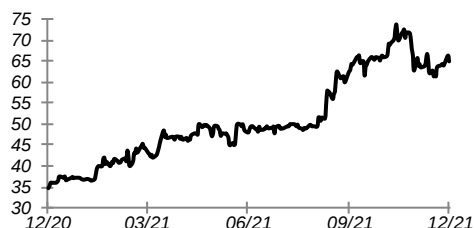




PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

CLASQUIN

Services aux entreprises



Source : FactSet Research

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

Capitalisation (M€) **149,9**
Flottant (%) **41,0%**
Nbre de Titres (Mio) **2,306**
Date de clôture **31-Déc**

	20	21e	22e
PER	15,8	9,6	14,4
PCF	6,8	7,8	11,3
VE/MB	1,4	1,4	1,5
VE/ROP	10,7	8,6	9,7
PAN	2,6	3,8	3,2
Rendement	0,0%	2,0%	2,0%
Free Cash Flow Yield	-2,4%	-14,9%	35,8%
ROACE	12,8%	23,4%	16,1%

	20	21e	22e
MB	76,2	114,1	102,5
MB précédent	76,2	110,8	98,4
var. n/n-1	-0,7%	49,7%	-10,1%
EBE	16,0	31,1	22,4
ROC	9,1	23,7	15,8
% MB	11,9%	20,8%	15,5%
ROP	9,2	23,7	15,8
% MB	12,1%	20,8%	15,5%
RN Pdg publié	4,7	15,6	10,4
% MB	6,2%	13,6%	10,1%

	20	21e	22e
BNPA	2,03	6,72	4,49
BNPA précédent	2,03	6,35	3,90
var. n/n-1	27,4%	231,1%	-33,2%
BNPA Cor	1,94	6,75	4,52
ANPA	11,6	17,1	20,3
Dividende net	1,30	1,30	2,93
DFN	23,7	50,3	0,4

Calendrier :

MCB T4 (après bourse) le 24 Février
Résultats 2021 (après bourse) le 22 Mars

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

15 décembre 2021

Cours : 65,00€

Objectif : 80,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

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

Cours au 14/12/2021

Entrée en liste Convictions

Un cadeau à mettre sous le sapin

Le titre a subit des prises de bénéfices alors que les marges unitaires et les volumes restent bien orientés. Nous relevons notre scénario 2021-2022 ainsi que notre obj. de 77€ à 80€. Le newsflow devrait rester favorable et les résultats records.

Les effets prix (taux de fret) toujours très favorables à court terme...

Après une hausse vertigineuse engagée mi-2021, les taux de fret maritime (46% MCB 2020) restent sur un plateau haut (voir graphique ci-après). Sur les deux premiers mois du T4, les taux sont en moyenne 7% supérieurs au T3, avec un nouveau plus haut atteint la semaine dernière. Du côté du fret aérien (35% MCB 2020), les taux de fret restent également extrêmement élevés, portés par une forte demande liée à la reprise et surtout à une offre qui reste très contrainte (75% du fret aérien mondial est normalement effectué par les vols commerciaux).

... et dans les mois à venir

Les taux de fret maritimes et aériens ne devraient pas revenir à leur niveau pré-crise sanitaire avant de nombreux mois. Côté maritime, la hausse exponentielle des cours spot expérimentée par les clients les pousse à s'engager sur des contrats afin de sécuriser leurs approvisionnements, contrats dont les prix restent sur des niveaux supérieurs à ceux pré-crise. À iso-situation, Clasquin bénéficiera donc de cette tendance. L'aérien, lui, devrait revenir à des niveaux normatifs à mesure que la crise sanitaire débloque les vols commerciaux, une situation qui ne devrait pas intervenir avant plusieurs mois. En somme, la désorganisation logistique mondiale profitera à Clasquin sur encore plusieurs trimestres.

Volumes dynamiques : 2021 > 2019

Malgré les prix hauts, les volumes continuent d'être dynamiques. Nous anticipons des volumes 2021 supérieurs à ceux de 2019. Clasquin gagne de nombreux clients grâce à une offre personnalisée sur un réseau mondial et à des services précieux pour les clients, tels que l'offre digitale permettant une forte visibilité sur les livraisons.

Relèvement du scénario : BPA 2021 +6% et BPA 2022 +15%

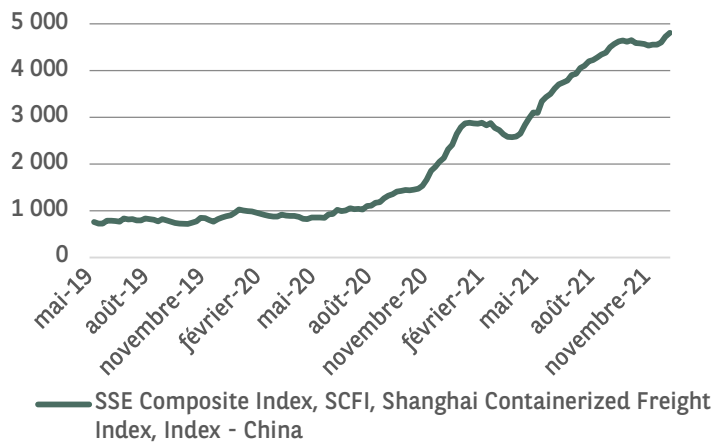
Nous relevons notre scénario 2021 en prenant des hypothèses de marges unitaires plus agressives sur le T4. Nous attendons désormais des MCB, EBIT et BPA de 114M€, 23,7M€ et 6,72€, soit un relèvement de 6% des BPA. Nous relevons également nos anticipations de BPA 2022 de 15% à 4,49€, avec comme principale hypothèse un décalage d'un trimestre du retour à la normale des taux de fret maritime (voir graphique ci-après).

Obj. 80€, la décote sur les pairs reste élevée

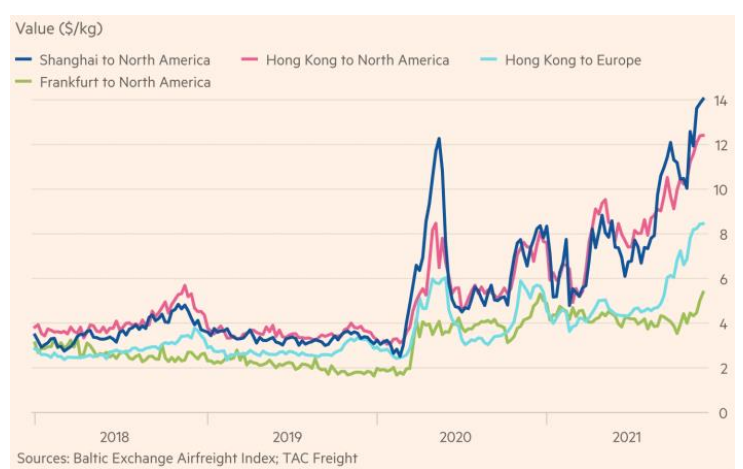
Nous continuons de valoriser Clasquin par DCF (WACC 9%, EBIT/MCB normatif 13,5%). Notre obj. est relevé de 77€ à 80€. La décote sur les pairs reste élevée (46% à 54% sur EV/EBIT), et nous estimons qu'une décote de 35-40% est plus appropriée (et en ligne avec l'historique). Elle induit un obj. compris entre 72€ et 94€.

Vents porteurs

Évolution des taux de fret maritime

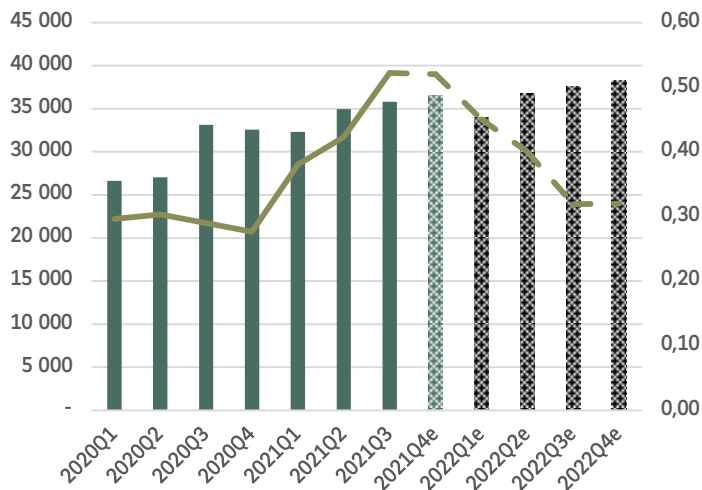


Évolution des taux de fret aérien



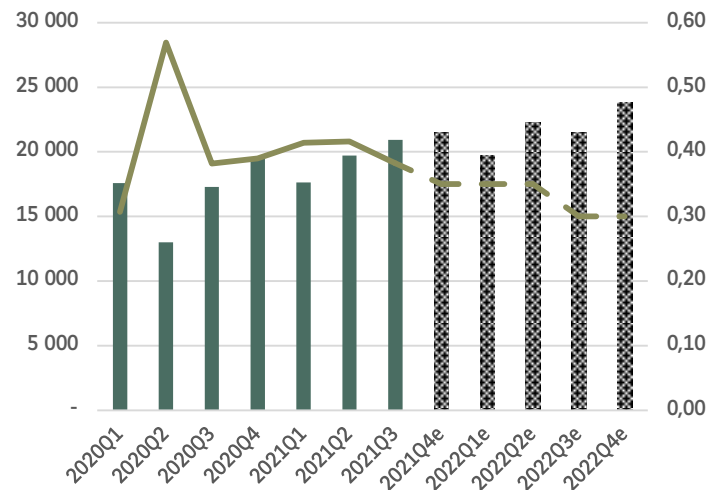
Scénario Fret Maritime Portzamparc

Fret maritime

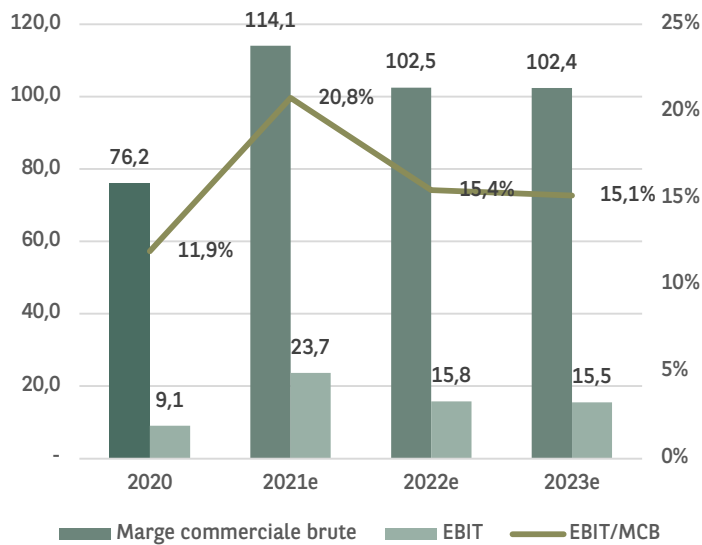


Scénario Fret Aérien Portzamparc

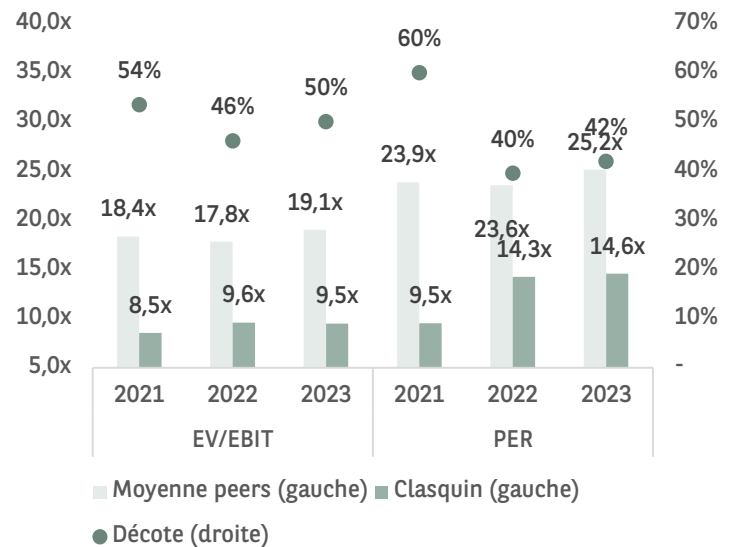
Fret aérien



Scénario 2021-2023e Portzamparc



Décote toujours significative



Source: Portzamparc

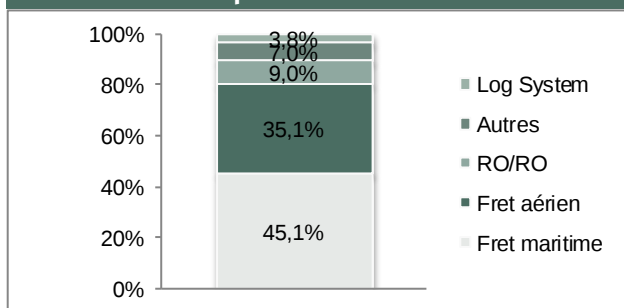
CLASQUIN

Exploitation	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Marge brute	57,5	62,9	68,9	76,8	76,2	114,1	102,5	102,4
var. n/n-1	3,4%	9,4%	9,5%	11,4%	-0,7%	49,7%	-10,1%	-0,1%
var. organique	-1,4%	25,4%	8,5%	7,4%	18,3%	79,7%	-10,1%	-0,1%
EBE	7,2	7,8	9,3	14,0	16,0	31,1	22,4	22,1
ROC	5,2	5,9	6,5	8,4	9,1	23,7	15,8	15,5
var. n/n-1	-22,4%	13,3%	10,7%	29,2%	8,2%	+/++	-33,1%	-2,1%
ROP	4,6	5,4	5,8	8,0	9,2	23,7	15,8	15,5
RCAI	4,1	4,8	5,5	7,4	7,7	23,0	15,1	14,8
IS	-1,3	-1,7	-1,8	-2,8	-2,3	-6,1	-3,8	-3,7
RN Pdg publié	2,2	2,5	2,8	3,7	4,7	15,6	10,4	10,2
RN Pdg corrigé	2,5	2,9	3,4	4,4	4,5	15,6	10,5	10,2
var. n/n-1	-28,8%	15,4%	15,3%	29,6%	2,8%	+/++	-33,1%	-2,3%
Imva MB 2018 / 2022e	10,4%							
Marge brute (%)	24,5%	21,6%	22,3%	23,2%	19,4%	16,2%	16,5%	16,5%
Marge opérationnelle (ROP/MB %)	8,0%	8,6%	8,4%	10,5%	12,1%	20,8%	15,5%	15,1%
Marge nette (%)	4,4%	4,7%	4,9%	5,7%	5,9%	13,7%	10,2%	10,0%
Taux IS (%)	30,3%	34,3%	32,9%	37,7%	30,0%	26,5%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / MB (%)	65,0%	64,3%	62,0%	62,8%	60,6%	56,6%	61,9%	62,2%
MB/effectif (K€)	80	83	87	78	82	-	-	-
var. n/n-1	-2,7%	2,8%	5,6%	-10,2%	5,2%	-	-	-
Effectif moyen	716	762	790	980	925	-	-	-
var. n/n-1	6,2%	6,4%	3,7%	24,1%	-5,6%	-	-	-

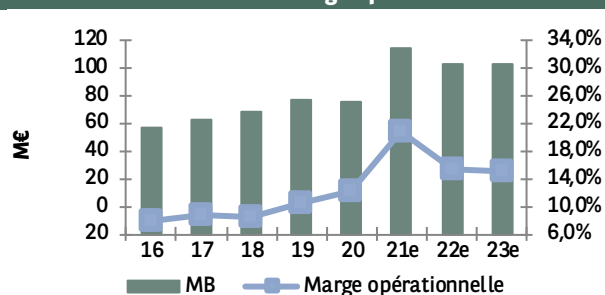
Bilan	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Fonds propres Pdg	20,8	19,7	21,4	22,0	26,9	39,6	47,0	50,5
Dettes financières nettes	11,8	16,7	19,6	19,5	23,7	50,3	0,4	-4,4
Autres	1,0	1,0	0,9	1,2	1,9	1,3	1,3	1,3
Capitaux investis	36,6	40,5	44,9	47,6	56,5	95,2	52,7	51,5
Immobilisations nettes	28,0	28,9	31,7	39,9	37,4	34,9	33,6	32,4
dont écarts d'acquisition	19,1	19,6	22,0	30,6	29,6	30,8	31,8	32,8
dont financières	3,8	4,3	3,9	3,8	3,1	2,5	2,5	2,5
BFR	8,5	11,6	13,2	7,7	19,1	60,3	19,1	19,1
Actif économique	36,6	40,5	44,9	47,6	56,5	95,2	52,7	51,5
Gearing (%)	49,5%	73,0%	79,9%	72,7%	76,5%	115,4%	0,8%	-8,0%
BFR/MB (%)	3,6%	4,0%	4,3%	2,3%	4,9%	8,6%	3,1%	3,1%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1,6	2,1	2,1	1,4	1,5	1,6	0,0	ns
ROE (%)	10,4%	12,6%	13,1%	16,7%	17,5%	39,3%	22,1%	20,1%
ROACE (%) après IS normé	10,4%	10,2%	10,2%	12,2%	12,8%	23,4%	16,1%	29,7%

Financement	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Cash Flow	4,7	5,1	6,0	8,0	10,4	19,2	13,3	13,0
Variation BFR	-2,7	-2,7	-1,6	5,5	-11,6	-41,2	41,2	0,0
Investissements industriels	-1,0	-1,3	-1,7	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
% du MB	1,8%	2,0%	2,5%	0,9%	0,7%	0,5%	0,5%	0,5%
Cash Flow Libre	0,9	1,1	2,7	12,8	-1,7	-22,5	53,9	12,5
Cessions d'actifs	0,2	0,3	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-2,7	-2,7	-2,1	-1,9	-1,0	-1,1	-1,0	-1,0
Dividendes	-2,9	-2,0	-1,9	-1,7	-0,6	-3,0	-3,0	-6,8
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-1,7	-1,6	-1,8	-9,3	-0,9	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	6,2	4,9	2,8	0,0	4,2	26,6	-49,9	-4,7
Dettes financières nettes	11,8	16,7	19,6	19,5	23,7	50,3	0,4	-4,4

Répartition du CA/activité



Evolution MB et marge opérationnelle



CLASQUIN

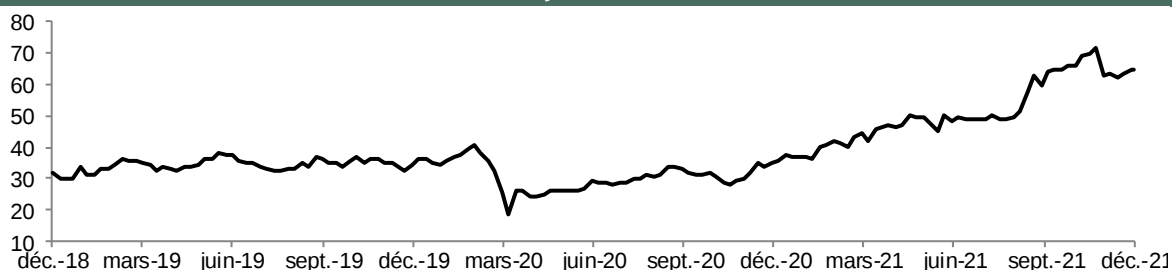
Données par action	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
BNPA	0,94	1,08	1,22	1,59	2,03	6,72	4,49	4,39
var. n/n-1	-28,8%	15,4%	15,4%	29,3%	2,4%	+ / ++	-33,1%	-2,3%
CFPA	2,0	2,2	2,6	3,5	4,5	8,3	5,7	5,6
ANPA	9,0	8,6	9,3	9,5	11,6	17,1	20,3	21,8
Dividende net (versé en n+1)	0,80	0,80	0,65	0,00	1,30	1,30	2,93	2,86
Payout (%)	72,5%	62,8%	44,2%	0,0%	66,9%	19,3%	64,8%	64,8%
Tmva BNPA 2018 / 2022e	32,4%							
Tmva CFPA 2018 / 2022e	21,6%							

Valorisation	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
PER (x)	26,9	26,0	24,9	18,2	15,8	9,6	14,4	14,7
PCF (x)	14,7	14,9	13,9	10,0	6,8	7,8	11,3	11,6
PAN (x)	3,3	3,9	3,9	3,6	2,6	3,8	3,2	3,0
VE/MB (x)	1,4	1,5	1,6	1,4	1,3	1,8	1,5	1,5
VE/EBE (x)	11,6	12,4	11,4	7,5	6,1	6,6	6,9	6,8
VE/ROP (x)	18,1	17,7	18,5	12,9	10,7	8,6	9,7	9,7
Free Cash Flow Yield (%)	1,3%	1,5%	3,2%	16,1%	-2,4%	-14,9%	35,8%	8,3%
Rendement (%)	4,2%	2,4%	2,2%	1,9%	0,0%	2,0%	2,0%	4,5%
Capitalisation (M€)	68,4	76,4	84,3	79,8	70,8	149,9	149,9	149,9
Valeur d'Entreprise (VE)	83,1	96,3	106,9	104,2	98,5	204,2	154,3	149,6
Cours de référence (€)	29,6	33,1	36,5	34,6	30,7	65,0	65,0	65,0
Nb de titres (Mio)	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	-	-	-	-	-
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Date d'introduction	31/01/2006							
Cours d'introduction ajusté	15,5 €							

Données intermédiaires	16	17	18	19	20	21
MB T1	13,3	14,5	16,7	17,3	17,5	23,9
MB T2	14,4	15,8	17,6	18,7	18,7	27,9
MB S1	27,7	30,1	34,2	36,2	36,2	51,8
ROP S1	1,9	2,4	3,1	3,9	2,7	10,0
RN pdg corrigé S1	0,9	1,1	1,3	2,0	1,3	6,6
Marge opérationnelle S1	6,8%	8,0%	9,2%	10,7%	7,5%	19,3%
Marge nette S1	3,1%	3,6%	3,8%	5,5%	3,6%	12,7%
MB T3	14,5	15,6	16,9	19,5	19,4	31,7
MB T4	12,7	16,9	17,7	21,2	20,6	
MB S2	29,8	32,7	34,7	40,7	40,0	
ROP S2	3,2	3,0	3,4	5,6	6,5	
RN pdg corrigé S2	1,8	1,4	2,2	3,1	4,8	
Marge opérationnelle S2	10,7%	9,1%	9,7%	13,6%	16,2%	
Marge nette S2	5,9%	4,2%	6,4%	7,7%	12,0%	

Taux de croissance (n/n-1)						
MB T1	0,8%	9,0%	15,2%	3,6%	1,2%	36,6%
MB T2	-12,2%	9,7%	11,4%	6,3%	0,0%	49,2%
MB T3	-10,5%	7,6%	8,3%	15,4%	-0,5%	63,4%
MB T4	25,7%	33,1%	4,7%	19,8%	-2,8%	
MB S1	-6,9%	8,9%	13,5%	5,7%	0,1%	43,1%
MB S2	15,1%	9,8%	5,9%	17,4%	-1,7%	
ROP S1	-38,2%	29,4%	29,6%	23,7%	-29,7%	+ / ++
ROP S2	3,8%	-6,0%	12,3%	65,3%	16,8%	

Historique de cours



Mentions obligatoires

Recommandations boursières

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Pas de changement de recommandation sur les 12 derniers mois

Détail des conflits d'intérêts potentiels PORTZAMPARC

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

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

Détail des conflits d'intérêts potentiels BNP PARIBAS

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

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

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