

24 mars 2022

Cours : 70,80€

Objectif : 80,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

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

Cours au 23/03/2022

Feedback Réunion

Source : FactSet Research

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

Capitalisation (M€)	163,3
Flottant (%)	41,0%
Nbre de Titres (Mio)	2,306
Date de clôture	31-Déc

	20	21e	22e
PER	15,8	9,2	15,4
PCF	6,8	6,5	12,2
VE/MB	1,4	1,4	1,5
VE/ROP	10,7	7,0	10,8
PAN	2,6	3,9	3,7
Rendement	0,0%	1,8%	5,2%
Free Cash Flow Yield	-2,4%	4,7%	13,6%
ROACE	12,7%	32,8%	19,2%

MB	76,2	121,9	101,1
MB précédent	76,2	121,9	103,6
var. n/n-1	-0,7%	60,0%	-17,1%
EBE	16,0	38,2	22,4
ROC	9,1	27,5	16,3
% MB	11,9%	22,6%	16,2%
ROP	9,2	27,1	16,3
% MB	12,1%	22,2%	16,2%
RN Pdg publié	4,7	17,4	10,6
% MB	6,2%	14,3%	10,5%

BNPA	2,03	7,53	4,58
BNPA précédent	2,03	7,57	4,60
var. n/n-1	27,4%	271,2%	-39,3%
BNPA Cor	1,94	7,70	4,60
ANPA	11,6	18,0	18,9
Dividende net	1,30	3,70	1,30
DFN	23,7	22,4	8,9

Calendrier :

MCB T1 (après bourse) le 28 Avril
MCB T2 (après bourse) le 28 Juillet

Yann de Peyrelongue, Analyste Financier

Nicolas Royot

+33 (0)1 40 17 50 39

yann.de-peyrelongue@bnpparibas.com

Bilan maîtrisé

L'année 2021 a été incroyable pour Clasquin et permet au groupe de continuer son chemin de croissance organique et externe (c. 30M€ de Marge Commerciale Groupe potentielle d'après nous).

Résultats record (ROC x2,9 / RNpdg x3,4)

A 27,6M€, le ROC ressort au-dessus de nos attentes et de celles du consensus de respectivement 4% et 13%. La croissance décuplée du ROC (+190% vs +19% pour le nombre d'opération) est la conséquence de l'année record que le fret mondial a expérimenté, avec une hausse des prix amplifiée au S2. Le taux de conversion (ROC/MCB) termine à 22,6%, en amélioration de 10,5 points exceptionnellement haut. A moyen terme, et dans une situation plus normalisée sur les taux de fret, le management confirme ses objectifs d'une marge de l'ordre de 13-13,5%.

Bonne génération de cash

Alors que nous anticipions une dégradation ponctuelle de la dette nette, Clasquin a réussi à la contenir puisqu'elle ressort stable à 22M€, très en dessous des attentes (PZP 50M€, consensus 46M€) malgré la hausse du BFR (+91%). Finalement, le levier atterri à 0,6x EBITDA. Fort de cette situation, Clasquin propose un dividende de 3,7€/action (8,5M€) soit un pay-out de c.50% et un rendement de 5,3% au cours d'hier.

Un bilan sain pour financer l'organique et la croissance externe

En plus de sa croissance organique, Clasquin consolide le marché à son échelle. Les acquisitions sont historiquement ciblées. En 2021, le groupe a acquis 3 sociétés pour une MCB cumulée de 5,1M€, soit 4% d'effet périmètre. Pour 2022, le management souhaite continuer sur cette tendance. A fin 2022, nous estimons la capacité d'acquisition de Clasquin à c.30M€ de MCB (soit 32% de la MCB 2022e).

Coté cession, l'activité informatique Log System (début mars), non cœur de business et représentant c.3M€ de MCB pour une faible rentabilité (c. 100k€ d'EBIT) a été cédée au management. Nous évaluons le prix de cession à 700k€ (hypothèse de 10x EBIT).

Ajustement du scénario : l'amplitude du BFR moins marquée

Nous ajustons notre scénario pour prendre en compte les résultats 2021, la proposition de dividende (3,7€ vs PZP 1,3€) et la cession de Log System. Nous conservons notre hypothèse de retour à la normale des taux de fret aérien et maritime dès le S2 (soit début juillet). Le management table également sur des prix "perturbés" sur l'ensemble du S1. Finalement, la bonne surprise sur le BFR 2021 se compense sur les attentes de BFR 2022.

A court terme, nous anticipons un T1 de bonne facture (croissance à deux chiffres), toujours porté par des effets prix positifs et une croissance des volumes.

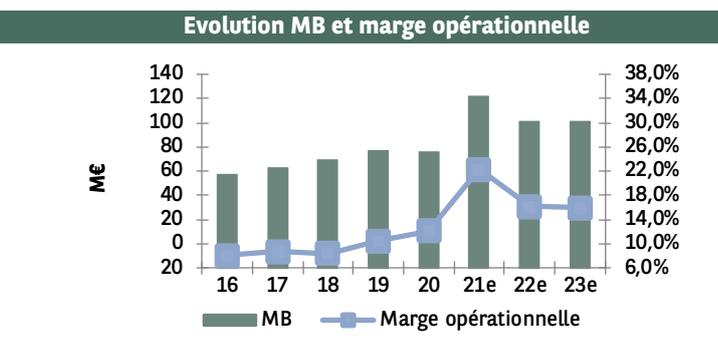
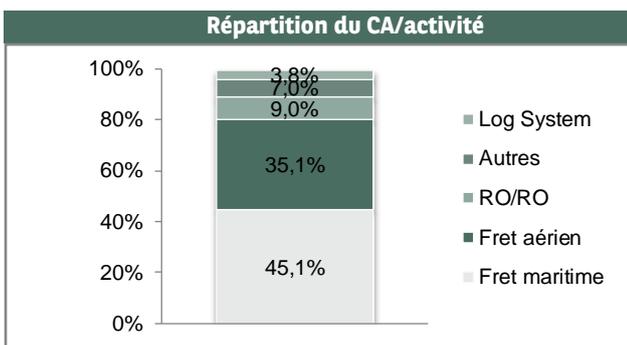
Le titre se traite 10,6x EBIT 2022 (vs moyenne 5 ans de 12,5x), ce qui nous semble attractif. Nous confirmons notre opinion Acheter (1) ainsi que notre objectif de cours de 80€.

CLASQUIN

Exploitation	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Marge brute	57.5	62.9	68.9	76.8	76.2	121.9	101.1	100.8
var. n/n-1	3.4%	9.4%	9.5%	11.4%	-0.7%	60.0%	-17.1%	-0.3%
var. organique	-1.4%	25.4%	8.5%	7.4%	18.3%	90.5%	-19.4%	-7.5%
EBE	7.2	7.8	9.3	14.0	16.0	38.2	22.4	22.1
ROC	5.2	5.9	6.5	8.4	9.1	27.5	16.3	16.0
var. n/n-1	-22.4%	13.3%	10.7%	29.2%	8.2%	+/++	-40.6%	-1.8%
ROP	4.6	5.4	5.8	8.0	9.2	27.1	16.3	16.0
RCAI	4.1	4.8	5.5	7.4	7.7	26.3	15.6	15.3
IS	-1.3	-1.7	-1.8	-2.8	-2.3	-7.1	-3.9	-3.8
RN Pdg publié	2.2	2.5	2.8	3.7	4.7	17.4	10.6	10.4
RN Pdg corrigé	2.5	2.9	3.4	4.4	4.5	17.8	10.7	10.5
var. n/n-1	-28.8%	15.4%	15.3%	29.6%	2.8%	+/++	-40.2%	-1.9%
Tmva MB 2018 / 2022e	10.1%							
Marge brute (%)	24.5%	21.6%	22.3%	23.2%	19.4%	16.2%	16.7%	18.0%
Marge opérationnelle (ROP/MB %)	8.0%	8.6%	8.4%	10.5%	12.1%	22.2%	16.2%	15.9%
Marge nette (%)	4.4%	4.7%	4.9%	5.7%	5.9%	14.6%	10.5%	10.4%
Taux IS (%)	30.3%	34.3%	32.9%	37.7%	30.0%	27.0%	25.0%	25.0%
Frais de personnel / MB (%)	65.0%	64.3%	62.0%	62.8%	60.6%	54.0%	61.6%	61.8%
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	41.7	43.9	51.3
Dettes financières nettes	11.8	16.7	19.6	19.5	23.7	22.4	8.9	-1.2
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	69.5	58.1	55.4
Immobilisations nettes	28.0	28.9	31.7	39.9	37.4	33.3	32.8	32.0
dont écarts d'acquisition	19.1	19.6	22.0	30.6	29.6	31.0	32.0	33.0
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	36.2	25.3	23.4
Actif économique	36.6	40.5	44.9	47.6	56.5	69.5	58.1	55.4
Gearing (%)	49.5%	73.0%	79.9%	72.7%	76.5%	48.9%	18.6%	-2.2%
BFR/MB (%)	3.6%	4.0%	4.3%	2.3%	4.9%	4.8%	4.2%	4.2%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1.6	2.1	2.1	1.4	1.5	0.6	0.4	ns
ROE (%)	10.4%	12.6%	13.1%	16.7%	17.5%	41.8%	24.2%	20.2%
ROACE (%) après IS normé	10.4%	10.2%	10.2%	12.2%	12.7%	32.8%	19.2%	28.3%

Financement	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Cash Flow	4.7	5.1	6.0	8.0	10.4	25.2	13.5	13.3
Variation BFR	-2.7	-2.7	-1.6	5.5	-11.6	-17.1	10.9	1.9
Investissements industriels	-1.0	-1.3	-1.7	-0.7	-0.5	-0.5	-2.0	-1.0
% du MB	1.8%	2.0%	2.5%	0.9%	0.7%	0.4%	2.0%	1.0%
Cash Flow Libre	0.9	1.1	2.7	12.8	-1.7	7.6	22.3	14.1
Cessions d'actifs	0.2	0.3	0.3	0.2	0.1	0.0	0.7	0.0
Investissements financiers	-2.7	-2.7	-2.1	-1.9	-1.0	-1.3	-1.0	-1.0
Dividendes	-2.9	-2.0	-1.9	-1.7	-0.6	-3.0	-8.5	-3.0
Augmentation de capital	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Autres	-1.7	-1.6	-1.8	-9.3	-0.9	2.0	0.0	0.0
Variation dettes financières nettes	6.2	4.9	2.8	0.0	4.2	-1.3	-13.5	-10.1
Dettes financières nettes	11.8	16.7	19.6	19.5	23.7	22.4	8.9	-1.2



CLASQUIN

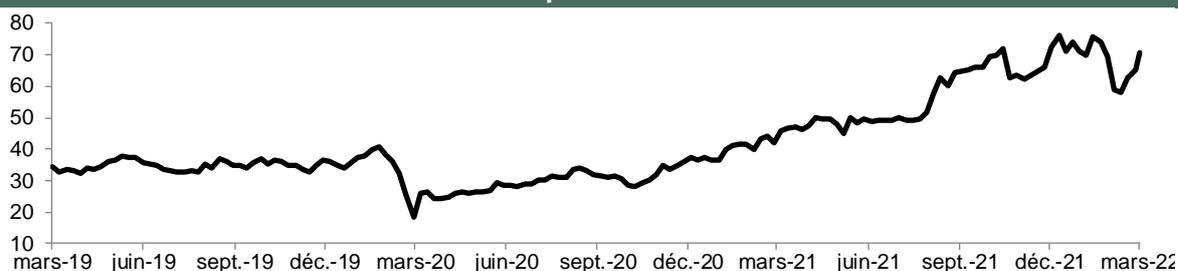
Données par action	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
BNPA	0.94	1.08	1.22	1.59	2.03	7.53	4.58	4.49
var. n/n-1	-28.8%	15.4%	15.4%	29.3%	2.4%	+ / ++	-40.2%	-1.9%
CFPA	2.0	2.2	2.6	3.5	4.5	10.9	5.8	5.7
ANPA	9.0	8.6	9.3	9.5	11.6	18.0	18.9	22.2
Dividende net (versé en n+1)	0.80	0.80	0.65	0.00	1.30	3.70	1.30	1.30
Payout (%)	72.5%	62.8%	44.2%	0.0%	66.9%	48.1%	28.3%	28.8%
Tmva BNPA 2018 / 2022e	33.0%							
Tmva CFPA 2018 / 2022e	22.0%							

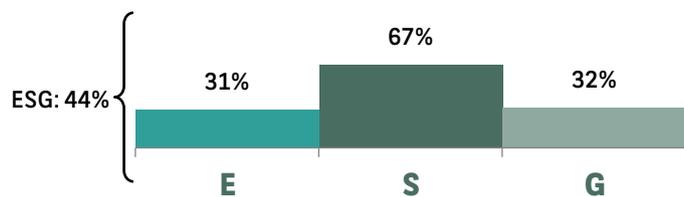
Valorisation	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
PER (x)	26.9	26.0	24.9	18.2	15.8	9.2	15.4	15.7
PCF (x)	14.7	14.9	13.9	10.0	6.8	6.5	12.2	12.4
PAN (x)	3.3	3.9	3.9	3.6	2.6	3.9	3.7	3.2
VE/MB (x)	1.4	1.5	1.6	1.4	1.3	1.6	1.7	1.6
VE/EBE (x)	11.6	12.4	11.4	7.5	6.1	5.0	7.9	7.5
VE/ROP (x)	18.1	17.7	18.5	12.9	10.7	7.0	10.8	10.4
Free Cash Flow Yield (%)	1.3%	1.5%	3.2%	16.1%	-2.4%	4.7%	13.6%	8.6%
Rendement (%)	4.2%	2.4%	2.2%	1.9%	0.0%	1.8%	5.2%	1.8%
Capitalisation (M€)	68.4	76.4	84.3	79.8	70.8	163.3	163.3	163.3
Valeur d'Entreprise (VE)	83.1	96.3	106.9	104.2	98.5	189.7	176.2	166.1
Cours de référence (€)	29.6	33.1	36.5	34.6	30.7	70.8	70.8	70.8
Nb de titres (Mio)	2.306	2.306	2.306	2.306	2.306	2.306	2.306	2.306
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	-	-	-	-	-
% de la dilution	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
Date d'introduction	31/01/2006							
Cours d'introduction ajusté	15.5 €							

Données intermédiaires	16	17	18	19	20	21
MB T1	13.3	14.5	16.7	17.3	17.5	23.9
MB T2	14.4	15.8	17.6	18.7	18.7	27.9
MB S1	27.7	30.1	34.2	36.2	36.2	51.8
ROP S1	1.9	2.4	3.1	3.9	2.7	10.2
RN pdg corrigé S1	0.9	1.1	1.3	2.0	1.3	5.6
Marge opérationnelle S1	6.8%	8.0%	9.2%	10.7%	7.5%	19.7%
Marge nette S1	3.1%	3.6%	3.8%	5.5%	3.6%	10.9%
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	70.1
ROP S2	3.2	3.0	3.4	5.6	6.5	16.9
RN pdg corrigé S2	1.8	1.4	2.2	3.1	4.8	12.2
Marge opérationnelle S2	10.7%	9.1%	9.7%	13.6%	16.2%	24.1%
Marge nette S2	5.9%	4.2%	6.4%	7.7%	12.0%	17.4%

Taux de croissance (n/n-1)	16	17	18	19	20	21
MB T1	0.8%	9.0%	15.2%	3.6%	1.2%	36.6%
MB T2	-12.2%	9.7%	11.4%	6.3%	0.0%	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%	75.3%
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





CLASQUIN

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2018	2019	2020	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	Offre aux clients de Clasquin d'un bilan carbone sur les transports gérés par Clasquin
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Oui	Oui	Oui	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2018	2019	2020	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	63%	54%	54%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	91	93	Périmètre France (40% des effectifs)
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Non	Non	Non	
Part des personnes en situation de handicap	2.7%	3.1%	2.5%	Rédaction d'un document "Action handicap Clasquin" ainsi qu'un "Bilan Handicap" et désignation d'un référent "Handicap"
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	34%	58%	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	26%	15%	15%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	Mise en place d'un indicateur : le funometre. En mars 2019, 91,4% des salariés interrogés répondent qu'ils se sentent bien dans leur travail
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	239,866	283,687	279,075	
Taux d'absentéisme	1.8%	2.1%	2.6%	Périmètre France (40% des effectifs)
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	2.0	0.0	0.0	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2018	2019	2020	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	Non	Non	Non	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	6	8	8	
<i>dont indépendants</i>	ND	3	3	
<i>dont femmes</i>	1	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	Un représentant des salariés est systématiquement convié lors des réunions du CA
Assiduité des membres du CA	92%	98%	100%	
Comité d'audit	Non	Non	Non	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	46%	46%	46%	Yves Revol, Président
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Non	Non	Non	
Déclaration de la rémunération du CEO	Non	Non	Non	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2018	2019	2020	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Non	Non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	96%	96%	96%	

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

Détail des conflits d'intérêts potentiels BNP PARIBAS

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

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

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