



**25 septembre 2020**

**Cours : 31,90€**

**Objectif : 36,00€**

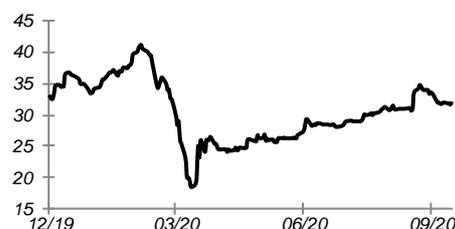
**ACHETER (1)**

Opinion inchangée

1 : Acheter 2 : Renforcer 3 : Conserver 4 : Alléger 5 : Vendre

Cours au 24/09/2020

RN S1- Feedback Conf. Call



Source : FactSet Research

<b>Marché</b>	<b>Euronext Growth</b>
ISIN / Mnémonique	FR0004152882 / ALCLA
Reuters / Bloomberg	ALCLA.PA / ALCLA:FP
Indice	Euronext GROWTH
Éligibilité PEA-PME	

<b>Capitalisation (M€)</b>	<b>73,6</b>
Flottant (%)	40,1%
Nbre de Titres (Mio)	2,306
Date de clôture	31-Déc

	<b>19</b>	<b>20e</b>	<b>21e</b>
<b>PER</b>	<b>18,2</b>	<b>18,3</b>	<b>25,0</b>
PCF	10,0	12,4	15,2
VE/MB	1,2	1,4	1,4
VE/ROP	12,9	13,3	17,4
PAN	3,6	2,8	2,5
Rendement	1,9%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	16,1%	4,5%	5,5%
ROACE	13,1%	10,9%	8,2%

	<b>76,8</b>	<b>75,2</b>	<b>73,0</b>
<b>MB</b>	<b>76,8</b>	<b>71,2</b>	<b>73,0</b>
MB précédent	76,8	71,2	73,0
var. n/n-1	11,4%	-2,1%	-2,8%
EBE	14,0	9,0	7,2
ROC	8,4	7,1	5,3
% MB	10,9%	9,5%	7,2%
ROP	8,0	7,1	5,3
% MB	10,5%	9,5%	7,2%
RN Pdg publié	3,7	3,9	2,8
% MB	4,8%	5,2%	3,9%

	<b>1,60</b>	<b>1,70</b>	<b>1,23</b>
<b>BNPA</b>	<b>1,60</b>	<b>1,71</b>	<b>1,23</b>
BNPA précédent	1,60	1,71	1,23
var. n/n-1	30,9%	6,7%	-27,5%
<b>BNPA Cor</b>	<b>1,90</b>	<b>1,74</b>	<b>1,27</b>
ANPA	9,5	11,3	12,6
Dividende net	0,00	0,00	0,80
DFN	19,5	16,2	13,5

**Calendrier :**

MCB T4, après bourse le 24 Février  
Résultats 2020, après bourse le 23 Mars

**Yann de Peyrelongue, Analyste Financier**  
**Nicolas Royot**  
+33 (0)1 40 17 50 39  
depeyrelongue@portzamparc.fr

**Un S1 finalement pas si mauvais**

*Des résultats meilleurs qu'anticipé et un esprit de conquête possible grâce à une structure financière saine.*

**Forte résilience des résultats dans un environnement difficile**

Dans un environnement plus que chahuté, Clasquin a réussi à limiter la baisse de la MCB (36,1M€ -0,1% dont -7,4% org. / acquisition de Cargolution). Les aides externes (chômage partiel notamment) additionnées à une baisse des charges réactive (5M€) a permis au groupe d'afficher une rentabilité opérationnelle positive et au dessus de nos attentes (ROC 2,8M€ vs PZP 1,9M€). La transformation en cash a été forte (FCF 3,2M€) et permet au groupe d'afficher un levier de 1,5x (hors IFRS 16) contre 1,7x à fin 2019.

**Moins d'amortisseur au second semestre**

L'endettement financier net ressort néanmoins amélioré par un effet qui sera gommé au second semestre : le report de charges sociales/fiscales pour un montant de 5M€. Au niveau des marges, l'amortisseur du chômage partiel devrait également être beaucoup moins contributif à l'EBITDA. Le retour à des niveaux d'opération beaucoup plus proches de 2019 depuis juin laisse espérer un second semestre relativement peu dégradé (PZP -6%). Dans le détail, les disparités entre segments devraient rester fortes. Nous notons que le maritime se porte bien (44% de la MCB) et que l'aérien (33%) reste en difficulté. Dans ce dernier segment, le management relève tout de même, contrairement à ce que nous anticipions, des marges unitaires qui restent élevées, de l'ordre de 25 à 30% et qui devraient perdurer jusqu'à la fin de l'année.

**Ajustement de notre scénario**

Après la prise en compte d'hypothèses plus en lien avec le discours du management sur les marges unitaires dans l'aérien, nous relevons légèrement notre scénario top-line (MCB 75M€ contre 71M€ précédemment). Nous conservons nos attentes d'EBITDA (9M€) du fait de charges de personnel que nous avons sous-évaluées au S2.

**Après avoir passé le trou, Clasquin reste conquérant**

La situation bilancière permet une reprise des investissements internes (nouveaux bureaux, nouvelles offres vers le conseil) et externes (2021, par des acquisitions opportunistes). Le groupe reste d'ailleurs actif dans sa proposition de valeur aux clients et dévoilera au T4 son partenariat avec une start-up de la logistique. Il s'agira d'une plateforme de communication et de partage de documents qui permettra également une mise à jour en temps réel de la livraison. Le management estime que cette offre pourrait lui permettre de se démarquer encore plus de la concurrence. Rappelons que le groupe a fini sa période de fort investissement (notamment logiciels).

**Nous aimons la résilience de Clasquin et continuons de penser que le titre offre un potentiel de revalorisation. Nous augmentons notre OC de 35€ à 36€.**

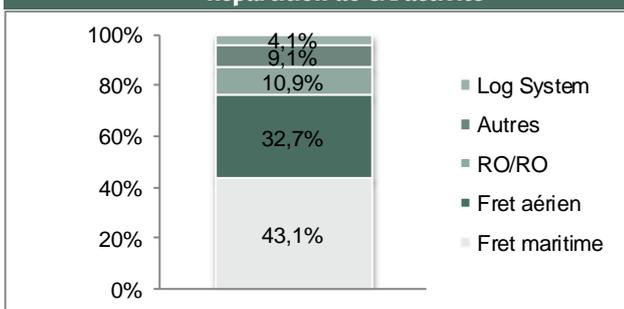
## CLASQUIN

Exploitation	15	16	17	18	19	20e	21e	22e
Marge brute	55,6	57,5	62,9	68,9	76,8	75,2	73,0	76,3
var. n/n-1	10,3%	3,4%	9,4%	9,5%	11,4%	-2,1%	-2,8%	4,4%
var. organique	-	-1,4%	25,4%	8,5%	7,4%	-2,0%	-2,8%	4,4%
EBE	8,4	7,2	7,8	9,3	14,0	9,0	7,2	8,2
ROC	6,7	5,2	5,9	6,5	8,4	7,1	5,3	6,3
var. n/n-1	54,7%	-22,4%	13,3%	10,7%	29,2%	-15,4%	-26,0%	19,3%
ROP	6,3	4,6	5,4	5,8	8,0	7,1	5,3	6,3
RCAI	6,2	4,1	4,8	5,5	7,4	6,8	5,0	6,0
IS	-1,7	-1,3	-1,7	-1,8	-2,8	-1,9	-1,3	-1,5
RN Pdg publié	3,6	2,2	2,5	2,8	3,7	3,9	2,8	3,5
RN Pdg corrigé	3,6	2,5	2,9	3,4	4,4	4,0	2,9	3,6
var. n/n-1	70,6%	-28,8%	15,4%	15,3%	29,6%	-8,3%	-27,0%	24,0%
Imva MB 2017 / 2021e	3,8%							
Marge brute (%)	23,7%	24,5%	21,6%	22,3%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%
Marge opérationnelle (ROP/MB %)	11,3%	8,0%	8,6%	8,4%	10,5%	9,5%	7,2%	8,2%
Marge nette (%)	6,4%	4,4%	4,7%	4,9%	5,7%	5,3%	4,0%	4,8%
Taux IS (%)	27,1%	30,3%	34,3%	32,9%	37,7%	28,0%	26,5%	25,0%
Frais de personnel / MB (%)	62,8%	65,0%	64,3%	62,0%	62,8%	64,8%	68,0%	67,1%
MB/effectif (K€)	83	80	83	87	78	-	-	-
var. n/n-1	9,6%	-2,7%	2,8%	5,6%	-10,2%	-	-	-
Effectif moyen	674	716	762	790	980	-	-	-
var. n/n-1	0,6%	6,2%	6,4%	3,7%	24,1%	-	-	-

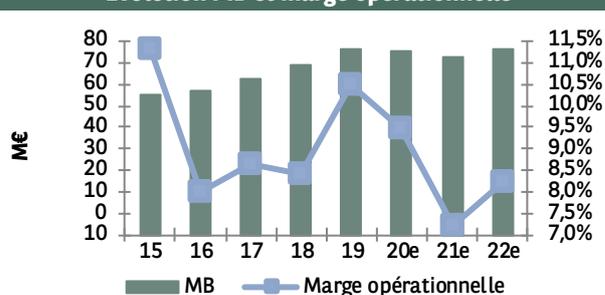
Bilan	15	16	17	18	19	20e	21e	22e
Fonds propres Pdg	21,7	20,8	19,7	21,4	22,0	26,0	28,9	30,7
Dettes financières nettes	5,6	11,8	16,7	19,6	19,5	16,2	13,5	12,7
Autres	1,1	1,0	1,0	0,9	1,2	1,2	1,2	1,2
<b>Capitaux investis</b>	<b>30,5</b>	<b>36,6</b>	<b>40,5</b>	<b>44,9</b>	<b>47,6</b>	<b>48,3</b>	<b>48,5</b>	<b>49,4</b>
immobilisations nettes	24,7	28,0	28,5	31,7	39,9	38,3	38,8	39,3
dont écarts d'acquisition	17,3	19,1	19,6	22,0	30,6	30,6	31,9	33,2
dont financières	3,6	3,8	4,3	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8
BFR	5,9	8,5	11,6	13,2	7,7	10,0	9,7	10,1
<b>Actif économique</b>	<b>30,5</b>	<b>36,6</b>	<b>40,5</b>	<b>44,9</b>	<b>47,6</b>	<b>48,3</b>	<b>48,5</b>	<b>49,4</b>
Gearing (%)	23,5%	49,5%	73,0%	79,9%	72,7%	52,6%	39,9%	35,6%
BFR/MB (%)	2,5%	3,6%	4,0%	4,3%	2,3%	3,1%	3,1%	3,1%
Dettes financières nettes/EBE (x)	0,7	1,6	2,1	2,1	1,4	1,8	1,9	1,5
ROE (%)	16,6%	10,4%	12,6%	13,1%	16,7%	15,1%	9,8%	11,6%
ROACE (%) après IS normé	15,8%	10,4%	10,2%	10,2%	13,1%	10,9%	8,2%	12,8%

Financement	15	16	17	18	19	20e	21e	22e
Cash Flow	7,6	4,7	5,1	6,0	8,0	5,9	4,8	5,5
Variation BFR	0,2	-2,7	-2,7	-1,6	5,5	-2,3	0,3	-0,4
Investissements industriels	-0,9	-1,0	-1,3	-1,7	-0,7	-0,3	-1,1	-1,1
% du MB	1,7%	1,8%	2,0%	2,5%	0,9%	0,4%	1,5%	1,5%
<b>Cash Flow Libre</b>	<b>6,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>2,7</b>	<b>12,8</b>	<b>3,3</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>
Cessions d'actifs	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-1,6	-2,7	-2,7	-2,1	-1,9	0,0	-1,3	-1,3
Dividendes	-2,1	-2,9	-2,0	-1,9	-1,7	0,0	0,0	-1,8
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-7,5	-1,7	-1,6	-1,8	-9,3	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	4,1	6,2	4,9	2,8	0,0	-3,3	-2,7	-0,8
<b>Dettes financières nettes</b>	<b>5,6</b>	<b>11,8</b>	<b>16,7</b>	<b>19,6</b>	<b>19,5</b>	<b>16,2</b>	<b>13,5</b>	<b>12,7</b>

Répartition du CA/activité



Evolution MB et marge opérationnelle



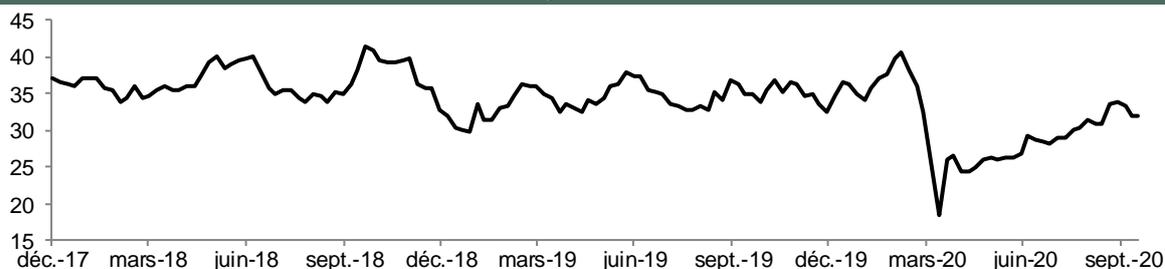
## CLASQUIN

Données par action	15	16	17	18	19	20e	21e	22e
BNPA	1,56	0,94	1,08	1,22	1,60	1,70	1,23	1,54
var. n/n-1	70,7%	-28,8%	15,4%	15,4%	29,4%	-8,3%	-27,0%	24,0%
CFPA	3,3	2,0	2,2	2,6	3,5	2,6	2,1	2,4
ANPA	9,4	9,0	8,6	9,3	9,5	11,3	12,6	13,3
Dividende net (versé en n+1)	1,25	0,80	0,80	0,65	0,00	0,00	0,80	1,00
Payout (%)	80,7%	72,5%	62,8%	44,2%	0,0%	0,0%	63,0%	63,4%
Tmva BNPA 2017 / 2021e	0,0%							
Tmva CFPA 2017 / 2021e	-1,4%							

Valorisation	15	16	17	18	19	20e	21e	22e
PER (x)	19,0	26,9	26,0	24,9	18,2	18,3	25,0	20,2
PCF (x)	8,9	14,7	14,9	13,9	10,0	12,4	15,2	13,3
PAN (x)	3,1	3,3	3,9	3,9	3,6	2,8	2,5	2,4
VE/MB (x)	1,4	1,4	1,5	1,6	1,4	1,3	1,3	1,2
VE/EBE (x)	8,9	11,6	12,4	11,4	7,4	10,5	12,8	11,1
VE/ROP (x)	12,0	18,1	17,7	18,5	12,9	13,3	17,4	14,5
Free Cash Flow Yield (%)	10,1%	1,3%	1,5%	3,2%	16,1%	4,5%	5,5%	5,4%
Rendement (%)	2,7%	4,2%	2,4%	2,2%	1,9%	0,0%	0,0%	2,5%
Capitalisation (M€)	67,8	68,4	76,4	84,3	79,7	73,5	73,5	73,5
Valeur d'Entreprise (VE)	75,5	83,1	96,3	106,9	104,1	94,6	91,8	91,0
<b>Cours de référence (€)</b>	<b>29,4</b>	<b>29,6</b>	<b>33,1</b>	<b>36,5</b>	<b>34,6</b>	<b>31,9</b>	<b>31,9</b>	<b>31,9</b>
Nb de titres (Mio)	2,306	2,306	2,306	2,306	2,303	2,303	2,303	2,303
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	-	-	-	-	-
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Date d'introduction	31/01/2006							
Cours d'introduction ajusté	15,5 €							

Données intermédiaires	15	16	17	18	19	20
MB T1	13,2	13,3	14,5	16,7	17,3	17,5
MB T2	16,4	14,4	15,8	17,6	18,7	18,7
MB S1	29,7	27,7	30,1	34,2	36,2	
ROP S1	3,0	1,9	2,4	3,1	3,9	
RN pdg corrigé S1	1,5	0,9	1,1	1,3	2,0	
Marge opérationnelle S1	10,2%	6,8%	8,0%	9,2%	10,7%	
<b>Marge nette S1</b>	<b>5,2%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,8%</b>	<b>5,5%</b>	
MB T3	16,2	14,5	15,6	16,9	19,5	
MB T4	10,1	12,7	16,9	17,7	21,2	
MB S2	25,9	29,8	32,7	34,7	40,7	
ROP S2	3,1	3,2	3,0	3,4	5,6	
RN pdg corrigé S2	1,9	1,8	1,4	2,2	3,1	
Marge opérationnelle S2	11,8%	10,7%	9,1%	9,7%	13,6%	
Marge nette S2	7,2%	5,9%	4,2%	6,4%	7,7%	
<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
MB T1	-/+	0,8%	9,0%	15,2%	3,6%	1,2%
MB T2	-/+	-12,2%	9,7%	11,4%	6,3%	0,0%
MB T3	-/+	-10,5%	7,6%	8,3%	15,4%	
MB T4	-/+	25,7%	33,1%	4,7%	19,8%	
MB S1	-/+	-6,9%	8,9%	13,5%	5,7%	
MB S2	-/+	15,1%	9,8%	5,9%	17,4%	
ROP S1	72,6%	-38,2%	29,4%	29,6%	23,7%	
ROP S2	-9,7%	3,8%	-6,0%	12,3%	65,3%	

### Historique de cours



## Mentions obligatoires

### Recommandations boursières

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

La mise à jour des recommandations intervient, soit à l'occasion d'un commentaire lié à une publication officielle ou légale, soit à l'occasion d'un événement exceptionnel (croissance externe, accords significatifs).

Date	Analyste	Objectif de prix	Cours de clôture	Ancienne Recommandation	Nouvelle Recommandation
28/08/2020 8:30	Yann de Peyrelongue	35,00€	33,60€	Conserver	Acheter

### Détail des conflits d'intérêts potentiels PORTZAMPARC

<i>Société</i>	<i>Détail des conflits d'intérêts potentiels</i>
Clasquin	

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

### Détail des conflits d'intérêts potentiels BNP PARIBAS

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

Nantes : 13 rue de la Brasserie - BP 38629 - 44186 Nantes Cedex 4

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