

ETUDE LONGUE

Mercredi 6 octobre 2021

Achat

Depuis le 22/04/2020

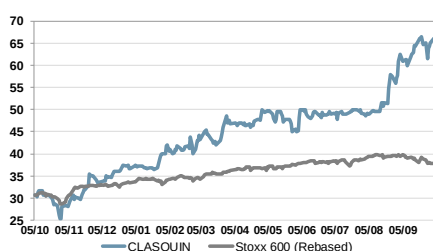
Cours (€) 66,00

Clôture du 04/10/2021

Objectif de cours (€) 77,00

Depuis le 23/09/2021

Capi. boursière (M€) 152



Source : Factset

(€)	12/20	12/21e	12/22e
CA (M)	392	572	509
EBITDA Ajusté (M)	16	27	19
Marge d'EBITDA (%)	4,2	4,6	3,8
EBIT ajusté (M)	10	20	14
Marge d'EBIT (%)	2,4	3,5	2,8
RNPJ ajusté (M)	5	13	8
ROE (%)	20,9	40,2	20,6
ROCE ajusté (%)	12,0	17,9	14,2
Dette nette/(trésor) (M)	23	45	24
Gearing (%)	73,0	109,8	53,5
Dette/EBITDA	1,9	2,0	1,7
EBITDA/Rés. fin.	10,2	9,5	9,1
VE/CA	0,3	0,4	0,4
VE/EBITDA ajusté	6,8	7,6	9,4
VE/EBIT ajusté	10,4	10,0	12,8
P/E ajusté	16,5	12,0	19,2
P/ANPA	3,1	4,2	3,8
OpFCF yield (%)	0,7	-9,9	18,0
Rendement (%)	2,0	2,3	2,6
BNPA ajusté	2,22	5,51	3,43
Révision (%)	0,00	0,00	(0,04)
ANPA	11,67	15,75	17,50
Dividende Net / Action	1,30	1,54	1,71
Taux de distrib. (%)	58,6	28,0	50,0

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

Clasquin

Activité et résultats bien au-delà des performances historiques

Que ce soit au plein cœur de la crise sanitaire, ou depuis le redémarrage de l'activité, le groupe a prouvé sa capacité à s'adapter. La poursuite des investissements dans les relais de croissance devrait participer à soutenir le *newsflow* sur le titre, et ainsi le cours de bourse. Achat, TP 77 €.

Une bonne résilience en 2020

La crise sanitaire survenue en 2020, qui a fortement pénalisé les échanges mondiaux, a stoppé net la dynamique de croissance dans laquelle le groupe était engagé depuis plusieurs années (+10,5% de croissance organique de la marge brute moyenne durant la période 2017-19). Cependant, avec une baisse de la MB limitée à moins de 1% ou -4,8% en organique, le groupe a plutôt bien résisté dans cet environnement compliqué. Par ailleurs, grâce à la bonne réactivité des dirigeants, et aux mesures gouvernementales, les marges ont été préservées permettant d'afficher une croissance de près de 17% de l'EBIT en 2020.

Un redémarrage en trombe en 2021

Si le rebond était attendu, en parallèle au redémarrage de l'économie mondiale et à un effet rattrapage après plusieurs mois d'activité au ralenti (restauration des stocks, etc.), il a été plus rapide et est bien plus conséquent que toutes les prévisions : +37% de croissance dès le T1 suivie de +50% au T2 permettant d'afficher une croissance de près de 44% au S1. Le groupe bénéficie certes d'une reprise du marché, des effets de la forte hausse des taux de fret (pénurie de moyens de transport sur certains axes), mais surtout d'une accélération des gains de parts de marché illustrant la pertinence de la stratégie déployée par les dirigeants depuis plusieurs années et la réactivité des équipes : maintien des effectifs productifs pendant l'épisode Covid, ouverture d'agences (renforcement des implantations en Afrique), recrutements de personnes clés (rebond en Allemagne et aux Etats-Unis) et reprise de fonds de commerce (Espagne et Belgique), diversification de l'activité vers de nouveaux segments ou de nouveaux services/outils (Live by Clasquin), etc. La dynamique d'activité s'accompagne d'une poursuite de l'amélioration des marges. Au S1, le ratio EBIT/MB a ainsi été porté à 19,8%, permettant de multiplier l'EBIT par 3,8 sur la période.

Une hausse du titre qui reflète les performances opérationnelles : Achat, objectif de cours à 77 €

Les éléments qui ont porté l'activité et les marges au cours du S1 devant perdurer au moins sur le S2, nous sommes confiants dans les perspectives pour l'ensemble de l'année 2021 : MB attendue à 107 M€, +40% dont +37% au S2, EBIT à 20,2 M€ x2, dont +44% au S2, soit un ratio EBIT/MB à 18,9% sur l'année. Pour 2022 nous avons adopté un scénario prudent, considérant l'année 2021 comme exceptionnelle : MB attendue à 95,1 M€, -6% et EBIT attendu à 14,3 M€, soit un ratio EBIT/MB à 15% qui reste proche des plus hauts historiques. Aux vues des performances opérationnelles, nous jugeons la hausse du titre (+80% YTD) comme justifiée. Le *newsflow* devant rester porteur, nous réitérons ainsi notre opinion Achat sur le titre avec un objectif de cours à 77 €.

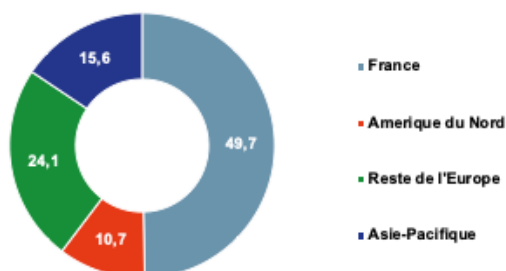
Sommaire

■	PROFIL DE LA SOCIETE	3
■	CAS D'INVESTISSEMENT	4
	Axes stratégiques de développement : diversification sectorielle et géographique	4
	Transport aérien : une activité pérenne	4
	Autre commission de transport : des activités complémentaires	5
	Log System, division logiciels : activité non stratégique	5
	Levier opérationnel : un potentiel d'amélioration des marges	5
	Croissance externe : retour des opérations après une pause en 2020	6
	Endettement & Liquidité : une trésorerie permettant de financer la croissance interne et des acquisitions ciblées	7
	Management, Gouvernance, Actionnariat : un actionnariat familial	8
	Profil de risque : un environnement de marché volatil	8
	Achat, objectif de cours de 77 €	8
■	ANALYSE DES FRANCHISES	10
	Préambule comptable : chiffre d'affaires vs marge brute	10
	Commission de transport (97% de la MB / 99% du ROP) : poursuite de la conquête de parts de marché	10
	Edition de logiciels (3% de la MB / 1% du ROP) : activité non stratégique	13
■	LES VECTEURS DE CROISSANCE	15
	Un marché compliqué : effondrement des échanges mondiaux dans un contexte de crise sanitaire suivi d'un fort rebond depuis début 2021	15
	Une capacité à surperformer qui devrait se poursuivre : poursuite de la stratégie qui a soutenu la croissance ces dernières années	16
■	PROFITABILITE NORMATIVE	20
	Profitabilité historique : des marges en amélioration	20
	Encore du potentiel pour améliorer les marges	21
■	GENERATION ET UTILISATION DU FREE CASH FLOW	23
	Cash flow opérationnel : structurellement au-delà des 10 M€ par an	23
	Un BFR qui devrait impacter la génération de <i>free cash flow</i> en phase de croissance forte	23
	Intensité capitalistique : faible : CAPEX ~1,0% du CA ou 5% de la MB	23
	Retour à un taux de distribution élevé post effet Covid	24
	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 2020	26
	Ajustements bilanciaux : pas de retraitements majeurs	26
■	APPROCHE DE VALORISATION	27
	Comparaisons boursières	27
	DCF	28
	Synthèse des méthodes retenues	29
■	MANAGEMENT, GOUVERNANCE, ACTIONNARIAT	30
	Management : une équipe dirigeante stable	30
	Gouvernance : un Conseil d'administration de huit membres	31
	Actionnariat familial : société détenue à 46,2% par Yves Revol	31
■	COMPTES CONSOLIDES.....	33

Cette analyse financière a été réalisée par Claire Deray, Analyste Indépendant : cd@sponsor-finance.com
 L'Analyste Indépendant Claire Deray s'est vu confier par l'Emetteur la réalisation d'une prestation d'analyse financière au sens de l'article 36 du règlement EU 2017/565. L'Analyste Indépendant et le CIC sont convenus, en accord avec l'Emetteur, que le CIC puisse diffuser de manière exclusive les prestations d'analyse financière réalisées par l'Analyste Indépendant sur l'Emetteur.

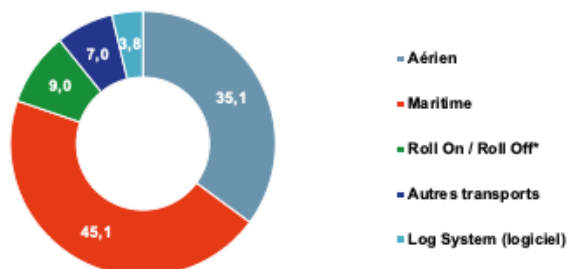
Profil de la société

Clasquin : Marge Brute 2020 par pays (%)



Source: Independent analyst, Clasquin

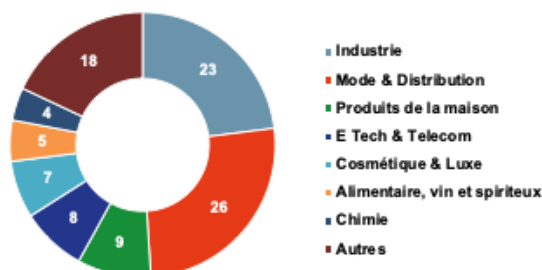
Clasquin : Marge Brute 2020 par activité (%)



Source: Independent analyst, Clasquin

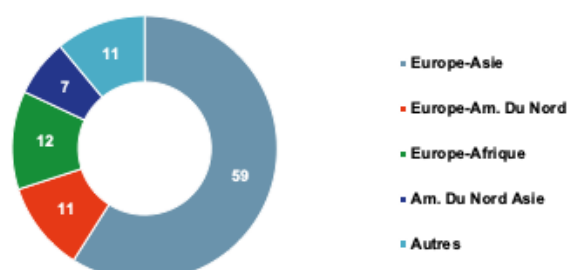
* transport maritime de camions avec leur chargement

Clasquin : Marge Brute 2020 par secteur (%)



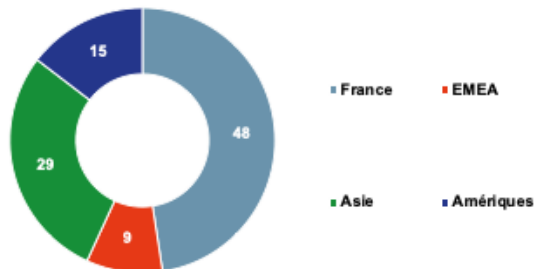
Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Flux par zones géographiques (%)



Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Effectifs par zone géographique (%)



Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Quelques données opérationnelles

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Bureaux	55	62	62	62	63	64
Pays	20	20	20	22	23	21
Salariés	674	716	762	790	980	925
Tonnes (Aé.)	50 586	53 402	63 446	69 466	62 865	58 113
Variation	5,4%	5,6%	18,8%	9,5%	-9,5%	-7,6%
EVP* (Mar.)	122 884	144 147	168 832	199 473	217 530	233 554
Variation	35,4%	17,3%	17,1%	18,1%	9,1%	7,4%
Tot. nb d'op.	207 931	221 990	246 657	264 179	273 875	251 561
Variation	21,4%	6,8%	11,1%	7,1%	3,7%	-8,1%

Source: Independent analyst, Clasquin

*EVP (Equivalent Vingt Pieds) ou TEU (Tone Equivalent Unit)

Clasquin : Management

Yves Revol	Président du CA
Hugues Morin	Directeur Général
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 31/12/2020)

	Capital	%	Dt de vote
Yves Revol + Olymp	46,2		60,2
Flottant	41,7		Nc
Salariés	12,1		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)	Juin/Août	Achat	2 261	111 236	49,20
Laurence Ilhe	Août	Achat	791	38 877	49,15
Olymp (Y. Revol)	Juin/Août	Achat	917	45 382	50,00
		Cession	8 784	439 405	50,02
Caroline Morin	Juillet	Achat	38	1 888	49,67

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

Cas d'investissement

Nous résumons ci-dessous les principaux sujets du cas d'investissement de Clasquin. Cette étude est ensuite organisée en 7 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/ l'approche de valorisation et 7/ l'appréciation du Management, de la Gouvernance, et de l'Actionnariat.

Axes stratégiques de développement : diversification sectorielle et géographique

Au cours des trois années qui ont précédé la crise sanitaire, soit de 2017 à 2019, la MB a crû de plus de 10% par an en moyenne, dont près de 11% en organique (effet périmètre compensé par l'effet change négatif). Au cours de l'année 2020, particulièrement touchée par l'épidémie de Covid-19, la MB a été quasi stable ou -5% en organique, illustrant la résilience de la société et 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 ou des secteurs de niches (transport de produits chimiques, vins et spiritueux, événementiel, température dirigée, art, etc.) ;
- l'enrichissement de l'offre via des services à valeur ajoutée (Live by Clasquin, Live Green) ;
- une accélération des développements via des opérations de croissance externe.

Clasquin : Croissance historique de la Marge Brute

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Marge Brute - Croissance (%)	23,8%	6,3%	0,0%	5,2%	6,3%	10,3%	3,4%	9,4%	9,5%	11,3%	-0,7%
Dont organique (%)	20,2%	6,6%	-4,9%	3,3%	4,3%	4,1%	0,7%	9,8%	11,2%	10,7%	-4,8%
Dont parités monétaires (%)	3,6%	-0,3%	2,9%	-2,2%	-0,5%	5,0%	-0,3%	-0,9%	-2,3%	1,4%	-0,9%
Dont périmètre (%)	-	-	2,0%	4,1%	2,5%	1,1%	3,0%	0,5%	0,6%	-0,8%	5,7%

Source: Independent analyst

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 45% de l'activité en 2020, avec une croissance annuelle moyenne de la marge brute de plus de 10% au cours de la période 2006-2020 (soit depuis l'introduction en bourse), dont +3,5% en 2020. Le segment maritime a plutôt bien résisté dans un contexte de crise sanitaire : +3% en nombre d'opérations et +7% en volumes transportés (TEU, Tonnes Equivalent Unit ou EVP Equivalent vingt pieds, sur un marché à -4-5%). 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. Cette division ne représente plus désormais que 35% de l'activité, et ce malgré une croissance annuelle moyenne de plus de 5% sur la période, dont +6% en 2020. Si l'activité a fortement baissé en volume en 2020 (-21% en nombre d'opérations et -7,5% en tonnes transportées sur un marché à -14%), cela a été compensé en termes de marge brute par la complexité des flux qui ont été traités dans un contexte d'arrêt des lignes aériennes régulières pendant une grande partie de l'année, nécessitant la mise en place de solutions sur mesure ou d'opérations exceptionnelles (transport de masques et de produits médicaux par exemple) et donc facturées plus chères aux clients finaux. L'expertise de la société dans ce domaine devrait lui permettre de poursuivre sa croissance.

Autre commission de transport : des activités complémentaires

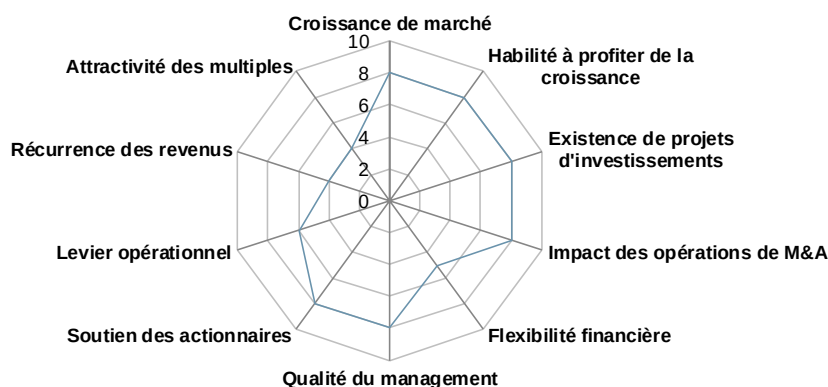
Les autres modes de transport ont représenté 16% de l'activité en 2020 (croissance annuelle moyenne de plus de 25%) comparés à 20% en 2019, ces activités ayant été fortement sous pression pendant la crise sanitaire. Avec l'acquisition de LCI en 2015, le groupe a obtenu un savoir-faire en matière de RO/RO (*Roll On / Roll Off*), c'est-à-dire le transport maritime de camions avec leur chargement (flux France-pays du Maghreb), 6,9 M€ de MB en 2020 (-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.) : 5,4 M€ de MB en 2020 (-23%).

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 (3% 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 la très grande majorité des filiales du groupe (2018-2020).

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). Pause dans les ouvertures dans un contexte Covid en 2020 ;
- le lancement de nouvelles activités/services : création d'une division « Food » basée à Rungis spécialisée dans le transport Overseas des produits alimentaires sous température contrôlée en 2019, lancement de Live By Clasquin au T4-2020 (briques de services digitaux : espace collaboratif, documentation, tracking et tableau de bord, données prédictives, etc., en partenariat/avec le support d'outils logiciels tiers comme Wakeo, expert de la visibilité en temps réel des flux de transports internationaux, ou encore Microsoft (outils Power BI pour les rapports et informations ou Teams dédiés pour des solutions de chat) et de Live Green (mesure en temps réel de l'impact environnemental des opérations de transport) ;
- la poursuite des recrutements (près de 1 000 salariés fin juin 2021 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 jusque courant 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, a permis de lancer le redressement des marges, ratio MB/CA passé à 10,8% après plusieurs années en deçà de 9%. La relative résilience de l'activité dans un contexte de crise sanitaire, la réactivité des dirigeants et des équipes, les aides gouvernementales et la montée en puissance des outils logiciels ont permis au groupe de poursuivre le redressement des marges en 2020 avec un ratio EBIT/MB porté à 12,6%.

Compte tenu de la dynamique d'activité, de la montée en puissance des outils logiciels (encore du potentiel d'efficience au sein des équipes, courbe d'apprentissage ralentie par la crise sanitaire) qui permettent par ailleurs de proposer des services de plus en plus à valeur ajoutée, et de la stratégie de développement déployée (segments de niches, à besoins complexes, etc.) malgré le retour à la normale de certaines charges comme les frais de structures ou encore les frais de personnel (plus d'aides gouvernementales), nous estimons que le groupe devrait poursuivre l'amélioration de ses marges.

Pour l'exercice en cours, le groupe bénéficie par ailleurs d'effets prix conséquents et de plans de transport encore très perturbés qui nécessitent une grande réactivité et le plus souvent la mise en place des solutions sur mesure pour répondre aux besoins des clients, ce qui permet de dégager des marges conséquentes : ratio EBIT/MB porté à 19,8% au S1 (+12,2 pts). Ces phénomènes tendent à perdurer au S2, ce qui devrait permettre au groupe de dégager des marges exceptionnelles pour l'année 2021 : 18,9% attendu sur l'année pour le ratio EBIT/MB, soit un EBIT qui devrait plus que doubler par rapport au niveau de 2020.

Si les facteurs qui ont permis aux marges de se redresser devraient perdurer (nouveaux outils logiciels, contribution aux résultats de certaines zones en perte dans leur phase de démarrage initiale, montée en gamme de l'offre, etc.), le retour à la normale des volumes et des flux d'échanges mondiaux, et très probablement des taux de fret, ne devraient pas permettre selon nous de soutenir durablement le niveau de marges de 2021. Sur la base de notre scénario d'activité (MB à -6% en 2022 puis retour à un rythme de croissance organique à +4+6% par an), nous estimons que le ratio EBIT/MB devrait se stabiliser à 15%-16% dans les années à venir ce qui correspond à un retour aux hauts historiques atteints en 2008 et 2010.

Croissance externe : retour des opérations après une pause en 2020

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). Depuis, le groupe a réalisé des acquisitions dans le domaine de la commission de transport, en France et à l'international. Après une pause des opérations en 2020 dans un contexte de crise sanitaire, les acquisitions ont repris dès janvier 2021 :

- 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.
- 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).
- 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.

- Depuis le début de l'exercice 2021 : reprise de l'activité d'une société en Espagne en janvier (700 K€ de MB), d'un fonds de commerce en Belgique au 1er avril (1,5 M€ de MB), et d'une petite société en France Transport Petit International (1,6 M€ de MB, intégrée rétroactivement au 1er janvier).

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 près de 25,8 M€ à fin 2020 (26,2 M€ à fin juin), 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.

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€.

La dette bancaire s'élevait à 45,3 M€ à fin 2020. Elle est essentiellement à moyen et long terme (18% seulement à moins d'un an) et majoritairement à taux variables (96%) en partie couverte (89% à taux variable après couverture). L'application de la norme IFRS a conduit à intégrer au bilan près de 9 M€ d'engagement de loyers au passif à fin 2020. Le groupe compte par ailleurs des dettes relatives aux compléments de prix payables sur les acquisitions passées (2,8 M€).

Le groupe bénéficiait d'une trésorerie de 25,8 M€ à fin 2020 (ou 24,6 M€ retraités des découverts bancaires), conduisant à une dette nette de 31,6 M€ ou 22,6 M€ hors IFRS 16 à fin 2020, soit un *gearing* de respectivement 102% et 73% et un *leveraging* de 1,9x et 1,6x (covenant <3).

De par sa situation financière et les lignes de crédit d'ores et déjà négociées, la société a les moyens de poursuivre 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-Aline 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 46,2% 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 12,1% 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 a été le cas en 2008-2009 ou en 2020 avec la crise sanitaire, l'essor de la société s'en trouve ralenti et l'activité pourrait se contracter.

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.

Enfin l'activité du groupe est avant tout un métier d'homme, la fidélisation des équipes en place, la capacité à recruter ou encore à attirer des talents sont des facteurs clés pour assurer le succès des offres déployées par le groupe et alimenter la croissance

Achat, objectif de cours de 77 €

Que ce soit au plein cœur de la crise sanitaire ou depuis le redémarrage de l'activité, le groupe a prouvé sa capacité à s'adapter dans un environnement de marché particulièrement perturbé. La poursuite des investissements dans les relais de croissance, en organique et le recours à des opérations de croissance externe, devraient participer à soutenir le *newsflow* sur le titre.

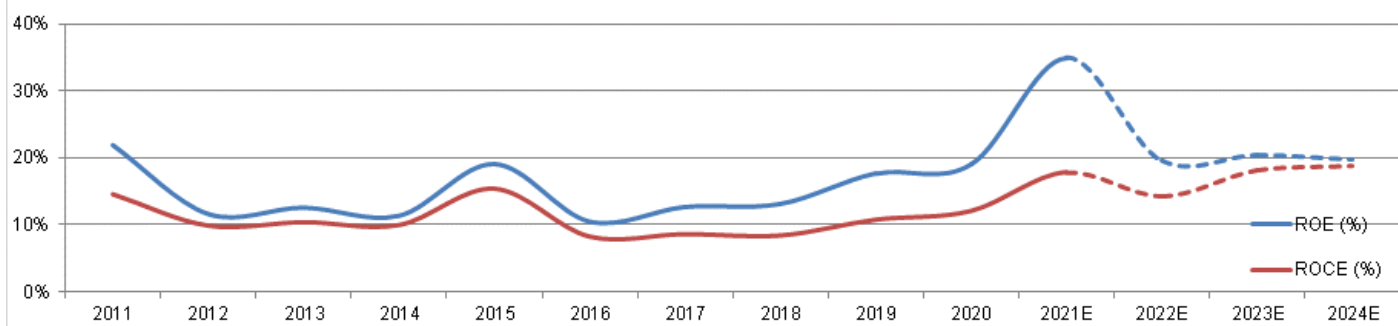
Aux vues des performances opérationnelles, nous jugeons la hausse du titre (+80% YTD) comme justifiée. Le *newsflow* devant rester porteur, nous réitérons ainsi notre opinion Achat sur le titre avec un objectif de cours à 77 €.

Clasquin : Due diligence d'investissement

	Faible	Moyen	Fort	Commentaires
Structure du marché & Momentum	• Tendances de croissance séculaires		x	Histo. les flux de transport augmentaient > que la croissance mondiale. Plus le cas auj.
	• Barrières à l'entrée	x		Métier faiblement capitalistique mais nécessité de recruter des personnes expérimentées
	• Pouvoir de négo. des fournisseurs		x	Taux de fret fluctuent au niveau mondial. Sont imposés aux commissionnaires de transport
	• Pouvoir de négo. des acheteurs	x		Les variations des coûts de transports sont répercutées aux clients
	• Menace de produits de substitution	x		Activités exercées : service. Le débauchage des salariés est le risque principal
	• Intensité concurrentielle	x		Confrontée à la fois à des géants mondiaux et à des petits concurrents locaux
	• Consolidation de l'industrie	x		De nombreux rapprochements ont lieu mais il subsiste toujours beaucoup d'opérateurs
	• Fragmentation de l'industrie		x	Il existe des géants mondiaux dans le secteur et une multitude de petits acteurs locaux
	• Contenu technologique	x		L'activité nécessite des outils informatiques pointus
Profil des revenus	• Cadre réglementaire		x	Chaque pays et chaque zone géo. a ses propres règles en matière d'import - export
	• Cyclicité		x	Les volumes transportés dépendent du dynamisme de l'économie mondiale
	• Saisonnalité	x		Le T1 est le plus faible trimestre de l'année mais pas de manière significative
	• Récurrence	x		
	• Prévisibilité	x		
	• Compréhension de l'entreprise		x	Post cession de Gueppe Clasquin désormais centrée uniquement sur la comm. de transp.
	• Diversification des clients finaux		x	Portefeuille clients diversifié (aucun client ne représente plus de 5% de la MB)
	• Diversification des marchés finaux		x	Secteurs d'origine des clients diversifiés
	• Diversification géographique		x	Nombreuses implantations hors de France
Rentabilité et génération de Cash-Flow	• Diversification des fournisseurs		x	Travail avec la plupart des transporteurs maritimes et aériens
	• Croissance organique		x	Croissance organique > 4,0% en moyenne au cours des dix dernières années
	• Croissance externe		x	Acquisitions régulières depuis 2014
	• Pricing power		x	Spécialisation sur certains flux et certaines niches permettant une bonne maîtrise des tarifs
	• Structure de coûts fixes		x	Essentiellement des frais de personnel
	• Dépendance aux mat. premières	x		
	• Intensité capitalistique	x		Spécificités au niveau du BFR (flux importants transitant par le groupe)
	• Rentabilité des capitaux engagés		x	ROCE moyen 10 ans ~ 11%
	• Génération de Cash Flow		x	FCF yield à plus de 4% (moyenne 10 ans basée sur le cours moyen de l'année)
Bilan et Liquidité	• Résilience de la marge		x	Limitée par le besoin de maintenir les équipes pour préparer le rebond en cas de baisse
	• Organisation industrielle		x	Clasquin présente dans zones clés et s'appuie sur un réseau de partenaires ailleurs (WFA)
	• Potentiel de restructuration		x	Nouvel ERP qui devrait permettre de générer des marges supérieures post effet Covid
	• Levier financier		x	Dette nette / EBITDA à 1,9 ou 1,6 hors IFRS 16
	• Liquidité		x	Trésorerie à plus de 25,8 M€ à fin 2020
	• Qualité de la structure de la dette		x	Pas de mur de dette
	• Intensité du BFR	x		
	• Eléments hors bilan	x		
Considérations relatives à l'investissement	• Pérénnité des franchises		x	Savoir-faire historique dans les flux provenant et à destination d'Asie
	• Attractivité de la valorisation		x	Décote par rapport aux multiples historiques et aux multiples des sociétés comparables
	• Régularité des perf. op.		x	Exposé aux fluctuations économiques mais bonne réactivité du management
	• Intérêt spéculatif		x	Société détenue par son manager depuis 1983
	• Complexité comptable	x		
	• Historique du management		x	Managers aux postes clés dans la sté depuis longtemps
	• Rémunération du management	x		
	• Activité d'initiés		x	
	• Couverture des analystes	x		Couvert par 4 analystes sell side
	• Liquidités des actions	x		Moyenne des échanges sur 2020 : 936 titres par jour
	• Volatilité des cours de bourse	x		Beta : 0,42 ; Beta ajusté : 0,61

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, avec ses 16 000 clients, 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 ait été modifiée. Les ratios pertinents sont ainsi ceux basés sur les niveaux de marge brute (MB).

Clasquin: Analyse des franchises

	MB / EBIT %	Taille de marché	Cyclicité	Profitabilité	Intensité capitalistique	Croissance	Recurrence
Comm. de transport	97 / 99	N/A	Forte	Faible	Faible	Forte	Faible
Edition de logiciels	3 / 1	N/A	Faible	Forte	Faible	Faible	Forte

Source: Independent analyst, Clasquin

Commission de transport (97% de la MB / 99% 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 (35% de la MB), activité historique de la société qui réalise une croissance annuelle moyenne de 5% et qui a permis d'investir dans de nouveaux foyers de croissance. Même en 2020, année de la crise sanitaire, la dynamique du pôle a globalement été préservée avec une croissance de la marge brute de +6%. Si l'activité a fortement baissé en volume en 2020 : -21% en nombre d'opérations et -7,5% en tonnes transportées (sur un marché à -14%) cela a été compensé en termes de marge brute par la complexité des flux qui ont été traités dans un contexte d'arrêt des lignes aériennes régulières pendant une grande partie de l'année, nécessitant la mise en place de solutions sur mesure ou d'opérations exceptionnelles (transport de masques et de produits médicaux par exemple) et donc facturées plus chères aux clients finaux : MB par tonne transportée portée à près de 465 €, +15% par rapport à 2019 ;
- le transport maritime (45% 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. Avec une croissance annuelle moyenne de la marge brute de plus de 10% au cours de la période 2006-2020 (soit depuis l'introduction en Bourse), dont +3,5% en 2020, la division a plutôt bien résisté dans un contexte de crise sanitaire : +3% en nombre d'opérations et +7% en volumes transportés (TEU, Tonnes Equivalent Unit ou EVP Equivalent vingt pieds, sur un marché à -4/-5%) ;
- le *Roll On – Roll Off* (9% de la MB), transport maritime de camions avec leur chargement. Depuis l'acquisition de LCI en 2015, spécialisé sur les flux France-Maghreb, l'activité a

presque été doublée à fin 2019 grâce aux développements opérés avec des ouvertures de bureaux à Paris, Lille et 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. En 2020, ce mode de transport a particulièrement été touché par les effets de la crise sanitaire et les différents confinements, avec une MB en baisse de près de 19% au cours du dernier exercice. Depuis lors, l'activité a retrouvé le chemin de la croissance et devrait probablement redevenir un moteur de développement pour le groupe (axe Allemagne Afrique, montée en puissance au Maroc, etc.) ;

- les autres modes de transport (7% de la MB rail, la route, logistique, etc.) ont aussi beaucoup souffert des effets de la pandémie avec une activité en baisse de -23%. Cependant, compte tenu de la volonté de poursuivre les diversifications dans le *supply chain management* 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 ou encore de l'activité Fairs & Events), leur poids pourrait croître de nouveau dans l'activité du groupe.

Clasquin : Evolution de l'activité en commission de transport (le hors Log System et Gueppe)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Nombre d'opérations												
Aérien	51 167	57 629	60 899	59 896	61 275	65 274	70 554	72 810	80 153	81 437	85 607	67 376
Variation	-15,8%	12,7%	5,7%	-1,6%	2,3%	6,5%	8,1%	3,2%	10,1%	1,6%	5,1%	-21,3%
Maritime	52 523	66 435	69 537	73 487	81 595	92 090	98 908	100 765	111 946	119 246	115 858	119 392
Variation	1,9%	26,5%	4,7%	5,7%	11,0%	12,9%	7,4%	1,9%	11,1%	6,5%	-2,8%	3,1%
RO/RO*	-	-	-	-	-	-	23 270	33 913	38 299	40 596	46 374	38 483
Variation	-	-	-	-	-	-	-	45,7%	12,9%	6,0%	14,2%	-17,0%
Autres	9 076	11 629	12 134	12 941	13 505	13 936	15 199	14 502	16 259	22 900	26 036	26 310
Variation	21,7%	28,1%	4,3%	6,7%	4,4%	3,2%	9,1%	-4,6%	12,1%	40,8%	13,7%	1,1%
Volumes traités												
Aérien (tonnes)	30 956	37 879	41 139	41 659	44 792	47 977	50 586	53 402	63 446	69 466	62 865	58 113
Variation	-16,4%	22,4%	8,6%	1,3%	7,5%	7,1%	5,4%	5,6%	18,8%	9,5%	-9,5%	-7,6%
Soit par opération	0,605	0,657	0,676	0,696	0,731	0,735	0,717	0,733	0,792	0,853	0,734	0,863
Variation	-0,7%	8,6%	2,8%	3,0%	5,1%	0,5%	-2,5%	2,3%	7,9%	7,8%	-13,9%	17,5%
Maritime (EVP)	55 618	79 094	90 198	84 895	85 138	90 727	122 884	144 147	168 832	199 473	217 530	233 554
Variation	9,7%	42,2%	14,0%	-5,9%	0,3%	6,6%	35,4%	17,3%	17,1%	18,1%	9,1%	7,4%
Soit par opération	1,059	1,191	1,297	1,155	1,043	0,985	1,242	1,431	1,508	1,673	1,878	1,956
Variation	7,7%	12,4%	9,0%	-10,9%	-9,7%	-5,6%	26,1%	15,1%	5,4%	10,9%	12,2%	4,2%
Marge Brute												
Aérien (EURm)	12,7	16,1	17,3	16,2	15,6	16,6	19,1	18,4	20,7	23,5	25,4	27,0
Variation	-14,8%	27,2%	7,7%	-6,6%	-3,4%	5,9%	15,3%	-3,7%	12,4%	13,3%	8,2%	6,2%
Soit par opération (EUR)	248,2	279,4	284,1	270,5	255,4	253,8	270,7	252,7	258,3	288,6	296,7	400,7
Variation	1,3%	12,5%	1,7%	-4,8%	-5,6%	-0,6%	6,6%	-6,6%	2,2%	11,7%	2,8%	35,1%
Soit par tonne (EUR)	410,3	425,0	420,5	388,9	349,3	345,4	377,6	344,6	326,3	338,3	404,0	464,6
Variation	1,9%	3,6%	-1,1%	-7,5%	-10,2%	-1,1%	9,3%	-8,7%	-5,3%	3,7%	19,4%	15,0%
Maritime (EURm)	12,7	16,2	17,5	18,5	20,6	22,5	27,8	27,7	30,2	30,5	33,5	34,7
Variation	-5,6%	26,6%	8,4%	5,6%	11,3%	9,3%	23,4%	-0,4%	9,0%	1,2%	9,8%	3,5%
Soit par opération (EUR)	242,7	243,5	251,7	251,7	252,6	244,6	281,1	274,9	269,8	255,8	289,1	290,6
Variation	-7,3%	0,3%	3,4%	0,0%	0,3%	-3,1%	14,9%	-2,2%	-1,9%	-5,2%	13,0%	0,5%
Soit par EVP (EUR)	229,2	204,5	194,0	217,9	242,1	248,3	226,2	192,2	178,9	152,9	154,0	148,6
Variation	-14,0%	-10,8%	-5,1%	12,3%	11,1%	2,6%	-8,9%	-15,1%	-6,9%	-14,5%	0,7%	-3,5%
RO/RO*	-	-	-	-	-	-	4,7	6,7	6,6	7,2	8,5	6,9
Variation	-	-	-	-	-	-	-	42,6%	-1,5%	9,1%	18,1%	-18,8%
Soit par opération (EUR)	-	-	-	-	-	-	202,0	197,6	172,3	177,4	183,3	179,3
Variation	-	-	-	-	-	-	-	-2,2%	-12,8%	2,9%	3,3%	-2,2%
Autres	1,8	2,1	2,3	2,9	3,3	3,4	2,9	3,6	4,2	5,9	7,1	5,4
Variation	20,0%	16,2%	10,0%	26,1%	14,0%	3,0%	-14,9%	24,1%	16,7%	40,5%	20,3%	-23,9%
Soit par opération (EUR)	198,3	179,8	189,6	224,1	244,9	244,5	190,8	248,2	258,3	257,6	272,7	205,2
Variation	-1,4%	-9,3%	5,4%	18,2%	9,3%	-0,2%	-22,0%	30,1%	4,1%	-0,3%	5,8%	-24,7%
Marge Brute totale	34,3	42,4	45,1	45,1	47,4	50,4	55,6	57,5	62,9	68,9	76,7	76,2
Variation	-7,9%	23,8%	6,3%	0,0%	5,2%	6,3%	10,3%	3,4%	9,4%	9,5%	11,3%	-0,7%
Variation LFL	-9,1%	20,2%	6,6%	-4,9%	3,3%	4,3%	4,1%	0,7%	9,8%	11,2%	10,7%	-4,8%

Source: Independent analyst, Clasquin

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

— 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, dans des périodes de croissance mais également dans des marchés plus difficiles (crise économique en 2009, Covid en 2020) avec une croissance annuelle moyenne de la marge brute de la division commission de transport de plus de 9% 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 2021, la société était implantée en direct sur les cinq continents avec près de 1 000 collaborateurs répartis dans un réseau de 66 bureaux opérationnels dans 22 pays, assurant une présence dans les principaux ports et aéroports dans le monde. La stratégie est orientée vers la poursuite de la croissance du réseau avec un focus sur l'Amérique du Nord, l'Inde, le Sud-Est asiatique, l'Afrique et le Moyen-Orient.

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 plus de 170 pays au total.

Clasquin : Analyse des barrières à l'entrée

	Faible	Moyen	Elevé	Commentaires
— Publicité	x			Activité B to B
— Capital	x			Activité faiblement capitalistique
— Contrôle des ressources	x			Nombreux transporteurs. Les volumes traités ne lui confèrent pas un grand pouvoir en matière de sourcing
— Avantage de coût	x			
— Fidélité des clients			x	Equipes relativement stables et permettent de mettre en place une relation de confiance avec les clients
— Accords de distribution	x			
— Économie d'échelle		x		La société est de taille intermédiaire sur le marché
— Réglementations gouvernementales			x	Chaque zone géographique a ses propres règles en matière d'import - export. Nécessité de les maîtriser
— Demande inélastique	x			Les prix des prestations varient fortement car influencés par la forte variation des coûts de transport
— Propriété intellectuelle	x			
— Effet de réseau		x		Présente en propre dans les zones d'échanges clés, s'appuie sur un réseau de partenaires ailleurs (WFA)
— Prix prédateurs		x		
— Pratiques restrictives	x			
— Recherche et développement	x			
— Accords fournisseurs	x			
— Coûts irrécupérables	x			
— Barrières à la sortie		x		
— Tarifs	x			
— Intégration verticale	x			
— "Zoning"	x			

Source: Independent analyst

— Profil de risque : un secteur qui amplifie les cycliques économiques

Cette activité étant plutôt cyclique, la société, comme l'ensemble des acteurs du secteur, doit faire face à des fortes variations d'activité d'une année sur l'autre. En 2009 par exemple, la crise économique a conduit à une baisse des volumes des échanges mondiaux de -10,5% pour un PIB mondial globalement stable, suivie d'un violent rebond en 2010 +12,5% pour un PIB à +5,4% (Source : FMI).

De même, la survenance de la crise sanitaire, suivie des mesures de confinement appliquées dans la plupart des pays, a fortement perturbé l'économie (PIB mondial en baisse de 3,2%) et les échanges mondiaux en 2020 (-8,3% en volume). Dans le domaine de la commission de transport maritime, les volumes ont baissé de l'ordre de -4 à -5% et dans le domaine du transport aérien de -14% (Source : société).

Depuis le début de l'année 2021, la reprise se confirme et accélère. Les volumes des échanges mondiaux sont attendus en hausse de +9,7% par le FMI (étude de juillet 2021) sur l'ensemble de l'année et en hausse de +7,0% en 2022, pour un PIB mondial attendu à respectivement +6,0% et +4,9%. Dans ce contexte d'échauffement général du marché, les capacités à retenir et à recruter des talents pourraient devenir un enjeu clé dans les mois à venir.

Clasquin : Analyse de risque

		Faible	Moyen	Elevé	Commentaires
Risques opérationnels	— Management	x			Actionnariat et management familial
	— Coûts			x	Les charges de personnel sont la principale source de coûts, elles varient peu en fonction de l'activité
	— Devise		x		Achats libellés en USD et ventes encore majoritairement en EUR, mais mécanisme d'ajustement des prix
	— Matières premières		x		Taux de fret et prix du pétrole volatils, mais mécanisme d'ajustement des prix
	— I.T.	x			Finalisation du déploiement des nouveaux outils logiciels
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
	— Produit	x			Activité commission de transport désormais plutôt bien diversifiée : maritime, aérien et autres
Risques financiers	— Crédit	x			Financement par emprunt bancaire majoritairement à long terme
	— Liquidité	x			Cash important pour financer le BFR
	— Taux d'intérêt	x			Emprunts très majoritairement à taux fixes
Risques compliance	— Réglementation	x			La société dispose de compétences reconnues en matière de traitements douaniers
	— Juridique	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

Edition de logiciels (3% de la MB / 1% du ROP) : 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 de trois domaines distincts :

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

Une filiale en Tunisie a été ouverte en 2018 (détenue à 69%) dans une optique *nearshore* (savoir-faire à moindre coût).

— 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, et qui a permis 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, pérennité des franchises et profil de risque

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.

Cette activité concerne une cinquantaine de 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).

Les vecteurs de croissance

Dans un contexte de marché globalement porteur, et grâce au succès de la stratégie de conquête commerciale, au cours des trois années qui ont précédé la crise sanitaire, soit de 2017 à 2019, la MB a crû de plus de 10% par an en moyenne, dont près de 11% en organique. Au cours de l'année 2020, particulièrement touchée par l'épidémie de Covid-19, la MB a été quasi stable ou -5% en organique, illustrant la résilience de la société. Dans un contexte de forte reprise des échanges mondiaux et grâce à la poursuite des investissements dans les moteurs de croissance, le rebond de l'activité a d'ores et déjà été engagé avec une MB en hausse de près de 44% au S1-2021.

Un marché compliqué : effondrement des échanges mondiaux dans un contexte de crise sanitaire suivi d'un fort rebond depuis début 2021

— 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.

— Une année 2020 atypique : forte baisse des volumes et nécessité de trouver des solutions de transport parfois inédites

La survenance de la crise sanitaire Covid-19, suivie des mesures de confinement appliquées dans la plupart des pays, a fortement perturbé l'économie mondiale en 2020 : PIB en baisse de -3,2% et échanges mondiaux à -8,3% en volume (Source : FMI). L'impact a cependant été plus faible que les projections initiales (PIB attendu en baisse de 4,9% et échanges mondiaux à -11,9% dans la publication de juin 2020 du FMI) et ressort ainsi un peu moins violent que la crise financière de 2009 en termes d'échanges mondiaux (volumes en baisse de -10,5% à l'époque).

Par ailleurs, la crise sanitaire a conduit à des situations inédites en termes de flux de transport avec la forte réduction voire l'arrêt de certaines lignes régulières, en particulier dans le transport aérien, et ce sur de longues périodes impliquant la mise en place des solutions différentes (autres moyens de transport, affrètements dédiés, etc.) ; ou encore avec la nécessité de transporter certains produits (équipements médicaux, masques, etc.) qui devaient être acheminés au plus fort de la crise « quoi qu'il en coûte ». Les opérateurs de transport, face à la complexité des flux ont déployé des solutions sur-mesure et parfois exceptionnelles pour le client, permettant de facturer plus cher aux clients finaux à volume transporté égal.

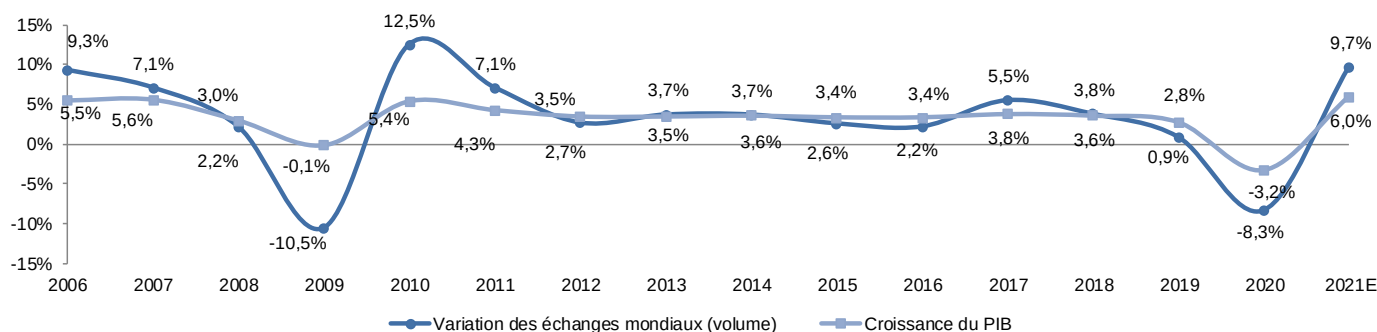
Enfin les taux de fret sur le marché ont également fortement progressé sur certains axes, ce qui a renchéri mécaniquement les prestations de transport et ainsi joué un rôle amortisseur sur le marché du transport en valeur en 2020.

— Un très fort rebond depuis le début de l'année 2021

Depuis le début de l'année 2021, la reprise se confirme et accélère. Les volumes des échanges mondiaux sont attendus en hausse de +9,7% par le FMI sur l'ensemble de l'année et en hausse de +7,0% en 2022, pour un PIB mondial attendu à respectivement +6,0% et +4,9% (étude de juillet 2021). Les dirigeants du groupe ont communiqué sur une croissance du marché du fret maritime à +5/+7% en volume sur l'exercice et +7/+9% pour le transport aérien.

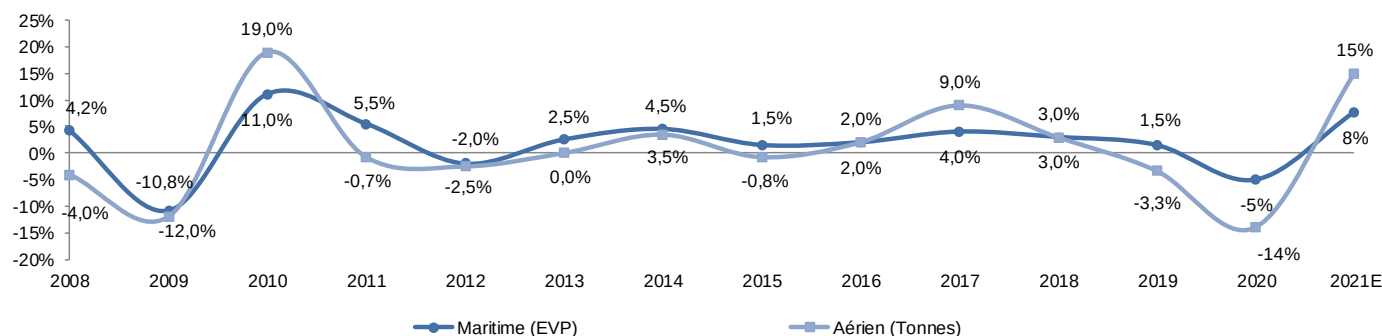
Le cabinet Transport Intelligence (étude publiée en juin) vise une croissance des flux mondiaux de 11,6% pour 2021, dont +14,9% pour le transport aérien et +7,6% pour le transport maritime, et une croissance annuelle moyenne de +5% pour la période 2020-2025, dont +5,4% pour l'aérien et +4,5% pour le maritime.

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



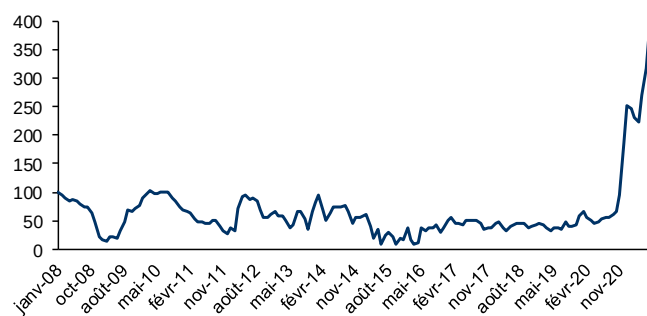
Source : IMF.org

Clasquin : Tendances de marché (évolution en volume)



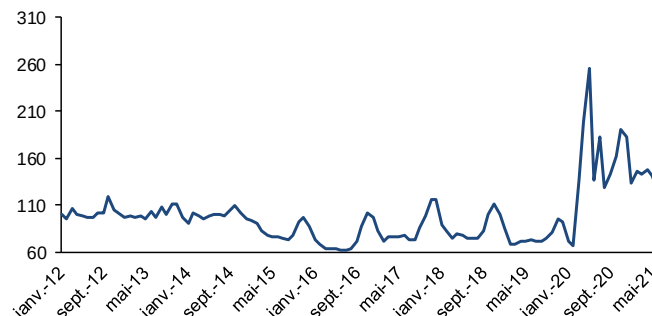
Source : Khuene & Nagel, Panalpina, Clasquin

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 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.

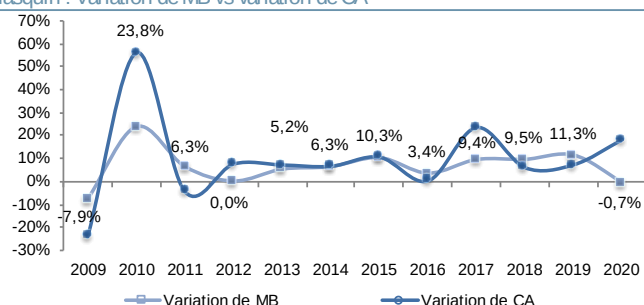
Confronté à une concurrence variée, avec d'un côté des géants mondiaux (DHL-Panalpina, Kuehne Nagel, Fedex, Schenker, Nippon Logistics, Expeditors, etc.) et de l'autre de petits acteurs locaux, Clasquin a su s'imposer avec une devise « *Big enough to do the job, small enough to do it better* ». Plus 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 9% depuis 2006 dont plus de 7% par croissance organique.

Clasquin : Historique des performances en volume vs performance marché

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
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%	-5,0%
Clasquin	9,7%	42%	14,0%	-5,9%	0,3%	6,6%	35,4%	17,3%	17,1%	18,1%	9,1%	7,4%
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%	-14,0%
Clasquin	-16,4%	22,4%	8,6%	1,3%	7,5%	7,1%	5,4%	5,6%	18,8%	9,5%	-9,5%	-7,6%

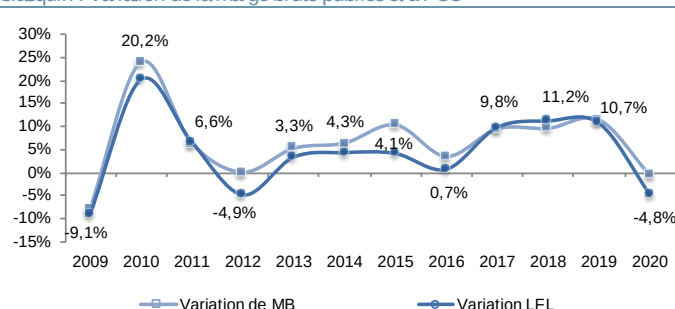
Source: Independent analyst

Clasquin : Variation de MB vs variation de CA



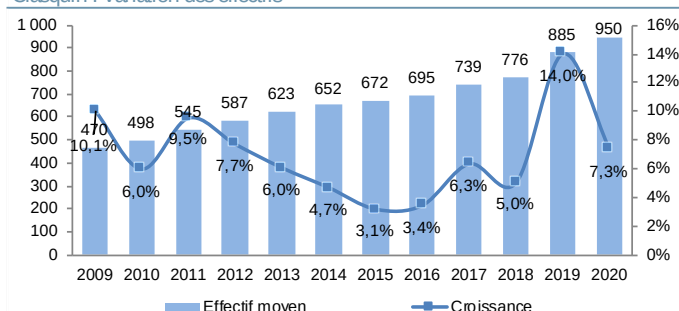
Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Variation de la marge brute publiée et à PCC



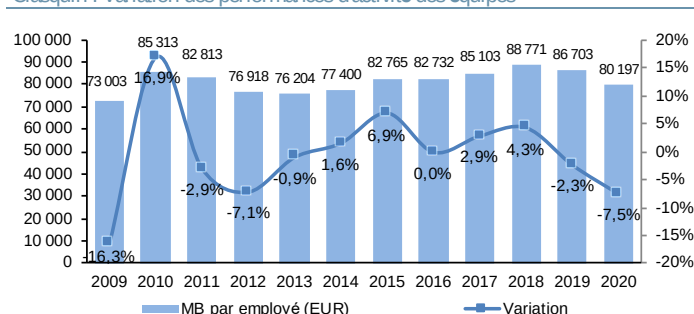
Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Variation des effectifs



Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Variation des performances d'activité des équipes



Source: Independent analyst, Clasquin

— Une stratégie de développement dans la continuité

Les dirigeants comptent poursuivre la stratégie de développement, via la poursuite des gains de parts de marché, l'élargissement du réseau du périmètre historique (Europe de l'Ouest, Asie et Amérique du Nord), la pénétration de nouvelles zones (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 ou des secteurs de niche (transport de produits chimiques, vins et spiritueux, événementiel, température dirigée, art, pharmacie, etc.).

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%		2,7	Positif	Nc	Com. de transport flux Amérique du Nord
GAF (Göriz Air Freight)	2014	Allemagne	Achat 100%	2,0	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
Columbus Transit	2021	Espagne	Achat 100%		0,7	Nc	Nc	Transport international (fonds de com.)
Interlines Belgique	2021	Belgique	Achat 100%	0,9	1,5	Nc	Nc	Import maritime Asie (fonds de com.)
Transport Petits International	2021	France	Achat 55,56%		1,6	Nc	Nc	Affrètement aérien Afrique de pds sensibles

Source: Independent analyst, Clasquin

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

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), en 2019 par la reprise de Cargolution (Canada). Aucune opération de croissance externe n'a été réalisée pendant la crise sanitaire en 2020. Depuis le début de l'exercice, le groupe a réalisé plusieurs opérations avec la reprise de l'activité d'une société en Espagne en janvier (700 K€ de MB), d'un fonds de commerce en Belgique au 1^{er} avril (1,5 M€ de MB), et d'une petite société en France Transport Petit International (1,6 M€ de MB). 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 près de 25,8 M€ à fin 2020 (26,2 M€ à fin juin), 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.

— Guidance du management

Sur la base d'un fret maritime mondial attendu en hausse de +5/+7% et d'un fret aérien attendu à +7/+9% (estimations sociétés sur la base des estimations de l'OMC de mars 2021 d'un marché des échanges internationaux en hausse de +8% en volume), les dirigeants visent : « un niveau d'activité très significativement supérieur aux prévisions de marché ».

— Estimations CIC Market Solutions

La crise sanitaire survenue en 2020 a stoppé net la dynamique de croissance dans laquelle le groupe était engagé depuis plusieurs années (+10,5% de croissance organique de la marge brute moyenne durant la période 2017-19). Cependant, avec une baisse de la MB limitée à moins de 1% ou -4,8% en organique, le groupe a plutôt bien résisté dans cet environnement compliqué.

Si le rebond était attendu, en parallèle du redémarrage de l'économie mondiale et à un effet de rattrapage après plusieurs mois d'activité au ralenti (restauration des stocks, etc.), il a été plus rapide et bien plus conséquent que toutes les prévisions : +37% de croissance dès le T1 suivie de +50% au T2 permettant d'afficher une croissance de près de 44% au S1.

Le groupe bénéficie certes d'une reprise du marché, des effets de la forte hausse des taux de fret (pénurie de moyens de transport sur certains axes), mais surtout d'une accélération des gains de parts de marché illustrant la pertinence de la stratégie déployée par les dirigeants et la réactivité des équipes : maintien des effectifs productifs pendant l'épisode

Covid, ouverture d'agences (renforcement des implantations en Afrique), recrutements de personnes clés (rebond en Allemagne et aux Etats-Unis) et reprise de fonds de commerce (Espagne et Belgique), diversification de l'activité vers de nouveaux segments (transports sécurisés, ciblage de clients internationaux aux implantations mondiales, etc.) ou de nouveaux services/outils (Live by Clasquin plateforme digitale collaborative lancée au T4-2020, 160 clients couverts à la fin du S1-2021 représentant près de 1/4 de la marge brute, Live Green permettant d'accéder au calcul de la consommation d'énergie, des émissions de carbone, et des polluants atmosphériques pour tous les modes de transport), etc. Nous estimons ainsi que la croissance devrait rester soutenue au cours du second semestre. Sur l'année 2021, nous prévoyons ainsi une MB de 106,9 M€ (hausse de 40%), idem en organique l'effet périmètre étant compensé par un effet change défavorable.

Dans un environnement de marché plus normalisé (conditions tarifaires probablement moins favorables et probable retour des taux de fret à des niveaux plus faibles), et compte tenu d'un effet de base élevé, nous avons, par prudence intégré dans nos estimations une baisse d'activité en 2022 avec une MB attendue à 95,1 M€ (-11%), puis un retour à une croissance de +4 à +6% par an en rythme de croisière.

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	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
CA	198,1	211,5	201,7	234,2	235,0	290,6	308,3	331,3	392,0	572,3	509,4	534,8	561,6
Variation	7,3%	6,7%	Ns	16,1%	0,3%	23,6%	6,1%	7,4%	18,3%	46,0%	-11,0%	5,0%	5,0%
Variation LFL	6,6%	3,8%	Ns	-6,5%	-1,4%	24,7%	8,5%	7,4%	13,4%	48,0%	-11,0%	5,0%	5,0%
Marge brute	47,4	50,4	43,6	55,6	57,5	62,9	68,9	76,7	76,2	106,9	95,1	99,9	104,8
Variation	5,2%	6,3%	Ns	27,5%	3,4%	9,4%	9,5%	11,3%	-0,7%	40,2%	-11,0%	5,0%	5,0%
Variation LFL	3,3%	4,3%	Ns	4,8%	0,7%	9,8%	11,2%	10,7%	-4,8%	40,0%	-11,0%	5,0%	5,0%
Dont Aérien	15,6	16,6	16,6	19,1	18,4	20,7	23,5	25,4	27,0	32,7	29,4	31,2	32,1
Variation	-3,4%	5,9%	5,9%	15,3%	-3,7%	12,4%	13,3%	8,2%	6,2%	21,0%	-10,0%	6,0%	3,1%
Dont Maritime	20,6	22,5	22,5	27,8	27,7	30,2	30,5	33,5	34,7	56,1	48,8	51,3	52,9
Variation	11,3%	9,3%	9,3%	23,4%	-0,4%	9,0%	1,2%	9,8%	3,5%	61,8%	-13,0%	5,0%	3,1%
Dont RO/RO	-	-	-	4,7	6,7	6,6	7,2	8,5	6,9	9,3	8,4	8,7	9,0
Variation	-	-	-	-	42,6%	-1,3%	7,7%	19,3%	-19,4%	35,0%	-10,0%	4,0%	3,5%
Dont Autres	3,3	3,4	3,4	2,9	3,6	4,2	5,9	7,1	5,4	6,8	6,4	6,6	6,8
Variation	12,8%	3,0%	3,0%	3,0%	24,1%	16,7%	39,9%	20,3%	-22,8%	25,0%	-5,0%	3,0%	3,5%
Dont Log System	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,8	3,2	2,9	3,1	3,1	3,2	3,3
Variation	-10,7%	4,5%	4,5%	4,5%	-1,7%	4,0%	7,0%	7,0%	-10,1%	6,0%	0,0%	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, à la réactivité des dirigeants et des équipes, aux mesures gouvernementales, et à la montée en puissance des outils logiciels, les marges ont progressé en 2020 permettant une croissance de près de 17% de l'EBIT. La forte croissance de l'activité devrait permettre au groupe, selon nous, de poursuivre l'amélioration de ses marges. 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 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 en amélioration

— 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 en historique...

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.

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 (profitable depuis 2019 soit après 7 années de présence), ou encore en Asie du Sud-Est en Australie 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, un nouveau logiciel à destination des fonctions supports a été déployé courant 2019 (finance, comptabilité, etc.)

— ... désormais compensé par la dynamique d'activité et les gains de productivité

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 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 (Allemagne, Corée), le groupe a signé une nette amélioration des marges : ratio EBIT/MB porté à 10,8%. Cette recovery n'a pas été stoppée par la crise sanitaire.

En effet en 2020, la relative résilience de l'activité, la réactivité des dirigeants et des équipes (réduction des dépenses variables, report de projets, renégociation de certains contrats, baisse des rémunérations des dirigeants/managers, etc., économies de près de 2 M€), les aides gouvernementales (chômage partiel en France, Allemagne, Italie, Chili, subventions pour maintenir l'emploi à Singapour et Hong-Kong, suspension de contrats au Canada, prêts pour les dépenses indispensables aux Etats-Unis ou encore remboursement des charges sociales en Chine, près de 5 M€ en cumulé) et la montée en puissance des outils logiciels ont permis au groupe de poursuivre le redressement des marges avec un ratio EBIT/MB à 12,6% au cours du dernier exercice.

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



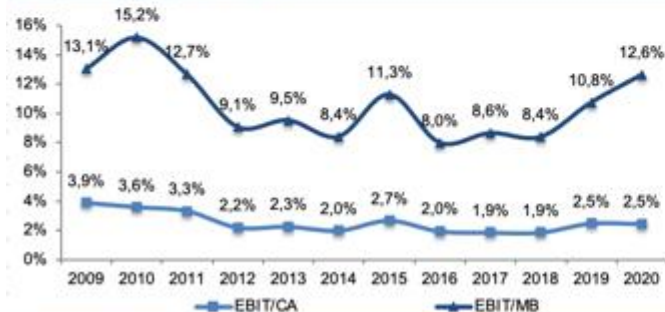
Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Coût par employé



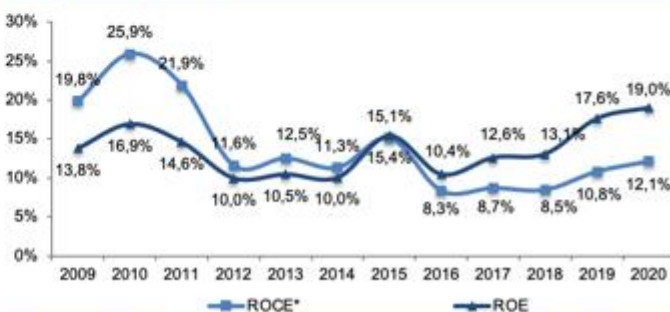
Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Marge opérationnelle



Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : ROE et ROCE*



Source: Independent analyst, Clasquin

* Inclut goodwill

Encore du potentiel pour améliorer les marges

— Des marges attendues à un niveau exceptionnel en 2021

Grâce à la forte croissance de l'activité, à la poursuite de la réduction des foyers de pertes et aux capacités à préserver la MB (ajustement des tarifs par rapport à la variation des taux de fret), combinées à d'effets prix conséquents et des plans de transport encore très perturbés qui nécessitent une grande réactivité et le plus souvent la mise en place des solutions sur mesure pour répondre aux besoins des clients, Clasquin s'est illustré au premier semestre avec des niveaux de marges exceptionnels : ratio EBIT/MB porté à 19,8% réalisé au S1 (+12,2 pts), soit un EBIT à 10,3 M€ (x3,8). Ces phénomènes tendent à perdurer au S2, ce qui devrait permettre au groupe de dégager des niveaux de marges très élevés en 2021 : 18,9% attendu sur l'année pour le ratio EBIT/MB, soit un EBIT qui devrait plus que doubler.

— Un ratio MB/CA qui devrait pouvoir se maintenir au-delà du seuil des 15%

Si les facteurs qui ont permis aux marges de se redresser devraient perdurer : montée en puissance des nouveaux outils logiciels (encore du potentiel d'efficacité au sein des équipes, courbe d'apprentissage ralentie par la crise sanitaire), redressement de certaines zones ou activité (filiale Fair & Event), montée en gamme de l'offre (services de plus en plus à valeur ajoutée, segments de niches à besoins complexes, etc.), le retour à la normale des volumes et des flux d'échanges mondiaux, et très probablement des taux de fret, ne devraient pas permettre, selon nous, de soutenir durablement le niveau de marges de 2021.

Sur la base de notre scénario d'activité (MB à -11% en 2022 puis retour à un rythme de croissance organique à +4+6% par an), nous estimons que le ratio EBIT/MB devrait se stabiliser à 15%-16% dans les années à venir ce qui correspond à un retour aux hauts historiques atteints en 2008 et 2010. Notre scénario fait ainsi ressortir une baisse d'EBIT de près de 30% pour l'exercice 2022, par rapport au niveau exceptionnel de 2021, mais ce qui reste près de 50% au-dessus du niveau dégagé en 2020 et de plus de 70% au-dessus du niveau de 2019 (pré-Covid).

Combinant croissance soutenue de l'activité (près de +8% par an en moyenne pour notre scénario 2020-2024 et sans intégrer de nouvelle acquisition), et amélioration des marges, au global, nos estimations font ainsi ressortir une croissance annuelle moyenne de l'EBIT de 14% au cours de la période 2020-2024, et de près de 18% au niveau du résultat net.

Clasquin : Projection de l'évolution des résultats

EURm	2012	2013	2014	2014 PF*	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
CA	184,6	198,1	211,5	201,7	234,2	235,0	290,6	308,3	331,2	392,0	572,3	509,4	534,8	561,6
Variation	7,7%	7,3%	6,7%	Ns	16,1%	0,3%	23,6%	6,1%	7,4%	18,3%	46,0%	-11,0%	5,0%	5,0%
Variation LFL	0,6%	6,6%	3,8%	Ns	-6,5%	-1,4%	24,7%	8,5%	7,4%	13,4%	48,0%	-11,0%	5,0%	5,0%
Marge brute	45,1	47,4	50,4	43,6	55,6	57,5	62,9	68,9	76,7	76,2	106,9	95,1	99,9	104,8
Variation	0,0%	5,2%	6,3%	Ns	27,5%	3,4%	9,4%	9,5%	11,3%	-0,7%	40,2%	-11,0%	5,0%	5,0%
Variation LFL	-4,9%	3,3%	4,3%	Ns	4,8%	0,7%	9,8%	11,2%	10,7%	-4,8%	40,0%	-11,0%	5,0%	5,0%
Charges externes et autres	10,6	11,0	11,8	9,8	11,7	12,3	14,2	16,0	14,1	13,0	18,5	15,7	16,0	16,8
% MB	23,4%	23,3%	23,4%	22,5%	21,0%	21,4%	22,6%	23,3%	18,4%	17,1%	17,3%	16,5%	16,0%	16,0%
Frais de personnel	27,9	29,4	31,6	28,6	34,9	37,4	40,5	42,7	48,2	46,2	60,7	59,0	61,9	65,0
% MB	61,8%	61,9%	62,8%	65,6%	62,8%	65,0%	64,3%	62,0%	62,8%	60,6%	56,8%	62,0%	62,0%	62,0%
EBIT avt exceptionnels	4,3	4,6	4,3	3,1	6,7	5,2	5,9	6,5	8,6	9,5	20,2	14,3	15,5	16,3
% CA	2,3%	2,3%	2,0%	1,6%	2,9%	2,2%	2,0%	2,1%	2,6%	2,4%	3,5%	2,8%	2,9%	2,9%
% MB	9,4%	9,7%	8,6%	7,2%	12,0%	9,0%	9,3%	9,4%	11,2%	12,5%	18,9%	15,0%	15,5%	15,5%
EBIT	4,1	4,5	4,2	3,1	6,3	4,6	5,4	5,8	8,3	9,6	20,2	14,3	15,5	16,3
% CA	2,2%	2,3%	2,0%	1,5%	2,7%	2,0%	1,9%	1,9%	2,5%	2,5%	3,5%	2,8%	2,9%	2,9%
% MB	9,1%	9,5%	8,4%	7,1%	11,3%	8,0%	8,6%	8,4%	10,8%	12,6%	18,9%	15,0%	15,5%	15,5%
Variation	-28,5%	10,4%	-6,2%	Ns	Ns	-26,9%	18,3%	6,3%	42,8%	16,8%	109,6%	-29,4%	8,5%	5,0%
RNPG	2,1	2,2	2,1	2,1	3,3	2,2	2,5	2,8	3,9	5,1	12,7	7,9	9,3	9,9
Variation	-31,4%	4,8%	-3,4%	Ns	57,2%	-35,1%	14,5%	12,6%	38,3%	Ns	Ns	-37,7%	17,2%	6,4%
BPA	0,9	1,0	0,9	0,9	1,5	0,9	1,1	1,2	1,7	2,2	5,5	3,4	4,0	4,3
Variation	-31,4%	4,8%	-3,4%	Ns	57,2%	-35,1%	14,5%	12,6%	38,3%	Ns	Ns	-37,7%	17,2%	6,4%

Source: Independent analyst, Clasquin

* Hors Gu pro forma

Génération et utilisation du *free cash flow*

Malgré la croissance des résultats attendue en 2021, compte tenu du fort rebond de l'activité et des volumes d'affaires traités, le BFR devrait mécaniquement croître fortement. Le FCF devrait ainsi être probablement négatif en 2021, accentué par le retour des opérations de croissance externe et de la distribution d'un 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 plus de 20 M€ par an. Cela devrait permettre de restaurer un taux de retour élevé aux actionnaires, tout en poursuivant la croissance interne et les opérations de croissance externe ciblées.

Cash flow opérationnel : structurellement au-delà des 10 M€ par an

Malgré la crise sanitaire, grâce au redressement des marges, le *cash flow* des opérations a nettement augmenté au cours des deux derniers exercices pour passer au-delà des 10 M€ en 2019 et même atteindre près de 14 M€ en 2020, année de la crise sanitaire, à comparer à 5-6 M€ par an au cours des années 2016-2018, soit plus qu'un doublement de la génération de *cash* en 3 ans.

La croissance de l'activité et la poursuite du redressement des marges devraient permettre selon nous de poursuivre l'amélioration de la génération de *cash flow* opérationnel au cours des prochaines années en le maintenant bien au-delà des 10 M€ par an : 15 M€ attendu en moyenne pour la période 2022-2024 (près de 20 M€ en 2021, année exceptionnelle).

Un BFR qui devrait impacter la génération de *free cash flow* en phase de croissance forte

A noter la forte variation du BFR au cours des derniers exercices. 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 à ses clients au total 563 M€ pour 2019 et 595 M€ pour 2020 pour un CA consolidé de respectivement 331,3 M€, et 392,0 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. En 2020, la forte hausse du BFR est venue essentiellement d'un effet calendaire lié au paiement des droits de douane au 31/12 vs au 4 janvier l'année précédente, pesant ainsi sur la situation de *cash* de fin d'année.

En 2021, compte tenu de la forte croissance attendue de l'activité (+40% attendu sur la marge brute) accentuée par des effets prix importants (forte hausse des taux de fret d'où une hausse encore plus rapide des volumes d'affaires traités), et un marché très perturbé (nécessité de payer les fournisseurs au départ des marchandises sur certains flux maritimes vs à l'arrivée habituellement), le BFR devrait s'inscrire en très forte hausse, sans difficulté en termes de financement pour le groupe qui dispose de lignes de crédits suffisantes, mais ce qui devrait pénaliser la photo de fin d'année en termes de BFR et de génération de *free cash flow* qui devrait probablement être significatif négatif selon nous, et retrouver un terrain positif à partir de 2022 une fois l'inflation des taux de fret modéré, la dynamique de croissance ralentie et le retour à des conditions de marché plus normatives.

Intensité capitalistique : faible : CAPEX ~1,0% du CA ou 5% de la MB

Avec des actifs immobilisés de 46 M€ à fin 2020, dont 8,8 M€ lié aux contrats de location en application de la norme IFRS 16, et dont 24 M€ de Goodwill, pour un total bilan à 195 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 près de 10% en moyenne au cours des 5 dernières années.

En moyenne, les CAPEX ont représenté 1,3% du CA depuis 10 ans, ou 5,1% de la MB. 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 et 2020 (2,5 M€ et 1,5 M€ respectivement).

Pour les années à venir, nous prévoyons des investissements contenus entre 1,5 à 2 M€ par an soit moins de 0,5% du CA ou 2% de la MB.

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 limitait 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 de la performance d'activité et de marges réalisées en 2020, il a été décidé dès 2021 de relancer la distribution d'un dividende, porté à 1,3 € par action soit un *payout* de près de 60%.

Compte tenu du rebond attendu de l'activité, et de la poursuite du redressement des marges, nous estimons que la société devrait soutenir un taux élevé à ses actionnaires (*payout* de 50% retenu dans notre scénario long terme), conduisant à un *yield* de 2 à 3% sur la base du cours actuel.

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), Cargolutions (2019) et les trois petites opérations réalisées depuis le début de l'exercice 2021. Depuis 2012, Clasquin a ainsi consacré près de 30 M€ aux acquisitions (prix des transactions), 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. Cependant, comme il est difficile d'anticiper de telles opérations, notre scénario n'intègre pas de nouvelles opérations de croissance externe.

Clasquin: Prévisions de FCF

EURm	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	Commentaires
Résultat net	2,6	2,8	3,3	4,4	5,4	13,1	8,3	9,6	10,3	Hausse de l'activité et amélioration graduelle des marges
DAP	2,4	2,5	2,5	5,3	6,3	6,4	5,2	5,5	5,8	
Autres éléments non cash	-0,3	-0,2	0,1	0,8	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Cash flow des opérations	4,7	5,1	6,0	10,6	13,7	19,5	13,5	15,1	16,0	
Variation de BFR	-2,7	-2,7	-1,6	5,5	-11,6	-32,6	15,9	8,9	-1,3	Près de 14 jours de CA et 64 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	2,1	-13,1	29,3	24,0	14,7	
CAPEX	-3,4	-3,3	-3,3	-2,3	-1,2	-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	-1,8	-0,8	0,0	0,0	0,0	
Flux d'investissements (B)	-4,2	-3,7	-6,0	-9,4	-3,0	-2,8	-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	-0,6	-3,3	-3,9	-4,3	-4,9	Retour à un pay out de 50% post effet Covid soit 2022
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	17,7	4,8	15,0	-10,0	2,0	2,0	
Flux de financements (C)	-0,3	-4,0	-1,0	15,9	4,2	11,7	-13,9	-2,3	-2,9	
Free Cash-Flow (A) + (B)	-2,2	-1,3	-1,5	6,8	-0,9	-15,9	27,3	22,0	13,2	
Variation de la trésorerie	-2,6	-6,3	-2,5	20,2	-0,9	-7,2	10,6	16,9	7,3	
Dette fin de période	33,5	36,0	42,0	55,0	57,3	72,3	62,3	64,3	66,3	
Trésorerie fin de période	22,5	20,2	23,2	28,5	25,8	18,6	29,2	46,0	53,4	
Dette nette fin de période	11,0	15,8	18,8	26,5	31,6	53,7	33,2	18,3	13,0	
Leverage (NFD / EBITDA)	1,7	2,2	2,2	1,9	1,9	2,0	1,7	0,9	0,6	

Source: Independent analyst, Clasquin

Dettes financières nettes et ajustements bilanciaux

La dette nette à fin 2020 est ressortie à 32,0 M€, soit un *gearing* de près de 102% ou 73% hors IFRS 16, et un levier à respectivement 1,9x et 1,6x. Suite au refinancement de fin 2019, la dette est essentiellement à taux variables, avec des échéances essentiellement à plus d'un an. À noter cependant le poids du *goodwill* dans la valeur d'actif de la société (52% 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, 57,3 M€ à fin 2020, est composée de 2,8 M€ de dettes de puts sur minoritaires liées aux acquisitions (20% non détenus dans Cargolution, 5% dans LCI, et 20% dans la filiale américaine soumis à options), de 9 M€ de dette locative (application de la norme IFRS 16), de 44,4 M€ d'emprunts et de dettes bancaires à taux variables (96% ou 89% après couverture), dont 16% à moins d'un an. La dette présentée ne nécessite pas de retraitement particulier, les engagements de retraite notamment n'étant pas significatifs (1,3 M€).

Leverage de 1,9x à fin 2020

Au cours de l'exercice 2020, la société n'a dégagé qu'un FCF légèrement positif (0,6 M€), le cash généré par l'activité (13,7 M€) ayant été compensé par la forte hausse du BFR au 31 décembre 2020 (redémarrage de l'activité en fin d'année, hausse des taux de fret d'où la hausse plus importante des volumes de facturations traités, taxes douanières payées au 31/12 vs 4/01 l'année précédente). Post dividendes aux minoritaires, croissance externe (participation dans le capital de LCI passée de 80 à 95%) et effets changes, la dette nette a ainsi légèrement augmenté en 2020 à 31,6 M€ ou 22,6 M€ hors IFRS 16 (vs 26,5 M€ et 18,6 M€ en 2019), soit un *gearing* de respectivement 102% et 73% (99% et 69% à fin 2019) et un *leverage* de 1,9x et 1,6x.

En novembre 2019, le groupe a mis 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 » bancaire basé sur un ratio de levier de type Dette nette/EBE hors IFRS 16 qui doit être inférieur à 3 (1,31x à fin 2020), 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 25,8 M€ à fin 2020 (ou 24,6 M€ retraitée des découverts bancaires). De par sa situation financière et les lignes de crédit d'ores et déjà négociées, la société a les moyens de poursuivre 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* : 23,7 M€ à fin 2020, ce qui représente 52% des actifs non courants présentés au bilan. Des tests de valeur sont effectués tous les ans, et historiquement la société n'a pas enregistré de dépréciation de *goodwill* sur ses opérations de croissance externe. En 2015, suite à la cession de Gueppe Développement, la société a constaté une moins-value de 1 M€.

Clasquin : Détail de la dette à fin 2020

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	7 077	11 277	26 033	44 387	1 834	42 553	Dette variable partiellement couverte
Découverts bancaires	1 144	-	-	1 144	-	1 144	
Autres passifs financiers	-	-	8	8	8	-	
Total emprunts et dettes bancaires	8 221	11 277	26 041	45 539	1 842	43 697	Pas de mur de dette, covenant levier hors IFRS 16 <3 (1,3 fin 2020)
% du total	18,1%	24,8%	57,2%	-	4,0%	96,0%	
Dette locative	2 042	4 685	2 249	8 976			Disponibilité pour financer les acquisitions
Dette liées aux options de ventes	-	2 832	-	2 832			
Trésorerie				25 783			
Dette nette - Publiée				31 564			Gearing de 102%, 73% hors IFRS 16
Titres hybrides				0			
Provision				0			
Factoring				0			
Autres				0			
Dette Nette - Ajustée				31 564			Levier de 1,9x (1,6x hors IFRS 16)

Source: Independent analyst, Clasquin

Approche de valorisation

Comparaisons boursières

— Composition de l'échantillon

Il existe peu de sociétés *pure players* de la commission de transport, la plupart exerçant également des activités de logistique ou de transport par exemple (détection des actifs). Nous avons centré notre échantillon sur des sociétés pour lesquelles l'activité commission de transport reste centrale. Sur le marché, seules deux sociétés américaines, une société suisse et une société danoise cotées répondent à ces critères :

- Kuehne & Nagel (19 MM€ de CA en 2020 et 34 MM€ de capitalisation boursière) ;
- DSV-Panalpina (15,5 MM€ de CA en 2020 et 48 MM€ de capitalisation boursière) ;
- Expeditors (8,9 MM€ de CA en 2020 et 16,7 MM€ de capitalisation boursière).
- CH Robinson Worldwide (14,2 MM€ de CA en 2020 et 9,8 MM€ de capitalisation boursière).

Clasquin : Caractéristiques des comparables (cours au 4 octobre 2021)

	Pays	Cours (EUR)	Capitalisation boursière (EURm)	CA 2020 (EURm)	EBIT 2020 (EURm)	EBIT/CA 20	TMVA CA 20-22E	TMVA BPA 20-22E
Kuehne & Nagel	Suisse	277,7	33 535	19 049	965,4	5,1%	15,9%	6,5%
DSV-Panalpina	Danemark	201,6	48 387	15 467	1 192,0	7,7%	19,9%	24,4%
Expeditors	Etats-Unis	98,4	16 713	8 874	825,0	9,3%	9,8%	-1,2%
CH Robinson Worldwide	Etats-Unis	74,4	9 797	14 217	590,6	4,2%	11,7%	6,3%
Clasquin	France	65,2	150	392	9,6	2,5%	14,0%	24,3%

Source: Independent analyst, FactSet

— Multiples et multiples retenus

Dans le métier de la commission de transport, le niveau de CA n'est pas ou peu représentatif du niveau d'activité des sociétés, nous écartons ainsi les multiples de VE/CA. Par ailleurs, les activités de logistique ou de transport routier exercés par les comparables sont bien plus capitalistiques que l'activité de commission de transport et de conseil purs, c'est pourquoi nous écartons également les multiples d'VE/EBITDA de notre approche de valorisation.

Clasquin : Multiples des comparables (cours au 4 octobre 2021)

	P/E (x)		VE/CA (x)		VE/EBITDA (x)		VE/EBIT (x)	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
Kuehne & Nagel	23,2	25,8	1,33	1,30	12,6	13,1	16,91	18,24
DSV-Panalpina	32,7	30,1	2,52	2,31	20,5	19,0	26,48	24,29
Expeditors	16,6	20,8	1,25	1,39	11,0	13,4	11,44	14,11
CH Robinson Worldwide	25,2	26,2	0,59	0,59	11,5	11,7	12,65	12,90
Médiane	24,2	26,0	1,3	1,3	12,1	13,2	14,8	16,2
Clasquin	11,8	19,0	0,27	0,37	7,9	11,2	10,4	13,3
Prime/décote	-51,0%	-26,9%	-78,7%	-72,7%	-34,8%	-15,7%	-29,8%	-17,9%
Valorisation par action	133,2	89,2	306,7	282,4	92,2	68,2	115,8	86,4

Source: Independent analyst, FactSet

— Valorisation par action

Sur la base des multiples de VE/EBIT et PE pour les années 2021 et 2022, la valeur par action du groupe Clasquin ressort à 106 €. Compte tenu de la taille de la société par rapport aux comparables et d'une liquidité inférieure, nous appliquons une décote de 20%, ce qui conduit à une valeur par action cible de 84,9 € par la méthode des comparables boursiers.

DCF

— Principales hypothèses

Nous avons basé notre modélisation sur les hypothèses suivantes :

- ralentissement progressif de la croissance de la MB ;
- marge opérationnelle maintenue à 16% ;
- des investissements de 1 à 2 M€ ;
- un BFR maintenu dans la fourchette 4-5% du CA ;
- un taux d'actualisation de 8,0% ;
- une croissance des flux à l'infini à 2,0%.

— Valorisation obtenue

Clasquin : synthèse de notre approche par DCF

EURm	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ventes	572	509	535	562	587	610	632	651	667	680
Var.	48,0%	24,7%	8,5%	7,4%	4,5%	4,0%	3,5%	3,0%	2,5%	2,0%
MB	107	95	100	105	110	114	118	121	125	127
Var.	40,2%	-11,0%	5,0%	5,0%	4,5%	4,0%	3,5%	3,0%	2,5%	2,0%
EBITD*	23,9	19,5	21,0	22,0	20,2	20,7	21,1	21,4	21,9	22,4
% CA	4,2%	3,8%	3,9%	3,9%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
% MB	22,3%	20,5%	21,0%	21,0%	18,4%	18,1%	17,9%	17,6%	17,6%	17,6%
Depreciation*	3,5	2,3	2,6	2,8	2,6	2,4	2,2	2,0	2,0	2,0
% du CA	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
%MB	3,3%	2,4%	2,6%	2,7%	2,4%	2,1%	1,9%	1,6%	1,6%	1,6%
EBIT	20,2	14,3	15,5	16,3	17,5	18,2	18,9	19,4	19,9	20,3
Var.	109,6%	-29,4%	8,5%	5,0%	7,9%	4,0%	3,5%	3,0%	2,5%	2,0%
% CA	3,5%	2,8%	2,9%	2,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
% MB	18,9%	15,0%	15,5%	15,5%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Impôt	-5,0	-4,6	-5,0	-5,4	-5,6	-5,7	-5,7	-5,8	-6,0	-6,1
Taux d'impôt	25,0%	31,9%	32,0%	33,0%	32,0%	31,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Var. de BFR	-32,6	15,9	8,9	-1,3	-1,3	-1,2	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7
BFR	51,5	35,7	26,7	28,1	29,3	30,5	31,6	32,5	33,3	34,0
% du CA	9,0%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Investissements	-2,8	-2,0	-2,0	-1,5	-1,8	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0
% du CA	-0,5%	-0,4%	-0,4%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Cash flow libre	-16,6	28,8	22,9	13,8	11,5	12,0	12,5	12,7	13,1	13,6
Var.	Ns	-274%	-20%	-40%	-17%	4%	4%	2%	4%	3%
Cash flow libre actualisé	-15,4	24,7	18,2	10,2	7,9	7,6	7,3	6,8	6,6	6,3
Somme des cash flow	80,1									
Valeur terminale	104,9									
Croissance à l'infini	2,0%									
Taux d'actualisation	8,0%									
Beta	1,6									
Prime de risque de marché	5,8%									
Taux sans risque	-0,4%									
Valeur d'entreprise	185,0									
Dette nette (hors loyers)	22,6									
Minoritaires	4,0									
Valeur des capitaux propres	158									
Valeur par action	68,7									

Source: Independent analyst, Clasquin

* Droits d'usage des locaux réintégrés dans l'EBITDA

Par l'approche des DCF nous obtenons une valorisation de 68,7 € par action.

— Tableaux de sensibilité

Clasquin : tableaux de sensibilité

Taux d'actualisation							EBIT/MB						
		6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%			12,0%	14,0%	16,0%	18,0%	20,0%
Taux à l'infini	1,5%	100,2	79,5	65,2	54,7	46,6	Taux à l'infini	1,5%	52,7	58,9	65,2	71,4	77,6
	2,0%	109,3	85,0	68,7	57,0	48,3		2,0%	55,3	62,0	68,7	75,4	82,1
	2,5%	121,1	91,6	72,8	59,8	50,2		2,5%	58,3	65,6	72,8	80,0	87,3

Source: Independent analyst, Clasquin

Synthèse des méthodes retenues

La moyenne des deux méthodes d'évaluation retenues fait ressortir une valorisation de 77,0 € par action, qui constitue notre objectif de cours, et offre un potentiel de hausse de 18%.

Clasquin : synthèse des méthodes de valorisation

Méthode	Obj.	Potentiel	PE		VE/EBITDA		VE/EBIT	
			2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
DCF	68,7 €	5%	12,5	20,0	8,0	9,8	10,5	13,4
Comparaisons boursières	84,9 €	30%	15,4	24,8	9,4	11,7	12,4	16,1
Moyenne	76,8 €	17,8%	13,9	22,4	8,7	10,8	11,4	14,7

Source: Independent analyst, FactSet

Malgré la performance du titre depuis le début de l'année (+80% YTD), sur la base du cours actuel, le multiple de VE/EBIT ressort à 10,4x 2021 et 13,3x 2022, comparés à une médiane de 12,8x au cours des dix dernières années et de 17,7x au cours des 5 dernières années. En termes de multiples de PE, le titre se paye 11,8x 2021 et 19,0x 2022, comparés à respectivement 21,7x pour la médiane 10 ans et 30,1x pour la médiane 5 ans. La hausse du cours de Bourse est ainsi selon nous totalement justifiée par les performances opérationnelles attendues.

Clasquin : Evolution de la valorisation et des multiples

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	Med. 10 ans	Med. 5 ans	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	34,6	30,7			65,2	65,2	65,2	65,2
Cap. moy. (EURm)	37,7	50,0	45,0	48,3	59,0	67,9	68,3	76,5	84,3	79,9	70,8			150,4	150,4	150,4	150,4
Dette nette moy. (EURm)	-5,5	-5,6	-3,0	-0,1	0,3	3,0	8,1	13,4	17,3	22,7	29,0			42,6	43,4	25,7	15,7
Ajustement VE (EURm)*	2,2	1,7	1,7	1,8	2,9	2,4	3,7	3,9	3,7	5,8	5,2			5,5	5,9	6,3	6,6
VE (EURm)	34,4	46,1	43,7	50,0	62,2	73,2	80,2	93,8	105,3	108,4	105,0			198,6	199,7	182,4	172,7
VE/CA (x)	0,19	0,27	0,24	0,25	0,29	0,32	0,35	0,33	0,35	0,34	0,27	0,31	0,34	0,37	0,37	0,33	0,30
VE/EBITDA (x)	4,2	5,9	7,4	7,9	9,7	9,4	12,7	13,1	12,4	8,1	6,5	8,8	12,4	7,9	9,7	8,3	7,7
VE/EBIT (x)	5,4	8,0	11,4	11,1	14,8	12,0	18,1	17,7	18,5	13,6	11,2	12,8	17,7	10,4	13,3	11,3	10,5
P/E (x)	11,1	16,3	21,4	21,9	27,7	20,3	69,2	30,7	30,1	20,6	13,8	21,7	30,1	11,8	19,0	16,2	15,2
P/B (x)	1,9	2,4	2,1	2,3	2,8	3,1	3,3	3,9	3,9	3,6	2,6	3,0	3,6	4,1	3,7	3,3	3,0
P/CF (x)	7,3	9,0	13,4	9,8	14,6	8,5	14,7	14,9	14,0	7,5	5,2	11,6	14,0	7,7	11,1	9,9	9,4
Dividend Yield	7,3%	3,5%	3,8%	3,8%	3,1%	4,2%	2,7%	2,4%	1,8%	0,0%	4,2%	3,3%	2,4%	2,4%	2,6%	3,1%	3,3%
Gearing	-25%	-26%	-1%	0%	3%	22%	46%	69%	77%	99%	102%	34%	77%	132%	73%	36%	23%
FCF Yield (sur la CB)	1,0%	6,1%	-2,4%	4,7%	6,2%	8,5%	-2,4%	-1,6%	1,0%	17,0%	0,8%	2,8%	0,8%	-10,1%	18,2%	14,7%	8,8%

Source: Independent analyst, Clasquin

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

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 – 73 ans

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

— Hugues MORIN – 51 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 – 49 ans

Diplômée de l'ESSEC, elle commence sa carrière dans l'audit (E&Y) avant de rejoindre successivement les directions financières de JCDecaux, 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	Répondable 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 9 juin 2021 : Laurent Fiard en remplacement de Christian Ahrens), dont trois membres indépendants : Laurent Fiard, Claude Revel, et Fan Ma.

Actionnariat familial : société détenue à 46,2% par Yves Revol

Clasquin est une société familiale, contrôlée par son actuel Président, Yves Revol à hauteur de 46,2% 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.

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 (plafonnées 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 2027	Président du conseil d'administration
Hugues Morin	AG 2022	Directeur général
Philippe Lons	AG 2027	Directeur général délégué, Directeur financier
Laurent Fiard *	AG 2027	Président Directeur Général de Visiativ
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

* Administrateurs indépendants

Clasquin : Structure du capital

	%		Commentaires
	Capital	Dts de vote	
Yves Revol + Olymp	46,2	60,2	Yves Revol en direct et via sa holding Olymp SAS, participation stable depuis l'intro. en Bourse
Flottant	41,7	Nc	
Salariés	12,1	Nc	Mise en place d'un plan d'attribution d'actions gratuites (sous condition de performance) en 2019

Source: Independent analyst, Clasquin

Comptes consolidés

Clasquin : Compte de résultat consolidé

(M€)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
	31/12/13	31/12/14	31/12/15	31/12/16	31/12/17	31/12/18	31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22	31/12/23	31/12/24
Chiffre d'Affaires	198,14	211,46	234,21	235,02	290,59	308,34	331,23	392,03	572,32	509,36	534,83	561,57
Variation (%)	7,35	6,72	10,76	0,35	23,64	6,11	7,42	18,36	45,99	-11,00	5,00	5,00
Excédent Brut d'Exploitation - Ajusté	6,39	6,56	8,44	7,15	7,78	9,34	14,13	16,46	26,61	19,50	20,97	22,02
Variation (%)	-	2,63	28,58	-15,20	8,74	20,06	51,35	16,47	61,64	-26,73	7,56	5,00
Marge (%)	3,23	3,10	3,60	3,04	2,68	3,03	4,27	4,20	4,65	3,83	3,92	3,92
Eléments exceptionnels - cash	-0,08	-0,08	-0,40	-0,59	-0,44	-0,72	-0,35	0,13	0,00	0,00	0,00	0,00
Excédent Brut d'Exploitation - Publié	6,31	6,48	8,04	6,56	7,34	8,62	13,78	16,59	26,61	19,50	20,97	22,02
Variation (%)	-	2,61	24,02	-18,32	11,88	17,34	59,92	20,39	60,39	-26,73	7,56	5,00
Marge (%)	3,19	3,06	3,43	2,79	2,53	2,79	4,16	4,23	4,65	3,83	3,92	3,92
Dépréciation & Amort. des actifs tangibles	-1,79	-2,24	-1,75	-1,97	-1,90	-2,84	-2,84	0,00	-3,49	-2,31	-2,57	-2,84
Dépréciation des droits d'utilisation	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-2,74	-2,59	-2,93	-2,93	-2,93	-2,93
Résultat Opér. avant survaleurs - Publié	4,52	4,24	6,29	4,60	5,44	5,78	8,20	9,64	20,20	14,27	15,48	16,25
Variation (%)	10,40	-6,17	48,26	-26,89	18,31	6,25	41,90	17,49	109,57	-29,37	8,50	5,00
Marge (%)	2,28	2,01	2,69	1,96	1,87	1,87	2,48	2,46	3,53	2,80	2,89	2,89
Résultat Opér. avant survaleurs - Ajusté	4,60	4,32	6,69	5,19	5,88	6,50	8,56	9,51	20,20	14,27	15,48	16,25
Variation (%)	7,96	-6,00	54,73	-22,44	13,24	10,67	31,59	11,13	112,39	-29,37	8,50	5,00
Marge (%)	2,32	2,04	2,86	2,21	2,02	2,11	2,58	2,43	3,53	2,80	2,89	2,89
Dépr. & Amort. des actifs intangibles	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat Opérationnel - Publié	4,52	4,24	6,29	4,60	5,44	5,78	8,20	9,64	20,20	14,27	15,48	16,25
Variation (%)	10,40	-6,17	48,26	-26,89	18,31	6,25	41,90	17,49	109,57	-29,37	8,50	5,00
Marge (%)	2,28	2,01	2,69	1,96	1,87	1,87	2,48	2,46	3,53	2,80	2,89	2,89
Résultat Opérationnel - Ajusté	4,60	4,32	6,69	5,19	5,88	6,50	8,56	9,51	20,20	14,27	15,48	16,25
Variation (%)	7,96	-6,00	54,73	-22,44	13,24	10,67	31,59	11,13	112,39	-29,37	8,50	5,00
Marge (%)	2,32	2,04	2,86	2,21	2,02	2,11	2,58	2,43	3,53	2,80	2,89	2,89
Résultat Financier	-0,45	-0,42	-0,18	-0,51	-0,71	-0,33	-0,65	-1,63	-2,79	-2,14	-1,30	-0,95
Autres éléments non-récurrents	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat Courant Avant Impôt	4,08	3,82	6,11	4,08	4,73	5,45	7,55	8,01	17,40	12,13	14,18	15,30
Variation (%)	10,16	-6,28	59,99	-33,16	15,82	15,26	38,52	6,01	117,37	-30,31	16,90	7,95
Marge (%)	2,06	1,81	2,61	1,74	1,63	1,77	2,28	2,04	3,04	2,38	2,65	2,73
Impôts et Taxes	-1,56	-1,33	-1,94	-1,51	-1,93	-2,12	-3,16	-2,65	-4,35	-3,87	-4,54	-5,05
Taux effectif d'imposition (%)	38,16	34,83	31,73	36,90	40,74	38,79	41,63	33,05	25,00	31,90	32,00	33,00
Résultat Net des sociétés intégrées	2,52	2,49	4,17	2,58	2,80	3,34	4,39	5,36	13,05	8,26	9,64	10,25
Variation (%)	7,60	-1,23	67,58	-38,22	8,77	19,05	31,50	22,14	143,51	-36,72	16,73	6,36
Activités en cours de cession	0,00	0,00	-0,25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Contrib. des stés. mises en équivalence	0,00	0,00	0,07	0,06	0,10	0,05	0,03	0,07	0,08	0,08	0,08	0,09
Résultat Net consolidé - Publié	2,52	2,49	3,98	2,63	2,90	3,39	4,42	5,43	13,13	8,34	9,72	10,34
Variation (%)	-	-1,23	60,02	-33,92	10,11	17,01	30,35	22,89	141,67	-36,48	16,62	6,35
Marge (%)	1,27	1,18	1,70	1,12	1,00	1,10	1,33	1,39	2,29	1,64	1,82	1,84
Intérêts minoritaires	-0,32	-0,36	-0,64	-0,46	-0,41	-0,59	-0,59	-0,31	-0,43	-0,43	-0,45	-0,47
Résultat Net Part du Groupe - Publié	2,20	2,13	3,35	2,17	2,49	2,80	3,83	5,12	12,70	7,91	9,27	9,87
Variation (%)	4,80	-3,45	57,24	-35,06	14,54	12,62	36,53	33,75	148,08	-37,71	17,25	6,42
Marge (%)	1,11	1,01	1,43	0,92	0,86	0,91	1,16	1,31	2,22	1,55	1,73	1,76
Résultat Net Part du Groupe - Ajusté	2,20	2,13	3,35	2,17	2,49	2,80	3,88	5,12	12,70	7,91	9,27	9,87
Variation (%)	4,80	-3,45	57,24	-35,06	14,54	12,62	38,28	32,09	148,03	-37,71	17,25	6,42
Marge (%)	1,11	1,01	1,43	0,92	0,86	0,91	1,17	1,31	2,22	1,55	1,73	1,76
BNPA - Publié	0,96	0,92	1,45	0,94	1,08	1,22	1,66	2,22	5,51	3,43	4,02	4,28
Variation (%)	4,80	-3,45	57,24	-35,06	14,54	12,62	36,53	33,75	148,08	-37,71	17,25	6,42
BNPA - Ajusté	0,96	0,92	1,45	0,94	1,08	1,22	1,68	2,22	5,51	3,43	4,02	4,28
Variation (%)	4,80	-3,45	57,24	-35,06	14,54	12,62	38,28	32,09	148,03	-37,71	17,25	6,42
Fonds Propres par action	9,14	9,19	9,41	9,02	8,55	9,29	9,53	11,67	15,75	17,50	19,68	21,82
Variation (%)	-0,26	0,60	2,40	-4,21	-5,15	8,65	2,52	22,51	34,92	11,16	12,43	10,87
Dividende par action	0,80	0,80	1,25	0,80	0,80	0,65	0,00	1,30	1,54	1,71	2,01	2,14
Variation (%)	6,67	0,00	56,25	-36,00	0,00	-18,75	-	-	18,58	11,23	17,25	6,42
Taux de distribution (%)	83,72	86,71	86,16	84,91	74,13	53,48	0,00	58,56	28,00	50,00	50,00	50,00
Nombre d'actions - Actuel	2,31	2,31	2,31	2,31	2,31	2,31	2,31	2,31	2,31	2,31	2,31	2,31
Nombre d'actions - Dilué	2,31	2,31	2,31	2,31	2,31	2,31	2,31	2,31	2,31	2,31	2,31	2,31

Sources : Clasquin, Analyste indépendant.

Clasquin : Flux de trésorerie

(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	2020A 31/12/20	2021E 31/12/21	2022E 31/12/22	2023E 31/12/23	2024E 31/12/24
Excédent Brut d'Exploitation - Publié	6,31	6,48	8,04	6,56	7,34	8,62	13,78	16,59	26,61	19,50	20,97	22,02
Résultat Financier	-0,45	-0,42	-0,18	-0,51	-0,71	-0,33	-0,65	-1,63	-2,79	-2,14	-1,30	-0,95
Impôts et Taxes	-1,56	-1,33	-1,94	-1,51	-1,93	-2,12	-3,16	-2,65	-4,35	-3,87	-4,54	-5,05
Autres	0,62	-0,68	2,06	0,11	0,41	-0,14	0,64	1,41	0,00	0,00	0,00	0,00
Capacité d'Autofinancement	4,94	4,04	7,98	4,65	5,12	6,03	10,60	13,72	19,46	13,49	15,13	16,02
Variation du BFR	0,07	2,51	0,19	-2,73	-2,72	-1,60	5,52	-11,62	-32,60	15,85	8,91	-1,34
Cash Flow Opérationnel (A)	5,01	6,55	8,17	1,93	2,40	4,43	16,12	2,11	-13,14	29,34	24,05	14,68
Investissements corporels nets	-2,75	-2,87	-2,39	-3,55	-3,59	-3,60	-2,50	-1,53	-2,00	-2,00	-2,00	-1,50
Investissements financiers nets	0,36	0,36	0,34	0,16	0,27	0,28	0,16	0,32	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash Flow d'Investissement (B)	-2,40	-2,52	-2,05	-3,39	-3,32	-3,32	-2,34	-1,21	-2,00	-2,00	-2,00	-1,50
Free Cash Flow	2,62	4,03	6,12	-1,47	-0,92	1,11	13,78	0,89	-15,14	27,34	22,05	13,18
Dividendes	-2,01	-2,18	-2,13	-2,90	-1,96	-1,92	-1,73	-0,65	-3,30	-3,86	-4,25	-4,94
Augmentation de capital	0,00	0,00	0,60	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rachats d'actions	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Remboursement du leasing opér.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-2,65	-3,28	-2,93	-2,93	-2,93	-2,93
Autres	-0,73	-2,68	-9,11	-1,43	-1,89	-2,21	-9,13	-1,00	-0,80	0,00	0,00	0,00
Cash Flow de financement (C)	-2,74	-4,86	-10,64	-4,33	-3,84	-4,13	-13,52	-4,92	-7,02	-6,78	-7,18	-7,86
Variation de la Dette (Trésorerie) Nette (A+B+C)	-0,12	-0,83	-4,52	-5,79	-4,76	-3,02	0,27	-4,03	-22,16	20,56	14,87	5,32

Sources : Clasquin, Analyste indépendant.

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	2020A 31/12/20	2021E 31/12/21	2022E 31/12/22	2023E 31/12/23	2024E 31/12/24
Capitaux Employés	22,32	24,45	28,42	34,80	37,02	41,69	52,25	62,02	93,54	76,98	67,10	66,79
dont Actif Immobilisé - ex actifs fin.	13,94	17,61	21,04	24,25	24,68	27,73	43,88	43,11	42,03	41,32	40,36	38,71
dont besoin en Fonds de Roulement	8,38	6,84	7,38	10,55	12,34	13,96	8,37	18,91	51,51	35,66	26,74	28,08
dont fonds propres - consolidés	22,23	23,28	23,80	23,77	22,88	24,47	26,84	30,95	40,77	45,26	50,73	56,13
dont Dette Fin. Nette (yc Leasing op.)	-0,10	0,73	5,25	11,05	15,81	18,83	26,51	31,56	53,73	33,17	18,31	12,99
dont Autres Passifs	0,19	0,45	-0,63	-0,02	-1,67	-1,61	-1,10	-0,49	-0,97	-1,44	-1,94	-2,33
Dette Financière Nette (ex. Leasing op.)	-0,10	0,73	5,25	11,05	15,81	18,83	18,56	22,59	44,75	24,19	9,34	4,01

Sources : Clasquin, Analyste indépendant.

Clasquin : Ratios

	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	2020A 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	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3
Invest. Corpo. / Dépréc. & Amort. (%)	153,4	128,5	136,7	180,7	188,4	126,9	88,1	35,1	57,4	86,8	77,9	52,8
BFR / CA (%)	4,2	3,2	3,1	4,5	4,2	4,5	2,5	4,8	9,0	7,0	5,0	5,0
DFN* / Fonds Propres (%)	-	3,1	22,1	46,5	69,1	76,9	98,8	-	-	73,3	36,1	23,1
DFN* / EBE ajusté (x)	0,0	0,1	0,6	1,5	2,0	2,0	1,9	1,9	2,0	1,7	0,9	0,6
DFN* / (EBE - Invnt. corp.) (x)	0,0	0,2	0,9	3,1	3,8	3,3	2,3	2,1	2,2	1,9	1,0	0,6
EBE ajusté / Charges financières (x)	14,3	15,5	-	13,9	11,0	28,5	21,7	10,1	9,5	9,1	16,1	23,2
Dette fin. LT (ex- leasing) / Dette fin. totale (%)	19,7	65,8	69,4	58,4	48,5	40,6	49,5	83,0	75,1	79,7	78,6	77,5
ROE (%), RN pdg ajusté / FP pdg)**	10,4	10,1	15,6	10,2	12,3	13,6	17,9	20,9	40,2	20,6	21,6	20,6
ROCE (%), NOPAT / CE)**	12,7	12,0	17,3	10,4	9,7	10,1	10,6	11,1	19,5	11,4	14,6	16,3
dont EBIT / CA (%)	2,3	2,0	2,9	2,2	2,0	2,1	2,6	2,4	3,5	2,8	2,9	2,9
dont CA / CE (x)	8,9	9,0	8,9	7,4	8,1	7,8	7,1	6,9	7,4	6,0	7,4	8,4
dont taux d'IS normalisé (%)	38,2	34,8	31,7	36,9	40,7	38,8	41,6	33,0	25,0	31,9	32,0	33,0
ROCE ajusté (%), yc SME)	12,3	11,6	16,7	10,1	9,5	9,6	10,2	10,8	19,0	11,2	14,2	15,8

Sources : Clasquin, Analyste indépendant, * y compris lease operating, ** moyenne sur une année.

Clasquin : Multiples de valorisation

	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	2020A 31/12/20	2021E 31/12/21	2022E 31/12/22	2023E 31/12/23	2024E 31/12/24
VE / CA (x)	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3
VE / EBITDA (x)	7,9	9,7	9,4	12,7	13,1	12,4	7,6	5,9	7,6	9,4	8,0	7,4
VE / EBIT (x)	11,1	14,8	12,0	18,1	17,7	18,5	12,7	10,2	10,0	12,8	10,8	10,0
P / E (x)	21,9	27,7	20,3	31,4	30,7	30,1	20,6	13,8	12,0	19,2	16,4	15,4
P / B (x)	2,3	2,8	3,1	3,3	3,9	3,9	3,6	2,6	4,2	3,8	3,4	3,0
D / P (%)	3,8	3,1	4,2	2,7	2,4	1,8	-	4,2	2,3	2,6	3,0	3,2

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

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
23/09/2021	Achat	77,00	66,40
02/09/2021	Achat	63,00	61,00
30/04/2021	Achat	61,00	50,00
26/03/2021	Achat	59,00	46,00
25/02/2021	Achat	57,00	42,00

Sources : 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(s) actuel(s) : Claire Deray (depuis le 19/04/2016)

Répartition des recommandations des valeurs suivies et diffusées par CIC Market Solutions

	Valeurs suivies par CIC Market Solutions		Valeurs avec relations corporate*	
Achat	73,9%	105	77,8%	21
Accumuler	0,0%	0	0,0%	0
Neutre	21,8%	31	22,2%	6
Alléger	0,0%	0	0,0%	0
Vendre	4,2%	6	0,0%	0

Sources : CIC Market Solutions

* 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. 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.

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 : 06/10/2021 - 08:46

Date de 1^{ère} diffusion : 06/10/2021 - 09:09

Méthode de valorisation

CIC utilise un système de recommandation absolu. Ainsi, la recommandation de chaque valeur est adoptée en fonction du rendement total, c'est-à-dire du potentiel de hausse ou de baisse (distribution de dividendes et rachats d'actions compris) **à horizon 12 mois**.

La recommandation et l'objectif de cours fixés par un analyste sur une valeur sont corrélés mais pas entièrement, l'analyste pouvant intégrer dans sa recommandation des éléments qualitatifs comme la volatilité du marché, la volatilité des bénéfices, un flux d'informations court terme particulier, des considérations liées à la croissance externe ou d'autres éléments subjectifs.

Définition des différentes recommandations :

Achat : la valeur devrait générer **un gain total de plus de 15%** à horizon 12 mois.

Accumuler : la valeur devrait générer **un gain total compris entre 5% et 15%** à horizon 12 mois.

Neutre : la valeur devrait générer un **gain total compris entre -5% et +5%** à horizon 12 mois.

Alléger : la valeur devrait accuser une **baisse totale comprise entre -5% et -15%** à horizon 12 mois.

Vente : la valeur devrait accuser une **baisse totale de plus de -15%** à horizon 12 mois.

Suspendu : la recommandation est suspendue en raison d'une opération capitalistique (OPA, OPE ou autre) ou d'un changement d'analyste.

Non suivi : cette mention est utilisée pour les sociétés au moment de leur introduction en Bourse ou avant l'initiation de couverture.

Dans le cadre fixé par ESN, CIC favorise trois recommandations Neutre, Achat et Vente.

Les méthodes de valorisation qui sont utilisées dans les analyses de CIC Market Solutions sont de 5 types :

DCF : La méthode des cash flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des flux de trésorerie que la société dégagera à l'avenir. Cette méthode s'appuie sur des estimations établies sur la base d'un certain nombre d'hypothèses. Nous prenons comme taux d'actualisation le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de la société et le coût des fonds propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacun dans le financement de la société.

Comparaisons boursières : Cette méthode consiste à comparer les ratios de la société à ceux d'un échantillon de sociétés présentes dans la même activité ou présentant un profil similaire (les « comparables »). La moyenne de l'échantillon permet de fixer une référence de valorisation. L'analyste applique par la suite une prime ou une décote en fonction de sa vision de la société (perspectives de croissance, niveau de rentabilité, etc.)

Somme des parties : Cette méthode consiste à valoriser séparément les différentes activités de la société, sur la base de méthodes appropriées à chacune d'entre elles, et puis à les additionner.

ANR : L'actif net réévalué permet d'estimer la valeur de marché des actifs au bilan d'une société, sur la base de méthodes appropriées à chacun d'entre eux.

Retour à la moyenne : Pour les sociétés que nous considérons présenter une forte visibilité sur leur l'activité et évoluant temporairement sous leur capacité bénéficiaire normative nous pouvons appliquer la méthodologie de retour à la moyenne des multiples normatif x résultat normatif (retour à la normale, milieu de cycle).

NB : Pour l'ensemble des méthodologies la valorisation des actions se fait après avoir procédé à un nettoyage du passif (titres hybrides, provisions, engagements hors bilan, saisonnalité de l'activité...).

CIC intègre l'analyse extra financière (ESG) dans ses valorisations soit au travers de ses prévisions, soit au travers de la prime de risque dans le cas de valorisations DCF, ou au travers d'une prime ou décote absolue ou en fonction de sa qualité relative à ses concurrents lorsque nous appliquons des méthodes impliquant des multiples

Recherche Globale

François Duhen	Responsable de la Recherche Globale	+33 1 5348 8102	francois.duhen@cic.fr
----------------	-------------------------------------	-----------------	-----------------------

Recherche Actions

Alexandre Gérard	Responsable de la Recherche Actions	+33 1 5348 8093	alexandre.gerard@cic.fr
Pierre Chédeville	Banque & Assurance	+33 1 5348 8097	pierre.chedeville@cic.fr
Emmanuel Chevalier	Médias / Energies renouvelables / Small Caps	+33 1 5348 8072	emmanuel.chevalier@cic.fr
David Da Maia	Luxe	+33 1 5348 8936	david.damaia@cic.fr
Dominique Descours	Automobile	+33 1 5348 8112	dominique.descours@cic.fr
Christian Devismes	Distribution & Services	+33 1 5348 8085	christian.devismes@cic.fr
Ebrahim Homani	Construction / Small & Mid Caps	+33 1 5348 8094	ebrahim.homani@cic.fr
Jean-Christophe Lefèvre-Moulenq	Construction / Matériaux	+33 1 5348 8065	jeanchristophe.lefevremoulenq@cic.fr
Fanny Meindre	Santé & Biotechnologie	+33 1 5348 8084	fanny.meindre@cic.fr
Alexandre Plaud	Technologie / Services	+33 1 5348 8093	alexandre.plaud@cic.fr
Francis Prêtre	Agroalimentaire & Boisson	+33 4 7560 2473	francis.prêtre@cic.fr
Eric Ravary	Média & Télécommunication	+33 1 5348 8071	eric.ravary@cic.fr
Jean-Luc Romain	Energie, Services Parapétroliers & Chimie	+33 1 5348 8066	jeanluc.romain@cic.fr
Virginie Royère	Agroalimentaire & Boisson / biens de consommation	+33 1 5348 7652	virginie.royere@cic.fr

Recherche Crédit

Emmanuelle Thollon-Pommerol	Responsable de la Recherche Crédit	+33 1 5348 8043	emmanuelle.thollonpommerol@cic.fr
Matthieu Boulai	Analyste Crédit	+33 1 5348 3786	matthieu.boulai@cic.fr
Lina Braci	Analyste Crédit	+33 1 5348 8244	lina.braci@cic.fr
Charlotte Davain	Analyste Crédit	+33 1 5348 8041	charlotte.davain@cic.fr

Economie & Stratégie

François Duhen	Chef Economiste et Stratégiste	+33 1 5348 8102	francois.duhen@cic.fr
Philippe Ferreira	Responsable Recherche des marchés financiers	+33 1 5348 7531	philippe.ferreira@cic.fr
Benoit Rodriguez	Responsable de la Recherche Economique	+33 1 5348 8099	benoit.rodriguez@cic.fr
Jordan Allouche	Economie	+33 1 5348 7678	jordan.allouchecic.fr
Eric Baron	Stratégie	+33 1 5348 8096	eric.baron@cic.fr
Eva Bellin	Analyse Technique	+33 1 5348 8100	eva.bellin@cic.fr
Anne-Lise Cornen	Economie	+33 1 5348 8184	annelise.cornen@cic.fr
Nabil Milali	Stratégie	+33 1 5348 8101	nabil.milali@cic.fr
Adrien Régnier-Laurent	Economie	+33 1 5348 8042	adrien.regnierlaurent@cic.fr

Recherche Développement Durable

Françoise Etienne	Responsable Recherche Développement Durable	+33 1 5348 8113	francoise.etienne@cic.fr
Louis Collet	Analyste Développement Durable	+33 1 4181 7352	louis.collet@cic.fr

Vente Actions

Yves Monrique	Responsable de la Vente Actions	+33 1 4016 2669	yves.monrique@cic.fr
Franck Binazet	Responsable-adjoint de la Vente Actions	+33 4 7865 2444	franck.binazet@cic.fr
Frédéric Ballassé	France	+33 1 4016 2617	frederic.ballasse@cic.fr
Ségolène Bergeron	France	+33 1 4016 2621	segolene.bergeron@cic.fr
Denis De Ambrogi	France	+33 1 4016 2656	denis.deambrogi@cic.fr
François Lannes	France	+33 4 7865 2444	philippe.magnet@cic.fr
Jean-Yves Niel	France	+33 4 7865 2445	jeanyves.niel@cic.fr
Simon Pin	France	+33 1 4016 2705	simon.pin@cic.fr
Benoît Rabant	France	+33 1 4016 2635	benoit.rabant@cic.fr
Alain Ridon	France	+33 1 4016 2697	alain.ridon@cic.fr
Judith Vrignon	Suisse	+33 4 5075 9539	judith.vrignon@cic.fr
Carole Wallenborn	France	+33 1 4016 2691	carole.wallenborn@cic.fr
Sophie Zussy	France	+33 1 4016 2642	sophie.zussy@cic.fr
David Benichou	Etats-Unis	+1 212 659 6250	david.benichou@cic.eu
Alex Englese	Etats-Unis	+1 212 659 6250	alex.englese@cic.eu
Victor Gubian	Etats-Unis	+1 212 659 6250	victor.gubian@cic.eu

Vente Obligataire

Jean-Christophe Verlodt	Responsable de la Vente - France	+33 1 4016 2624	jeanchristophe.verlodt@cic.fr
Christophe Berger	France	+33 1 4016 2662	christophe.berger3@cic.fr
Olivier Costa	France	+33 1 4016 2606	olivier.costa@cic.fr
Patrick San Andres	France	+33 1 4016 2619	patrick.sanandres@cic.fr
Nadia Mejri	France	+33 1 4016 2605	nadia.mejri@cic.fr
Sonja Prieur	Responsable de la Vente - International	+33 1 4016 2611	sonja.prieur@cic.fr
Olivier Battiston	Europe	+33 1 4016 2647	olivier.battiston@cic.fr
Samuel Holderness	Europe	+33 14016 2693	samuel.holderness@cic.fr
Joelle Mamola	Europe	+33 1 4016 2605	joelle.mamola@cic.fr



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



ALLEMAGNE

M.M.Warburg & CO

Ferdinandstrasse 75
20095 Hamburg

Tel. : +49 40 3282-0



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.

Le CIC et MM Warburg sont liées par un accord de coopération dans le domaine de la banque d'investissement, afin d'étendre la gamme de services offerts aux entreprises en Allemagne, en France et en Amérique du Nord. Cette coopération a débuté avec les services d'aide à la décision d'investissement et les activités d'intermédiation et de primaire actions.

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