

Val. prospective 2024(€)	64,0
Valeur actuelle (€)	51,0
Cours (€)	25,3
Capi. boursière (M€)	58
Clôture du 29/10/20	

Clasquin

Capacité de rebond post effet Covid-19

Dans un secteur sur le front de la crise sanitaire, le groupe tire son épingle du jeu, ce qui lui permet de relancer les investissements dans les nouveaux moteurs de croissance et d'être ainsi en bonne position pour profiter de la reprise du marché prévue pour 2021. Valeur prospective 2024 à 64 € et valeur actuelle à 51 €.

Un marché fortement impacté par la crise sanitaire

La commission de transport est une activité cyclique qui dépend du dynamisme des échanges commerciaux mondiaux. Pour 2020, la crise sanitaire devrait fortement les pénaliser : -9% en volume selon l'OMC confirmé par les prévisions du FMI (-11,9% annoncés) avec un rebond anticipé dès 2021 (+8,0% selon le FMI), comme cela s'était produit en 2009.

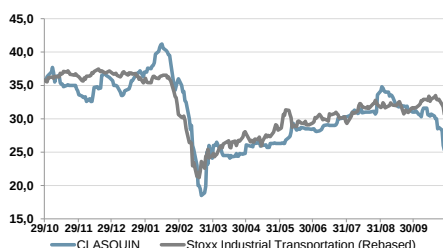
Dans ce contexte de marché particulièrement difficile, le groupe a su s'adapter. Pour un nombre d'opérations en baisse de près de 10% à 9 mois (-15% à pc), la MB a été stable (-6% à pc) grâce à des volumes supérieurs et des marges préservées (capacité à passer les variations de taux de fret). Cette bonne maîtrise de la MB, combinée aux différentes mesures gouvernementales et à un plan d'économie de coûts, a permis de maintenir le résultat opérationnel (avant provisions sur créances clients). Sur l'exercice, les dirigeants visent une performance meilleure que le marché. Nous sommes confiants dans la capacité du groupe à poursuivre ses gains de part de marché dans le contexte actuel.

Une capacité à surperformer, levier sur les marges

Historiquement, la société a prouvé sa capacité à surperformer, en particulier dans les périodes de rebond (cas lors de la crise financière de 2009). Les dirigeants ont d'ores et déjà annoncé avoir relancé les investissements dans les futurs moteurs de croissance : extension du réseau, lancement de nouvelles offres, recrutements, etc. Nous sommes ainsi confiants dans les capacités de surperformance dans la phase de rebond (visée dès 2021 pour les échanges mondiaux). Par ailleurs, la croissance pourrait être accélérée par la relance des opérations de croissance externe (6 opérations réalisées au cours des 5 dernières années). Ce rebond de l'activité devrait mécaniquement s'accompagner d'un redressement des résultats, dont les marges devraient bénéficier des investissements réalisés au cours des dernières années notamment dans les outils informatiques (gains de productivité).

Un titre sous pression qui offre un bon point d'entrée

Grâce à la relative résilience en termes opérationnels, après la forte baisse du mois de mars (confinements successifs en Europe), le cours de bourse s'était bien repris durant l'été. Cependant avec l'annonce du nouveau confinement en France, le titre est de nouveau sous pression, ce qui offre selon nous une bonne opportunité de se positionner, la société ayant déjà prouvé sa capacité de résilience durant la première vague. Sur la base de nos prévisions 2024, la valeur prospective à cet horizon ressort à près de 64 € par action, soit une valeur actuelle de près de 51 € (et un point d'entrée à 43 € (exigence de TRI de 13,5%, soit une prime additionnelle de 500 pb).



	12/19	12/20e	12/21e
CA (M€)	331	373	403
EBIT (M€)	8	6	10
Marge d'EBIT (%)	2,5	1,7	2,4
EBIT retraité (M€)	9	6	10
RNPG retraité (M€)	4	2	5
BPA retraité (€)	1,68	0,76	2,09
Révision (%)	0,0	-0,3	-0,3
Lever (x)	1,9	1,5	0,8
EV/EBIT (x)	13,1	13,8	8,0
P/E (x)	20,6	33,3	12,1
Rendement (%)	0,0	1,6	4,1

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
Axes stratégiques de développement : diversification sectorielle et géographique	3
Transport maritime : principal moteur de croissance	3
Transport aérien : une activité pérenne	3
Autre commission de transport : des activités complémentaires en plein essor	3
Log System, division logiciels : activité non-stratégique	4
Levier opérationnel : un potentiel d'amélioration des marges	4
Croissance externe : accélération des acquisitions depuis 5 ans	4
Endettement & Liquidité : une trésorerie permettant de financer la croissance interne et des acquisitions ciblées	5
Management, Gouvernance, Actionnariat : un actionnariat familial	6
Profil de risque : un environnement de marché volatil	6
VP : 64 € / VA : 51 € (TRI implicite : 31%)	7
ANALYSE DES FRANCHISES	10
Préambule comptable : chiffre d'affaires vs marge brute	10
Commission de transport (96% de la MB / 98% du ROP) : poursuite de la conquête de parts de marché	10
Edition de logiciels (4% de la MB / 2% du ROP) : une activité non stratégique	11
LES VECTEURS DE CROISSANCE	15
Un contexte de marché compliqué : effondrement des échanges mondiaux dans un contexte de crise sanitaire	15
Une capacité à surperformer qui devrait se poursuivre : poursuite de la stratégie qui a soutenu la croissance ces dernières années	16
PROFITABILITE NORMATIVE	19
Profitabilité historique : des marges globalement préservées	19
Potentiel d'amélioration des marges post effet Covid : rebond significatif attendu dès 2021	20
GENERATION ET UTILISATION DU FREE CASH FLOW	23
Cash-flow opérationnel : plus de 13 M€ p.a. en moyenne à 5 ans	23
Intensité capitalistique : faible : CAPEX ~1,0% à 1,5% du CA	23
Retour à un taux de distribution élevé post effet Covid	23
Politique de croissance externe : opérations récurrentes	24
DETTE FINANCIERE NETTE ET AJUSTEMENTS BILANCIELS	26
Des emprunts principalement à taux variable	26
Leverage de 1,9x à fin 2019	26
MULTIPLES DE VALORISATION NORMATIFS	29
Multiples historiques : ~0,29x le CA/~13x l'EBIT sur longue période	29
Quatre sociétés comparables et aux multiples plus élevés	29
Transactions sectorielles : 10,4x l'EBITDA	30
VALORISATION PROSPECTIVE/VALORISATION ACTUELLE	32
64 € à horizon 2024 : TRI implicite de plus de 30%	32
MANAGEMENT, GOUVERNANCE, ACTIONNARIAT	34
Management : une équipe dirigeante stable	34
Gouvernance : un Conseil d'administration de huit membres	35
Actionnariat familial : société détenue à 45,7% par Yves Revol	35

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, l'évaluation 2/ du potentiel de croissance ; 3/ 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'Actionnariat. Nous estimons la VP 2024 à 64 € p.a., soit une VA de 51 € et un PE à 43 €.

Axes stratégiques de développement : diversification sectorielle et géographique

Au cours des 5 dernières années, la MB a crû de près de 9% par an en moyenne, dont 6,5% en organique, illustrant le succès de la stratégie qui reste orientée vers :

- l'accompagnement des clients existants ;
- la conquête des parts de marché, notamment en recrutant des commerciaux expérimentés, même en cas de marché peu porteur ;
- la poursuite de l'élargissement du réseau (64 bureaux en propre dans 21 pays répartis sur les 5 continents) ;
- un complément d'offre de solutions sur-mesure dans des secteurs à demandes complexes (transport de produits chimiques, vins et spiritueux, événementiel, température dirigée, art, etc.) ;
- une accélération des développements via des opérations de croissance externe qui visent essentiellement l'Amérique du Nord, l'Europe et l'Asie.

Transport maritime : 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 43% de l'activité en 2019, avec une croissance annuelle moyenne de la marge brute de près de 11% au cours de la période 2006-2019. Plus que légitime dans ce métier, Clasquin devrait poursuivre ses développements.

Transport aérien : 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 33% de l'activité, et ce malgré une croissance annuelle moyenne de plus 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 : des activités complémentaires en plein essor

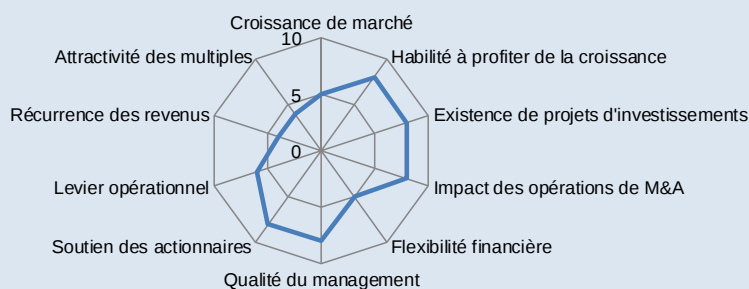
Les autres modes de transport ont représenté 20% de l'activité en 2019 (croissance annuelle moyenne de plus de 30%). Avec l'acquisition de LCI en 2015, le groupe a obtenu un savoir-faire en matière de RO/RO (*Roll On / Roll Off*), c'est-à-dire le transport maritime de camions avec leur chargement (flux France-pays du Maghreb), 8,5 M€ de MB en 2019 (+19%). 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.) : 7,1 M€ de MB en 2019 (+20%).

Log System, division logiciels : 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). Leur logiciel, Cargowise, en collaboration avec les équipes Log System, a été déployé avec succès dans l'ensemble des filiales du groupe (2018-2019).

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 2019 : ouverture d'un bureau à Nice (France), un à Hambourg (Allemagne) et un à Tianjin (Chine) ;
- le lancement de nouvelles activités : création d'une division « Food » basée à Rungis spécialisée dans le transport Overseas des produits alimentaires sous température contrôlée ;
- la poursuite des recrutements (près de 1 000 salariés fin 2019 vs 674 en 2015).

Par ailleurs, le groupe a procédé au déploiement d'un nouveau logiciel d'exploitation (Cargowise), qui a conduit dans un premier temps à la dépréciation de certains outils existants (250 K€ supportés en 2016) et à des surcoûts (utilisation de deux outils en parallèle jusqu'en 2019) qui ont pesé sur la marge opérationnelle du groupe. La dynamique de croissance qui s'est confirmée en 2019, couplée aux premiers effets du nouveau SI, ont permis un redressement des marges, ratio passé à 10,8%.

Compte tenu du poids de la main-d'œuvre dans son activité (62,8% de la marge brute en 2019), le levier sur les marges est quelque peu limité. Cependant, dans un contexte de rebond d'activité, de non-récurrence de certaines charges (double outil logiciel), et parce que certaines filiales étaient encore déficitaires (Australie, Portugal ou Chili), ou faiblement contributrices (Canada, Allemagne ou Italie), Clasquin dispose d'un potentiel d'amélioration de ses marges, avec un ratio EBIT/MB qui pourrait retrouver un niveau à deux chiffres (> 15% les meilleures années).

En 2020 cependant, dans un contexte d'activité perturbé par la crise sanitaire, nous avons prudemment intégré un scénario de baisse des marges pour une reprise du redressement de la rentabilité à partir de 2021.

Croissance externe : accélération des acquisitions depuis 5 ans

But principal de l'introduction en bourse réalisée en 2006, les opérations de croissance externe ont débuté en 2008 avec le rachat de 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 :

- Intercargo en 2012 en Espagne : 2,3 M€ de MB, export Amérique latine et Moyen-Orient.
- Garnett Logistics (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 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 28,5 M€ à fin 2019, et le refinancement bancaire réalisé fin 2019 (60,8 M€ dont 13 M€ destinés à financer de futures acquisitions), Clasquin a, selon nous, les moyens de réaliser de nouvelles acquisitions pour des opérations ciblées. Dans le contexte sanitaire actuel aucune opération n'a été réalisée depuis le début de l'exercice, mais à l'occasion de la présentation des dirigeants semestriels en septembre dernier, les dirigeants ont annoncé avoir relancé leur recherche.

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

+

- Un savoir-faire dans le traitement des flux Asie - Europe, Europe - Afrique et Asie - Amérique du Nord
- Un portefeuille de clients diversifié
- Des équipes de management stables et de qualité
- Une expansion géographique progressive et mesurée
- Un potentiel de développement important pour les implantations actuelles et via l'ouverture de nouvelles zones
- Bonne réactivité en matière de business dans un secteur volatil, et en matière d'ajustement de coûts de structure (préservation des marges)
- Génération de cash-flow soutenu
- Retour aux actionnaires important (50% de taux de distribution)

-

- Marché en volume cyclique et parfois volatil
- Des échanges mondiaux qui devraient être durablement perturbés par la crise sanitaire actuelle
- 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)
- Faible liquidité du titre

Source: Independent analyst

Endettement & Liquidité : une trésorerie permettant de financer la croissance interne et des acquisitions ciblées

En novembre 2019, le groupe a bénéficié de la mise en place d'une ligne de crédit auprès d'un pool bancaire pour un total de 60,8 M€ dont le but était de refinancer la dette historique (17,8 M€ amortissable sur 7 ans), les besoins court terme (crédit renouvelable

de 30 M€ sur 5 ans *in fine* avec des options d'extension de deux fois un an) et les futurs projets de croissance externe (13 M€ amortissables sur 7 ans). Ces lignes s'ajoutent aux facilités de découvert pour un montant de 27,5 M€.

Suite aux lignes de crédits obtenues fin 2019, la dette bancaire à fin 2019 (47,1 M€) était équilibrée entre échéances court terme et échéances à plus d'un an, et majoritairement à taux variables (97%) en partie couverte (85% à taux variable après couverture).

L'application de la norme IFRS a conduit à intégrer au bilan de fin 2019 près de 8 M€ d'engagement de loyers au passif. Le groupe compte par ailleurs des dettes relatives aux compléments de prix payables sur les acquisitions passées (près de 5 M€).

Avec une trésorerie de 28,5 M€ à fin 2019, la dette nette est ainsi ressortie à 26,5 M€ ou 18,6 M€ hors IFRS 16, soit un *gearing* de 99% ou 68% hors IFRS 16 (77% à fin 2018 et 69% à fin 2017).

De par sa situation financière et les lignes de crédit d'ores et déjà négociées, la société a selon nous les moyens de passer la crise actuelle, tout en poursuivant ses investissements en matière de croissance interne et d'acquisitions ciblées.

Management, Gouvernance, Actionnariat : un actionnariat 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 Ihle (DGD et Secrétaire général), Christian Ahrens, Claude Revel et Fan Ma (administrateurs indépendants).

La société a également mis en place un Comité exécutif élargi en charge de définir la stratégie, la politique générale et les investissements. Il est présidé par Yves Revol et composé de six membres : Hugues Morin, Laurence Ihle, Philippe Lons, Olivia Boyron (Directrice juridique), Marie-Line Bourdon (Directrice marketing et communication) et Frédéric Serra (Directeur des Systèmes d'Information).

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 45,7% du capital (en direct et via sa holding Olymp). Sa participation est globalement stable depuis l'introduction en bourse de la société en 2006. Les salariés sont également actionnaires à hauteur de 12,3% du capital (FCPE inclus).

Profil de risque : un environnement de marché volatil

L'évolution des volumes d'échanges commerciaux mondiaux est un facteur clé de l'activité. En cas de ralentissement économique, comme cela est craint de manière durable post épisode Covid-19, 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.

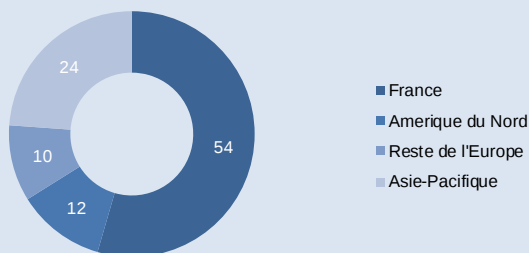
Dans le cadre de ses opérations de croissance externe, la société pourrait être confrontée à des difficultés d'intégration, ce qui pourrait pénaliser les perspectives de résultats.

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.).

VP : 64 € / VA : 51 € (TRI implicite : 31%)

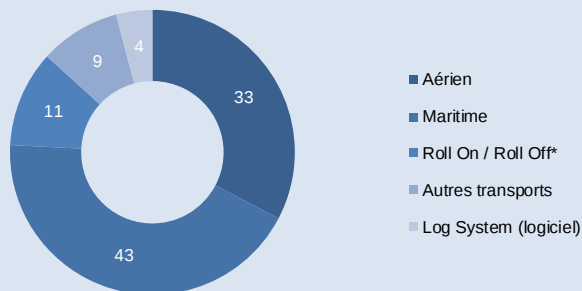
Sur la base de nos prévisions 2024, la valeur prospective à cet horizon ressort à 64 € par action, soit une valeur actuelle de 51 € (sur la base d'un coût des fonds propres de 8,5%) et un point d'entrée à 43 € (sur la base d'une exigence de TRI de 13,5%, soit une prime de risque additionnelle de 500 pb par rapport au coût du capital précité). Au cours actuel, le TRI sur la période ressort à plus de 30% avec un rendement moyen du dividende de près de 5%, une croissance annuelle moyenne des BPA de plus de 47% et une contraction des multiples de valorisation (près de -22%).

Profil de la société

Clasquin : MB 2019 par pays (%)*


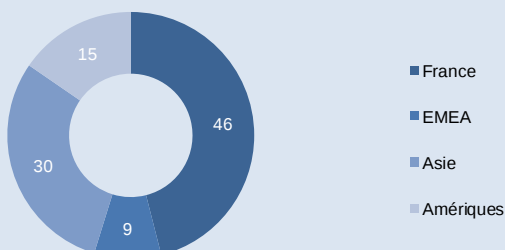
Source: Independent analyst, Clasquin

*Estimé

Clasquin : Marge Brute 2019 par activité (%)


Source: Independent analyst, Clasquin

* transport maritime de camions avec leur chargement

Clasquin : Effectifs par zone géographique (%)


Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Quelques données opérationnelles

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Bureaux	50	55	62	62	62	63
Pays	20	20	20	20	22	23
Salariés	670	674	716	762	790	980
Tonnes (Aé.)	47 977	50 586	53 402	63 446	69 466	62 865
Variation	7,1%	5,4%	5,6%	18,8%	9,5%	-9,5%
EVP* (Mar.)	90 727	122 884	144 147	168 832	199 473	217 530
Variation	6,6%	35,4%	17,3%	17,1%	18,1%	9,1%
Tot. nb d'op.	171 300	207 931	221 990	246 657	264 179	273 875
Variation	9,5%	21,4%	6,8%	11,1%	7,1%	3,7%

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

Clasquin : Management

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

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 31/12/2019)

	%	
	Capital	Dt de vote
Yves Revol + Olymp	45,7	60,0
Flottant	42,0	Nc
Salariés	12,3	Nc

Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin: Déclaration des administrateurs

Corporate Officer	Date	Achat/ Vente	Nbr de titres	Montant EUR	Prix de transaction
Ariane (H. Morin)	Juil./Août	Achat	535	16 179	30,2
Laurence Ilhe	Juin	Achat	313	8 961	28,6
Olymp (Y. Revol)	Mars à Mai	Achat	20 334	528 005	26,0
Laurence Ilhe	Mars	Cession	145	3 625	25,0
Laurence Ilhe	Mars	Achat	116	2 192	18,9

Source: Independent analyst, Clasquin, AMF

Clasquin: Profil de la société

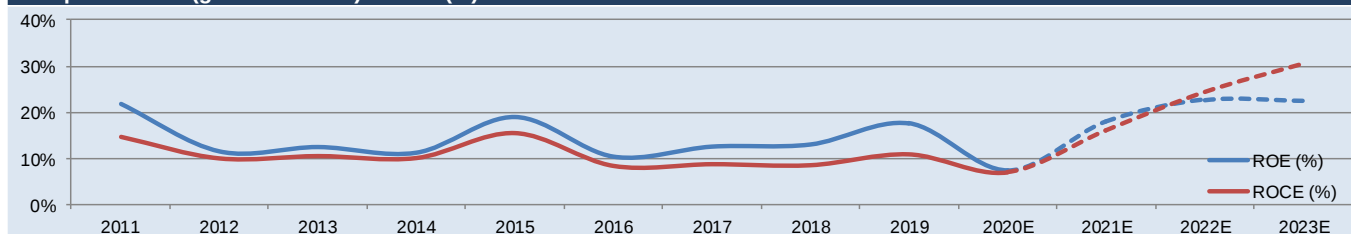
Clasquin est un spécialiste de l'International Freight Management et de la logistique Overseas. La société pilote et organise les flux de marchandises de ses clients principalement entre l'Europe et le reste du monde, et en particulier, en provenance ou à destination des zones Asie-Pacifique, Amérique 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 : Due diligence d'investissement

	Faible	Moyen	Fort	Commentaires
Structure du marché & Momentum - 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		x	x	Histo. les flux de transport augmentaient > que la croissance mondiale. Plus le cas auj. Métier faiblement capitalistique mais nécessité de recruter des personnes expérimentées Taux de fret fluctuent au niveau mondial. Sont imposés aux commissionnaires de transport Les variations des coûts de transports sont répercutées aux clients Activités exercées : service. Le débauchage des salariés est le risque principal La société est confrontée à la fois à des géants mondiaux et à des petits concurrents locaux De nombreux rapprochements ont lieu mais il subsiste toujours beaucoup d'opérateurs Il existe des géants mondiaux dans le secteur et une multitude de petits acteurs locaux L'activité nécessite des outils informatiques pointus Chaque pays et chaque zone géo. a ses propres règles en matière d'import - export
Profil des revenus - Cyclicité - Saisonnalité - Récurrance - Prévisibilité - Compréhension de l'entreprise - Diversification des clients finaux - Diversification des marchés finaux - Diversification géographique - Diversification des fournisseurs - Croissance organique - Croissance externe - Pricing power	x	x	x	Les volumes transportés dépendent du dynamisme de l'économie mondiale Le T1 est le plus faible trimestre de l'année mais pas de manière significative Post cession de Gueppe Clasquin désormais centrée uniquement sur la comm. de transp. Portefeuille clients diversifié (aucun client ne représente plus de 5% de la MB) Secteurs d'origine des clients diversifiés Nombreuses implantations hors de France Travaille avec la plupart des transporteurs maritimes et aériens Croissance organique à 4,6% en moyenne au cours des dix dernières années Acquisitions régulières depuis 2014 Spécialisation sur certains flux et certaines niches permettant une bonne maîtrise des tarifs Essentiellement des frais de personnel
Profitabilité et génération de Cash-Flow - 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	x	x	x	Spécificités au niveau du BFR (flux importants transitant par le groupe) ROCE moyen > 14% en historique FCF yield à plus de 5% en moyenne depuis 2009 (basé sur le cours moyen de l'année) Limitée par le besoin de maintenir les équipes pour préparer le rebond en cas de baisse Clasquin présente dans zones clés et s'appuie sur un réseau de partenaires ailleurs (WFA) Nouvel ERP qui devrait permettre de générer des marges supérieures post effet Covid
Bilan et Liquidité - Lever financier - Liquidité - Qualité de la structure de la dette - Intensité du BFR - Eléments hors bilan	x	x	x	Dette nette / EBITDA à 1,9 (inclus options de vente des minoritaires de certaines sociétés) Trésorerie à plus de 28 M€ à fin 2019 Pas de mur de dette
Considérations relatives à l'investissement - 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	x	x	x	Savoir-faire historique dans les flux provenant et à destination d'Asie Décote par rapport aux multiples historiques et aux multiples des sociétés comparables Exposé aux fluctuations économiques mais bonne réactivité du management Société détenue par son manager depuis 1983 Managers aux postes clés dans la sté depuis longtemps Couvert par 4 analystes sell side Moyenne des échanges sur 2019 : 676 titres par jour Beta : 0,31 ; Beta ajusté : 0,54

Source: Independent analyst, Factset

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


Source: Independent 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 / 98% 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. 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 les aspects documentaires, réglementaires, bancaires et douaniers.

Au sein de ce pôle, on peut distinguer :

- le transport aérien (33% 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 (43% de la MB), diversification opérée à partir du début des années 1990 notamment via la réalisation d'opérations de croissance externe, et qui a permis à cette activité de devenir la première division en termes de taille à partir de 2010 ;
- le Roll On – Roll Off (11% de la MB), transport maritime de camions avec leur chargement issu de l'acquisition de LCI en 2015 spécialisé sur les flux France-Maghreb. En hausse de près de 19% en 2019, grâce à des ouvertures de bureaux au Maroc, à Lille et à Nantes, un renforcement des équipes à Paris et à Marseille et aux efforts portés sur le développement de l'activité avec l'Algérie depuis la France ;
- les autres modes de transport (9% 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 ou encore de l'activité Fairs & Events).

— Environnement concurrentiel

Confronté à une concurrence variée, avec d'un côté des géants mondiaux (DHL, Kuehne Nagel, Fedex, Schenker, Nippon Logistics, Expeditors, DSV, 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. Fort de cette reconnaissance, la société a pu dupliquer son offre en provenance ou à destination d'autres zones géographiques. Cette expansion géographique a été complétée par des opérations de croissance externe.

A fin juin 2020, la société était implantée en direct sur les cinq continents avec plus de 951 collaborateurs répartis dans un réseau de 64 bureaux opérationnels dans 21 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.

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 172 pays.

Clasquin: Analyse des franchises							
	MB / EBIT %	Taille de marché	Cyclicité	Profitabilité	Intensité capitalistique	Croissance	Recurrence
Comm. de transport	96 / 98	N/A	Forte	Faible	Faible	Forte	Faible
Edition de logiciels	4 / 2	N/A	Faible	Forte	Faible	Faible	Forte

Source: Independent analyst, Clasquin

— 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 a été moins favorable au marché de la commission de transport avec une hausse des volumes à +1,5% pour le maritime et une baisse de plus de 3% dans l'aérien (Source : société).

La survenance de la crise sanitaire, suivie des mesures de confinement appliquées dans la plupart des pays ont fortement perturbé les échanges mondiaux depuis début 2020. Même si l'activité tend à redémarrer, les volumes des échanges sont attendus en baisse de -11,9% par le FMI sur l'ensemble de l'année. Un rebond de +8% est attendu pour 2021, ce qui ne permettra pas de restaurer les volumes historiques avant 2022. L'environnement de marché devrait ainsi rester durablement sous pression.

Edition de logiciels (4% de la MB / 2% du ROP) : une activité non stratégique

— Activité

Dans l'activité d'édition de logiciels (sociétés Log Sytem et Cosmos consultants détenues à 70%), le groupe intervient au sein trois domaines distincts :

- le transport international et le transit avec le logiciel Aeolus (développé pour les commissionnaires de transports internationaux et transitaires, multimodal, multilingue - inclus les idéogrammes et multi-compatibilité) ;
- l'anatomie et la cytologie pathologique (département médical), logiciels CACP et CYAN destinés aux laboratoires publics ;
- la gestion des douanes, la déclaration d'échanges de biens, les documents export et de commerce international avec le logiciel Cosmos (société acquise début 2018, 0,3 M€ de CA).

Une filiale en Tunisie a été ouverte en 2018 (détenue à 69%) dans une optique *nearshore*, pour s'appuyer sur le savoir-faire d'une main-d'œuvre locale dans

certaines domaines, et ce à moindre coût. Bénéficiant d'un savoir-faire reconnu, Log System commercialise avec succès ses solutions. Cependant, la stratégie n'étant pas de déployer à grande échelle ces outils logiciels, cette activité devrait ainsi rester marginale à l'échelle du groupe (4% de la MB).

— Environnement concurrentiel

Depuis la création de Log System, des solutions performantes sont apparues qui permettent de proposer des solutions au niveau mondial. 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 le nouvel outil désormais utilisé par le groupe depuis 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

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

— Profil de risque

Cette activité concerne 56 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, des nouveaux outils logiciels (Cargowise et outils comptables).

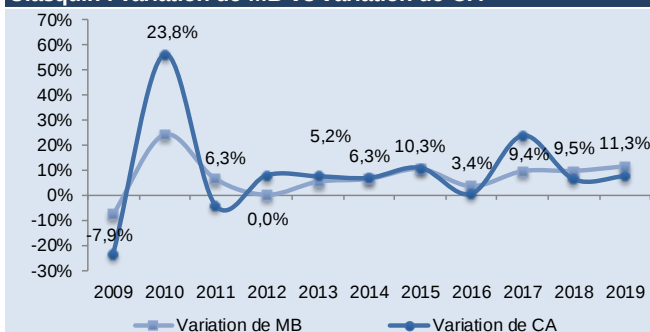
Clasquin : Analyse de risque					Commentaires
	Faible	Moyen	Elevé		
Risques opérationnels	Management	X			Actionnariat et management familial
	Coûts			X	Les charges de personnel sont la principale source de coûts, elles varient peu en fonction de l'activité
	Changes		X		Achats libellés en dollar pour 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 financier en cours d'intégration
Risques stratégiques	Concurrents		X		La société est confrontée depuis toujours à des géants dans le secteur, mais poursuit sa croissance
	Clients	X			La société dispose d'un portefeuille client diversifié, aucun ne représente plus de 5% de la marge brute
	Fournisseurs	X			Il existe de nombreux prestataires en matière de transport maritime et aérien
	Technologie	X			Hormis les outils logiciels, l'activité ne requiert pas l'utilisation de technologie particulière
	Product	X			Activité commission de transport désormais plutôt bien diversifiée : maritime, aérien et autres modes de transport
Risques financiers	Crédit	X			Financement par emprunt bancaire majoritairement à long terme
	Liquidité	X			Cash important pour financer le BFR
	Taux d'intérêts	X			Emprunts très majoritairement à taux fixes
Risques compliance	Réglementaire	X			La société dispose de compétences reconnues en matière de traitements douaniers
	Legal	X			
	Politique	X			Le marché de la commission de transport est un marché mondial peu influencé par les risques politiques
	Gouvernance	X			

Source: Independent analyst, Clasquin

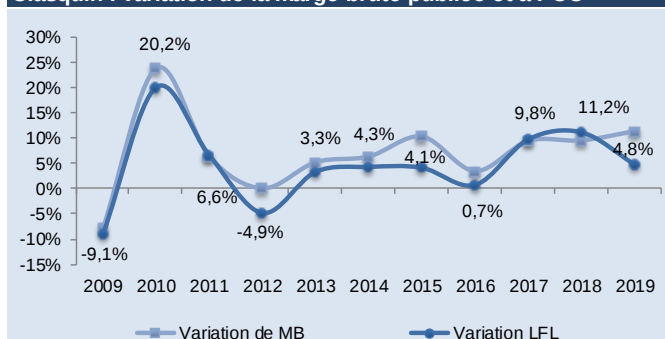
Clasquin : Analyse des barrières à l'entrée

	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			

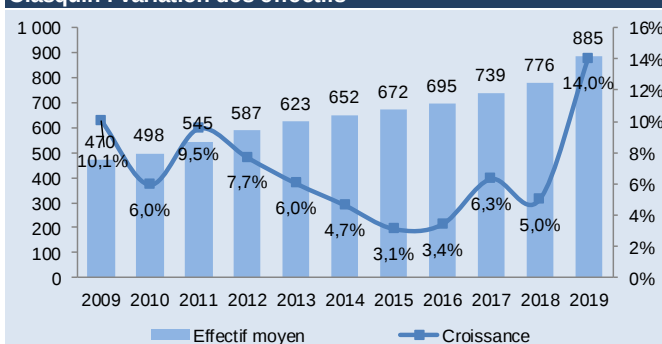
Source: Independent analyst

Clasquin : Variation de MB vs variation de CA


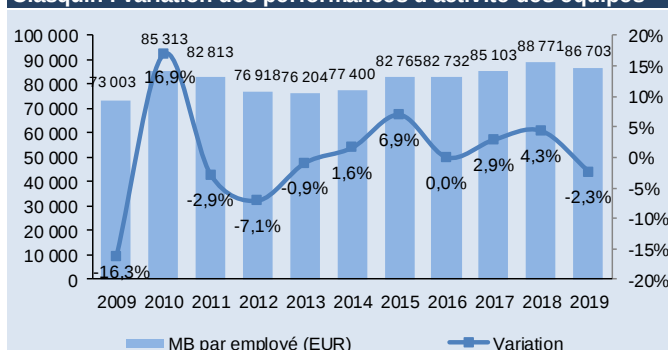
Source: Independent analyst, Clasquin

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

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
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	85 607
Variation	-2,8%	-15,8%	12,7%	5,7%	-1,6%	2,3%	6,5%	8,1%	3,2%	10,1%	1,6%	5,1%
Maritime	51 548	52 523	66 435	69 537	73 487	81 595	92 090	98 908	100 765	111 946	119 246	115 858
Variation	5,7%	1,9%	26,5%	4,7%	5,7%	11,0%	12,9%	7,4%	1,9%	11,1%	6,5%	-2,8%
RO/RO*	-	-	-	-	-	-	-	23 270	33 913	38 299	40 596	46 374
Variation	-	-	-	-	-	-	-	-	45,7%	12,9%	6,0%	14,2%
Autres	7 460	9 076	11 629	12 134	12 941	13 505	13 936	15 199	14 502	16 259	22 900	26 036
Variation	3,8%	21,7%	28,1%	4,3%	6,7%	4,4%	3,2%	9,1%	-4,6%	12,1%	40,8%	13,7%
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	62 865
Variation		-16,4%	22,4%	8,6%	1,3%	7,5%	7,1%	5,4%	5,6%	18,8%	9,5%	-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	0,734
Variation		-0,7%	8,6%	2,8%	3,0%	5,1%	0,5%	-2,5%	2,3%	7,9%	7,8%	-13,9%
Maritime (EVP)	50 683	55 618	79 094	90 198	84 895	85 138	90 727	122 884	144 147	168 832	199 473	217 530
Variation		9,7%	42,2%	14,0%	-5,9%	0,3%	6,6%	35,4%	17,3%	17,1%	18,1%	9,1%
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	1,878
Variation		7,7%	12,4%	9,0%	-10,9%	-9,7%	-5,6%	26,1%	15,1%	5,4%	10,9%	12,2%
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	25,4
Variation	9,6%	-14,8%	27,2%	7,7%	-6,6%	-3,4%	5,9%	15,3%	-3,7%	12,4%	13,3%	8,2%
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	296,7
Variation		1,3%	12,5%	1,7%	-4,8%	-5,6%	-0,6%	6,6%	-6,6%	2,2%	11,7%	2,8%
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	404,0
Variation		1,9%	3,6%	-1,1%	-7,5%	-10,2%	-1,1%	9,3%	-8,7%	-5,3%	3,7%	19,4%
Maritime (EURm)	13,5	12,7	16,2	17,5	18,5	20,6	22,5	27,8	27,7	30,2	30,5	33,5
Variation	21,6%	-5,6%	26,6%	8,4%	5,6%	11,3%	9,3%	23,4%	-0,4%	9,0%	1,2%	9,8%
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	289,1
Variation		-7,3%	0,3%	3,4%	0,0%	0,3%	-3,1%	14,9%	-2,2%	-1,9%	-5,2%	13,0%
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	154,0
Variation		-14,0%	-10,8%	-5,1%	12,3%	11,1%	2,6%	-8,9%	-15,1%	-6,9%	-14,5%	0,7%
RO/RO*	-	-	-	-	-	-	-	4,7	6,7	6,6	7,2	8,5
Variation	-	-	-	-	-	-	-	-	42,6%	-1,5%	9,1%	18,1%
Soit par opération (EUR)	-	-	-	-	-	-	-	202,0	197,6	172,3	177,4	183,3
Variation	-	-	-	-	-	-	-	-	-2,2%	-12,8%	2,9%	3,3%
Autres	1,5	1,8	2,1	2,3	2,9	3,3	3,4	2,9	3,6	4,2	5,9	7,1
Variation	-	20,0%	16,2%	10,0%	26,1%	14,0%	3,0%	-14,9%	24,1%	16,7%	40,5%	20,3%
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	272,7
Variation	-	-1,4%	-9,3%	5,4%	18,2%	9,3%	-0,2%	-22,0%	30,1%	4,1%	-0,3%	5,8%
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	76,7
Variation	40,4%	-7,9%	23,8%	6,3%	0,0%	5,2%	6,3%	10,3%	3,4%	9,4%	9,5%	11,3%
Variation LFL	27,3%	-9,1%	20,2%	6,6%	-4,9%	3,3%	4,3%	4,1%	0,7%	9,8%	11,2%	10,7%

Source: Independent analyst, Clasquin

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

Les vecteurs de croissance

Dans un contexte de marché globalement porteur, et grâce au succès de la stratégie de conquête commerciale, la société a enregistré une forte croissance de son activité au cours des derniers exercices : MB +9% en 2017 dont +10% en organique, +9,5% en 2018 dont +11% org. et +11,3% en 2019 dont +10,7% org. Dans un environnement beaucoup plus chahuté avec la crise sanitaire, le groupe a prouvé sa résilience avec une MB stable à fin septembre 2020 dont -6% en organique. Même si le rythme de reprise des échanges mondiaux reste encore incertain, les moteurs du groupe étant toujours actifs, nous estimons que la société devrait retrouver rapidement une dynamique de croissance que ce soit par croissance organique ou par croissance externe.

Un contexte de marché compliqué : effondrement des échanges mondiaux dans un contexte de crise sanitaire

— Des échanges mondiaux déjà sous pression en 2019

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 s'est ainsi alignée sur l'évolution du PIB (période 2012-18).

En 2019, dans un contexte de décélération du PIB, et dans un marché perturbé par les tentations de politiques protectionnistes de certains pays (Etats-Unis, Chine, etc.), la croissance des échanges mondiaux s'est nettement ralentie (à +0,9% après +3,8% en 2018).

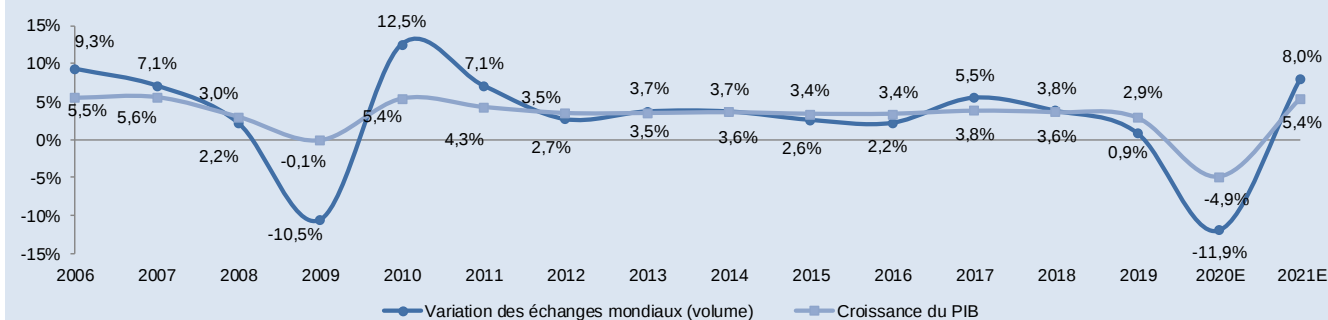
Au niveau des acteurs de la commission de transport, ces tendances se sont traduites par des croissances en volumes de l'ordre de 2 à 3% en moyenne chaque année depuis 2012, avec un pic en 2017 (+9% pour le maritime et +4% pour l'aérien), et une année 2019 plus compliquée avec une croissance réduite à 1,5% dans le maritime et une baisse estimée à plus de 3% dans l'aérien (source : société). 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.

Depuis le début de l'année 2020, ils doivent faire face aux effets de l'épidémie de Coronavirus : forte baisse des volumes, arrêt ou forte réduction des lignes régulières, et la nécessité de trouver des solutions pour les produits qui devaient être acheminés au plus fort de la crise.

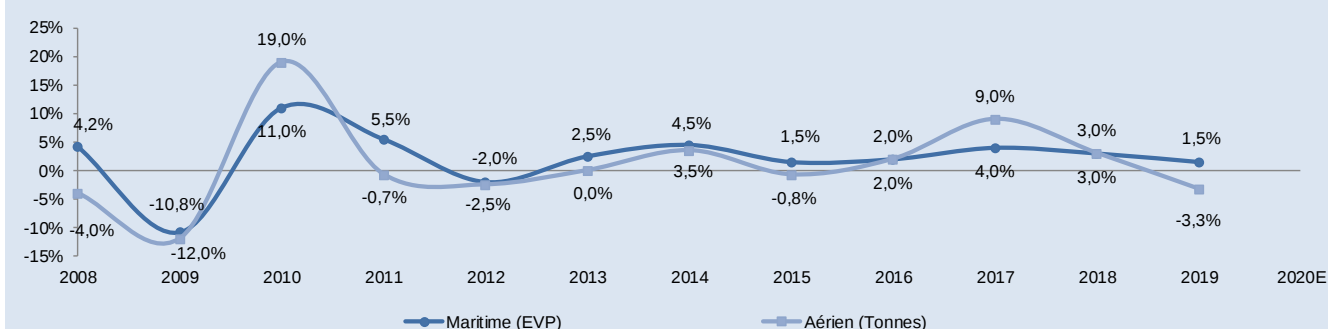
— Une année 2020 atypique

Dans ses dernières estimations, le FMI anticipe une baisse du PIB mondial de -4,9% en 2020 et de -11,9% des échanges mondiaux, soit un impact plus violent que la crise financière de 2009 (-0,1% et -10,5% respectivement). Pour 2021, les prévisions font ressortir une anticipation de fort rebond du PIB (+5,4% attendus) et parallèlement du volume des échanges mondiaux (+8%).

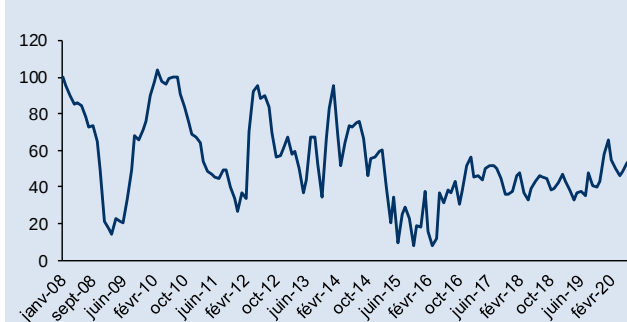
Les sociétés de commission de transport devraient être pénalisées par la baisse du volume des échanges, mais probablement moins en valeur, dans la mesure où les prestations vont probablement être réalisées sur la base de taux de fret bien supérieurs. A ce stade cependant, aucun opérateur ne se risque à formuler des scénarios d'évolution des volumes traités en maritime (-10 à -15% au S1, -5% à -6% estimé par le cabinet de recherche Transport Intelligence sur l'année) ou en aérien (-15 à -20% au S1, -13% à -14% sur l'année estimé par le cabinet de recherche Transport Intelligence), que ce soit pour 2020, comme pour 2021.

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


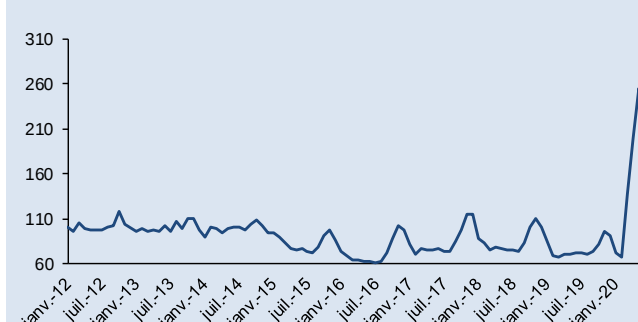
Source: IMF.org

Clasquin : Tendances de marché (évolution en volume)


Source : Khuene & Nagel, Panalpina, Clasquin

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


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

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


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

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. Au cours des 5 dernières années, Les volumes transportés par la société ont été de l'ordre de 2 à 3x les tendances de marché (hormis en 2019 en aérien, plus d'opérations et de MB mais moins de volumes). La performance est liée au succès des développements organiques et à la réalisation de plusieurs opérations de croissance externe.

Confronté à une concurrence variée, avec d'un côté des géants mondiaux (DHL-Panalpina, 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.

— Une stratégie de développement dans la continuité

Les dirigeants comptent poursuivre la stratégie de développement, 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 (lancement de l'offre digitale *Live by Clasquin* au T4 2020) et vers le *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, pharmacie, 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 à plus de 28,5 M€ à fin 2019, et le refinancement bancaire réalisé fin 2019 (60,8 M€ dont 13 M€ destinés à financer de futures acquisitions), Clasquin a, selon nous, les moyens de réaliser de nouvelles opérations de croissance externe, pour des opérations ciblées. Dans le contexte sanitaire actuel, aucune opération n'a encore été réalisée depuis le début de l'exercice, mais les dirigeants ont d'ores et déjà annoncé avoir relancé leur recherche.

— Guidance du management

Comme la plupart des acteurs du marché, les dirigeants n'ont pas communiqué d'objectifs précis. Ces derniers ont annoncé : « un niveau d'activité pour l'ensemble de l'année 2020 supérieur aux prévisions de marché », ce qui a été réalisé au premier semestre avec des volumes en hausse de +3% en maritime (-2% à périmètre constant) et -12,6% dans l'aérien (-16,6% à pc), à comparer à respectivement -10% à -15% et -15% à -20% pour le marché. Sachant que les prévisions de marché concernent les données dévoilées par l'OMC, à savoir une baisse des échanges internationaux de l'ordre de -9% (-13% à -32% visés au plus fort de la crise, et -10% à -15% durant l'été).

Clasquin : Historique des performances en volume vs performance marché

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Segment maritime (var. en Equivalent Vingt Pieds)											
Marché	-10,8%	11%	5,5%	-2,0%	2,5%	4,5%	1,5%	2,0%	4,0%	3,0%	1,5%
Clasquin	9,7%	42%	14,0%	-5,9%	0,3%	6,6%	35,4%	17,3%	17,1%	18,1%	9,1%
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%	-3,3%
Clasquin	-16,4%	22,4%	8,6%	1,3%	7,5%	7,1%	5,4%	5,6%	18,8%	9,5%	-9,5%

Source: Independent 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 (Göriz 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%	7,0	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 CIC Market Solutions

Si la crise sanitaire a fortement perturbé l'activité, le groupe a plutôt bien résisté sur le début de l'année 2020 notamment dans le segment maritime et aérien (MB à 55,6 M€ à fin septembre 2020, stable ou -6% en organique). Le groupe a certes réalisé moins d'opérations, mais avec des volumes bien plus importants doublés de bonnes conditions tarifaires. En effet, les routes commerciales étant fortement ralenties, voire à l'arrêt, les équipes du groupe ont dû trouver des solutions parfois dans l'urgence pour les clients (affrètement d'un Antonov de la Chine vers l'Europe pour faire parvenir du matériel médical de type masques et gants).

Dans un environnement de marché plus normalisé (conditions tarifaires probablement moins favorables), dans la perspective de difficultés économiques au niveau mondial (plusieurs mois avant de retrouver les niveaux d'échanges pre-Covid-19), d'une nouvelle vague épidémiologique en Europe, et compte tenu d'un effet de base élevé, nous avons, par prudence intégré dans nos estimations une moindre résilience au second semestre de 2020 (-4,6% estimés dont -10,4% en organique), conduisant à une prévision de MB 2020 à 74,8 M€, -2% ou -9% en organique (effet périmètre lié à la consolidation sur 12 mois de Cargolutions).

Pour les années suivantes, comme après la crise financière de 2009 (MB à -8% en 2009, dont -9% en orga. et à +24% en 2010, dont +20% en orga.), et parce que le groupe a rapidement relancé ses investissements (nouveaux bureaux, nouvelles spécialités, etc.), nous estimons que la croissance pourrait rebondir rapidement, et durablement : +8% attendu pour 2021 en termes de MB et +10% pour 2022.

Si la société compte poursuivre ses opérations de croissance externe, ces dernières étant difficilement prévisibles, nous n'avons pas intégré de nouvelle acquisition dans notre scénario.

Clasquin : Projection de l'évolution de l'activité

EURm	2013	2014	2014 PP*	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
CA	198,1	211,5	201,7	234,2	235,0	290,6	308,3	331,3	372,9	402,9	443,3	465,4	479,4
Variation	7,3%	6,7%	Ns	16,1%	0,3%	23,6%	6,1%	7,4%	12,6%	8,0%	10,0%	5,0%	3,0%
Variation LFL	6,6%	3,8%	Ns	-6,5%	-1,4%	24,7%	8,5%	7,4%	6,0%	8,0%	10,0%	5,0%	3,0%
Marge brute	47,4	50,4	43,6	55,6	57,5	62,9	68,9	76,7	74,8	80,8	88,9	93,4	96,2
Variation	5,2%	6,3%	Ns	27,5%	3,4%	9,4%	9,5%	11,3%	-2,4%	8,0%	10,0%	5,0%	3,0%
Variation LFL	3,3%	4,3%	Ns	4,8%	0,7%	9,8%	11,2%	10,7%	-9,0%	8,0%	10,0%	5,0%	3,0%
Dont Aérien	15,6	16,6	16,6	19,1	18,4	20,7	23,5	25,4	25,6	27,7	30,5	32,3	33,2
Variation	-3,4%	5,9%	5,9%	15,3%	-3,7%	12,4%	13,3%	8,2%	1,0%	8,0%	10,0%	6,0%	3,0%
Dont Maritime	20,6	22,5	22,5	27,8	27,7	30,2	30,5	33,5	35,0	37,3	41,7	44,0	45,3
Variation	11,3%	9,3%	9,3%	23,4%	-0,4%	9,0%	1,2%	9,8%	4,5%	6,5%	11,9%	5,5%	3,0%
Dont RO/RO	-	-	-	4,7	6,7	6,6	7,2	8,5	6,6	7,6	8,2	8,6	8,9
Variation	-	-	-	-	42,6%	-1,3%	7,7%	19,3%	-22,0%	15,0%	8,0%	4,0%	3,5%
Dont Autres	3,3	3,4	3,4	2,9	3,6	4,2	5,9	7,1	5,3	6,2	6,7	6,9	7,1
Variation	12,8%	3,0%	3,0%	3,0%	24,1%	16,7%	39,9%	20,3%	-25,0%	16,0%	8,0%	3,0%	3,0%
Dont Log System	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,8	3,2	3,0	3,2	3,3	3,4	3,5
Variation	-10,7%	4,5%	4,5%	4,5%	-1,7%	4,0%	7,0%	7,0%	-5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%

Source: Independent analyst, Clasquin

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

Profitabilité normative

Grâce à la relative résilience de l'activité, aux mesures prises pour faire face à la crise sanitaire et à la montée en puissance des nouveaux outils logiciels, les résultats devraient rester positifs en 2020, et la marge opérationnelle devrait se redresser rapidement 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 10% 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 63% 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 ou encore de l'Afrique sub-saharienne).

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 significatifs.

Enfin, pour accompagner sa croissance, améliorer le service rendu aux clients ainsi que la productivité des équipes, le groupe a procédé à des investissements conséquents dans le domaine informatique (environ 2 M€ par an) avec le 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) pesant sur la marge opérationnelle du groupe tout au long de la phase de déploiement (2017-2019). Dernière étape de la rénovation des outils informatiques, le déploiement en cours d'un nouveau logiciel à destination des fonctions supports qui devrait être achevé fin 2020 (finance, comptabilité, etc.)

— ... 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/MB passant à 8,0% (11,3% 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/MB à 8,6% en 2017 et 8,4% en 2018.

En 2019, grâce à la bonne dynamique d'activité (+11%), la montée en puissance de Cargowise, la cession d'ECS ou encore la réduction des foyers de perte (Portugal, Corée), le groupe a signé une nette amélioration des marges en 2019 : ratio EBIT/MB porté à 10,8%.

Potentiel d'amélioration des marges post effet Covid : rebond significatif attendu dès 2021

— Des résultats qui devraient rester positifs en 2020

Dès le début de la crise sanitaire, les dirigeants ont pris des mesures pour préserver les marges du groupe telles que :

- la réduction des dépenses variables : arrêt des déplacements et événements, report de projets (communication, recrutement, etc.) ; renégociation de certains contrats (locaux, loyers, etc.) ;
- un ajustement de la rémunération des dirigeants et managers et du salaire performance (part variable de la rémunération des salariés) ;
- la prise du solde des congés en cours ;
- la mise en place des différents dispositifs publics offerts aux sociétés du groupe en fonction de la localisation géographique, à savoir : chômage partiel (France, Allemagne, Italie, Chili), subventions pour maintenir l'emploi (Singapour, Hong-Kong), suspension de contrats (Canada), prêts pour les dépenses indispensables (Etats-Unis) ou encore remboursement des charges sociales (Chine).

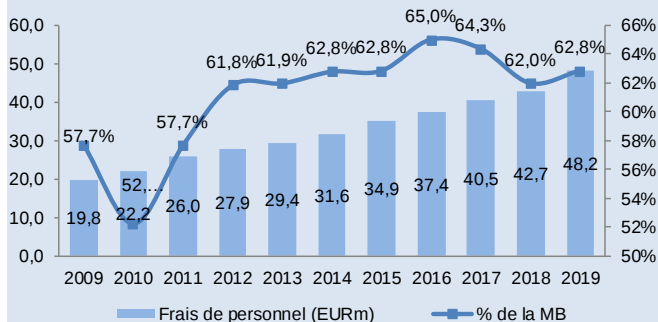
Grâce à ces mesures, à la relative résilience de l'activité, et les capacités à préserver la MB (ajustement des tarifs par rapport à la variation des taux de fret), le résultat opérationnel du S1 a été stable à 3,8 M€ (hors dépréciation clients). Compte tenu de la performance du S1, nous estimons que le groupe devrait dégager des résultats significativement positifs malgré les effets de la crise sanitaire sur l'activité en tant que telle mais également l'organisation des équipes (recours au télétravail par exemple).

— Un ratio MB/CA qui devrait retrouver un niveau à deux chiffres

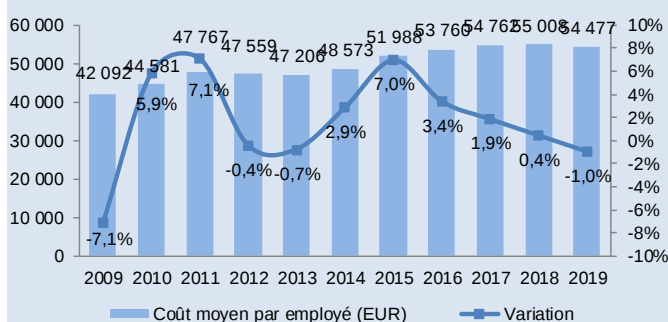
En parallèle du rebond de l'activité, et compte tenu des éléments qui participaient au redressement des marges avant la survenance de la crise sanitaire (Cargowise à plein régime), nous estimons que le groupe devrait rapidement retrouver une marge à deux chiffres.

Nous prévoyons un ratio EBIT/MB à 12,1% pour 2021. Sur la base de notre scénario d'activité, croissance organique forte encore sur 2022 puis ralentissement progressif les années suivantes, le ratio devrait continuer à s'améliorer. 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).

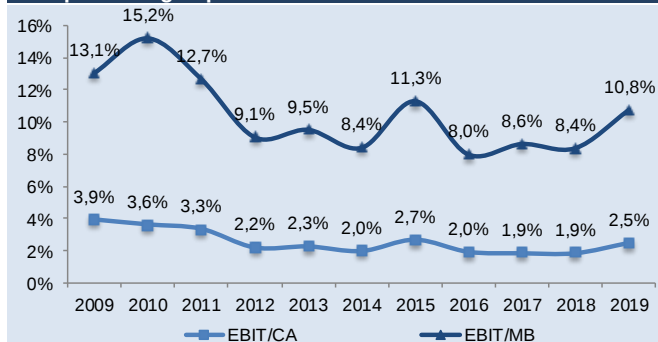
Combinant retour à une croissance soutenue de l'activité et amélioration des marges, le redressement des résultats entamé en 2017, et confirmé en 2018-2019, devrait marquer une pause en 2020 pour cause de crise sanitaire, et reprendre en 2021. Au global, nos estimations font ainsi ressortir une croissance annuelle moyenne de l'EBIT de 12% au cours de la période 2019-2024, et de près de 16% au niveau du résultat net.

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


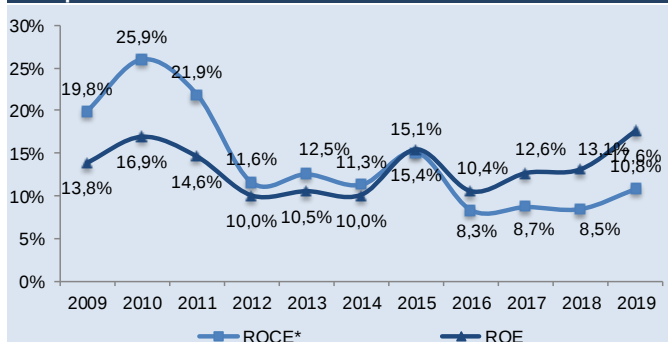
Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Coût par employé


Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Marge opérationnelle


Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : ROE et ROCE*


Source: Independent analyst, Clasquin

* Inclut goodwill

Clasquin : Projection de l'évolution des résultats

EURm	2012	2013	2014	2014 PP*	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
CA	184,6	198,1	211,5	201,7	234,2	235,0	290,6	308,3	331,2	372,9	402,9	443,3	465,4	479,4
Variation	7,7%	7,3%	6,7%	Ns	16,1%	0,3%	23,6%	6,1%	7,4%	12,6%	8,0%	10,0%	5,0%	3,0%
Variation LFL	0,6%	6,6%	3,8%	Ns	-6,5%	-1,4%	24,7%	8,5%	7,4%	6,0%	8,0%	10,0%	5,0%	3,0%
Marge brute	45,1	47,4	50,4	43,6	55,6	57,5	62,9	68,9	76,7	74,8	80,8	88,9	93,4	96,2
Variation	0,0%	5,2%	6,3%	Ns	27,5%	3,4%	9,4%	9,5%	11,3%	-2,4%	8,0%	10,0%	5,0%	3,0%
Variation LFL	-4,9%	3,3%	4,3%	Ns	4,8%	0,7%	9,8%	11,2%	10,7%	-9,0%	8,0%	10,0%	5,0%	3,0%
Charges externes et autres	10,6	11,0	11,8	9,8	11,7	12,3	14,2	16,0	14,1	12,7	13,6	14,2	14,5	15,0
% MB	23,4%	23,3%	23,4%	22,5%	21,0%	21,4%	22,6%	23,3%	18,4%	17,0%	16,8%	16,0%	15,5%	15,6%
Frais de personnel	27,9	29,4	31,6	28,6	34,9	37,4	40,5	42,7	48,2	47,7	50,6	54,3	57,0	58,8
% MB	61,8%	61,9%	62,8%	65,6%	62,8%	65,0%	64,3%	62,0%	62,8%	63,8%	62,6%	61,0%	61,0%	61,1%
EBIT avt exceptionnels	4,3	4,6	4,3	3,1	6,7	5,2	5,9	6,5	8,6	6,2	9,8	13,3	14,5	14,7
% CA	2,3%	2,3%	2,0%	1,6%	2,9%	2,2%	2,0%	2,1%	2,6%	1,7%	2,4%	3,0%	3,1%	3,1%
% MB	9,4%	9,7%	8,6%	7,2%	12,0%	9,0%	9,3%	9,4%	11,2%	8,2%	12,1%	15,0%	15,5%	15,3%
EBIT	4,1	4,5	4,2	3,1	6,3	4,6	5,4	5,8	8,3	6,2	9,8	13,3	14,5	14,7
% CA	2,2%	2,3%	2,0%	1,5%	2,7%	2,0%	1,9%	1,9%	2,5%	1,7%	2,4%	3,0%	3,1%	3,1%
% MB	9,1%	9,5%	8,4%	7,1%	11,3%	8,0%	8,6%	8,4%	10,8%	8,2%	12,1%	15,0%	15,5%	15,3%
Variation	-28,5%	10,4%	-6,2%	Ns	Ns	-26,9%	18,3%	6,3%	42,8%	-25,3%	58,7%	36,4%	8,5%	1,7%
RNPG	2,1	2,2	2,1	2,1	3,3	2,2	2,5	2,8	3,9	1,8	4,8	7,1	8,0	8,3
Variation	-31,4%	4,8%	-3,4%	Ns	57,2%	-35,1%	14,5%	12,6%	38,3%	Ns	Ns	48,3%	12,7%	2,9%
BPA	0,9	1,0	0,9	0,9	1,5	0,9	1,1	1,2	1,7	0,8	2,1	3,1	3,5	3,6
Variation	-31,4%	4,8%	-3,4%	Ns	57,2%	-35,1%	14,5%	12,6%	38,3%	Ns	Ns	48,3%	12,7%	2,9%

Source: Independent analyst, Clasquin

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

Clasquin : Compte de résultat consolidé

(M€)	2013A 31/12/13	2014A 31/12/14	2015A 31/12/15	2016A 31/12/16	2017A 31/12/17	2018A 31/12/18	2019A 31/12/19	2020E 31/12/20	2021E 31/12/21	2022E 31/12/22	2023E 31/12/23	2024E 31/12/24
Chiffre d'Affaires	198	211	234	235	291	308	331	373	403	443	465	479
Variation (%)	7,3	6,7	10,8	0,3	23,6	6,1	7,4	12,6	8,0	10,0	5,0	3,0
Excédent Brut d'Exploitation - Ajusté	6	7	8	7	8	9	14	14	16	20	21	21
Variation (%)	-	2,6	28,6	-15,2	8,7	20,1	51,3	-3,4	16,1	23,5	7,4	2,1
Marge (%)	3,2	3,1	3,6	3,0	2,7	3,0	4,3	3,7	3,9	4,4	4,5	4,5
Eléments exceptionnels - cash	0	0	0	-1	0	-1	0	0	0	0	0	0
Excédent Brut d'Exploitation - Publié	6	6	8	7	7	9	14	14	16	20	21	21
Variation (%)	-	2,6	24,0	-18,3	11,9	17,3	59,9	-1,0	16,1	23,5	7,4	2,1
Marge (%)	3,2	3,1	3,4	2,8	2,5	2,8	4,2	3,7	3,9	4,4	4,5	4,5
Dépréciation & Amort. des actifs tangibles	-2	-2	-2	-2	-2	-3	-6	-7	-6	-6	-7	-7
Résultat Opér. avant survaleurs - Publié	5	4	6	5	5	6	8	6	10	13	14	15
Variation (%)	10,4	-6,2	48,3	-26,9	18,3	6,3	41,9	-24,8	58,7	36,4	8,5	1,7
Marge (%)	2,3	2,0	2,7	2,0	1,9	1,9	2,5	1,7	2,4	3,0	3,1	3,1
Résultat Opér. avant survaleurs - Ajusté	5	4	7	5	6	7	9	6	10	13	14	15
Variation (%)	8,0	-6,0	54,7	-22,4	13,2	10,7	31,6	-28,0	58,7	36,4	8,5	1,7
Marge (%)	2,3	2,0	2,9	2,2	2,0	2,1	2,6	1,7	2,4	3,0	3,1	3,1
Dépré. & Amort. des actifs intangibles	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Résultat Opérationnel - Publié	5	4	6	5	5	6	8	6	10	13	14	15
Variation (%)	10,4	-6,2	48,3	-26,9	18,3	6,3	41,9	-24,8	58,7	36,4	8,5	1,7
Marge (%)	2,3	2,0	2,7	2,0	1,9	1,9	2,5	1,7	2,4	3,0	3,1	3,1
Résultat Opérationnel - Ajusté	5	4	7	5	6	7	9	6	10	13	14	15
Variation (%)	8,0	-6,0	54,7	-22,4	13,2	10,7	31,6	-28,0	58,7	36,4	8,5	1,7
Marge (%)	2,3	2,0	2,9	2,2	2,0	2,1	2,6	1,7	2,4	3,0	3,1	3,1
Résultat Financier	0	0	0	-1	-1	0	-1	-1	-1	-1	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	0	0	0	0
Résultat Courant Avant Impôt	4	4	6	4	5	5	8	5	9	13	14	15
Variation (%)	10,2	-6,3	60,0	-33,2	15,8	15,3	38,5	-31,2	74,2	41,1	10,2	3,0
Marge (%)	2,1	1,8	2,6	1,7	1,6	1,8	2,3	1,4	2,2	2,9	3,0	3,0
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	-2	-1	-2	-2	-2	-2	-3	-3	-4	-5	-5	-6
Taux effectif d'imposition (%)	38,2	34,8	31,7	36,9	40,7	38,8	41,6	55,0	40,0	39,0	38,0	38,0
Activités en cours de cession	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Résultat Net consolidé - Publié	3	2	4	3	3	3	4	2	5	8	9	9
Variation (%)	-	-1,2	60,0	-33,9	10,1	17,0	30,3	-46,3	130,5	43,2	12,0	3,0
Marge (%)	1,3	1,2	1,7	1,1	1,0	1,1	1,3	0,6	1,4	1,8	1,9	1,9
Intérêts minoritaires	0	0	-1	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Résultat Net Part du Groupe - Publié	2	2	3	2	2	3	4	2	5	7	8	8
Variation (%)	4,8	-3,4	57,2	-35,1	14,5	12,6	36,5	-54,3	175,1	48,3	12,7	2,9
Marge (%)	1,1	1,0	1,4	0,9	0,9	0,9	1,2	0,5	1,2	1,6	1,7	1,7
Résultat Net Part du Groupe - Ajusté	2	2	3	2	2	3	4	2	5	7	8	8
Variation (%)	4,8	-3,4	57,2	-35,1	14,5	12,6	38,3	-54,8	175,1	48,3	12,7	2,9
Marge (%)	1,1	1,0	1,4	0,9	0,9	0,9	1,2	0,5	1,2	1,6	1,7	1,7
BNPA - Publié	0,96	0,92	1,45	0,94	1,08	1,22	1,66	0,76	2,09	3,10	3,49	3,59
Variation (%)	4,8	-3,4	57,2	-35,1	14,5	12,6	36,5	-54,3	175,1	48,3	12,7	2,9
BNPA - Ajusté	0,96	0,92	1,45	0,94	1,08	1,22	1,68	0,76	2,09	3,10	3,49	3,59
Variation (%)	4,8	-3,4	57,2	-35,1	14,5	12,6	38,3	-54,8	175,1	48,3	12,7	2,9
Fonds Propres par action	9,1	9,2	9,4	9,0	8,6	9,3	9,5	10,2	11,7	13,6	15,4	17,2
Variation (%)	-0,3	0,6	2,4	-4,2	-5,2	8,6	2,5	6,6	15,3	16,4	13,3	11,1
Dividende par action	0,80	0,80	1,25	0,80	0,80	0,65	0,00	0,40	1,04	1,55	1,74	1,79
Variation (%)	6,7	0,0	56,3	-36,0	0,0	-18,8	-	-	161,0	48,3	12,7	2,9
Taux de distribution (%)	83,7	86,7	86,2	84,9	74,1	53,5	0,0	52,7	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*

En termes de FCF, la baisse de l'activité et des résultats attendue pour 2020 devrait en partie être compensée par une probable diminution du BFR, des Capex après plusieurs années d'investissements en informatique notamment, et l'absence de distribution de dividende. Pour les années suivantes, le rebond de l'activité et le redressement des marges combinés à de faibles investissements (commission de transport, métier d'intermédiaire), devraient conduire à la génération d'un *free cash-flow* de 10 M€ par an en moyenne. Cela devrait permettre de restaurer un taux de retour élevé aux actionnaires, post effet Covid-19, tout en poursuivant la croissance interne et les opérations de croissance externe ciblées.

Cash-flow opérationnel : plus de 13 M€ p.a. en moyenne à 5 ans

Si la crise sanitaire va probablement pénaliser la génération de cash en 2020, le rebond de la croissance organique et l'amélioration des marges prévus dès 2021, devraient permettre de retrouver un niveau de cash-flow supérieur à 13 M€ par an rapidement (10,6 M€ en 2019 IFRS 16 inclus). Cela, couplé à la bonne maîtrise du BFR (10 à 20 jours de CA), devrait se traduire par plus de 12 M€ de *cash-flow* opérationnel par an au cours des prochaines années.

A noter la forte variation du BFR au cours des derniers exercices : -2,7 M€ en 2016 et 2017, -1,6 M€ en 2018 et +5,5 M€. Dans le métier de commission de transport, les flux traités par les prestataires vont bien au-delà du CA comptable. Dans le cas de Clasquin par exemple, pour 2019, le groupe a facturé au total 563 M€ à ses clients pour un CA consolidé de 331,3 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 perturbé quelque peu les encaissements, ce qui ajouté à la forte croissance de l'activité a pesé sur le BFR. Comme annoncé le système d'encaissement a été rétabli dès 2019 permettant de retrouver des délais normatifs en matière d'encaissements et ainsi une nette réduction du BFR.

Intensité capitalistique : faible : CAPEX ~1,0% à 1,5% du CA

Avec des actifs immobilisés de 46 M€ à fin 2019 (dont 7,8 M€ lié aux contrats de location en application de la norme IFRS 16), dont 25 M€ de Goodwill, pour un total bilan à 173 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 capitalistique.

Ainsi, la société peut afficher une bonne rentabilité sur capitaux investis (*goodwill* inclus), avec un ROCE de plus de 10% en moyenne au cours des 5 dernières années.

En moyenne, les CAPEX ont représenté 1,3% du CA depuis 10 ans. Les changements majeurs en termes de software ont gonflé les investissements au cours des exercices, 2016, 2017 et 2018 (3,6 M€ de capex), et sont revenus à des niveaux plus normatifs en 2019 (2,5 M€).

Pour les années à venir, nous prévoyons des investissements contenus entre 1% à 1,5% du CA, ce inclus l'entrée à bail de nouveaux locaux (IFRS 16).

Retour à un taux de distribution élevé post effet Covid

Historiquement, la société a une politique généreuse de retour aux actionnaires. Depuis 2009, grâce aux performances opérationnelles, la société avait opté pour un taux de distribution du dividende proche 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% au titre des résultats 2018 avec un dividende ramené à 0,65 € comparé à 0,80 € par action en 2017 (stable par rapport à 2016).

Face à l'aggravation de la crise sanitaire au début de l'année 2020 qui limitaient la visibilité sur les perspectives opérationnelles, les actionnaires ont opté pour une absence

de distribution au titre de l'exercice 2019, de manière à préserver les capacités financières de la société.

Aux vues du rebond attendu au niveau de l'activité et des résultats, nous estimons que la société pourrait rapidement restaurer la distribution d'un dividende. Nous anticipons un dividende de 0,40 € pour 2021 au titre de l'exercice 2020 (la moitié du dividende de 2016 et 2017), et le retour à un taux de distribution comparable à celui de 2018, soit 50% à partir de 2022 et pour les années suivantes.

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 M€ 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. Dans le contexte sanitaire actuel aucune opération n'a été réalisée depuis le début de l'exercice, mais les dirigeants ont annoncé avoir d'ores et déjà relancé la prospection.

Clasquin: Prévisions de FCF										
EURm	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	Commentaires
Résultat net	2,6	2,8	3,3	4,4	2,3	5,4	7,8	8,7	9,0	Hausse de l'activité et amélioration graduelle des marges
DAP	2,4	2,5	2,5	5,3	7,5	6,1	6,2	6,5	6,7	
Autres éléments non cash	-0,3	-0,2	0,1	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Cash flow des opérations	4,7	5,1	6,0	10,6	9,8	11,5	14,0	15,3	15,7	
Variation de BFR	-2,7	-2,7	-1,6	5,5	-1,1	-0,8	-1,0	-0,6	-0,4	Près de 14 jours de CA et 59 jours de MB en moyenne (10 ans), mais fortement variable au cours de l'année
Cash flow opérationnel (A)	1,9	2,4	4,4	16,1	8,8	10,7	13,0	14,7	15,4	
CAPEX	-3,4	-3,3	-3,3	-2,3	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-1,5	1,5 M€ à 2,0 M€ d'investissements software et d'équipements pour les agences, le solde des prises à bail de locaux
Acquisitions	-0,8	-0,4	-2,6	-7,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Flux d'investissements (B)	-4,2	-3,7	-6,0	-9,4	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-1,5	Pas de nouvelle opération de croissance externe dans notre scénario
Dividendes	-2,9	-2,0	-1,9	-1,7	-0,3	-1,2	-2,7	-3,9	-4,3	Retour à un pay out de 50% post effet Covid
Augmentations de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Variation de la dette	2,6	-2,0	0,9	15,0	-5,8	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	
Flux de financements (C)	-0,3	-4,0	-1,0	13,3	-6,1	-4,2	-5,7	-6,9	-7,3	
Free Cash-Flow (A) + (B)	-2,2	-1,3	-1,5	6,8	6,8	8,7	11,0	12,7	13,9	
Variation de la trésorerie	-2,6	-6,3	-2,5	20,2	0,7	4,5	5,3	5,8	6,6	
Dette fin de période	33,5	36,0	42,0	55,0	49,2	46,2	43,2	40,2	37,2	
Trésorerie fin de période	22,5	20,2	23,2	28,5	29,2	33,7	39,0	44,8	51,4	
Dette nette fin de période	11,0	15,8	18,8	26,5	20,0	12,5	4,2	-4,6	-14,2	
Leverage (NFD / EBITDA)	1,7	2,2	2,2	1,9	1,5	0,8	0,2	-0,2	-0,7	

Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Ratios de flux de trésorerie

(%)	2013A 31/12/13	2014A 31/12/14	2015A 31/12/15	2016A 31/12/16	2017A 31/12/17	2018A 31/12/18	2019A 31/12/19	2020E 31/12/20	2021E 31/12/21	2022E 31/12/22	2023E 31/12/23	2024E 31/12/24
Investissements corporels / CA	1,4	1,4	1,0	1,5	1,2	1,2	0,8	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3
Invest. Corpo. / Dépréc. & Amort.	153,4	128,5	136,7	180,7	188,4	126,9	44,8	26,7	33,0	32,1	30,6	22,3
BFR / CA	4,2	3,2	3,1	4,5	4,2	4,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Actif circulant / CA	37,4	37,4	37,4	39,6	34,2	35,6	38,2	37,4	37,9	38,4	39,2	40,3
Passif circulant / CA	31,9	30,2	28,9	31,5	29,3	31,7	34,9	33,3	32,4	31,6	31,1	30,6
Actif circulant / Passif circulant (x)	1,2	1,2	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3
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	29,6	29,5	26,7	27,9	25,3	25,9	24,1	24,1	24,1	24,1	24,1	24,1
Autres actifs circulant / CA	1,4	1,7	1,9	2,2	1,9	2,2	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Dettes fournisseurs / CA	22,4	23,8	21,7	21,2	18,4	20,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0
Autres passifs circulant / CA	4,4	4,2	3,9	4,3	4,6	3,6	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Taux de distribution du dividende	83,7	86,7	86,2	84,9	74,1	53,5	0,0	52,7	50,0	50,0	50,0	50,0

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

Dettes financières nettes et ajustements bilanciaux

La dette nette à fin 2019 ressort à 26,5 M€, soit un *gearing* de près de 100% ou 69% hors IFRS 16, et un levier à 1,9x. Suite au refinancement de fin 2019, la dette est essentiellement à taux variables, avec des échéances équilibrées entre part à moins d'un et part à plus d'un an. À noter cependant le poids du *goodwill* dans la valeur d'actif de la société (53% 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.

Des emprunts principalement à taux variable

La dette brute, 55,0 M€ à fin 2019, est composée de 5 M€ de dettes de put sur minoritaires liées aux acquisitions (LCI et Cargolution détenues à 80%), de 7,9 M€ de dette locative (application de la norme IFRS 16) de 42,1 M€ d'emprunts et de dettes bancaires à taux variables (97% ou 85% après couverture) dont 56% à moins d'un an. La dette présentée ne nécessite pas de retraitement particulier, les engagements de retraite notamment n'étant pas significatifs (environ 1 M€).

Leverage de 1,9x à fin 2019

Au cours de l'exercice 2019, la société a dégagé un FCF significativement positif (6,8 M€) grâce essentiellement à la forte hausse des résultats et à une nette réduction du BFR (retour à un niveau normatif des délais d'encaissements), ce qui a permis de financer l'acquisition de Cargolution (7 M€) et la distribution du dividende (1,7 M€). La dette nette a ainsi été stabilisée à 18,6 M€ (vs 18,8 M€ à fin 2018), soit un *gearing* de 69% (77% à fin 2018) et un *leverage* à 1,6x. Cependant suite à l'application de la norme IFRS 16 en matière d'engagements locatifs, la dette nette est mécaniquement portée à 26,5 M€, soit un *gearing* de près de 100%, et un *leverage* de 1,9x.

En novembre 2019, le groupe a bénéficié de la mise en place d'une ligne de crédit auprès d'un pool bancaire pour un total de 60,8 M€ dont le but était de refinancer la dette historique (17,8 M€ amortissable sur 7 ans), les besoins court terme (crédit renouvelable de 30 M€ sur 5 ans in fine avec des options d'extension de deux fois un an) et les futurs projets de croissance externe (13 M€ amortissable sur 7 ans). Ces emprunts comportent un « covenant » bancaires basé sur un ratio de levier de type Dette nette/EBE hors IFRS 16 qui doit être inférieur à 3 (1,58x à fin 2019), calculé annuellement. Ces lignes s'ajoutent aux facilités de découvert pour un montant de 27,5 M€.

Grâce à ces refinancements, le groupe bénéficiait d'une trésorerie de 28,5 M€ à fin 2019 (ou 25,5 M€ retraitée des découverts bancaires). De par sa situation financière et les lignes de crédit d'ores et déjà négociées, la société a selon nous les moyens de passer la crise actuelle, tout en poursuivant ses investissements en matière de croissance interne et d'acquisitions ciblées.

Ajustements bilanciaux : pas de retraitements majeurs

Dans un secteur faiblement capitalistique, la succession d'acquisitions a entraîné une forte hausse du poste *goodwill* : 24,5 M€ à fin 2019, 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. Les dirigeants ont d'ores et déjà indiqué ne pas envisager de dépréciation d'actifs suite à la crise sanitaire actuelle. 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 2019

EURk	Moins d'1 an	De 1 à 5 ans	Plus de 5 ans	Total	Répartition par nature		Commentaires
					Tx fixe	Tx var.	
Emprunts bancaires	20 750	11 251	7 047	39 048	1 297	37 703	Dette variable partiellement couverte
Emprunts crédit-bail							
Découverts bancaires	3 007	-	-	3 007		3 007	
Autres passifs financiers		-	25	25	25	-	
Total emprunts et dettes bancaires	23 757	11 251	7 072	42 080	1 322	40 710	Pas de mur de dette, covenant levier hors IFRS 16 <3 (1,6 fin 2019)
% du total	56,5%	26,7%	16,8%	-	3,1%	96,7%	85% à taux variable après couverture
Dette locative	2 253	4 111	1 582	7 947			
Dette liées aux options de ventes	-	4 979	-	4 979			
Trésorerie				28 499			Disponibilité pour financer les acquisitions
Dette nette - Publiée				26 507			Gearing de 100%, 69% hors IFRS 16
Titres hybrides				0			
Provision				0			
Factoring				0			
Autres				0			
Dette Nette - Ajustée				26 507	Levier de 1,9x (1,6x hors IFRS 16)		

Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Bilan

(M€)	2013A 31/12/13	2014A 31/12/14	2015A 31/12/15	2016A 31/12/16	2017A 31/12/17	2018A 31/12/18	2019A 31/12/19	2020E 31/12/20	2021E 31/12/21	2022E 31/12/22	2023E 31/12/23	2024E 31/12/24
Actif												
Actifs tangibles	6	6	4	5	5	6	5	0	-4	-8	-13	-18
Actifs intangibles	8	11	17	19	20	22	31	31	31	31	31	31
Actifs loyers - droits d'usage	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Actifs financiers	1	1	2	1	3	3	10	10	10	10	10	10
Actif immobilisé - Total	15	19	23	25	27	30	46	41	37	32	28	23
Stocks & En-cours	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Créances clients	59	62	63	65	74	80	80	90	97	107	112	115
Autres actifs circulant	3	4	5	5	5	7	18	20	22	24	26	26
Trésorerie & Equiv. de trésorerie	12	13	20	22	20	23	28	29	34	39	45	51
Actif Circulant - Total	74	79	88	93	99	110	126	139	153	170	182	193
Actif - Total	89	98	110	118	127	140	173	180	190	203	210	216
Passif												
Fonds propres - Part du Groupe	21	21	22	21	20	21	22	23	27	31	36	40
Intérêts minoritaires	1	2	2	3	3	3	5	5	6	7	8	8
Fonds propres - Consolidés	22	23	24	24	23	24	27	29	33	38	43	48
Dettes financières long-terme	2	9	18	20	17	17	29	26	25	23	22	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	3	10	19	21	19	18	30	27	26	24	23	21
Dettes financières court-terme	10	5	8	14	19	25	26	23	22	20	19	17
Dettes fournisseurs	44	50	51	50	53	62	73	82	89	98	103	106
Autres passifs circulant	9	9	9	10	13	11	17	19	20	22	23	24
Passif circulant - Total	63	64	68	74	85	98	116	124	131	140	145	147
Passif - Total	89	98	110	118	127	140	173	180	190	203	210	216
Capitaux Employés	22	24	28	35	37	42	44	40	37	34	30	25
Besoin en Fonds de Roulement	8	7	7	11	12	14	8	9	10	11	12	12
Dettes Financières Nettes	0	1	5	11	16	19	27	20	13	4	-5	-14
Variation de la DFN	-	1	5	6	5	3	8	-6	-8	-8	-9	-10

Source : Clasquin, Analyste indépendant.

Clasquin : Ratios du bilan

(%)	2013A 31/12/13	2014A 31/12/14	2015A 31/12/15	2016A 31/12/16	2017A 31/12/17	2018A 31/12/18	2019A 31/12/19	2020E 31/12/20	2021E 31/12/21	2022E 31/12/22	2023E 31/12/23	2024E 31/12/24
Dettes Financières Nettes / Fonds Propres	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dettes Financières Nettes / EBE ajusté (x)	-	0,1	0,6	1,5	2,0	2,0	1,9	1,5	0,8	0,2	-	-
DFN / (EBE ajusté - Invest. corporels) (x)	-	0,2	0,9	3,1	3,8	3,3	2,3	1,7	0,9	0,2	-	-
EBE ajusté / Charges financières (x)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dette fin. long-terme / Dette fin. totale	19,7	65,8	69,4	58,4	48,5	40,6	52,7	53,0	53,2	53,5	53,7	54,0
ROE (RN pdg ajusté / FP pdg)	10,5	10,0	15,4	10,4	12,6	13,1	17,6	7,5	17,8	22,7	22,6	20,9
ROE (RN pdg publié / FP pdg)	10,5	10,0	15,4	10,4	12,6	13,1	17,4	7,5	17,8	22,7	22,6	20,9
ROCE pre-IS (ROP ajusté avant GW / CE)	20,6	17,7	23,5	14,9	15,9	15,6	19,2	15,4	26,6	39,8	49,0	-
ROCE post-IS (ROP ajusté avant GW / CE)	12,3	11,6	16,4	9,9	9,2	9,5	10,1	5,3	12,1	18,0	21,5	24,5
ROCE pre-IS (ROP publié avant GW / CE)	20,3	17,3	22,1	13,2	14,7	13,9	18,4	15,4	26,6	39,8	49,0	-
ROCE post-IS (ROP publié avant GW / CE)	12,1	10,9	14,2	8,1	8,1	8,0	8,8	5,5	12,5	18,6	22,6	26,2

Source : Clasquin, Analyste indépendant.

Multiples de valorisation normatifs

Aujourd'hui, le titre se traite avec une décote de plus de 30% en moyenne par rapport à ses multiples historiques 5 ans et une décote de plus de 50 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 : ~0,29x le CA/~13x l'EBIT sur 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 0,29x le CA de l'année en cours, 9,1x l'EBITDA et 13,0x l'EBIT.

Au cours des cinq dernières années les moyennes se sont élevées à 0,34x le CA, 11,1x l'EBITDA et 16,0x l'EBIT.

Avec des multiples à 0,23x le CA, 6,2x l'EBITDA et 13,8x l'EBIT sur la base des prévisions 2020 et 0,19x le CA, 4,9x l'EBITDA et 8,0x l'EBIT sur la base des prévisions 2021, le titre se traite ainsi avec une décote moyenne de respectivement 17% et 51% (moyenne à 34%) par rapport à la moyenne 5 ans.

Quatre 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 :

Kuehne & Nagel (21 MM€ de CA en 2019 et 20,5 MM€ de capitalisation boursière) ;

DSV - Panalpina (12,6 MM€ de CA en 2019, Panalpina consolidé sur 6 mois seulement, et 31,6 MM€ de capitalisation boursière).

Expeditors (7,3 MM€ de CA en 2019 et 12,9 MM€ de capitalisation boursière).

CH Robinson Worldwide (13,7 MM€ de CA en 2019 et 10,4 MM€ de capitalisation boursière).

La société se traite sur des multiples inférieurs à ces pairs, avec une décote moyenne de 53%, en partie justifiée par une taille de société et une liquidité du titre inférieures aux comparables, mais excessive selon compte tenu de la surperformance par rapport au marché démontrée depuis de nombreuses années.

Clasquin : Evolution de la valorisation et des multiples																	
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Moy. 10 ans	Moy. 5 ans	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
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	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	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	2,3	2,3
Nb titres moy. 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	2,3	2,3
Cours moyen (EUR)	16,4	21,7	19,5	21,0	25,6	29,4	29,6	33,2	36,5	34,9			25,3	25,3	25,3	25,3	25,3
Cap. moy. (EURm)	37,7	50,0	45,0	48,3	59,0	67,9	68,3	76,5	84,3	80,5			58,4	58,4	58,4	58,4	58,4
Dette nette moy. (EURm)	-5,5	-5,6	-3,0	-0,1	0,3	3,0	8,1	13,4	17,3	22,7			23,3	16,3	8,4	-0,2	-9,4
Ajustement VE (EURm)*	2,2	1,7	1,7	1,8	2,9	2,4	3,7	3,9	3,7	5,8			6,4	7,0	7,7	8,4	9,1
VE (EURm)	34,4	46,1	43,7	50,0	62,2	73,2	80,2	93,8	105,3	109,0			88,0	81,7	74,4	66,5	58,0
VE/CA (x)	0,19	0,27	0,24	0,25	0,29	0,32	0,35	0,33	0,35	0,34	0,29	0,34	0,23	0,19	0,16	0,13	0,11
VE/EBITDA (x)	4,2	5,9	7,4	7,9	9,7	9,4	12,7	13,1	12,4	8,2	9,1	11,1	6,2	4,9	3,6	3,0	2,5
VE/EBIT (x)	5,4	8,0	11,4	11,1	14,8	12,0	18,1	17,7	18,5	13,7	13,0	16,0	13,8	8,0	5,3	4,3	3,6
P/E (x)	11,1	16,3	21,4	21,9	27,7	20,3	31,4	30,7	30,1	20,8	23,2	26,7	33,3	12,1	8,2	7,2	7,0
P/B (x)	1,9	2,4	2,1	2,3	2,8	3,1	3,3	3,9	3,9	3,7	2,9	3,6	2,5	2,2	1,9	1,6	1,5
P/CF (x)	7,3	9,0	13,4	9,8	14,6	8,5	14,7	14,9	14,0	7,6	11,4	11,9	6,1	5,1	4,2	3,8	3,7
Dividend Yield	7,3%	3,5%	3,8%	3,8%	3,1%	4,2%	2,7%	2,4%	1,8%	0,0%	3,3%	2,2%	1,6%	4,1%	6,1%	6,9%	7,1%
Gearing	-25%	-26%	-1%	0%	3%	22%	46%	69%	77%	99%	26%	63%	69%	38%	11%	-11%	-30%
FCF Yield (sur la CB)	1,0%	6,1%	-2,4%	4,7%	6,2%	8,5%	-2,4%	-1,6%	1,0%	16,9%	3,8%	4,5%	11,6%	15,0%	18,8%	21,8%	23,8%
Source: Independent analyst, Clasquin								* Ajusté des provisions pour retraité, des minoritaires, et des sociétés mises en équivalence									

Source: Independent analyst, Clasquin

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

Clasquin : Multiples des comparables (cours au 29 octobre 2020)

	P/E (x)		VE/CA (x)		VE/EBITDA (x)		VE/EBIT (x)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
Kuehne & Nagel	29,6	27,1	1,06	1,00	11,6	11,3	20,9	19,1
DSV-Panalpina	39,4	28,7	2,17	2,08	18,4	16,4	26,1	22,6
Expeditors	23,8	23,1	1,51	1,53	15,4	15,2	16,5	16,2
CH Robinson Worldwide	25,0	21,4	0,84	0,79	17,5	14,6	20,1	16,7
Moyenne	29,5	25,1	1,39	1,35	15,7	14,4	20,9	18,7
Clasquin	33,3	12,1	0,23	0,19	6,2	4,9	13,8	8,0
Prime/décote	13,1%	-51,7%	-83,7%	-85,7%	-60,5%	-65,9%	-34,2%	-57,3%

Source: Independent analyst, FactSet

Clasquin : Caractéristiques des comparables (cours au 29 octobre 2020)

	Pays	Cours (EUR)	Capitalisation boursière (EURm)	CA 2019 (EURm)	EBIT 2019 (EURm)	EBIT/CA 19	TMVA CA 19-21E	TMVA BPA 18-20E
Kuehne & Nagel	Suisse	170,7	20 482	21 094	964,0	4,6%	-4,1%	2,2%
DSV-Panalpina	Danemark	137,3	31 569	12 615	822,0	6,5%	13,4%	57,2%
Expeditors	USA	76,7	12 859	7 304	685,0	9,4%	2,9%	2,2%
CH Robinson Worldwide	USA	77,3	10 418	13 678	706,0	5,2%	1,8%	7,8%
Clasquin	France	25,3	58	331	8,3	2,5%	10,3%	11,5%

Source: Independent analyst, FactSet

Transactions sectorielles : 10,4x l'EBITDA

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. La médiane des multiples de VE/EBITDA ressortent à 10,4x dans notre échantillon, et les multiples de VE/CA à 0,7x.

Au cours des dernières années le secteur a connu une accélération des opérations de M&A dans un marché qui reste encore très fragmenté. DSV, après sa tentative avortée de reprendre Ceva Logistics fin 2018, a repris 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.).

Depuis le début de la crise sanitaire les opérations de M&A d'envergure ont été stoppées.

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

Date	Cible	Acquéreur	VE/CA	VE/EBITDA	Commentaires
2014	Contrans Group	TransForce	1,0x	7,0x	
2015	Norbert Dentressangle	XPO Logistics	0,6x	9,0x	Acquisitions d'un bloc majoritaire et lancement d'une OPA
2015	Norbert Dentressangle	XPO Logistics	0,7x	11,0x	Acquisition des minoritaires
2015	Con-way Inc.	XPO Logistics	0,7x	5,9x	
2015	The Kenan Advantage Group	Omers Administration	1,3x	Nc	Opération annoncée mais non encore clôturée
2015	Quality Distribution Inc.	Apax Partners	0,8x	9,8x	
2015	Uti Worldwide	DSV	0,3x	Ns	Société en forte perte, multiples de résultat non pertinents
2015	LCI International	Clasquin	0,7x	Nc	
2016	Bofill & Arnau	Kerry Logistics			
2016	Fortragroup	BLG Logistics			Société en perte
2017	Bennett & MacMahon agencies	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	
2020	KLG Customs Services	Moller - Maersk	2,9x	15,3x	

Source: Independent analyst, FactSet

Valorisation prospective/Valorisation actuelle

Sur la base de nos prévisions 2024, la valeur prospective à cet horizon ressort à 64 €, soit une valeur actuelle de 51 € dividendes inclus (sur la base d'un coût des fonds propres de 8,5%) et un point d'entrée à 43 € (sur la base d'une exigence de TRI de 13,5%).

64 € à horizon 2024 : TRI implicite de plus de 30%

Par rapport à la situation actuelle (visibilité encore réduite sur l'impact de la deuxième vague de Covid en Europe et sur le rebond du marché), nous estimons qu'il est raisonnable de retenir une décote par rapport aux multiples moyens historiques. Cependant la décote actuelle de plus de 50% sur la base des prévisions 2021 nous paraît excessive. Nous avons retenu une décote de 25% par rapport aux multiples historiques soit 0,22x le CA, 6,8x l'EBITDA, 9,8x l'EBIT et un P/E de 17,4x.

Clasquin : Prospective valuation details							
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	Comments
Sales (EURm)	331,2	372,9	402,9	443,3	465,4	479,4	2019-2024 CAGR: 7,7% 2020-2024 CAGR: 6,5%
EBITDA - Adjusted (EURm)	13,8	13,6	15,8	19,6	21,0	21,5	2019-2024 CAGR: 9,3% 2020-2024 CAGR: 12,0%
EBITA - Adjusted (EURm)	8,2	6,2	9,8	13,3	14,5	14,7	2019-2024 CAGR: 12,4% 2020-2024 CAGR: 24,3%
EPS - Adjusted (EUR)	1,68	0,76	2,09	3,10	3,49	3,59	2019-2024 CAGR: 16,4% 2020-2024 CAGR: 47,5%
DPS (EUR)	0,00	0,40	1,04	1,55	1,74	1,79	Ns 2020-2024 CAGR: 45,5%
Net fin. debt (+) / cash (-) (EURm)	26,5	20,0	12,5	4,2	-4,6	-14,2	
Shareholders' funds (EUR)	4,9	5,5	6,1	6,8	7,6	8,3	
Other items (EURm)	4,2	3,7	3,1	2,5	1,8	1,1	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)	0,34	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	Décote de 25% par rapport à multiples moyens
Enterprise value (EURm)	113	82	89	98	103	106	
Equity value (EURm)	91	66	79	96	109	121	
Equity value p.s. (EUR)	39,2	28,5	34,4	41,6	47,3	52,4	
➔ EV/EBITDA (x):	8,2	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	
Enterprise value (EURm)	112	93	108	133	143	146	
Equity value (EURm)	90	77	99	132	150	161	
Equity value p.s. (EUR)	39,1	33,2	42,7	57,0	64,9	70,0	
➔ EV/EBIT (x)	13,7	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	
Enterprise value (EURm)	112	60	96	131	142	144	
Equity value (EURm)	90	44	86	129	148	159	
Equity value p.s. (EUR)	39,0	19,0	37,4	55,8	64,2	69,1	
➔ P/E (x)	20,8	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	
Equity value (EURm)	80	30	84	124	140	144	
Equity value p.s. (EUR)	34,9	13,2	36,3	53,8	60,7	62,4	
Equity val. p.s. (EUR) - Average	-	23,5	37,7	52,1	59,2	63,5	Discount rate: Cost of Equity of 8,5%
Theoret. return - Period total (%)	-	-7,1	49,0	105,8	134,2	150,9	
Theoret. return - Annual Avg. (%)	-	-7,1	49,0	43,5	32,8	25,9	
Present value (EUR)	-	21,7	34,7	44,2	46,4	45,8	

Source: Independent analyst

Clasquin : Expected Return vs. Required Return (%) / Present Value & Entry Price (EUR)							
Assumptions / Annual basis		Comments					
● Expected Return (IRR at current price, %)	30,6	Prospective value EUR63,5p.s.		Current market value: EUR25,3 p.s.			
➡ Capital gain/loss (%)	25,9	Investment horizon: 4,0 years					
↳ EPS growth (CAGR 2020-2024, %)	47,5	2024E EPS of EUR3,6	vs.	2020E EPS of EUR0,8	➡	EPS growth 2020-2024: 372,9%	
↳ Val. multiple expansion/contraction (%)	-21,6	Implicit 2024E P/E: 17,7x	vs.	2020E P/E: 33,3x	➡	PEG (P/E to 4-year EPS CAGR) of 0,7	
➡ Dividend yield (%)	4,8	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 (%)	7,0	Indep. analyst LT assumption re. the Equities asset class return (o/w 6% cap. gain + 2.5% div. yield)					
- Risk-free rate (%)	2,0	Independent analyst long-term assumption					
- Equities market risk premium (%)	5,0	Independent analyst long-term assumption					
↳ Company specific risk prem./disc. (%)	1,5						
➡ Investor specific risk premium (%)	5,0	Independent analyst assumption					
Present value/fair value (EUR)	50,7	Based on a discnt rate of 8,5% (CoE). PV of 2024 prospec. val. (EUR45,8) + PV of div. stream (EUR4,9)					
Entry price (EUR)	42,5	Based on a discnt rate of 13,5% ; Required ret. (incl. div.) = CoE (8,5%) + Invest. specific risk prem. (5%)					

Source: Independent analyst

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

Cost of equity (%)	Target P/E (x)										
	15,2	15,7	16,2	16,7	17,2	17,7	18,2	18,7	19,2	19,7	20,2
8,0	45,1	46,4	47,7	49,0	50,3	51,7	53,0	54,3	55,6	56,9	58,3
8,5	44,3	45,5	46,8	48,1	49,4	50,7	52,0	53,3	54,6	55,9	57,2
9,0	43,5	44,7	46,0	47,3	48,5	49,8	51,1	52,4	53,6	54,9	56,2

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 le 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 deux autres membres.

— 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 Comm

— 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.

Par ailleurs, un comité exécutif élargi a été mis en place, il permet un pilotage au quotidien du Groupe. Aux trois personnes précitées s'y ajoutent le responsable en charges des finances (Philippe Lons), du juridique (Olivia Boyron), du marketing et de la communication (Marie-Aline Bourdon), et des systèmes d'information (Frédéric Serra).

Enfin *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 élargi		
	Autres activités ou positions	
Yves Revol	Président du conseil d'administration	
Hugues Morin	Directeur général	
Laurence Ilhe	Secrétaire général et Responsable Ressources Humaines	
Philippe Lons	Directeur général délégué, Directeur financier	
Olivia Boyron	Directrice juridique	
Marie-Line Bourdon	Directrice marketing et Communication	
Frédéric Serra	Directeur des Systèmes d'information	
Source: Independent analyst, Clasquin		
Clasquin : Management Committee		
	Arrivée chez Clasquin	Autres activités ou positions
Yves Revol	1976	Président du conseil d'administration
Hugues Morin	1992	Directeur général délégué, Vice président exécutif, Directeur des régions France, Italie et Allemagne
Laurence Ilhe	2016	Directeur général délégué, Secrétaire général
Philippe Lons	1986	Directeur général délégué, Directeur financier
Olivia Boyron	2014	Résponsable juridique
Marie-Line Bourdon	2019	Directrice marketing et Communication
Frédéric Serra	2019	Directeur des Systèmes d'information
Matt Ingram	2017	Président de Clasquin USA
Franck Achouch	2010	Directeur opérationnel de la zone Grande Chine et Corée
Benoit Comte	2013	Responsable France Sud
Renaud Masson	2011	Responsable France Nord
Source: Independent analyst, Clasquin		

Gouvernance : un Conseil d'administration de huit membres

Le Conseil d'administration est composé de huit membres (nomination d'un nouvel administrateur à l'occasion de l'AG du 10 juin 2020 : Claude Revel en remplacement de Claire Mialaret), dont trois membres indépendants : Christian Ahrens, Claude Revel, et Fan Ma.

Actionnariat familial : société détenue à 45,7% par Yves Revol

Clasquin est une société familiale, contrôlée par son actuel Président, Yves Revol à hauteur de 45,7% 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 10 juin 2020, la société a fait renouveler auprès de 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 confirment la volonté de renforcer l'actionnariat salarié dans le capital de la société (à plus de 12% aujourd'hui).

Un premier plan d'actions gratuites a été attribué en octobre 2019 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 se déroule sur 5 ans, et a convaincu plus d'une trentaine de dirigeants. Si l'ensemble des conditions étaient réunies, ce plan pourrait conduire à distribuer gratuitement 35 191 actions à horizon mai 2024, 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
Claude Revel	AG 2026	Présidente de Informations & Stratégies
Jean-Christophe Revol	AG 2022	Représentant de Olymp SA, holding de Monsieur Yves Revol, Responsable de la zone Europe du Sud chez Clasquin Intercargo
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	45,7	60,0	Yves Revol en direct et via sa holding Olymp SAS, participation stable depuis l'intro. en Bourse
Flottant	42,0	Nc	
Salariés	12,3	Nc	Mise en place d'un plan d'attribution d'actions gratuites (sous condition de performance) en 2019

Source: Independent analyst, Clasquin

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
25/09/2020	Achat	51,00	31,30
28/08/2020	Achat	33,00	33,60
22/04/2020	Achat	31,00	24,40

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

Ce tableau illustre l'historique des changements de recommandations et objectifs de cours de 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 CIC Market Solutions et par ESN

	Valeurs suivies par CIC Market Solutions		Valeurs avec relations corporate*		Valeurs suivies par ESN	
Achat	49,3%	68	43,8%	7	44,9%	155
Accumuler	16,7%	23	25,0%	4	26,1%	90
Neutre	23,2%	32	31,3%	5	20,3%	70
Alléger	8,7%	12	0,0%	0	4,6%	16
Vendre	2,2%	3	0,0%	0	1,2%	4

Source : 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 CIC Market Solutions et ESN. Les chiffres des colonnes centrales « Valeurs avec relations corporate » sont établis sur les valeurs pour lesquelles 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 CIC Market Solutions ainsi que des analyses indépendantes diffusées par CIC Market Solutions est disponible [ici](#).

Date de production : 02/11/2020 - 09:50 CET

Date de 1^{ère} diffusion : 02/11/2020 - 10:12 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, Inc.**

Member FINRA / SIPC
c/o CIC New York
520 Madison Ave.
New York, NY 10022
Tel. : +1 (212) 659 6250
Fax : +1 (212) 715 4472

Disclaimer

CIC Market Solutions est une marque de Crédit Industriel et Commercial, établissement de crédit agréé en France par l'ACPR et une entité de Crédit Mutuel Alliance Fédérale. Le CIC est membre du réseau ESN (European Securities Network) et sous la surveillance de l'ACPR (Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution) et de l'AMF (Autorité des marchés financiers).

Le CIC a mis en place une organisation et des procédures (ou Muraille de Chine) destinées à garantir l'indépendance des analystes financiers et la primauté des intérêts des clients. Il est notamment interdit aux analystes financiers de négocier des instruments financiers pour leur propre compte en relation avec les émetteurs et les secteurs qu'ils suivent.

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 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 et publié par le CIC. Les informations contenues dans le présent document proviennent de différentes sources.

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

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

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

Dans le cas où le présent document a été commandé par l'émetteur, cette information est mentionnée dans les potentiels conflits d'intérêts.

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