



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

CLASQUIN

Services aux entreprises

24 septembre 2021

Cours : 66,40€

Objectif : 72,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

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

Cours au 23/09/2021

RN S1- Feedback Conf. Call

Point d'étape record pour une année record

Semestre record qui profite d'une top-line extrêmement dynamique et d'un levier opérationnel très fort, la base de coûts du groupe étant relativement fixe. Notre objectif de cours est relevé à 72€ (vs 67€, fruit d'un scénario 2022-23 plus agressif : la désorganisation logistique et les taux de fret élevés associés ne devraient pas revenir à la normale avant la fin du S1 2022. La valorisation reste attractive tant en absolu qu'en relatif.

Semestre historique : multiplication par 4 du ROC

La forte hausse de l'activité s'est traduite par un fort levier opérationnel qui permet un quadruplement du ROC sur le S1 (10,3M€). Bien que légèrement sous nos attentes (PZP 11,2M€), notre scénario annuel n'est absolument pas remis en cause (ROC 18,5M€). Côté cash, la croissance de l'activité et l'allongement du cycle d'exploitation (paiement des nouveaux fournisseurs en maritime au départ de la cargaison en Chine, 40 jours de bateau, puis réception du cash 30 jours après la livraison) produit une consommation ponctuelle de 16M€. La situation devrait rester similaire au second semestre, générant ainsi un fort FCF dès le retour à une logistique mondiale plus organisée (potentiellement fin S1 2022).

Ajustement du scénario

Le management s'est voulu optimiste concernant les taux de marge unitaire (en lien avec les taux de fret), avec un scénario central de retour à des niveaux plus normatifs d'ici la fin du premier semestre 2022 pour le maritime (45% de la MCB) et d'ici 2023 pour l'aérien (IATA - 35% de la MCB). Dans cette optique nous revoyons nos scénarios top line et intégrons également des OPEX plus importantes. Notre scénario 2021 reste globalement inchangé, mais nos BPA 2022 et 2023 sont revus en hausse de 7% et 9% respectivement.

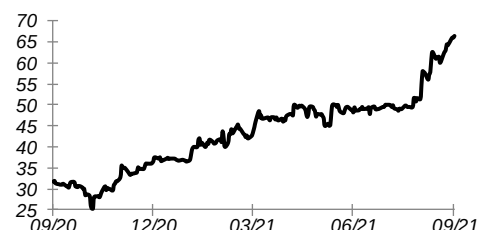
Valorisation plus en ligne, mais il reste de la place

Avec les excellentes performances opérationnelles, le titre a fortement progressé (+80% YTD) mais nous considérons que la valorisation reste toujours attractive.

En absolu, le titre se traite 14x EBIT 2022, ce qui reste sous les plus hauts historiques atteints de 15,7x EV/EBIT FY2. Ce dernier multiple induit un OC de 83,5€.

En relatif, la décote par rapport aux deux géants du secteur (Kuehne & Nagel et DSV) reste très élevée. Historiquement de l'ordre de 30/40%, elle est actuellement de 48%. Bien qu'utilisée à titre informatif, nous estimons que cette décote reviendra à la moyenne historique (OC induit de 77€ avec une décote ramenée à 40%).

Notre objectif de cours est relevé à 72€ contre 67€ précédemment.



Source : FactSet Research

Marché
ISIN / Mnémonique
Reuters / Bloomberg
Indice
Eligibilité PEA-PME

Euronext Growth
FR0004152882 / ALCLA
ALCLA.PA / ALCLA:FP
Euronext GROWTH
Oui

Capitalisation (M€)
Flottant (%)
Nb de Titres (Mio)
Date de clôture

153,1
41,0%
2,306
31-Déc

	20	21e	22e
PER	15,8	12,8	18,7
PCF	6,8	9,9	13,9
VE/MB	1,4	1,4	1,5
VE/ROP	10,7	10,7	12,6
PAN	2,6	4,3	3,7
Rendement	0,0%	2,0%	2,0%
Free Cash Flow Yield	-2,4%	-7,1%	26,1%
ROACE	12,8%	20,2%	14,7%

	20	21e	22e
MB	76,2	102,3	97,6
MB précédent	76,2	98,9	91,3
var. n/n-1	-0,7%	34,3%	-4,6%
EBE	16,0	25,8	19,2
ROC	9,1	18,4	12,6
% MB	11,9%	18,0%	13,0%
ROP	9,2	18,4	12,6
% MB	12,1%	18,0%	13,0%
RN Pdg publié	4,7	11,9	8,2
% MB	6,2%	11,7%	8,4%

	20	21e	22e
BNPA	2,03	5,15	3,53
BNPA précédent	2,03	5,20	3,30
var. n/n-1	27,4%	153,8%	-31,6%
BNPA Cor	1,94	5,18	3,55
ANPA	11,6	15,5	17,8
Dividende net	1,30	1,30	2,30

	20	21e	22e
DFN	23,7	38,6	2,4

Calendrier :

CA T3 (après bourse) le 28 Octobre

Yann de Peyrelongue, Analyste Financier

Nicolas Royot

+33 (0)1 40 17 50 39

yann.de-peyrelongue@bnpparibas.com

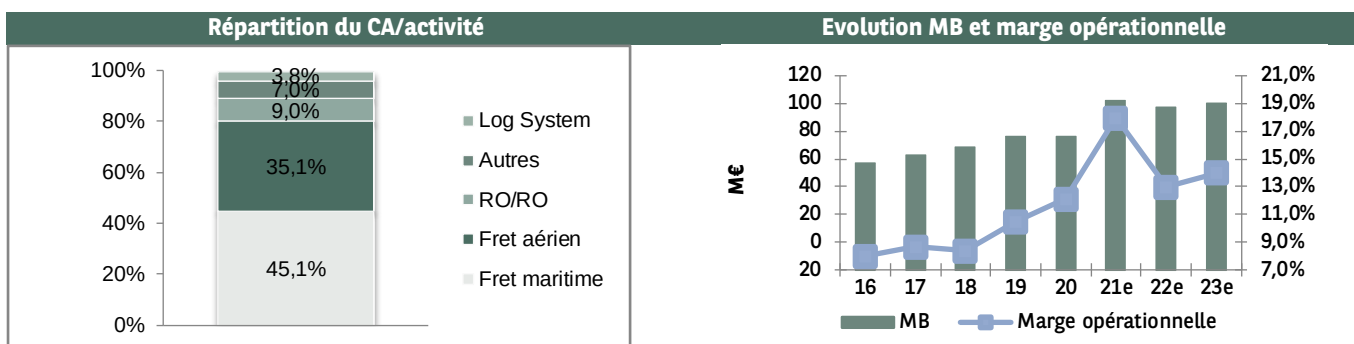
La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 23/09/2021 - 16:32 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 24/09/2021 - 08:00 (GMT+1).

CLASQUIN

Exploitation	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Marge brute	57.5	62.9	68.9	76.8	76.2	102.3	97.6	100.8
var. n/n-1	3.4%	9.4%	9.5%	11.4%	-0.7%	34.3%	-4.6%	3.3%
var. organique	-1.4%	25.4%	8.5%	7.4%	18.3%	34.3%	-4.6%	3.3%
EBE	7.2	7.8	9.3	14.0	16.0	25.8	19.2	20.7
ROC	5.2	5.9	6.5	8.4	9.1	18.4	12.6	14.1
var. n/n-1	-22.4%	13.3%	10.7%	29.2%	8.2%	+ / +	-31.2%	11.3%
ROP	4.6	5.4	5.8	8.0	9.2	18.4	12.6	14.1
RCAI	4.1	4.8	5.5	7.4	7.7	17.7	11.9	13.4
IS	-1.3	-1.7	-1.8	-2.8	-2.3	-4.7	-3.0	-3.3
RN Pdg publié	2.2	2.5	2.8	3.7	4.7	11.9	8.2	9.2
RN Pdg corrigé	2.5	2.9	3.4	4.4	4.5	12.0	8.2	9.2
var. n/n-1	-28.8%	15.4%	15.3%	29.6%	2.8%	+ / +	-31.4%	12.2%
Tmva MB 2018 / 2022e	9.1%							
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%	18.0%	13.0%	14.0%
Marge nette (%)	4.4%	4.7%	4.9%	5.7%	5.9%	11.7%	8.4%	9.2%
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%	59.6%	64.1%	63.3%
MB/effectif (K€)	80	83	87	78	82	-	-	-
var. n/n-1	-2.7%	2.8%	5.6%	-10.2%	5.2%	-	-	-
Effectif moyen	716	762	790	980	925	-	-	-
var. n/n-1	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	35.9	41.1	45.1
Dettes financières nettes	11.8	16.7	19.6	19.5	23.7	38.6	2.4	-2.3
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	79.8	48.9	48.2
Immobilisations nettes	28.0	28.9	31.7	39.9	37.4	34.8	33.5	32.2
dont écarts d'acquisition	19.1	19.6	22.0	30.6	29.6	30.6	31.6	32.6
dont financières	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	45.0	15.4	16.0
Actif économique	36.6	40.5	44.9	47.6	56.5	79.8	48.9	48.2
Gearing (%)	49.5%	73.0%	79.9%	72.7%	76.5%	96.5%	5.4%	-4.6%
BFR/MB (%)	3.6%	4.0%	4.3%	2.3%	4.9%	8.6%	3.1%	3.1%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1.6	2.1	2.1	1.4	1.5	1.5	0.1	ns
ROE (%)	10.4%	12.6%	13.1%	16.7%	17.5%	33.2%	19.8%	20.3%
ROACE (%) après IS normé	10.4%	10.2%	10.2%	12.2%	12.8%	20.2%	14.7%	29.0%

Financement	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Cash Flow	4.7	5.1	6.0	8.0	10.4	15.6	11.0	12.0
Variation BFR	-2.7	-2.7	-1.6	5.5	-11.6	-25.9	29.6	-0.5
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%	0.5%	0.5%	0.5%
Cash Flow Libre	0.9	1.1	2.7	12.8	-1.7	-10.9	40.1	11.0
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	-1.0	-1.0	-1.0
Dividendes	-2.9	-2.0	-1.9	-1.7	-0.6	-3.0	-3.0	-5.3
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	14.9	-36.1	-4.7
Dettes financières nettes	11.8	16.7	19.6	19.5	23.7	38.6	2.4	-2.3



CLASQUIN

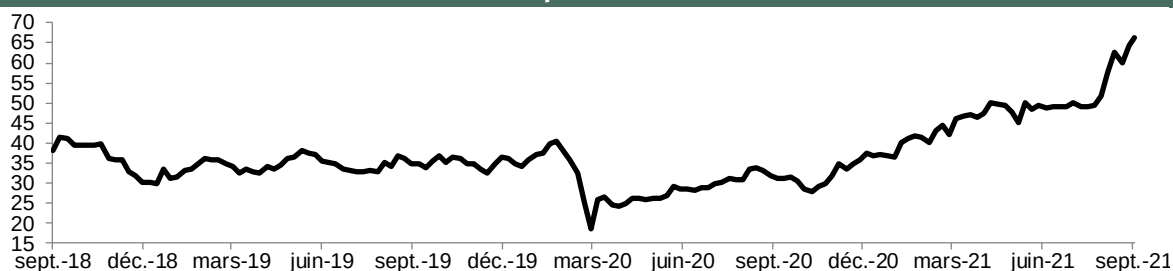
Données par action	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
BNPA	0.94	1.08	1.22	1.59	2.03	5.15	3.53	3.96
var. n/n-1	-28.8%	15.4%	15.4%	29.3%	2.4%	+ / ++	-31.4%	12.2%
CFPA	2.0	2.2	2.6	3.5	4.5	6.7	4.8	5.2
ANPA	9.0	8.6	9.3	9.5	11.6	15.5	17.8	19.5
Dividende net (versé en n+1)	0.80	0.80	0.65	0.00	1.30	1.30	2.30	2.58
Payout (%)	72.5%	62.8%	44.2%	0.0%	66.9%	25.1%	64.8%	64.8%
Tmva BNPA 2018 / 2022e	24.7%							
Tmva CFPA 2018 / 2022e	16.1%							

Valorisation	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
PER (x)	26.9	26.0	24.9	18.2	15.8	12.8	18.7	16.7
PCF (x)	14.7	14.9	13.9	10.0	6.8	9.9	13.9	12.8
PAN (x)	3.3	3.9	3.9	3.6	2.6	4.3	3.7	3.4
VE/MB (x)	1.4	1.5	1.6	1.4	1.3	1.9	1.6	1.5
VE/EBE (x)	11.6	12.4	11.4	7.5	6.1	7.6	8.3	7.5
VE/ROP (x)	18.1	17.7	18.5	12.9	10.7	10.7	12.6	11.0
Free Cash Flow Yield (%)	1.3%	1.5%	3.2%	16.1%	-2.4%	-7.1%	26.1%	7.2%
Rendement (%)	4.2%	2.4%	2.2%	1.9%	0.0%	2.0%	2.0%	3.5%
Capitalisation (M€)	68.4	76.4	84.3	79.8	70.8	153.1	153.1	153.1
Valeur d'Entreprise (VE)	83.1	96.3	106.9	104.2	98.5	195.7	159.6	154.9
Cours de référence (€)	29.6	33.1	36.5	34.6	30.7	66.4	66.4	66.4
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	27.9
MB S1	27.7	30.1	34.2	36.2	36.2	51.8
ROP S1	1.9	2.4	3.1	3.9	2.7	10.2
RN pdg corrigé S1	0.9	1.1	1.3	2.0	1.3	6.7
Marge opérationnelle S1	6.8%	8.0%	9.2%	10.7%	7.5%	19.7%
Marge nette S1	3.1%	3.6%	3.8%	5.5%	3.6%	13.0%
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	4.8	
Marge opérationnelle S2	10.7%	9.1%	9.7%	13.6%	16.2%	
Marge nette S2	5.9%	4.2%	6.4%	7.7%	12.0%	

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
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%	49.2%
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%	43.1%
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



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).

Pas de changement de recommandation sur les 12 derniers mois

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 s'est engagé à produire et à diffuser des études de recherche d'investissement sur ledit émetteur;
7. Portzamparc a été rémunéré par cet émetteur en échange de la fourniture de services d'investissement ou des services en conseil financier au cours des douze derniers mois;
8. L'auteur de cette étude ou une personne qui aurait aidé à l'élaboration de cette étude (ou un membre de son foyer), ou encore une personne qui, malgré sa non-implication dans l'élaboration de cette étude avait ou pouvait raisonnablement avoir accès aux éléments substantiels de cette étude avant sa diffusion détient une position nette ou courte supérieure à 0,5% du capital de cet émetteur
9. La recommandation présentée dans ce document a été divulguée à l'émetteur avant sa publication et diffusion et a été subséquemment modifiée préalablement à sa diffusion

Détail des conflits d'intérêts potentiels BNP PARIBAS

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

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

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