

**25 février 2022**

**Cours : 60,00€**

**Objectif : 80,00€**

**ACHETER (1)**

Opinion inchangée

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

Cours au 25/02/2022

Contact Dirigeant

**De record en record**

*La fin d'année est plus qu'excellente, avec des gains de parts de marché et des marges unitaires qui sont très au dessus de nos attentes. Nous relevons nos attentes de ROC 2021 de +12% et attendons une publication solide fin mars.*

**T4 bien au dessus de nos attentes**

L'activité du dernier trimestre 2021 ressort plus de 25% supérieure à nos attentes, alors même que nous estimons être les plus hauts du consensus (en tous cas sur le ROC). Avec une MCB T4 de 38M€ +86%, Clasquin boucle une année exceptionnelle, pour atteindre 122M€ (+60%) de MCB sur l'ensemble de l'année.

Au T4, cette surperformance est attribuable à 1/ des volumes toujours très dynamiques (+14% / +2% vs PZP), 2/ des taux de fret bien plus élevés qu'anticipé, notamment dans l'aérien.

	Nombres d'opérations			Marge Brute par opération (en k€)			Marge Brute (en M€)		
	T4 2021	PZP	Δ	T4 2021	PZP	Δ	T4 2021	PZP	Δ
Fret maritime	36 006	36 492	-1%	0,57	0,52	+10%	20,6	19,0	+9%
Fret aérien	21 391	21 447	-0%	0,57	0,35	+62%	12,1	7,5	+61%
RO/RO	12 288	12 706	-3%	0,23	0,18	+26%	2,8	2,3	+22%
Autres	9 069	6 284	+44%	0,25	0,20	+27%	2,3	1,3	+83%
<b>Total activités overseas</b>	<b>78 754</b>	<b>76 929</b>	<b>+2%</b>				<b>37,8</b>	<b>30,0</b>	<b>+26%</b>
Log System							0,7	0,7	-2%
Ecritures de consolidation							(0,1)	(0,2)	-50%
<b>Total consolidé</b>							<b>38,4</b>	<b>30,6</b>	<b>+26%</b>

Notons également que le groupe gagne des parts de marché dans le maritime et l'aérien, avec des volumes supérieurs au marché, respectivement +4,9% vs -3%/0% et +31% vs +10/15%.

**Se projeter sur la (très bonne) publication des résultats**

Alors que nous étions déjà 6% au dessus du consensus pour le ROC 2021, nous relevons nos attentes de 23,7M€ à 26,6M€ soit +12%. La forte progression du CA, conséquence de la hausse de l'activité mais surtout des taux de fret, viendra pénaliser la dette nette de fin d'année, comme anticipé. La consommation de cash liée au BFR va en s'améliorant du fait des hausses de taux de fret moins vives, et sur un plateau. Ponctuelle, cette consommation de cash s'inversera dès que les taux de fret redescendront. L'un dans l'autre, nous attendons un levier de 1,5x fin 2021.

**La publication est excellente et devrait mener à un taux de marge record de 21,8%. Nous conservons notre objectif de 80€, la remontée du WACC étant compensée par le relèvement de notre scénario. Nous confirmons notre vision positive du dossier.**

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€)** 138,4  
Flottant (%) 41,0%  
Nbre de Titres (Mio) 2,306  
Date de clôture 31-Déc

	20	21e	22e
<b>PER</b>	<b>15,8</b>	<b>7,9</b>	<b>13,0</b>
PCF	6,8	5,9	10,3
VE/MB	1,4	1,4	1,5
VE/ROP	10,7	7,2	8,5
PAN	2,6	3,3	2,8
Rendement	0,0%	2,2%	2,2%
Free Cash Flow Yield	-2,4%	-16,0%	41,8%
ROACE	12,8%	25,9%	16,5%

	2020	2021	2022
<b>MB</b>	<b>76,2</b>	<b>121,9</b>	<b>103,6</b>
MB précédent	76,2	114,1	102,5
var. n/n-1	-0,7%	60,0%	-15,0%
EBE	16,0	36,4	22,8
ROC	9,1	26,6	16,2
% MB	11,9%	21,8%	15,6%
ROP	9,2	26,6	16,2
% MB	12,1%	21,8%	15,6%
RN Pdg publié	4,7	17,5	10,6
% MB	6,2%	14,4%	10,3%

	2020	2021	2022
<b>BNPA</b>	<b>2,03</b>	<b>7,57</b>	<b>4,60</b>
BNPA précédent	2,03	6,72	4,49
var. n/n-1	27,4%	272,8%	-39,3%
<b>BNPA Cor</b>	<b>1,94</b>	<b>7,60</b>	<b>4,63</b>
ANPA	11,6	17,9	21,3
Dividende net	1,30	1,30	3,00
DFN	23,7	50,1	-4,0

**Calendrier :**

Résultats 2021 (après bourse) le 22 Mars

CA T1 (après bourse) le 28 Avril

**Yann de Peyrelongue, Analyste Financier**

**Nicolas Royot**

+33 (0)1 40 17 50 39

yann.de-peyrelongue@bnpparibas.com

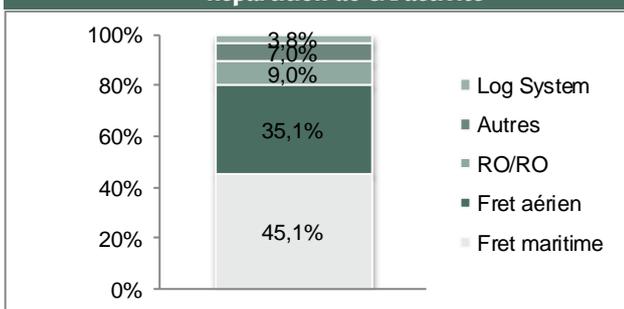
## CLASQUIN

Exploitation	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Marge brute	57,5	62,9	68,9	76,8	76,2	121,9	103,6	103,8
var. n/n-1	3,4%	9,4%	9,5%	11,4%	-0,7%	60,0%	-15,0%	0,2%
var. organique	-1,4%	25,4%	8,5%	7,4%	18,3%	90,5%	-15,0%	0,2%
EBE	7,2	7,8	9,3	14,0	16,0	36,4	22,8	22,6
ROC	5,2	5,9	6,5	8,4	9,1	26,6	16,2	16,0
var. n/n-1	-22,4%	13,3%	10,7%	29,2%	8,2%	+/++	-39,0%	-1,1%
ROP	4,6	5,4	5,8	8,0	9,2	26,6	16,2	16,0
RCAI	4,1	4,8	5,5	7,4	7,7	25,9	15,5	15,3
IS	-1,3	-1,7	-1,8	-2,8	-2,3	-6,9	-3,9	-3,8
RN Pdg publié	2,2	2,5	2,8	3,7	4,7	17,5	10,6	10,5
RN Pdg corrigé	2,5	2,9	3,4	4,4	4,5	17,6	10,7	10,6
var. n/n-1	-28,8%	15,4%	15,3%	29,6%	2,8%	+/++	-39,2%	-1,1%
Imva MB 2018 / 2022e	10,7%							
Marge brute (%)	24,5%	21,6%	22,3%	23,2%	19,4%	16,2%	16,6%	16,6%
Marge opérationnelle (ROP/MB %)	8,0%	8,6%	8,4%	10,5%	12,1%	21,8%	15,6%	15,4%
Marge nette (%)	4,4%	4,7%	4,9%	5,7%	5,9%	14,4%	10,3%	10,2%
Taux IS (%)	30,3%	34,3%	32,9%	37,7%	30,0%	26,5%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / MB (%)	65,0%	64,3%	62,0%	62,8%	60,6%	54,0%	61,8%	62,0%
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%	-	-	-

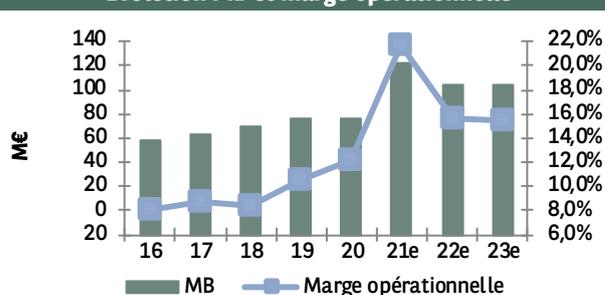
Bilan	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Fonds propres Pdg	20,8	19,7	21,4	22,0	26,9	41,5	49,2	52,9
Dettes financières nettes	11,8	16,7	19,6	19,5	23,7	50,1	-4,0	-8,9
Autres	1,0	1,0	0,9	1,2	1,9	1,3	1,3	1,3
<b>Capitaux investis</b>	<b>36,6</b>	<b>40,5</b>	<b>44,9</b>	<b>47,6</b>	<b>56,5</b>	<b>96,9</b>	<b>50,6</b>	<b>49,4</b>
immobilisations nettes	28,0	28,9	31,7	39,9	37,4	32,6	31,3	30,1
dont écarts d'acquisition	19,1	19,6	22,0	30,6	29,6	30,8	31,9	32,9
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	64,4	19,2	19,3
<b>Actif économique</b>	<b>36,6</b>	<b>40,5</b>	<b>44,9</b>	<b>47,6</b>	<b>56,5</b>	<b>96,9</b>	<b>50,6</b>	<b>49,4</b>
Gearing (%)	49,5%	73,0%	79,9%	72,7%	76,5%	109,9%	-7,5%	-15,6%
BFR/MB (%)	3,6%	4,0%	4,3%	2,3%	4,9%	8,6%	3,1%	3,1%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1,6	2,1	2,1	1,4	1,5	1,4	ns	ns
ROE (%)	10,4%	12,6%	13,1%	16,7%	17,5%	42,2%	21,6%	19,9%
ROACE (%) après IS normé	10,4%	10,2%	10,2%	12,2%	12,8%	25,9%	16,5%	32,1%

Financement	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Cash Flow	4,7	5,1	6,0	8,0	10,4	23,6	13,5	13,4
Variation BFR	-2,7	-2,7	-1,6	5,5	-11,6	-45,2	45,1	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%	0,4%	0,5%	0,5%
<b>Cash Flow Libre</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>2,7</b>	<b>12,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>-22,2</b>	<b>58,1</b>	<b>12,8</b>
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	-1,2	-1,0	-1,0
Dividendes	-2,9	-2,0	-1,9	-1,7	-0,6	-3,0	-3,0	-6,9
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	26,4	-54,1	-4,9
<b>Dettes financières nettes</b>	<b>11,8</b>	<b>16,7</b>	<b>19,6</b>	<b>19,5</b>	<b>23,7</b>	<b>50,1</b>	<b>-4,0</b>	<b>-8,9</b>

Répartition du CA/activité



Evolution MB et marge opérationnelle



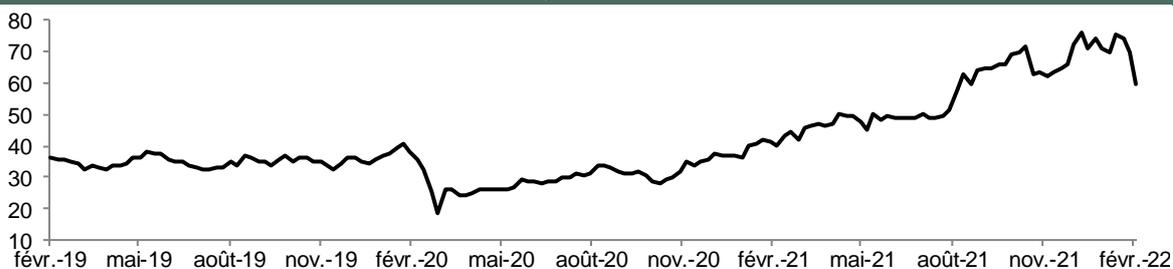
## CLASQUIN

Données par action	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
BNPA	0,94	1,08	1,22	1,59	2,03	7,57	4,60	4,54
var. n/n-1	-28,8%	15,4%	15,4%	29,3%	2,4%	+ / ++	-39,2%	-1,1%
CFPA	2,0	2,2	2,6	3,5	4,5	10,2	5,8	5,8
ANPA	9,0	8,6	9,3	9,5	11,6	17,9	21,3	22,8
Dividende net (versé en n+1)	0,80	0,80	0,65	0,00	1,30	1,30	3,00	2,97
Payout (%)	72,5%	62,8%	44,2%	0,0%	66,9%	17,1%	64,9%	64,8%
Tmva BNPA 2018 / 2022e	33,2%							
Tmva CFPA 2018 / 2022e	22,1%							

Valorisation	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
PER (x)	26,9	26,0	24,9	18,2	15,8	7,9	13,0	13,1
PCF (x)	14,7	14,9	13,9	10,0	6,8	5,9	10,3	10,4
PAN (x)	3,3	3,9	3,9	3,6	2,6	3,3	2,8	2,6
VE/MB (x)	1,4	1,5	1,6	1,4	1,3	1,6	1,3	1,3
VE/EBE (x)	11,6	12,4	11,4	7,5	6,1	5,3	6,1	5,9
VE/ROP (x)	18,1	17,7	18,5	12,9	10,7	7,2	8,5	8,3
Free Cash Flow Yield (%)	1,3%	1,5%	3,2%	16,1%	-2,4%	-16,0%	41,8%	9,2%
Rendement (%)	4,2%	2,4%	2,2%	1,9%	0,0%	2,2%	2,2%	5,0%
Capitalisation (M€)	68,4	76,4	84,3	79,8	70,8	138,4	138,4	138,4
Valeur d'Entreprise (VE)	83,1	96,3	106,9	104,2	98,5	192,5	138,4	133,5
<b>Cours de référence (€)</b>	<b>29,6</b>	<b>33,1</b>	<b>36,5</b>	<b>34,6</b>	<b>30,7</b>	<b>60,0</b>	<b>60,0</b>	<b>60,0</b>
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%
<b>Marge nette S1</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,8%</b>	<b>5,5%</b>	<b>3,6%</b>	<b>12,7%</b>
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	38,4
MB S2	29,8	32,7	34,7	40,7	40,0	
ROP S2	3,2	3,0	3,4	5,6	6,5	
RN pdg corrigé S2	1,8	1,4	2,2	3,1	4,8	
Marge opérationnelle S2	10,7%	9,1%	9,7%	13,6%	16,2%	
Marge nette S2	5,9%	4,2%	6,4%	7,7%	12,0%	
<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
MB T1	0,8%	9,0%	15,2%	3,6%	1,2%	36,6%
MB T2	-12,2%	9,7%	11,4%	6,3%	0,0%	49,2%
MB T3	-10,5%	7,6%	8,3%	15,4%	-0,5%	63,4%
MB T4	25,7%	33,1%	4,7%	19,8%	-2,8%	86,4%
MB S1	-6,9%	8,9%	13,5%	5,7%	0,1%	43,1%
MB S2	15,1%	9,8%	5,9%	17,4%	-1,7%	
ROP S1	-38,2%	29,4%	29,6%	23,7%	-29,7%	+ / ++
ROP S2	3,8%	-6,0%	12,3%	65,3%	16,8%	

### Historique de cours



## Mentions obligatoires

### Recommandations boursières

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

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

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

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

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

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

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

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