

Cours : 51,40€ 23 Août 2021

Objectif : 63,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Vers une année exceptionnelle... à prix attractif

Les taux de fret maritime continuent de grimper et nous estimons que le consensus sous estime significativement l'EBIT 2021. Nous relevons notre objectif de cours à 63€ contre 56€ précédemment.

De bonnes surprises à court terme

Après un T1 déjà favorablement impacté par la hausse des taux de fret, ces derniers ont continué de grimper sur le T2 et restent à leurs plus haut. C'est de bon augure pour la publication du T2, le 1^{er} septembre prochain. Nous estimons que le consensus est très en retard dans ses anticipations et relevons notre scénario pour viser 15M€ d'EBIT, 35% au dessus des attentes de 11M€ du consensus. Nos BPA 2021 sont revus en hausse de 34%.

N'ayons pas peur de l'effet de base en 2022

Malgré des effets de base sur les prix que nous anticipons importants, avec un retour à des niveaux plus normatifs dès début 2022, nous estimons que la contre partie sera une nouvelle croissance des volumes. L'un dans l'autre nous attendons une légère contraction de l'activité de 2%. Après une année 2021 exceptionnelle (MOC 16,5%e), nous attendons un retour à la normale sur les marges, soit 13%.

Au-delà de 2022, nous estimons que Clasquin continuera de surperformer son marché et se rapprochera du seuil des 100M€ de MCB en 2023.

Le couple rendement/risque est plus que favorable

Nous valorisons Clasquin par un DCF. Le relèvement de notre scénario nous conduit à relever notre objectif de cours à 63€ contre 56€ précédemment, laissant un conséquent upside de 37%.

Du côté des comparables, la décote était déjà de 52% avant le relèvement de notre scénario... elle est désormais supérieure à 60% contre des moyennes 3 ans et 5 ans de 38% et 33% respectivement.

La modélisation de scénarios plus ou moins favorable, notamment en faisant varier le temps de retour à la normale des marges unitaires, fait ressortir un couple rendement/risque très favorable : nous atteignons 55€ (8% d'upside) d'objectif de cours en bear case et 70€ (+37%) en bull case.

Nous attendons des publications solides pour Clasquin, qui profitera comme ses concurrents de l'envolée des taux de fret. A moyen terme, les 100M€ de MCB seront dépassés. Nous continuons de penser que la valorisation actuelle, tant absolue que relative, offre un point d'entrée attrayant. Objectif de cours relevé de 56€ à 63€ et opinion Acheter (1) réitérée.

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

Capitalisation (M€) 118,5
Flottant (%) 41,0%
Nbre de Titres (Mio) 2,306
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Yves Revol + Olymp 46,2%
Salariés 12,1%
Autres 0,7%
Public 41,0%

	20	21e	22e
PER	15,8	12,1	15,4
PCF	6,8	9,4	11,3
VE/MB	1,4	1,4	1,5
VE/ROP	10,7	8,8	11,0
PAN	2,6	3,5	3,4
Rendement	0,0%	2,5%	5,3%
Free Cash Flow Yield	-2,4%	14,0%	8,7%
ROACE	12,8%	21,3%	18,2%

MB	76,2	91,7	89,7
MB précédent	76,2	86,7	89,0
var. n/n-1	-0,7%	20,4%	-2,3%
EBE	16,0	21,7	18,5
ROC	9,1	15,1	11,9
% MB	11,9%	16,5%	13,3%
ROP	9,2	15,1	11,9
% MB	12,1%	16,5%	13,3%
RN Pdg publié	4,7	9,7	7,7
% MB	6,2%	10,6%	8,6%

BNPA	2,03	4,21	3,31
BNPA précédent	2,22	3,15	3,57
var. n/n-1	27,4%	107,3%	-21,3%
BNPA Cor	1,94	4,23	3,34
ANPA	11,6	14,6	15,2
Dividende net	1,30	2,75	2,16

DFN 23,7 10,9 7,8

Yann de Peyrelongue, Analyste Financier
Nicolas Royot
+33 (0)1 40 17 50 39
yann.de-peyrelongue@bnpparibas.com

Table des matières

SWOT	3
1. De bonnes surprises à court terme	4
1.1. Les effets prix du T1 continuent.....	4
1.2. Relèvement de notre scénario 2021.....	5
1.3. Rattrapage du consensus en vue.....	5
1.4. T2 de grande qualité en vue (publication 1 ^{er} septembre)	6
2. Quid d'un retournement en 2022 ?.....	7
3. A plus long terme, un boulevard de croissance	8
4. La valorisation est d'autant plus attractive	9
4.1. Des multiples induits toujours plus attractifs.....	9
4.2. Risk/reward très favorable : de 55€ à 70€.....	9
4.3. Décote sur les comparables historiquement haute.....	10

SWOT

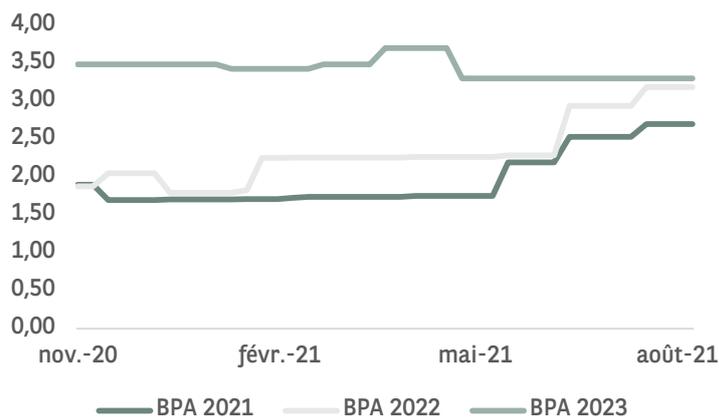
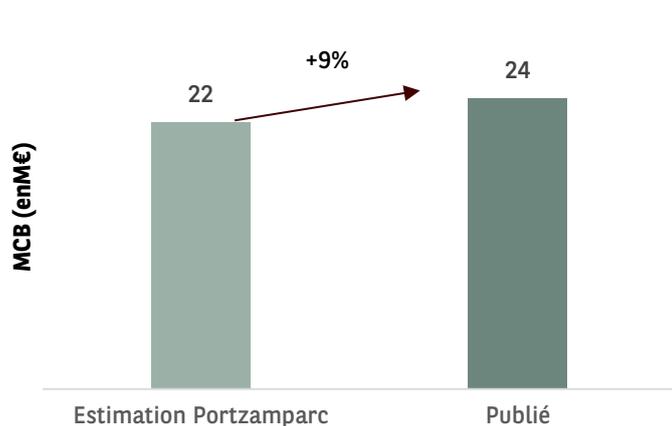
Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none">▪ Actionnariat du dirigeant (46%) et salarial (12%).▪ Taille permettant de se positionner entre les grands groupes (offres globales mais standardisées) et les acteurs locaux (offres sur-mesure mais locales).▪ Très faible intensité capitalistique (asset light - capex 2020 à 0,7% de la MCB).▪ Fort retour à l'actionnaire (pay out > 50% hors covid).▪ Historique de surperformance de son marché (en volume).	<ul style="list-style-type: none">▪ Faible liquidité du titre (<60kEUR / jours).▪ Guidances non chiffrées et seulement sur la top line.▪ Pas de pricing power dans un environnement très concurrentiel.
Opportunités	Risques
<ul style="list-style-type: none">▪ Forte prise de parts de marché en Afrique francophone, notamment avec LCI en Afrique du Nord.▪ Amélioration de la performance commerciale en Asie du Sud-Est.▪ Développement en Amérique du Nord.▪ Diversification en cours avec les activités Fairs & Events et Road Brokerage.	<ul style="list-style-type: none">▪ Risque macro sur les flux (multiplicateur de PIB).▪ Perte de personnel, particulièrement au niveau du top management (facteur clé de succès).▪ Augmentation des frais de douane qui pèseraient sur le BFR.

1. De bonnes surprises à court terme

1.1. Les effets prix du T1 continuent

La dynamique du premier trimestre a été très forte (MCB 24M€ +37%), portée par une reprise des volumes (+11%) mais surtout par une vive hausse des prix (+22%). La MCB est ressortie 9% supérieure à nos attentes et nous avons relevé nos BPA 2021 de +10%. Le consensus Factset (3 analystes) a relevé ses prévisions de BPA de +7%.

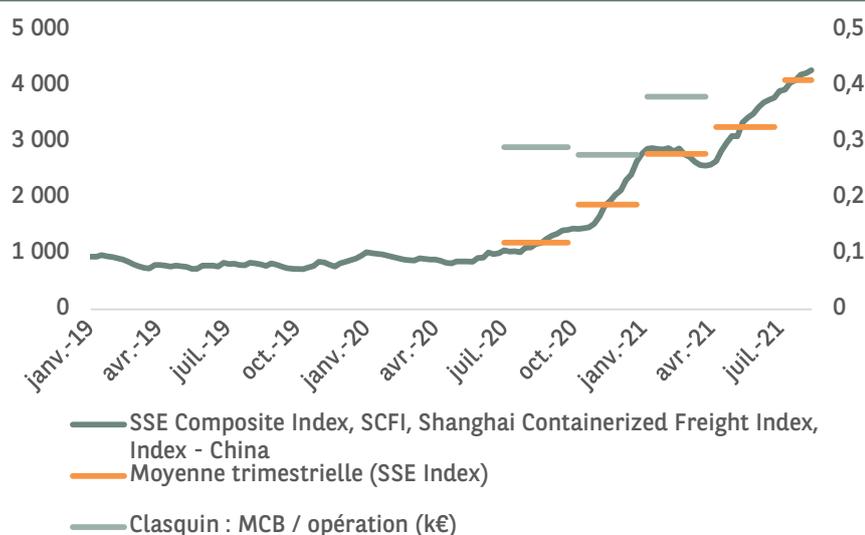
T1 très dynamique qui pousse au relèvement des attentes



Source: Factset, Portzamparc

La forte croissance de la marge brute unitaire est la conséquence de la hausse significative des taux de fret observée au T4 2020 et au T1 2021. Ces taux de fret ont continué de grimper (voir graphique ci-dessous), toujours sous l'effet de la reprise mondiale (constitution de stocks, reprise des commandes) et du désordre logistique induit par la pandémie mondiale.

Les taux de fret maritime s'envolent... la marge unitaire devrait suivre



Source: Portzamparc

1.2. Relèvement de notre scénario 2021

S'ils ne sont pas parfaitement corrélés aux prix unitaires de Clasquin, les taux de fret donnent une bonne idée de l'ampleur de la tendance. Ainsi, au regard des taux de fret des derniers mois, nous relevons de 6% nos anticipations de croissance de l'activité, pour une MCB attendue à 91,7M€ (+19,4%).

Le levier sur les marges est important étant donné une base de coûts essentiellement fixes, les salaires représentant environ 63% de la MCB en 2019 (hors COVID et mesures de coûts). Nous attendons désormais un ROC de 15M€ contre 11M€ précédemment. Nos ROC et BPA sont respectivement relevés de 36% et 34%.

Relèvement des BPA 2021 de 34%							
	2021			2022			2023
	Avant	Après	Δ	Avant	Après	Δ	Nouveau
MCB	86,7	91,7	6%	89,0	89,7	1%	97,0
var. n/n-1	14%	20%		3%	(2%)		8%
EBE	17,7	21,7	23%	17,9	18,5	3%	19,7
% MCB	20%	24%		20%	21%		20%
ROC	11,1	15,1	36%	12,2	11,9	(2%)	13,1
% MCB	13%	17%		14%	13%		13%
var. n/n-1	16%	67%		10%	(21%)		10%
BNPA	3,2	4,2	34%	3,6	3,3	(7%)	3,7

Source: Portzamparc

1.3. Rattrapage du consensus en vue

Alors que le consensus Factset est très resserré (EBIT 2021e entre 11,0 et 11,2M€), nous pensons qu'il sous estime l'impact sur le ROC de taux de fret aussi hauts. Nos estimations de ROC ressortent 35% au dessus du consensus.

Rattrapage du consensus en vue				
		2021	2022	2023
EBITDA	Consensus	16,5	19,4	20,9
	PZP	21,7	16,9	19,1
	% différence	32%	(13%)	(9%)
EBIT	Consensus	11,2	14,2	15,4
	PZP	15,1	11,2	13,4
	% différence	35%	(21%)	(13%)
Résultat net	Consensus	5,7	7,7	8,6
	PZP	10,1	7,5	9,0
	% différence	78%	(2%)	5%

Source: Factset, Portzamparc

1.4. T2 de grande qualité en vue (publication 1^{er} septembre)

L'activité du deuxième trimestre sera publiée le 1^{er} septembre prochain.

Nous attendons une activité dynamique (MCB +22% à 22,8M€), profitant 1/ d'un effet volumes fort du fait d'une base de comparaison favorable (-22% en 2020) et 2/ de la hausse des marges unitaires par opération dans le maritime (+32%). Dans l'autre sens, l'aérien souffrira des prix extrêmement favorables au T2 2020, en lien avec la crise sanitaire.

Preview activité T2									
	Nombres d'opérations			Marge Brute par opération (en k€)			Marge Brute (en M€)		
	T2 2021e	T2 2020	Var T2 2021 / T2 2020	T2 2021e	T2 2020	Var T2 2021 / T2 2020	T2 2021e	T2 2020	Var T2 2021 / T2 2020
Fret maritime	32 448	27 040	+20%	0,40	0,30	+32%	13,0	8,2	+58%
Fret aérien	17 636	13 008	+36%	0,35	0,57	-38%	6,2	7,4	-17%
RO/RO	10 259	6 903	+49%	0,17	0,17	-	1,8	1,2	+49%
Autres	6 914	6 036	+15%	0,20	0,23	-14%	1,4	1,4	-1%
Total activités overseas	67 257	52 987	+27%				22,3	18,2	+23%
Log System							0,7	0,7	+2%
Ecritures de consolidation							(0,2)	(0,2)	-
Total consolidé							22,8	18,7	+22%

Source: Portzamparc

2. Quid d'un retournement en 2022 ?

Après une année 2021 qui s'annonce record en termes d'effet prix, la question de l'effet de base sur 2022 se pose.

Nous estimons néanmoins qu'un retour à la normale sera au moins en partie compensé par une hausse des volumes, et ce tant dans l'aérien que dans le maritime. Les différents acteurs du monde du fret tablent sur un retour à la normale avant le premier trimestre 2022.

Du côté des clients, la forte hausse des taux de fret et la valeur stratégique de la logistique dans les opérations les incitent à s'engager sur des durées plus longues (vs au spot) et à payer plus cher qu'historiquement.

Citations d'acteurs du fret maritime

"Looking at the market environment today, we however do not believe that the situation will return to normal any time soon," he said. "We currently expect the market situation only to ease in the first quarter of 2022 at the earliest."

Habben Jansen, CEO Hapag-Lloyd

"I mean, we are clearly in a situation where our customers are looking for more resilience in their supply chains."

Søren Skou, CEO Møller-Mærsk

"So we estimate that rate levels will stabilize somewhere between maybe what we saw before and what we see now."

Jens Bjørn Andersen, CEO DSV Panalpina

Source: Financial Times, Transcripts résultats T2

Pour 2022, nous anticipons à ce stade une légère contraction de l'activité (MCB -2%). Notre scénario repose sur les hypothèses 1/ d'un retour sur des niveaux plus normatifs en termes de marge brute unitaire, 2/ une croissance des volumes en lien avec une logistique mondiale mieux organisée et 3/ une hausse de la structure de coûts en lien avec l'augmentation du nombre d'opération traitées.

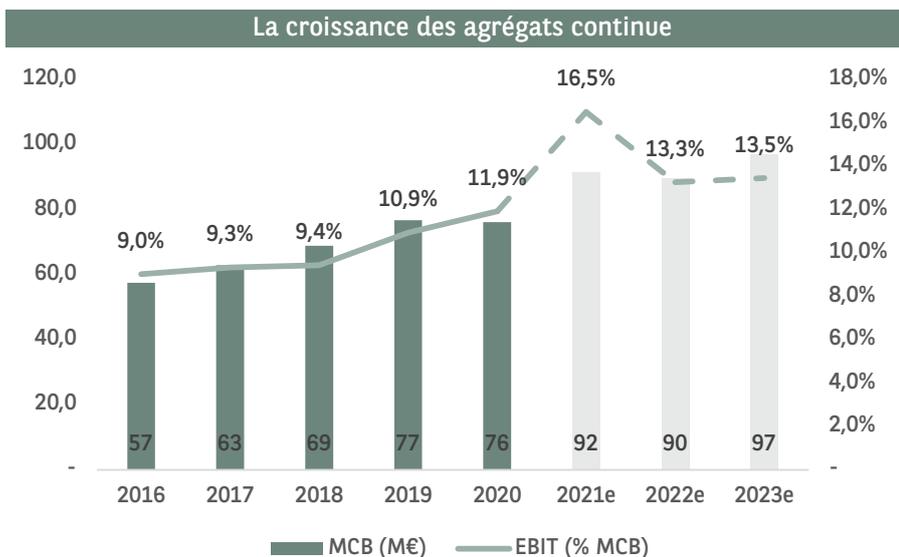
Par division, les hypothèses sont les suivantes :

- **Maritime** : 5% de croissance des volumes / 10% de baisse de la marge unitaire (+23% en 2021).
- **Aérien** : 15% de croissance des volumes, pour revenir aux niveaux de 2019 / retour aux niveaux de 2019 (soit -17% vs 2021e).

Du côté de la marge, nous anticipons un retour à la normale à 13,3% de la MCB, en lien avec la hausse des coûts salariaux.

3. A plus long terme, un boulevard de croissance

Au-delà de 2021 et 2022, nous continuons de penser que Clasquin surperformera son marché pour atteindre le seuil des 100M€ de MCB en 2023. Sa relative petite taille et ses développements géographiques lui laissent un boulevard de croissance organique, le groupe est en effet très peu présent sur la partie nord américaine, zone qui représente une partie majeure des échanges mondiaux (avec l'Europe ou l'Asie).



Source: Portzamparc

4. La valorisation est d'autant plus attractive

Suite à la mise à jour de notre scénario, nous relevons notre objectif de cours à 63€ contre 56€. Il est issu à 100% d'un DCF.

4.1. Des multiples induits toujours plus attractifs

Alors que la valorisation actuelle (basée sur les chiffres du consensus), fait apparaître un multiple EV/EBIT de 13,6x, nous estimons qu'il est en réalité de moins de 9x 2021e.

En se projetant sur 2022, notre scénario fait ressortir un EV/EBIT de 10,9x, légèrement sous la moyenne EV/EBIT FY2 5 ans de 12,0x (bas 7,4x / haut 15,7x).

	Multiples de valorisation					
	EV/EBIT			PER		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Valorisation consensus Factset (51€ / action)	13,6x	10,7x	9,9x	21,0x	15,4x	13,8x
Valorisation Portzamparc (51€ / action)	8,8x	10,9x	9,6x	12,1x	15,4x	14,0x
Valorisation TP Portzamparc (63€ / action)	10,6x	13,2x	11,8x	15,0x	19,0x	17,2x

Source: Factset, Portzamparc

4.2. Risk/reward très favorable : de 55€ à 70€

Notre modélisation de scénarios fait ressortir un couple rendement/risque favorable pour Clasquin.

Le Bear case ressort à 55€ (+8%) et induit des multiples EV/EBIT de 11x 2021e et 18x 2022e. Par rapport à notre scénario central, nous avons ramené dès le T3 2021 des niveaux de marges unitaires aux niveaux historiques.

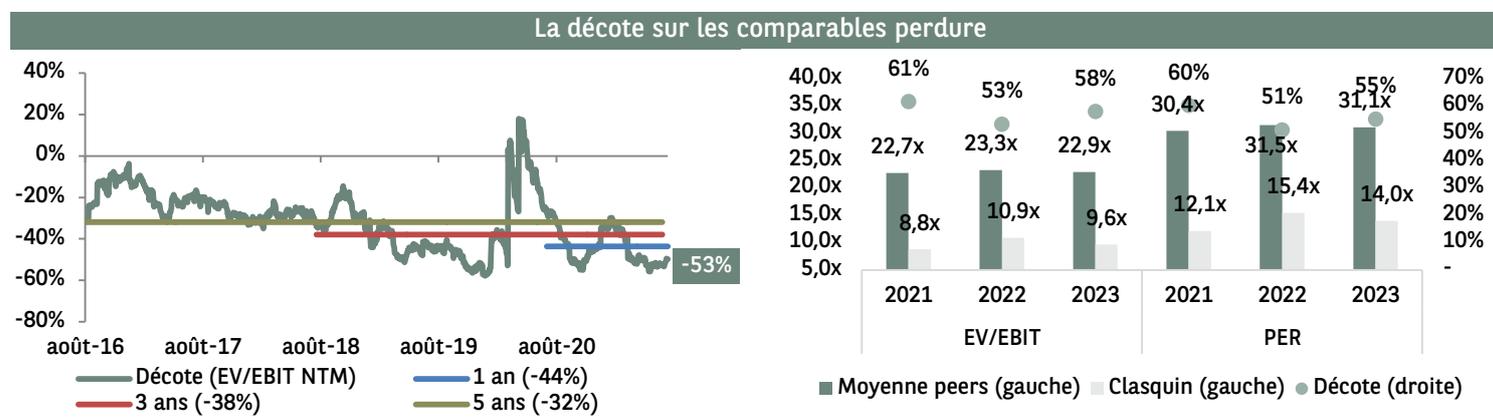
Le Bull case ressort à 70€ (+37%) et induit des multiples EV/EBIT de 6,7x 2021e et 8,8x 2022e. Par rapport à notre scénario central, nous avons ramené des niveaux de marges unitaires aux niveaux historiques à partir de 2022.

	Récapitulatif scénarios		
	Bear	Base	Bull
MCB 2023 (M€)	91	97	101
EBIT 2023 (% MCB)	9,1%	13,5%	15,8%
EBIT 2020-23 CAGR	-3%	13%	20%
BNPA 2020-23 CAGR	5%	24%	33%
DCF	55€	63€	70€

Source: Portzamparc

4.3. Décote sur les comparables historiquement haute

En plus de notre valorisation par DCF, nous suivons l'évolution de la décote sur les comparables (Kuehne & Nagel et DSV Panalpina). Sur trois et cinq ans, elle est de 38% et 32% respectivement contre 53% actuellement avec le consensus... et de plus de 60% sur notre scénario.



Source: Factset, Portzamparc

Nous ne retenons pas cette méthode de valorisation en raison des profils plus larges, plus diversifiés et plus intégrés des comparables, ces derniers étant notamment actifs dans la logistique contractuelle là où Clasquin est un pure player du Freight Forwarding.

Toutes choses égales par ailleurs, les décotes un/trois/cinq ans induisent des multiples EV/EBIT de 13,4x / 14,7x / 16,2x, traduisant des valeurs par action de 77€ / 86€ / 96€.

CLASQUIN

Critères ESG						
ENVIRONNEMENT	2016	2017	2018	2019	2020	Commentaires
Empreinte carbone						
Émissions de GES en kteqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (Me)	ND	ND	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	non	non	non	non	non	Offre aux clients de Clasquin d'un bilan carbone sur les transports gérés par Clasquin.
Impact positif environnemental identifié	oui	oui	oui	oui	oui	
Politique environnementale						
Publication d'un rapport environnemental	non	non	non	non	non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les 3 dernières années	non	non	non	non	non	
Certification 14001	non	non	non	non	non	
SOCIAL	2016	2017	2018	2019	2020	Commentaires
Promotion de la diversité						
Part des femmes dans la société	ND	56.0%	63.0%	54.0%	54.0%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	91.0%	93.0%	Périmètre France (40% des effectifs).
Plan d'actions en faveur de l'égalité des chances et de la diversité	non	non	non	non	non	
Part des handicapés	ND	2.8%	2.7%	3.1%	2.5%	Rédaction d'un document "Action handicap Clasquin" ainsi qu'un "Bilan Handicap" et désignation d'un référent "Handicap".
Formation						
Part de salariés ayant suivi une formation lors du dernier exercice	ND	ND	34%	58%	ND	
Recrutement & Attractivité						
Taux de rotation de l'emploi	ND	ND	26.1%	15.4%	15.1%	
Ancienneté moyenne	non	non	non	non	non	Mise en place d'un indicateur : le funometre. En mars 2019, 91,4% des salariés interrogés répondent qu'ils se sentent bien dans leur travail.
Conditions de travail						
Présence d'un DRH au comité de direction	oui	oui	oui	oui	oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	oui	oui	oui	oui	oui	
Nombre de titres détenus par les salariés	213,34	212,18	239,86	283,68	279,07	
Taux d'absentéisme	1.8%	2.2%	1.8%	2.1%	2.6%	Périmètre France (40% des effectifs)
Taux de fréquence des accidents du travail	ND	0.0	2.0	0.0	0.0	
GOUVERNANCE & ACTIONNARIAT	2016	2017	2018	2019	2020	Commentaires
Respect du code Afep-Medef	non	non	non	non	non	
Composition des instances de gouvernance						
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	non	non	non	oui	oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	6	6	6	8	8	
dont indépendants	ND	ND	ND	38%	38%	
dont femmes	17%	17%	17%	38%	38%	
Représentant des salariés au CA	non	non	non	non	non	Un représentant des salariés est systématiquement convié lors des réunions du CA.
Assiduité des membres du CA	94%	89%	92%	98%	100%	
Comité d'audit	non	non	non	non	non	
Comité des risques	non	non	non	non	non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	non	non	non	non	non	
Comité RSE	non	non	non	non	non	
Respect des actionnaires minoritaires						
Droits de votes doubles/multiples	oui	oui	oui	oui	oui	
Poids de l'actionnaire principal	48%	47%	46%	46%	46%	Yves Revol, Président
Rémunération des dirigeants						
Transparence sur la rémunération du CEO	non	non	non	non	non	
Déclaration de la rémunération du CEO	non	non	non	non	non	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	non	non	non	non	non	
Ratio d'équité	ND	ND	ND	ND	ND	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2016	2017	2018	2019	2020	Commentaires
Mise en place une charte éthique avec ses fournisseurs	non	non	non	non	non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	non	non	non	non	non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	100%	100%	96%	96%	96%	

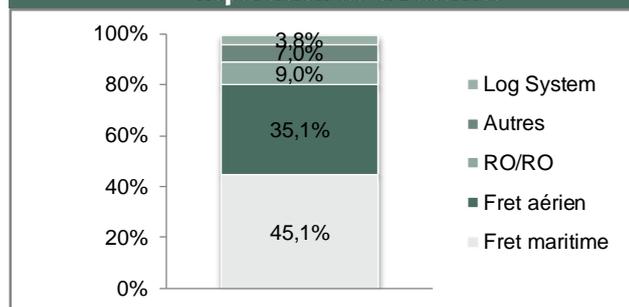
CLASQUIN

Exploitation	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Marge brute	57,5	62,9	68,9	76,8	76,2	91,7	89,7	97,0
<i>var. n/n-1</i>	3,4%	9,4%	9,5%	11,4%	-0,7%	20,4%	-2,3%	8,2%
<i>var. organique</i>	-1,4%	25,4%	8,5%	7,4%	18,3%	20,4%	-2,3%	8,2%
EBE	7,2	7,8	9,3	14,0	16,0	21,7	18,5	19,7
ROC	5,2	5,9	6,5	8,4	9,1	15,1	11,9	13,1
<i>var. n/n-1</i>	-22,4%	13,3%	10,7%	29,2%	8,2%	66,6%	-21,4%	9,7%
ROP	4,6	5,4	5,8	8,0	9,2	15,1	11,9	13,1
RCAI	4,1	4,8	5,5	7,4	7,7	14,4	11,2	12,4
IS	-1,3	-1,7	-1,8	-2,8	-2,3	-3,8	-2,8	-3,1
RN Pdg publié	2,2	2,5	2,8	3,7	4,7	9,7	7,7	8,5
RN Pdg corrigé	2,5	2,9	3,4	4,4	4,5	9,8	7,7	8,5
<i>var. n/n-1</i>	-28,8%	15,4%	15,3%	29,6%	2,8%	+ / + +	-21,2%	10,3%
Tmva MB 2018 / 2022e	6,8%							
Marge brute (%)	24,5%	21,6%	22,3%	23,2%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%
Marge opérationnelle (ROP/MB %)	8,0%	8,6%	8,4%	10,5%	12,1%	16,5%	13,3%	13,5%
Marge nette (%)	4,4%	4,7%	4,9%	5,7%	5,9%	10,7%	8,6%	8,8%
Taux IS (%)	30,3%	34,3%	32,9%	37,7%	30,0%	26,5%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / MB (%)	65,0%	64,3%	62,0%	62,8%	60,6%	57,1%	60,2%	60,0%
MB/effectif (K€)	80	83	87	78	82	-	-	-
<i>var. n/n-1</i>	-2,7%	2,8%	5,6%	-10,2%	5,2%	-	-	-
Effectif moyen	716	762	790	980	925	-	-	-
<i>var. n/n-1</i>	6,2%	6,4%	3,7%	24,1%	-5,6%	-	-	-

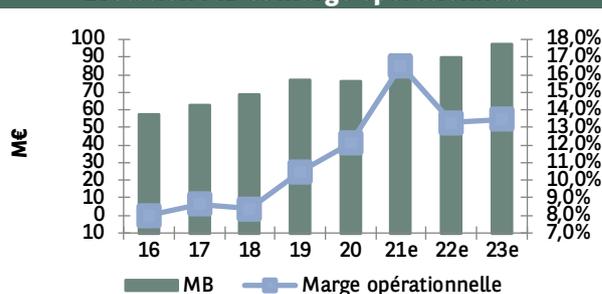
Bilan	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Fonds propres Pdg	20,8	19,7	21,4	22,0	26,9	33,7	35,1	38,7
Dettes financières nettes	11,8	16,7	19,6	19,5	23,7	10,9	7,8	4,1
Autres	1,0	1,0	0,9	1,2	1,9	1,3	1,3	1,3
Capitaux investis	36,6	40,5	44,9	47,6	56,5	50,0	48,3	48,1
Immobilisations nettes	28,0	28,9	31,7	39,9	37,4	35,5	34,1	32,8
<i>dont écarts d'acquisition</i>	19,1	19,6	22,0	30,6	29,6	30,5	31,4	32,4
<i>dont financières</i>	3,8	4,3	3,9	3,8	3,1	2,5	2,5	2,5
BFR	8,5	11,6	13,2	7,7	19,1	14,5	14,2	15,4
Actif économique	36,6	40,5	44,9	47,6	56,5	50,0	48,3	48,1
Gearing (%)	49,5%	73,0%	79,9%	72,7%	76,5%	28,9%	20,0%	9,7%
BFR/MB (%)	3,6%	4,0%	4,3%	2,3%	4,9%	3,1%	3,1%	3,1%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1,6	2,1	2,1	1,4	1,5	0,5	0,4	0,2
ROE (%)	10,4%	12,6%	13,1%	16,7%	17,5%	28,9%	21,8%	21,9%
ROACE (%) après IS normé	10,4%	10,2%	10,2%	12,2%	12,8%	21,3%	18,2%	27,1%

Financement	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Cash Flow	4,7	5,1	6,0	8,0	10,4	12,6	10,5	11,3
Variation BFR	-2,7	-2,7	-1,6	5,5	-11,6	4,6	0,3	-1,2
Investissements industriels	-1,0	-1,3	-1,7	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
% du MB	1,8%	2,0%	2,5%	0,9%	0,7%	0,6%	0,6%	0,5%
Cash Flow Libre	0,9	1,1	2,7	12,8	-1,7	16,7	10,3	9,6
Cessions d'actifs	0,2	0,3	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-2,7	-2,7	-2,1	-1,9	-1,0	-0,9	-0,9	-1,0
Dividendes	-2,9	-2,0	-1,9	-1,7	-0,6	-3,0	-6,3	-5,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-1,7	-1,6	-1,8	-9,3	-0,9	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	6,2	4,9	2,8	0,0	4,2	-12,8	-3,1	-3,7
Dettes financières nettes	11,8	16,7	19,6	19,5	23,7	10,9	7,8	4,1

Répartition du CA/activité



Evolution MB et marge opérationnelle



CLASQUIN

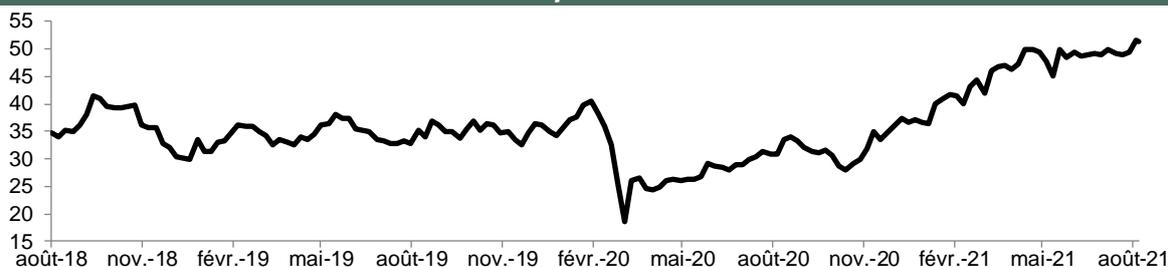
Données par action	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
BNPA	0,94	1,08	1,22	1,59	2,03	4,21	3,31	3,66
var. n/n-1	-28,8%	15,4%	15,4%	29,3%	2,4%	+ / ++	-21,2%	10,3%
CFPA	2,0	2,2	2,6	3,5	4,5	5,4	4,5	4,9
ANPA	9,0	8,6	9,3	9,5	11,6	14,6	15,2	16,7
Dividende net (versé en n+1)	0,80	0,80	0,65	0,00	1,30	2,75	2,16	2,39
Payout (%)	72,5%	62,8%	44,2%	0,0%	66,9%	64,9%	64,8%	64,8%
Tmva BNPA 2018 / 2022e	22,8%							
Tmva CFPA 2018 / 2022e	14,8%							

Valorisation	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
PER (x)	26,9	26,0	24,9	18,2	15,8	12,1	15,4	14,0
PCF (x)	14,7	14,9	13,9	10,0	6,8	9,4	11,3	10,5
PAN (x)	3,3	3,9	3,9	3,6	2,6	3,5	3,4	3,1
VE/MB (x)	1,4	1,5	1,6	1,4	1,3	1,5	1,5	1,3
VE/EBE (x)	11,6	12,4	11,4	7,5	6,1	6,1	7,0	6,4
VE/ROP (x)	18,1	17,7	18,5	12,9	10,7	8,8	11,0	9,7
Free Cash Flow Yield (%)	1,3%	1,5%	3,2%	16,1%	-2,4%	14,0%	8,7%	8,1%
Rendement (%)	4,2%	2,4%	2,2%	1,9%	0,0%	2,5%	5,3%	4,2%
Capitalisation (M€)	68,4	76,4	84,3	79,8	70,8	118,5	118,5	118,5
Valeur d'Entreprise (VE)	83,1	96,3	106,9	104,2	98,5	133,5	130,4	126,7
Cours de référence (€)	29,6	33,1	36,5	34,6	30,7	51,4	51,4	51,4
Nb de titres (Mio)	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	-	-	-	-	-
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Date d'introduction	31/01/2006							
Cours d'introduction ajusté	15,5 €							

Données intermédiaires	16	17	18	19	20	21
MB T1	13,3	14,5	16,7	17,3	17,5	23,9
MB T2	14,4	15,8	17,6	18,7	18,7	
MB S1	27,7	30,1	34,2	36,2	36,2	
ROP S1	1,9	2,4	3,1	3,9	2,7	
RN pdg corrigé S1	0,9	1,1	1,3	2,0	1,3	
Marge opérationnelle S1	6,8%	8,0%	9,2%	10,7%	7,5%	
Marge nette S1	3,1%	3,6%	3,8%	5,5%	3,6%	
MB T3	14,5	15,6	16,9	19,5	19,4	
MB T4	12,7	16,9	17,7	21,2	20,6	
MB S2	29,8	32,7	34,7	40,7	40,0	
ROP S2	3,2	3,0	3,4	5,6	6,5	
RN pdg corrigé S2	1,8	1,4	2,2	3,1	0,0	
Marge opérationnelle S2	10,7%	9,1%	9,7%	13,6%	16,2%	
Marge nette S2	5,9%	4,2%	6,4%	7,7%	0,0%	

Taux de croissance (n/n-1)	16	17	18	19	20	21
MB T1	0,8%	9,0%	15,2%	3,6%	1,2%	36,6%
MB T2	-12,2%	9,7%	11,4%	6,3%	0,0%	
MB T3	-10,5%	7,6%	8,3%	15,4%	-0,5%	
MB T4	25,7%	33,1%	4,7%	19,8%	-2,8%	
MB S1	-6,9%	8,9%	13,5%	5,7%	0,1%	
MB S2	15,1%	9,8%	5,9%	17,4%	-1,7%	
ROP S1	-38,2%	29,4%	29,6%	23,7%	-29,7%	
ROP S2	3,8%	-6,0%	12,3%	65,3%	16,8%	

Historique de cours



Avertissements

Avertissements généraux

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

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

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

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

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

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

- une liste des valeurs interdites aux collaborateurs sur laquelle sont inscrites toutes les valeurs suivies par le service d'analyse financière et toutes les valeurs sous contrat avec la société de bourse. Dans le cas particulier des analystes, il leur est interdit individuellement d'intervenir en direct sur un instrument financier autre que : les parts d'OPC, le titre BNP PARIBAS et les titres acquis dans le cadre statutaire d'une fonction d'administrateur ou de mandataire.

- une liste des valeurs sous surveillance qui recense essentiellement les valeurs sur lesquelles un ou plusieurs collaborateurs de la société de bourse détient une information privilégiée.

- une liste publique des valeurs en interdiction qui recense les valeurs sur lesquelles une opération financière est en cours et pour lesquelles il ne peut plus y avoir d'opération pour compte propre ni de publication d'analyse financière.

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

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

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

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (Historique des recommandations, engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation, prévisions...) est accessible sur

<http://www.midcaps.portzamparc.fr/wp-content/fileadmin/pubt/avertissements.pdf> (clientèle institutionnelle) ou auprès de votre conseiller habituel (clientèle privée).

Détail des potentiels conflits d'intérêts BNP PARIBAS

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

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

Mentions obligatoires

Recommandations boursières

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Détail des conflits d'intérêts potentiels PORTZAMPARC

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

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

Détail des conflits d'intérêts potentiels BNP PARIBAS

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

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

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

Recherche

Nicolas ROYOT, CFA nicolas.royot@bnpparibas.com
Co-responsable de l'Analyse Financière

Maxence DHOURY, CFA maxence.dhoury@bnpparibas.com
Co-responsable de l'Analyse Financière

Yann DE PEYRELONGUE yann.de-peyrelongue@bnpparibas.com
Analyste Financier

Arnaud DESPRE arnaud.despre@bnpparibas.com
Analyste Financier

Christophe DOMBU, PhD christophe.dombu@bnpparibas.com
Analyste Financier

Nicolas MONTEL nicolas.monTEL@bnpparibas.com
Analyste Financier

Jeremy SALLÉE, CFA Jeremy.sallee@bnpparibas.com
Analyste Financier

Gaétan CALABRO gaetan.calabro@bnpparibas.com
Analyste Financier

Mohamed KAABOUNI mohamed.kaabouni@bnpparibas.com
Analyste Financier

Augustin SOCIE augustin.socie@bnpparibas.com
Analyste Financier

Stéphanie MANTEIGAS stephanie.manteigas@bnpparibas.com
Corporate Access & Edition

Manon BERNARD manon.bernard@bnpparibas.com
Edition

Amandine PRIGENT amandine.prigent@bnpparibas.com
Edition

Téléphone 33 (0) 2 40 44 94 09

Vente Institutionnelle

François BREDOUX 33 (0) 2 40 44 95 21
Responsable Vente Institutionnelle francois.bredoux@bnpparibas.com

Henri TASSO 33 (0) 2 40 44 95 41
Vendeur institutionnel henri.tasso@bnpparibas.com

Henrique CRISTINO 33 (0) 2 40 44 95 31
Vendeur institutionnel henrique.cristino@bnpparibas.com

Nitin KHEDNAH 33 (0) 2 40 44 95 11
Vendeur institutionnel nitin.khednah@bnpparibas.com

Alexandre LE DROGOFF 33 (0) 2 40 44 95 48
Vendeur institutionnel alexandre.ledrogoff@bnpparibas.com

Céline BOURBAN 33 (0) 2 40 44 95 04
Vendeuse institutionnel celine.bourban@bnpparibas.com

Franck JAUNET 33 (0) 2 40 44 95 26
Responsable Négociation, Sales trading franck.jaunet@bnpparibas.com

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

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



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP