37,0	38,0	39,0	
13,5	28,3	29,3	30,3	31,3	32,3	33,3	34,3	35,3	36,3	37,3	38,4	
14,0	27,8	28,8	29,8	30,8	31,8	32,8	33,7	34,7	35,7	36,7	37,7	
14,5	27,3	28,3	29,3	30,3	31,2	32,2	33,2	34,2	35,1	36,1	37,1	
15,0	26,9	27,8	28,8	29,8	30,7	31,7	32,6	33,6	34,5	35,5	36,5	

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*

Clasquin a été dirigée par Yves Revol depuis son rachat en 1982. Depuis le 1^{er} janvier 2019, il est devenu Président du Conseil d'administration, et Hugues Morin Directeur Général (dans le groupe depuis 1992, et ex VP exécutif).

La société a 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.

Présentation des membres du Comité exécutif :

> Yves Revol – 71 ans

Titulaire d'une maîtrise en sciences économiques et après une expérience internationale à la CFAO, il intègre la société dès 1976 où il occupe successivement les postes de Commercial, Directeur Commercial et Directeur Général. Il rachète Clasquin en 1982.

> Hugues Morin – 50 ans

Formé à l'*European Business School*, il rejoint la société en 1992 où il occupe des postes de direction à l'étranger (Australie et Japon) avant de revenir en France en 2002, où il est nommé Directeur Région Sud, puis promu Directeur Général France, Italie et Allemagne. À partir de 2016, il dirige l'ensemble des fonctions Front Office worldwide en tant que Group Executive Vice President. Il est Directeur Général depuis le 1^{er} janvier 2019.

> Laurence ILHE – 48 ans

Diplômée de l'ESSEC, elle commence sa carrière dans l'audit (E&Y) avant de rejoindre successivement les directions financières de JC Decaux, Dell Computer, SFR Mobile et Danone. En 2012, elle intègre AKKA Technologies en tant que CFO France, en charge de l'ensemble du back-office. Elle rejoint la société fin janvier 2016 en tant que Secrétaire général, chargée du pilotage et de la coordination des services support.

> Quentin Lacoste – 50 ans

Diplômé du Groupe ESSEC et titulaire d'un MBA, il débute sa carrière au sein du groupe allemand RÖHLIG avec un parcours commercial avant d'intégrer la direction en 2005, pilotant une dizaine de filiales ainsi que la politique achat et produit aérien et maritime. Il rejoint la société fin 2015 pour prendre la direction des opérations du groupe, afin de diriger et développer les zones Amérique du Nord, Europe du Nord, Asie du Sud-Est, Inde et Australie.

Par ailleurs, un *Management Committee* composé d'une douzaine de membres issus des fonctions de top management et de management opérationnel, est en charge de la mise en œuvre de la stratégie, de la gestion des projets et assure le bon fonctionnement des activités du groupe.

Clasquin : Comité Exécutif

	Autres activités ou positions
Yves Revol	Président du conseil d'administration
Hugues Morin	Directeur général
Quentin Lacoste	Directeur des opérations groupe
Laurence Ilhe	Secrétaire général et Responsable Ressources Humaines

Source: Independant analyst, Clasquin

Clasquin : Management Committee

	Arrivée chez Clasquin	Autres activités ou positions
Franck Achouch	2010	Directeur opérationnel de la zone Grande Chine et Corée
Olivia Boyron	2014	Responsable juridique
Yves Revol	1976	Président du conseil d'administration
Hugues Morin	1992	Directeur général délégué, Vice président exécutif, Directeur des régions France, Italie et Allemagne
Pluvio Moletti	2017	Directeur général Asie du Sud-est
Philippe Lons	1986	Directeur général délégué, Directeur financier
Quentin Lacoste	2015	Directeur des opérations groupe et Responsable des Ressources Humaines
Laurence Ilhe	2016	Directeur général délégué, Secrétaire général
Benoit Comte	2013	Responsable France Sud
Matt Ingram	2017	Président de Clasquin USA
Renaud Masson	2011	Responsable France Nord
Laurent Guillen	2017	Directeur Système d'Information

Source: Independant analyst, Clasquin

Gouvernance
➔ Un Conseil d'administration de huit membres

Le Conseil d'administration est composé de huit membres (nomination de deux nouveaux administrateurs à l'occasion de l'AG du 5 juin 2019 : Laurence Ihle et Fan Ma), dont trois membres indépendants : Christian Ahrens, Claire Mialaret, et Fan Ma.

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.

A noter que lors de la dernière AG qui s'est déroulée le 5 juin 2019, la société a fait voter par ses actionnaires un certain nombre de délégations à destination du conseil d'administration lui permettant de réaliser des augmentations de capital (plafonné en montant et en nombre de titres), dont l'attribution gratuite d'actions (au profit des salariés et dirigeants) ou une augmentation de capital à destination des adhérents d'un plan d'épargne entreprise par l'intermédiaire d'un FCPE. Ces Résolutions illustrent clairement la volonté de renforcer l'actionnariat salarié dans le capital de la société (à plus de 11% aujourd'hui).

Depuis ce vote, un premier plan d'actions gratuites a été attribué à destination des managers du groupe, conditionné à un investissement préalable des managers en actions Clasquin, et sous conditions de performance (croissance de la MB, ratio ROC/MB, évolution du cours et conditions de présence). Le plan va se dérouler sur 5 ans, et a d'ores et déjà convaincu 33 dirigeants. Si l'ensemble des conditions étaient réunies, ce plan pourrait à terme conduire à distribuer gratuitement 38 000 actions sur 5 ans, soit moins de 2% du capital de la société.

Clasquin : Conseil d'administration

	Fin de mandat	Autres activités ou positions
Yves Revol	AG 2021	Président du conseil d'administration
Hugues Morin	AG 2022	Directeur général
Philippe Lons	AG 2021	Directeur général délégué, Directeur financier
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, Responsable commercial de la zone Europe du Sud
Laurence Ihle	AG 2025	Directeur général délégué, Secrétaire général
Fan Ma	AG 2025	Directeur de l'Institut Shao Yang (école supérieure de médecine chinoise traditionnelle)

Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Structure du capital

	%		Commentaires
	Capital	Dts de vote	
Yves Revol + Olymp	45,6	60,0	Yves Revol en direct et via sa holding Olymp SAS, participation stable depuis l'intro. en Bourse
Flottant	43,0	Nc	
Salariés	11,4	Nc	Mise en place d'un plan d'attribution d'actions gratuites (sous conditions de performance) en 2019

Source: Independent analyst, Clasquin

MÉTHODOLOGIE INVESTMENT OPPORTUNITIES

Nous définissons ci-dessous les critères retenus pour les 5 angles de l'approche *Investment Opportunities*. Au cours du temps, différentes méthodologies peuvent être appliquées à la même entreprise afin de refléter ses changements de statut. Quelle que soit la méthodologie utilisée, le style n'est affiché que si la valeur répond aux critères exigés (marge de sécurité minimum, PEG, TRI, croissance bénéficiaire).

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 : entreprises 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 long terme) ; principalement croissance interne
 - P/E < 14x (i.e. valorisation moyenne du marché actions européen à long terme)
- 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 (coût des FP + prime de risque additionnelle de 500 pb)

GROWTH

- Sociétés ciblées : entreprises à forte croissance bénéficiaire : capacité à doubler le BNPA en 5 ans (soit en moyenne 15% par an)
- 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 des sociétés de biotechnologies

- La valeur actuelle est calculée sur la base de probabilités fonction de la phase d'avancement des produits
- La valeur prospective correspond à une probabilité de succès de 100%
- Le prix d'entrée est calculé sur la base d'un TRI exigé généralement supérieur à 15%

Cas particuliers des holdings

- La valeur intrinsèque correspond à l'Actif Net Réévalué
- 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

Cas particuliers des foncières

- La valeur intrinsèque correspond à l'Actif Net Réévalué
- Le taux de capitalisation appliqué aux loyers correspond à celui observé sur le marché, en cohérence avec le taux sans risque

ÉCLAIRCISSEMENT SUR LES POINTS DE CONFLITS D'INTÉRÊT POSSIBLES

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

L'analyste ou les analystes responsables de la préparation de cette étude ont-ils été employés par l'émetteur en tant que manager ou membre du conseil d'administration ?	NON
Cette étude a-t-elle été présentée à l'entreprise avant sa parution ?	OUI
Si oui, les conclusions de l'analyste ont-elles été changées ?	NON

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
31/10/2019	Accumuler	39,70	36,30
22/03/2019	Accumuler	37,30	34,30
29/11/2018	Accumuler	34,20	35,70

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 et diffusées par CM-CIC Market Solutions et par ESN

	Valeurs suivies par CM-CIC Market Solutions		Valeurs avec relations corporate*		Valeurs suivies par ESN	
Achat	45,2%	66	60,0%	6	44,7%	165
Accumuler	24,7%	36	20,0%	2	23,8%	88
Neutre	19,9%	29	10,0%	1	23,6%	87
Alléger	6,2%	9	0,0%	0	4,6%	17
Vendre	2,1%	3	10,0%	1	1,1%	4

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 et diffusées 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) 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 ainsi que des analyses indépendantes diffusées par CM-CIC Market Solutions est disponible [ici](#).

Date de production : 28/11/2019 - 09:32 CET

Date de 1^{ère} diffusion : 28/11/2019 - 09:32 CET

**FRANCE****CIC Market Solutions****CIC**6 avenue de Provence
75009 Paris

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

**ETATS-UNIS****CIC Market Solutions****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'Émetteur 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'Émetteur, que le CIC puisse diffuser de manière exclusive les prestations d'analyse financière réalisées par l'Analyste Indépendant sur l'Émetteur.

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-ms@cic.fr

Pour toutes informations supplémentaires ou disclaimer spécifique, connectez-vous au site Internet de CIC Market Solutions : www.cic-marketsolutions.eu

