

ETUDE LONGUE

Lundi 5 décembre 2022

**Achat**

Depuis le 25/02/2022

Cours (€) **57,00**

Capi. boursière (M€) 133

Clôture du (01/12/2022)

Objectif de cours (€) **82,00**

Depuis le 15/09/2022

**Clasquin**

**En route vers de nouveaux records**

Après une année 2021 exceptionnelle, le groupe a prouvé sa capacité à soutenir la dynamique de croissance sur le début de l'exercice 2022 tout en améliorant encore les marges. La bonne santé financière devrait lui permettre de poursuivre les investissements. Une baisse du titre qui offre un bon point d'entrée/ Achat, TP 82 €.

**Un très fort rebond en 2021, confirmé sur le début de 2022 : activité et marges records**

Après une année 2020 marquée par la crise sanitaire, au cours de laquelle le groupe s'est illustré par une certaine résilience : baisse de MB à moins de 1% (-4,8% en org.) et légère progression des marges soit un EBIT à +17%, l'année 2021 a été celle de tous les records : croissance de la MB à +60%, dont plus de +58% en organique, et ratio EBIT/MB porté à 22,4% (+9,8 pts), permettant de tripler le résultat net. Le groupe a bénéficié de la reprise du marché (effet volume) et de la forte hausse des taux de fret (pénurie de moyens de transport sur certains axes), combinées à une accélération de gains de parts de marché. Le début de l'exercice 2022 a confirmé la tendance de 2021, avec une MB à +39% au S1, dont +32% en organique (+29% et +26% respectivement à fin septembre), et un ratio EBIT/MB porté à 26,9%, soit un EBIT en hausse de 88%, augurant l'atteinte de nouveaux records pour l'exercice en cours : MB attendue à 138 M€, +13,5%, et marge EBIT/MB à 24,6% (+2 pts) soit un EBIT à près de 34 M€, +24%.

**Une année 2023 attendue en repli, mais des performances qui restent bien au-delà du niveau pre-Covid**

Les performances illustrent selon nous la pertinence de la stratégie déployée : maintien des effectifs productifs pendant l'épisode Covid, ouverture d'agences (renforcement en Afrique et en Chine), recrutements de personnes clés (rebond en Allemagne et aux US), reprise de fonds de commerce (Espagne et Belgique), croissance externe (CVL International en Afrique et AMC Logistique en France), diversification de l'activité vers de nouveaux segments (activité grands comptes) ou services/outils (Live by Clasquin, Live green), etc. Le groupe s'est *in fine* renforcé d'un point de vue opérationnel, mais également financier (dette nette réduite à 15,5 M€ hors IFRS 16 à fin juin 2022). Dans un contexte de marché qui se tend (combinaison de baisse de volumes et baisse des taux de fret), si l'activité et les marges devraient probablement être sous pression : MB attendue en baisse de -15% en 2023 et ratio MB/CA attendu à 15,1%. Les performances devraient cependant demeurer nettement supérieures aux niveaux pre-Covid : environ 2x le niveau de 2019 en termes de marge brute et d'EBIT.

**Un titre sous pression, ce qui offre un bon point d'entrée**

Aux vues de la bonne santé financière du groupe, nous estimons que les dirigeants ont les moyens de poursuivre les investissements dans les moteurs de croissance en organique et par croissance externe, ce qui devrait permettre de poursuivre les gains de part de marché et alimenter le *newsflow*. La baisse du cours des derniers mois (-25% YTD) offre selon nous un bon point d'entrée sur le titre. Nous sommes confortés dans notre opinion Achat, objectif de cours de 82 €, combinaison d'une approche par DCF et par comparaison boursière.



Source : Factset

(€)	12/21	12/22e	12/23e
CA (M)	752	929	776
EBITDA Ajusté (M)	38	42	24
Marge d'EBITDA (%)	5,1	4,5	3,2
EBIT ajusté (M)	28	34	18
Marge d'EBIT (%)	3,7	3,6	2,3
RNPG ajusté (M)	17	21	10
ROE (%)	52,7	46,5	20,0
ROCE ajusté (%)	29,6	33,2	18,8
Dette nette/(trésor) (M)	22	14	7
Gearing (%)	48,6	22,4	10,6
Dette/EBITDA	0,9	0,6	0,7
EBITDA/Rés. fin.	18,4	24,6	19,6
VE/CA	0,3	0,2	0,2
VE/EBITDA ajusté	5,6	4,0	6,6
VE/EBIT ajusté	5,9	4,9	9,2
P/E ajusté	10,1	6,3	12,9
P/ANPA	4,5	2,6	2,6
OpFCF yield (%)	7,8	18,8	16,3
Rendement (%)	6,5	8,0	3,1
BNPA ajusté	7,54	9,11	4,42
Révision (%)	0,00	(0,02)	(0,33)
ANPA	16,94	22,21	21,95
Dividende Net / Action	3,70	4,55	1,77
Taux de distrib. (%)	49,1	50,0	40,0

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

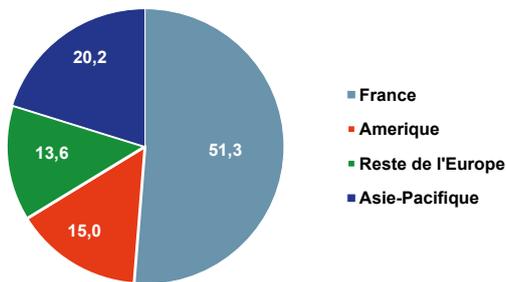
*Cette analyse financière a été réalisée par Claire Deray, Analyste Indépendant : cd@sponsor-finance.com*  
*L'Analyste Indépendant Claire Deray s'est vu confier par l'Emetteur la réalisation d'une prestation d'analyse financière au sens de l'article 36 du règlement EU 2017/565. L'Analyste Indépendant 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.*

## Sommaire

— PROFIL SOCIETE.....	4
— CAS D'INVESTISSEMENT.....	5
Axes stratégiques de développement : diversification sectorielle et géographique	5
Une activité désormais centrée sur la commission de transport	5
Leverier opérationnel : des marges à un niveau record	6
Croissance externe : retour des opérations après une pause en 2020	7
Endettement & Liquidité : une trésorerie permettant de financer la croissance interne et la croissance externe	8
Management, Gouvernance, Actionnariat : un actionnariat familial	8
Profil de risque : un environnement de marché volatil	9
Achat, objectif de cours de 82 €	9
— ANALYSE DES FRANCHISES : UN METIER, LA COMMISSION DE TRANSPORT.....	11
Préambule comptable : VA, CA et MB	11
Activité	11
Environnement concurrentiel	13
Barrières à l'entrée et pérennité des franchises	13
Profil de risque	14
— LES VECTEURS DE CROISSANCE.....	15
Un marché compliqué : effets volumes et prix très volatiles	15
Une capacité à surperformer : poursuite de la stratégie qui a soutenu la croissance ces dernières années	17
— PROFITABILITE NORMATIVE.....	21
Des marges en amélioration, atteignant désormais un niveau record	21
Nouveau record attendu pour 2022, puis retour à des niveaux plus normatifs	23
— GENERATION ET UTILISATION DU FREE CASH FLOW.....	24
Cash flow opérationnel : structurellement au-delà des 15-20 M€ par an	24
Le BFR principale source de consommation de cash	24
Intensité capitalistique : faible : CAPEX ~1,0% du CA ou 5% de la MB	24
Retour à un taux de distribution élevé post effet Covid	25
Politique de croissance externe : opérations récurrentes	25
— DETTE FINANCIERE NETTE ET AJUSTEMENTS BILANCIELS.....	27
Des emprunts principalement à taux variable	27
Leverage de 0,9x à fin 2021	27
Ajustements bilanciaux : pas de retraitements majeurs	27
— APPROCHE DE VALORISATION.....	29
Comparaisons boursières	29
DCF	30
Synthèse des méthodes retenues	31
— MANAGEMENT, GOUVERNANCE, ACTIONNARIAT.....	32
Management : une équipe dirigeante stable	32
Gouvernance : un Conseil d'administration de huit membres	33
Actionnariat familial : société détenue à 41,9% par Yves Revol	33
— COMPTES CONSOLIDES.....	34

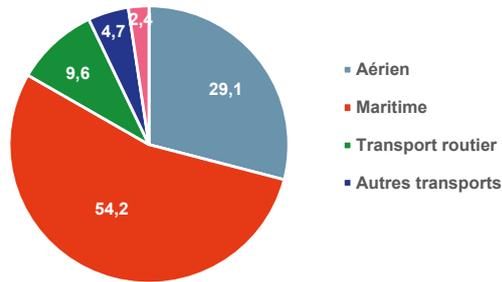
## Profil société

Clasquin : Marge Brute 2021 par pays (%)



Source: Independant analyst, Clasquin

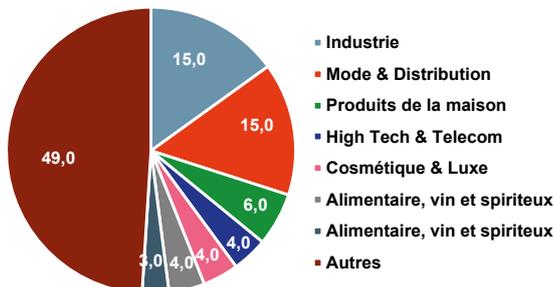
Clasquin : Marge Brute 2021 par activité en pro forma (%)



Source: Independant analyst, Clasquin

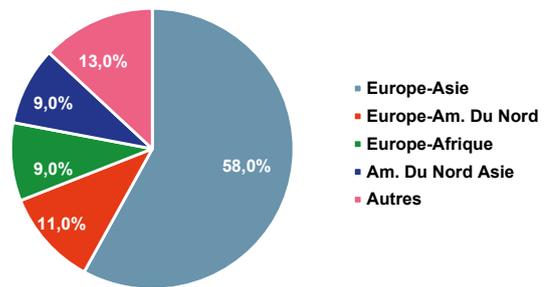
\* transport maritime de camions avec leur chargement

Clasquin : Marge Brute 2021 par secteur (%)



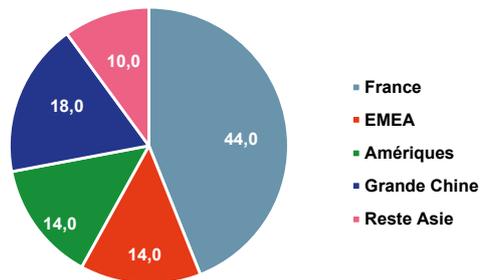
Source: Independant analyst, Clasquin

Clasquin : Flux par zones géographiques (%)



Source: Independant analyst, Clasquin

Clasquin : Effectifs par zone géographique (%)



Source: Independant analyst, Clasquin

Clasquin : Quelques données opérationnelles

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Bureaux	62	62	62	63	64	64
Pays	20	20	22	23	21	22
Salariés	716	762	790	980	925	1 050
Tonnes (Aé.)	53 402	63 446	69 466	62 865	58 113	71 257
Variation	5,6%	18,8%	9,5%	-9,5%	-7,6%	22,6%
EVP* (Mar.)	144 147	168 832	199 473	217 530	233 554	272 228
Variation	17,3%	17,1%	18,1%	9,1%	7,4%	16,6%
Tot. nb d'op.	221 990	246 657	264 179	273 875	251 561	299 209
Variation	6,8%	11,1%	7,1%	3,7%	-8,1%	18,9%

Source: Independant 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
Olivia Boyron	Directrice juridique
Frédéric Serra	Directeur SI

Source: Independant analyst, Clasquin

### Clasquin : Conseil d'administration

Nombre de membres	8
Dont membres indépendants	3
Dont femmes	3

Source: Independant analyst, Clasquin

### Clasquin : Actionariat (au 31/06/2022)

	%	
	Capital	Dt de vote
Yves Revol + Olymp	41,8	56,0
Flottant	44,6	Nc
Salariés	13,6	Nc

Source: Independant analyst, Clasquin

### Clasquin: Déclaration des administrateurs

Corporate Office	Date	Achat/ Vente	Nbr de titres	Montant EUR	Prix de transaction
Ariane (H. Morin)	Mai, juil., sept., oct.	Achat	5 935	307 453	51,80
Laurence Ilhe	Mai, juil., sept., oct.	Achat	1 057	57 742	54,63
Olymp (Y. Revol)	Mai, sept., nov.	Achat	15 738	934 616	59,39
Caroline Morin	Oct.	Achat	27	1 269	47,00

Source: Independant 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 des acquisitions lui permettant notamment de compléter ses activités et ses implantations géographiques, et a cédé ses activités de transport routier et de services informatiques pour se concentrer sur son métier historique.

Source: Independant 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'Actionariat.

### Axes stratégiques de développement : diversification sectorielle et géographique

Au cours des cinq années, la MB a crû de plus de 18% par an en moyenne, dont plus de 17% en organique (effet périmètre en partie 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 rebond a été très fort en 2021 (+60% dont +58% en organique) et s'est confirmé sur le début de l'exercice 2022 (+38,5% au S1 dont +32% en organique), témoignant de l'accélération des gains de part de marché.

Les dirigeants comptent poursuivre la stratégie qui a fait le succès de ces dernières années et qui est orientée vers :

- l'accompagnement des clients existants, allant jusqu'à des solutions sur mesure ;
- 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 (65 bureaux en propre à fin juin 2021 dans 21 pays répartis sur les 5 continents) ;
- des compléments d'offre dans des secteurs à demandes complexes ou des secteurs de niches (vins et spiritueux, événementiel, température dirigée, art, projets, etc.) ;
- le déploiement de solutions logicielles performantes (software Cargowise) ;
- l'enrichissement de l'offre via des services à valeur ajoutée (*Live by Clasquin, Live Green, Purchase Order Management*) ;
- l'extension des cibles clients : mise en place d'une structure grands comptes ;
- une accélération des développements via des opérations de croissance externe ;
- une politique ESG volontariste : 3P, People, Partner, Planet (notation ecovadis : 62/100 en 2021 vs 52/100 en 2020 et notation Gaia 67/100 en 2021 vs 62/100 en 2020).

#### Clasquin : Croissance historique de la Marge Brute

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Marge Brute - Croissance (%)	6,3%	0,0%	5,2%	6,3%	10,3%	3,4%	9,4%	9,5%	11,3%	-0,7%	60,0%
Dont organique (%)	6,6%	-4,9%	3,3%	4,3%	4,1%	0,7%	9,8%	11,2%	10,7%	-4,8%	58,4%
Dont parités monétaires (%)	-0,3%	2,9%	-2,2%	-0,5%	5,0%	-0,3%	-0,9%	-2,3%	1,4%	-0,9%	0,0%
Dont périmètre (%)	-	2,0%	4,1%	2,5%	1,1%	3,0%	0,5%	0,6%	-0,8%	5,7%	1,6%

Source: Independant analyst

### Une activité désormais centrée sur la commission de transport

Après la cession de l'activité transport routier fin 2015 et de l'activité d'édition de logiciels début 2022 (société Log System, précédent ERP du groupe, 2,9 M€ en 2021), le groupe est désormais totalement centré sur l'activité commission de transport et les activités de services connexes, distribuées en 4 pôles : 1/ maritime, 2/ aérien, 3/ routier et RO/RO (Roll On / Roll Off, transport maritime de camions avec leur chargement), et 4/ autres (rail, logistique, douane, etc.).

#### — 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. La commission de transport par voie maritime a ainsi représenté 54% de l'activité en 2021, avec une croissance annuelle moyenne de la marge brute de plus de 14% au cours de la période 2006-2021 (soit depuis l'introduction en Bourse). 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%), et est reparti en forte croissance en 2021 : +17% en nombre d'opérations et +17% en volumes transportés (marché à +4/+6%). Mais surtout grâce à une marge par dossier portée à 477 € (+64%), la

marge brute a presque doublé au cours du dernier exercice à 66,4 M€. Plus que légitime dans ce métier, Clasquin devrait poursuivre ses développements.

— **Transport aérien : activité historique**

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 29% de l'activité, et ce, malgré une croissance annuelle moyenne de près de 7% sur la période. 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 plus que compensé 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 portant la marge brute par opération à plus de 400 € (+35%), et permettant d'enregistrer une croissance de +6% en 2020. En 2021, les volumes sont repartis à la hausse : +18% en nombre d'opérations et +23% en tonnes transportées sur un marché à +16/+18%, ce qui combiné à la poursuite de la hausse de la marge par opération à 447 € (+11,5%) a conduit à une hausse de la marge de brute de +32% en 2021. L'expertise de la société dans ce domaine devrait lui permettre de poursuivre sa croissance.

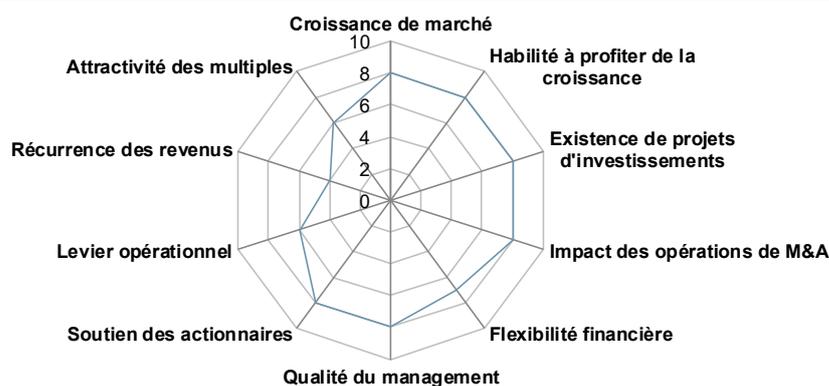
— **Road brokerage : transport routier et RO/RO**

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%), et 9,4 M€ en 2021 (+36%). Depuis le début de l'exercice 2022, l'activité de commission de transport routier a été intégrée pour former la division Road Brokerage : 11,7 M€ en 2021 pro forma.

— **Autres : activités complémentaires**

Le groupe a par ailleurs complété son offre dans les autres modes de transport (rail, multimodal) et les services d'organisation de transport (douanes, logistique, foires et expositions, etc.) : 5,4 M€ de MB en 2020 (-23%) et 8,1 M€ en 2021 (+50%), ou 5,8 M€ en pro forma (commission de transport routier dans le pôle road brokerage).

**Clasquin : les moteurs de la croissance (notation de 1 [faible] à 10 [élevé])**



Source: Independent analyst

**Levier opérationnel : des marges à un niveau record**

Du fait des investissements pour alimenter et accompagner la croissance tels que :

- ouverture d'agences (65 agences vs 55 en 2025) et de filiales/pays, le
- lancement de nouvelles activités ou services : lancement de *Live by Clasquin* fin 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 : 1 050 salariés à fin juin 2022 vs 674 en 2015 ;
- le déploiement d'un nouveau logiciel d'exploitation (Cargowise, dépréciation de certains outils existants 250 K€ en 2016 et utilisation de deux outils en parallèle jusque courant 2019) et d'un nouvel outil finance (Workday en 2019).

Les marges ont été sous pression durant la période 2016-2018 (EBIT/MB sous les 9%). En 2019, la dynamique de croissance, couplée aux premiers effets du nouveau SI, a permis de lancer le redressement des marges, ratio EBIT/MB passé à 10,8%. 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%.

En 2021, la forte croissance de l'activité (taille critique atteinte dans la quasi-totalité des zones) et de la marge par opération, et les effets mix (montée en gamme de l'offre avec des services à valeur ajoutée) ont permis au groupe de fortement améliorer sa rentabilité avec une marge opérationnelle à 22,4%, bien au-delà des plus hauts historiques à environ 15%.

Malgré cette base élevée, et la poursuite des investissements dans les moteurs de croissance, le ratio EBIT/MB s'est encore amélioré au S1-2022 pour atteindre 26,9%. Compte tenu de la performance réalisée au cours de 6 premiers mois, nous estimons que le groupe devrait, sur une base annuelle, de nouveau améliorer sa rentabilité opérationnelle : 24,6% attendu sur l'ensemble de l'année soit +200 bp.

A plus long terme cependant, dans une optique de normalisation des voies de transport et des échanges mondiaux, nous estimons qu'il pourrait être difficile de soutenir de tels niveaux de marges. Par prudence, nous avons ainsi intégré un retour vers une marge opérationnelle (ratio EBIT/MB) de l'ordre de 15-16%, telle que déjà atteinte par le passé.

### 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 opérations 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.
- Au cours 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) ;
- Depuis le début de l'exercice 2022 : à compter du 1<sup>er</sup> juillet, 51% du capital de CVL International basée à Dakar (0,9 M€ de MB, transport international au départ d'Afrique, première implantation significative en Afrique francophone) et 90% de la société française Exaciel AMC Logistique (3 M€ de MB, société de commission de transport spécialisée dans certaines niches : humanitaire, produits dangereux et aéronautique).

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 brute à plus de 37 M€ à fin 2021 (stable à fin juin), et des lignes bancaires de 30 M€ (issus du crédit syndiqué de 2019) auxquelles s'ajoutent les autorisations de découvert (plus de 40 M€), 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 restent perturbés
- \* 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: *Independant analyst*

**Endettement & Liquidité : une trésorerie permettant de financer la croissance interne et la croissance externe**

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 43,8 M€ (négociées au niveau de Clasquin SA).

La dette bancaire s'élevait à 53 M€ à fin 2021 (42 M€ à fin juin 22). Elle est essentiellement à moyen et long terme (34% à moins d'un an) et très majoritairement à taux variables (93%), mais en grande en partie couverte (87% à taux fixe après couverture). L'application de la norme IFRS conduit à intégrer au bilan plus de 11 M€ d'engagement de loyers au passif à fin 2021. Le groupe compte par ailleurs des dettes relatives aux compléments de prix payables sur les acquisitions passées (6,6 M€).

Le groupe bénéficiait d'une trésorerie de 37 M€ à fin 2021 (ou 29 M€ retraitée des découverts bancaires), conduisant à une dette nette de 33,2 M€ ou 22,1 M€ hors IFRS 16 à fin 2021, soit un *gearing* de respectivement 73% et 49% et un *leverage* de 0,9x et 0,6x (covenant <3).

Au cours du premier semestre 2022, la génération de cash des opérations, et une situation de BFR favorable à la clôture ont permis de compenser la distribution du dividende (8,7 M€), et les investissements réalisés (4 M€). La dette nette est ainsi ressortie à 35,6 M€ ou 15,5 M€ hors IFRS 16, soit un ratio de levier réduit à 0,4x.

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 de croissance externe.

**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<sup>er</sup> 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 d'Olymp SAS (la holding de Yves Revol), Philippe Lons (DGD et Directeur financier), Laurence Ihle (DGD et Secrétaire général), Laurent Fiard, 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 cinq membres : Hugues Morin, Laurence Ilhe, Philippe Lons, Olivia Boyron (Directrice juridique), 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 41,9% 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 12,6% 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 même 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 82 €

Même si la prudence est de mise, dans un marché qui pourrait se dégrader, aux vues de la bonne santé financière du groupe, nous estimons que les dirigeants ont les moyens de poursuivre les investissements dans les moteurs de croissance en organique et par croissance externe, ce qui devrait permettre de poursuivre les gains de part de marché et alimenter le newsflow sur le titre.

La baisse du cours des derniers mois (-25% YTD) offre selon nous un bon point d'entrée sur le titre, qui se traite avec une décote de près de 40% par rapport aux multiples des comparables, ce qui nous paraît en grande partie injustifié aux vues des performances opérationnelles du groupe. Nous sommes confortés dans notre opinion Acheter sur le titre. Notre objectif de cours de 82 €, combinaison d'une approche par DCF et par comparaison boursière, offre un potentiel de hausse de plus de 40%.

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 transp
	• 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
• Cadre réglementaire			x	Chaque pays et chaque zone géo. a ses propres règles en matière d'import - export	
Profil des revenus	• 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
	• Diversification des fournisseurs			x	Travaille 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 tar
	Profitabilité et génération de Cash-Flow	• Structure de coûts fixes		x	
• Dépendance aux matières 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 ~ 12%
• Génération de Cash Flow				x	FCF yield à près de 5% (moyenne 10 ans basée sur le cours moyen de l'année)
• 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 (WF)
• Potentiel de restructuration				x	Nouvel ERP qui devrait permettre de générer des marges supérieures post effet Covid
Bilan et Liquidité	• Levier financier		x		Dette nette / EBITDA à 0,9 ou 0,6 hors IFRS 16
	• Liquidité			x	Trésorerie 34,4 M€ à fin 2021
	• 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	• Pérennité 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 2021 : 2 007 titres par jour
• Volatilité des cours de bourse	x			Bêta : 0,42 ; Bêta ajusté : 0,61	

Source: Independant analyst, Factset

## Analyse des franchises : un métier, la commission de transport

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 près de 14 000 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 : VA, CA et MB

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 n'ait été modifiée. Les ratios pertinents sont ainsi ceux basés sur les niveaux de marge brute (MB).

En matière de postes de bilan, ou de certaines notions de flux par exemple pour mesurer l'évolution du BFR, il est préférable cette fois de se référer au volume d'affaires, c'est-à-dire le montant total facturé aux clients qui va bien au-delà du CA comptable. Dans le cas de Clasquin par exemple, pour 2021, le groupe a facturé à ses clients au total 979 M€ pour un CA consolidé de 752 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.

### Clasquin : Evolution du volume d'affaires, du chiffre d'affaires et de la marge brute

EURm	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Volume d'affaires	554,0	553,0	540,0	563,0	595,0	979,0
Variation		-0,2%	-2,4%	4,3%	5,7%	64,5%
Chiffre d'affaires	235,0	290,6	308,3	331,3	392,0	752,2
Variation		23,6%	6,1%	7,4%	18,3%	91,9%
<b>Marge brute</b>	<b>57,5</b>	<b>62,9</b>	<b>68,9</b>	<b>76,7</b>	<b>76,2</b>	<b>121,9</b>
<b>Variation</b>		<b>9,4%</b>	<b>9,5%</b>	<b>11,4%</b>	<b>-0,7%</b>	<b>60,0%</b>

Source: Independant analyst, Clasquin

### 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.

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

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2021 pf**
<b>Nombre d'opérations</b>												
Aérien	60 899	59 896	61 275	65 274	70 554	72 810	80 153	81 437	85 607	67 376	79 663	79 663
Variation	5,7%	-1,6%	2,3%	6,5%	8,1%	3,2%	10,1%	1,6%	5,1%	-21,3%	18,2%	18,2%
Maritime	69 537	73 487	81 595	92 090	98 908	100 765	111 946	119 246	115 858	119 392	139 126	139 126
Variation	4,7%	5,7%	11,0%	12,9%	7,4%	1,9%	11,1%	6,5%	-2,8%	3,1%	16,5%	16,5%
RO/RO* / Road brokerage	-	-	-	-	23 270	33 913	38 299	40 596	46 374	38 483	45 387	55 419
Variation	-	-	-	-	-	45,7%	12,9%	6,0%	14,2%	-17,0%	17,9%	-
Autres	12 134	12 941	13 505	13 936	15 199	14 502	16 259	22 900	26 036	26 310	35 033	25 001
Variation	4,3%	6,7%	4,4%	3,2%	9,1%	-4,6%	12,1%	40,8%	13,7%	1,1%	33,2%	-
<b>Volumes traités</b>												
Aérien (tonnes)	41 139	41 659	44 792	47 977	50 586	53 402	63 446	69 466	62 865	58 113	71 257	71 257
Variation	8,6%	1,3%	7,5%	7,1%	5,4%	5,6%	18,8%	9,5%	-9,5%	-7,6%	22,6%	22,6%
Soit par opération	0,676	0,696	0,731	0,735	0,717	0,733	0,792	0,853	0,734	0,863	0,894	0,894
Variation	2,8%	3,0%	5,1%	0,5%	-2,5%	2,3%	7,9%	7,8%	-13,9%	17,5%	3,7%	3,7%
Maritime (EVP)	90 198	84 895	85 138	90 727	122 884	144 147	168 832	199 473	217 530	233 554	272 228	272 228
Variation	14,0%	-5,9%	0,3%	6,6%	35,4%	17,3%	17,1%	18,1%	9,1%	7,4%	16,6%	16,6%
Soit par opération	1,297	1,155	1,043	0,985	1,242	1,431	1,508	1,673	1,878	1,956	1,957	1,957
Variation	9,0%	-10,9%	-9,7%	-5,6%	26,1%	15,1%	5,4%	10,9%	12,2%	4,2%	0,0%	0,0%
<b>Marge Brute</b>												
Aérien (EURm)	17,3	16,2	15,6	16,6	19,1	18,4	20,7	23,5	25,4	27,0	35,6	35,6
Variation	7,7%	-6,6%	-3,4%	5,9%	15,3%	-3,7%	12,4%	13,3%	8,2%	6,2%	31,8%	31,8%
Soit par opération (EUR)	284,1	270,5	255,4	253,8	270,7	252,7	258,3	288,6	296,7	400,7	446,9	446,9
Variation	1,7%	-4,8%	-5,6%	-0,6%	6,6%	-6,6%	2,2%	11,7%	2,8%	35,1%	11,5%	11,5%
Soit par tonne (EUR)	420,5	388,9	349,3	345,4	377,6	344,6	326,3	338,3	404,0	464,6	499,6	499,6
Variation	-1,1%	-7,5%	-10,2%	-1,1%	9,3%	-8,7%	-5,3%	3,7%	19,4%	15,0%	7,5%	7,5%
Maritime (EURm)	17,5	18,5	20,6	22,5	27,8	27,7	30,2	30,5	33,5	34,7	66,4	66,4
Variation	8,4%	5,6%	11,3%	9,3%	23,4%	-0,4%	9,0%	1,2%	9,8%	3,5%	91,5%	91,5%
Soit par opération (EUR)	251,7	251,7	252,6	244,6	281,1	274,9	269,8	255,8	289,1	290,6	477,3	477,3
Variation	3,4%	0,0%	0,3%	-3,1%	14,9%	-2,2%	-1,9%	-5,2%	13,0%	0,5%	64,2%	64,2%
Soit par EVP (EUR)	194,0	217,9	242,1	248,3	226,2	192,2	178,9	152,9	154,0	148,6	243,9	243,9
Variation	-5,1%	12,3%	11,1%	2,6%	-8,9%	-15,1%	-6,9%	-14,5%	0,7%	-3,5%	64,2%	64,2%
RO/RO* / Road Brokerage	-	-	-	-	4,7	6,7	6,6	7,2	8,5	6,9	9,4	11,7
Variation	-	-	-	-	-	42,6%	-1,5%	9,1%	18,1%	-18,8%	36,2%	-
Soit par opération (EUR)	-	-	-	-	202,0	197,6	172,3	177,4	183,3	179,3	207,1	212,0
Variation	-	-	-	-	-	-2,2%	-12,8%	2,9%	3,3%	-2,2%	15,5%	2,3%
Autres	2,3	2,9	3,3	3,4	2,9	3,6	4,2	5,9	7,1	5,4	8,1	5,753
Variation	10,0%	26,1%	14,0%	3,0%	-14,9%	24,1%	16,7%	40,5%	20,3%	-23,9%	50,0%	-
Soit par opération (EUR)	189,6	224,1	244,9	244,5	190,8	248,2	258,3	257,6	272,7	205,2	231,2	230,1
Variation	5,4%	18,2%	9,3%	-0,2%	-22,0%	30,1%	4,1%	-0,3%	5,8%	-24,7%	12,7%	-0,5%
<b>Marge Brute totale</b>												
	<b>45,1</b>	<b>45,1</b>	<b>47,4</b>	<b>50,4</b>	<b>55,6</b>	<b>57,5</b>	<b>62,9</b>	<b>68,9</b>	<b>76,7</b>	<b>76,2</b>	<b>121,9</b>	<b>121,9</b>
Variation	6,3%	0,0%	5,2%	6,3%	10,3%	3,4%	9,4%	9,5%	11,3%	-0,7%	60,0%	60,0%
Variation LFL	6,6%	-4,9%	3,3%	4,3%	4,1%	0,7%	9,8%	11,2%	10,7%	-4,8%	58,4%	58,4%

Source: Independent analyst, Clasquin \* Roll On / Roll Off, transport maritime de camions avec leur chargement; \*\* RO/RO et transport routier regroupés dans la catégorie Road Brokerage pour 2021 pf

Au sein de ce pôle, on peut distinguer :

- Le transport aérien (29% de la MB) :** activité historique de la société (croissance annuelle moyenne de près de +7%) 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 : -21% en nombre d'opérations et -7,5% en tonnes transportées (marché à -14%), cela a été compensé 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, et donc facturées plus chères aux clients finaux portant la marge brute par opération à plus de 400 € (+35%). En 2021, les volumes sont repartis à la hausse : +18% en nombre d'opérations et +23% en tonnes transportées (marché à +16/+18%), ce qui combiné à la poursuite de la hausse de la marge par opération à 447 € (+11,5%) a conduit à une hausse de la marge de brute de +32% en 2021.
- Le transport maritime (54% de la MB) :** diversification opérée à partir du début des années 1990, 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 14% au cours de la période 2006-2021 (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%), et près de x2 en 2021 grâce à la combinaison de la hausse du nombre d'opérations +17%, des volumes transportés +23% (marché à +4/+6%), et de la marge par dossier, portée à 477 € (+64%).

- **Le Roll On - Roll Off** (8% de la MB) / Road brokerage (10% de la MB pro forma), transport maritime de camions avec leur chargement, et transport routier à partir de 2022. 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, à Lille et à 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%. En 2021, l'activité a rattrapé son retard avec une croissance de MB de +36% dépassant largement le niveau pré-Covid et devrait probablement redevenir un moteur de développement pour le groupe (axe Allemagne Afrique, montée en puissance au Maroc, etc.). Depuis le début de l'exercice 2022, l'activité de commission de transport routier a été intégrée à l'activité RO/RO pour former la division Road Brokerage en termes de reporting : 11,7 M€ en 2021 pro forma.
- **Les autres modes de transport** (7% de la MB rail, logistique, foire et exposition, etc. et route avant 2022, 5% en pro forma) ont aussi beaucoup souffert des effets de la pandémie avec une activité en baisse de -23% en 2020. Grâce à un retour progressif à la normale, des conditions de marché, et la stratégie de poursuite des diversifications 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), l'activité a fortement rebondi en 2021 : +50% à 8,1 M€ (5,8 M€ en pro forma).

## 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 près de 12% depuis 2006 dont plus de 11% 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 (22 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 2022, la société était implantée en direct sur les cinq continents avec plus de 1 000 collaborateurs répartis dans un réseau de 65 bureaux opérationnels dans 21 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 <i>sourcing</i>
— 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 développeme	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

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 (-7,9% 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 l'ordre de -14% (Source : société). En 2021, les volumes des échanges mondiaux sont repartis nettement en hausse : +10,1% (Source : FMI), dont +4%/+6% pour le transport maritime et +16%/+18% dans le transport aérien (Source : Société).

Pour 2022 et 2023, le FMI affiche des prévisions de croissance des échanges mondiaux de +4% et +3% respectivement en volume, pour un PIB mondial attendu à +3,2% et +2,9% (étude de juillet), ce qui devrait très probablement conduire à une normalisation des flux de marchandise après deux années perturbées.

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				
Risques financiers	— Produit	x		Activité commission de transport désormais plutôt bien diversifiée : maritime, aérien et autres				
	— Crédit	x		Financement par emprunt bancaire majoritairement à long terme				
	— Liquidité	x		Cash important pour financer le BFR				
Risques compliance	— Taux d'intérêt	x		Emprunts très majoritairement à taux fixes				
	— 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



## 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 été spectaculaire en 2021 avec une MB en hausse de 60% ou +58% en organique. Malgré cet effet de base très élevé, la tendance s'est confirmée en 2022 avec une croissance de +28,7% à 9 mois dont +26,3% en organique.**

### Un marché compliqué : effets volumes et prix très volatiles

#### — 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 une dizaine d'années, les délocalisations étant ralenties, voire 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 -3,1% et échanges mondiaux à -7,9% 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 beaucoup moins important que lors 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 ainsi 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 a joué ainsi un rôle d'amortisseur sur le marché du transport en valeur en 2020.

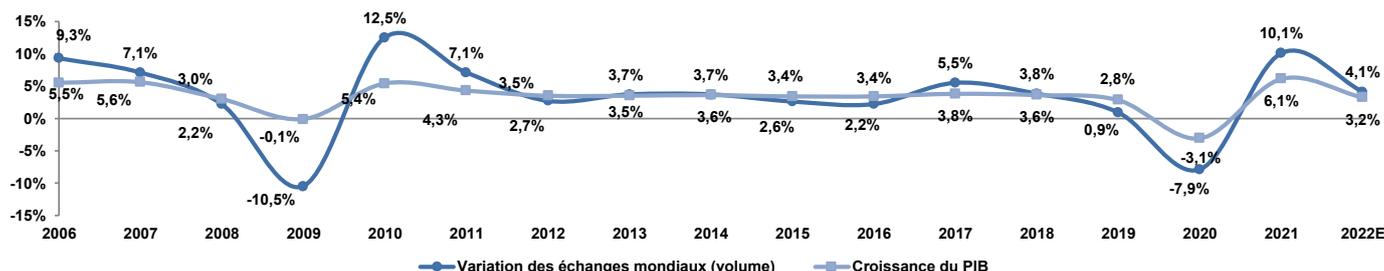
— **Un très fort rebond au cours de l'année 2021**

La reprise s'est opérée dès 2021. Les volumes des échanges mondiaux ont ainsi crû de plus de 10% sur l'ensemble de l'année, soit 4 points de mieux que la croissance du PIB mondial qui s'est élevée à +6,1%. Les dirigeants du groupe ont communiqué sur une croissance du marché du fret maritime à +4/+6% en volume sur l'exercice et +16/+18% pour le transport aérien.

Le traitement des flux de marchandise est cependant resté perturbé par des plans de production et d'approvisionnement parfois erratiques sur fond de vagues successives de contamination au Covid-19, et de retards dans la relance des liaisons régulières, en particulier en aérien.

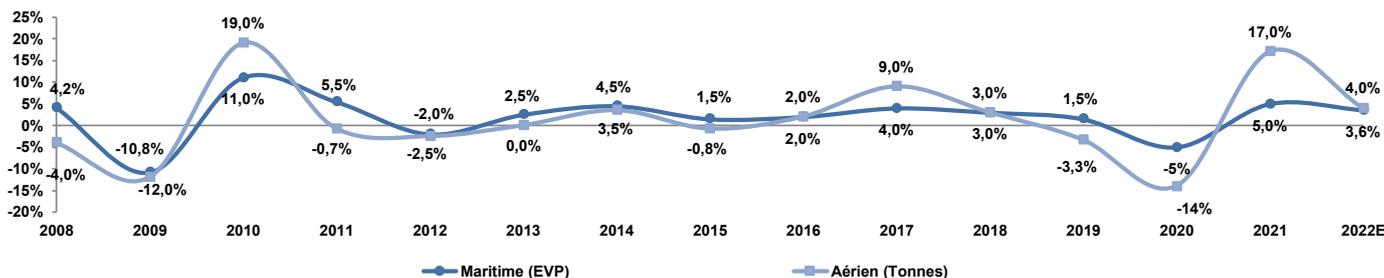
Cet environnement volatile a ainsi conduit à la poursuite ou au maintien des taux de fret à des niveaux particulièrement élevés.

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



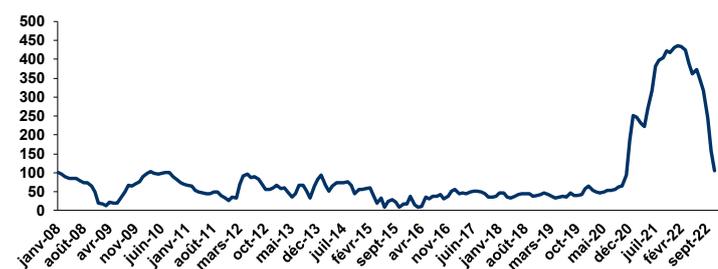
Source: IMF.org

Clasquin : Tendances de marché (évolution en volume)



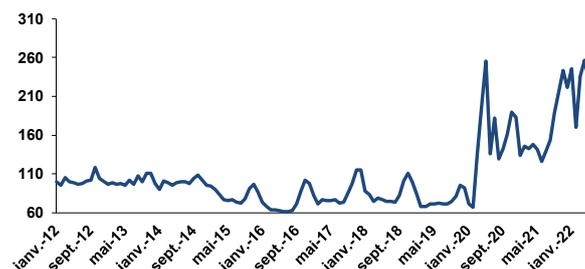
Source : Khuene & Nagel, Clasquin, TI-Insight

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 tendance qui reste porteuse sur 2022**

Depuis le début de l'exercice 2022, de nouveaux facteurs ont participé à exacerber les tensions au niveau des échanges mondiaux : confinements successifs en Chine dans le cadre de la politique zéro Covid (fermeture de ports, cadences de production aléatoires, etc.) et guerre en Ukraine (changement des voies aériennes, arrêt des transports des compagnies aériennes russes, etc.).

Si les taux de fret sont sur une tendance baissière dans le transport maritime depuis le début de l'année 2022, les tarifs se sont maintenus encore à un niveau élevé dans le transport aérien (retour des lignes régulières, mais effet de hausse des prix du carburant). Depuis quelques semaines, la situation tend à se normaliser, et l'on assiste à une détente sur le front des taux de fret.

Après le fort rebond de 2021, le marché de la commission de transport devrait ralentir, voire même baisser en 2022.

## Une capacité à surperformer : 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 3 à 4x 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.

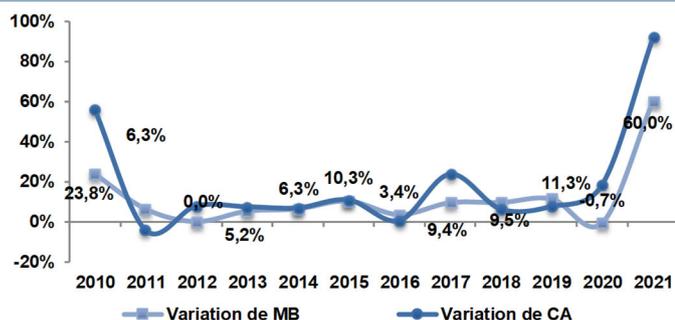
Clasquin : Historique des performances en volume vs performance marché

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Segment maritime (var. en Equivalent Vingt Pieds)</b>												
Marché	11%	5,5%	-2,0%	2,5%	4,5%	1,5%	2,0%	4,0%	3,0%	1,5%	-5,0%	5,0%
Clasquin	42%	14,0%	-5,9%	0,3%	6,6%	35,4%	17,3%	17,1%	18,1%	9,1%	7,4%	16,6%
<b>Segment aérien (variation en tonnes)</b>												
Marché	19,0%	-0,7%	-2,5%	0,0%	3,5%	-0,8%	2,0%	9,0%	3,0%	-3,3%	-14,0%	17,0%
Clasquin	22,4%	8,6%	1,3%	7,5%	7,1%	5,4%	5,6%	18,8%	9,5%	-9,5%	-7,6%	22,6%

Source: Independent analyst

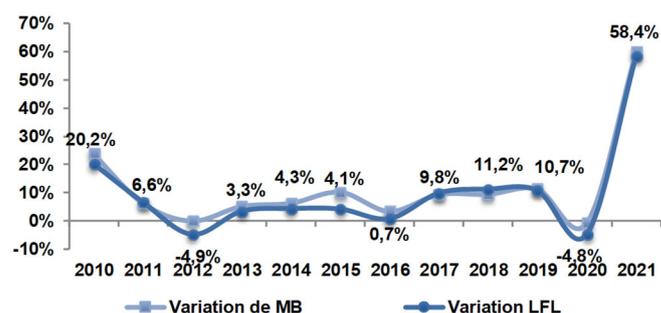
Confronté à une concurrence variée, avec d'un côté des géants mondiaux (DHL-Panalpina, Kuehne Nagel, Fedex, Schenker, Nippon Logistics, Expeditors, etc.) et de l'autre de petits acteurs locaux, Clasquin a su s'imposer avec une devise « *Big enough to do the job, small enough to do it better* ». Plus réactif que les gros acteurs du secteur, encore illustré par la performance depuis 2020 dans un environnement de marché chaotique (agilité nécessaire pour s'adapter à des flux de marchandises fortement perturbés avec des taux de fret hautement volatiles, solutions sur-mesure), 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 près de 12% depuis 2006 (année de l'introduction en Bourse) dont plus de 11% par croissance organique.

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

### — Une stratégie de développement dans la continuité

Les dirigeants comptent poursuivre les gains de parts de marché. La stratégie en termes de croissance interne s'oriente vers :

- la poursuite de l'élargissement du réseau au sein du périmètre historique : Europe de l'Ouest, Asie et Amérique du Nord, et via la pénétration de nouvelles zones : Maghreb, Afrique subsaharienne ;
- les compléments de l'offre de services à valeur ajoutée, sources de revenus additionnels auprès des clients existants et de gains de nouveaux clients :

- poursuite du déploiement de l'offre digitale *Live by Clasquin* : collecte de données, suivi en temps réel des flux, etc. (déployée auprès de près de 500 clients à fin juin 2022 représentant 45% de la marge brute) ;
  - lancement de *Live Green* : calcul, suivi, *reporting* et analyse de la consommation énergétique, des émissions de CO<sub>2</sub>, des polluants atmosphériques, etc., quel que soit le mode de transport, la période, l'origine et la destination des transports ;
  - conseils et gestion du *purchase order management* pour le compte des clients : personnels et outils déployés, suivi des commandes, de la production, des expéditions, des prestataires, etc.) et vers le *supply chain management* ;
  - Ouverture d'une plateforme logistique à Paris CDG (5 900 m<sup>2</sup>) : opérations de *cross docking*, opérations aériennes, gestion des flux avec le Maghreb, etc. à destination des segments luxe et high-tech.
- des solutions sur-mesure dans des secteurs d'activité stratégiques et/ou caractérisés par des demandes complexes ou des secteurs de niche (transport de produits chimiques, vins et spiritueux, événementiel, température dirigée, art, pharmacie, Luxe, etc.) ;
  - la mise en place d'une équipe en charge d'une stratégie grands comptes appelée Global Account (approche client vs approche géographique uniquement en historique).

Tout en poursuivant les efforts en matière RSE : People (implication auprès des équipes), Partner (responsable et fiable) et Planet (offre smart Green). La notation RSE du groupe continue à progresser : 62/100 en 2021 auprès d'Ecovadis (52/100 en 2020) et 67/100 auprès de Gaïa (vs 62/100).

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. Dès 2021, les acquisitions ont été relancées avec la réalisation de 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<sup>er</sup> avril (1,5 M€ de MB), et d'une petite société en France Transport Petit International (1,6 M€ de MB). Depuis le début de l'exercice 2022, le groupe a réalisé deux opérations : 51% du capital de CVL International basée à Dakar (0,9 M€ de MB, transport international au départ d'Afrique, première implantation significative en Afrique francophone) et 90% de la société française Exaciel AMC Logistique (3 M€ de MB, société de commission de transport spécialisée dans certaines niches : humanitaire, produits dangereux et aéronautique).

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 brute à près de 37,4 M€ à fin 2021 (37,2 M€ à fin juin), Clasquin a, selon nous, les moyens de réaliser de nouvelles opérations de croissance externe, pour des opérations ciblées.

**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 Petit International	2021	France	Achat 55,56%		1,6	Nc	Nc	Affrètement aérien Afrique de pdts sensibles
Log System	2022	France	Vente 70%	1,3	2,4	0,04	Ns	Edition de logiciels
CVL International	2022	Sénégal	Achat 51%		0,9	Nc	Nc	Transport international au départ d'Afrique
Exaciel AMC Logistique	2022	France	Achat 90%	Nc	3,0	Nc	Nc	Spécialisation dans l'humanitaire, les produits dangereux, l'aéronautique, etc.

Source: Independent analyst, Clasquin

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

### — Guidance du management

Sur la base d'échanges mondiaux attendus à +3,5% en volume selon l'OMC (octobre 2022), les dirigeants visent : « un niveau d'activité en volume supérieur aux prévisions de marché ». Par ailleurs, la marge brute est attendue supérieure à celle de 2021 (121,9 M€).

### — Estimations CIC Market Solutions

Après s'être illustré par une certaine résilience au cœur de la crise sanitaire en 2020 (baisse de la MB limitée à moins de 1% ou -4,8%), le groupe a de nouveau déjoué tous les pronostics en 2021 en signant une très forte croissance de l'activité : MB en hausse de +60% ou +58,4% en organique, en bénéficiant 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), et diversification de l'activité vers de nouveaux segments (transports sécurisés, ciblage de clients internationaux aux implantations mondiales, etc.) et de nouveaux services/outils (*Live by Clasquin, Live green*, etc.).

Les *drivers* qui ont porté la croissance en 2021 se sont poursuivis sur le début de l'exercice 2022 : MB à 107,3 M€ à fin septembre, +28,7% ou +26,3% en organique, mais avec un ralentissement engagé au T3 (+12,6% ou +7,6% en organique après +38,5% et +32,1% respectivement à fin juin). Malgré la probable baisse d'activité au T4, compte tenu de l'effet de base particulièrement élevé, aux vues de l'avance prise à fin septembre nous estimons ainsi que la croissance devrait rester soutenue en 2022, nous prévoyons une MB de 138 M€ une hausse de +13%, ou +13,5% en organique (la cession de Log System compensant les entrées dans le périmètre).

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 2023 avec une MB attendue à 117 M€ (-15%), puis un retour à une croissance de +3 à +5% 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 PF*	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>CA</b>	198,1	211,5	201,7	234,2	235,0	290,6	308,3	331,3	392,0	752,2	928,6	776,2	815,0
<i>Variation</i>	7,3%	6,7%	Ns	16,1%	0,3%	23,6%	6,1%	7,4%	18,3%	91,9%	23,5%	-16,4%	5,0%
Variation LFL	6,6%	3,8%	Ns	-6,5%	-1,4%	24,7%	8,5%	7,4%	13,4%	90,5%	23,5%	-16,4%	5,0%
<b>Marge brute</b>	<b>47,4</b>	<b>50,4</b>	<b>43,6</b>	<b>55,6</b>	<b>57,5</b>	<b>62,9</b>	<b>68,9</b>	<b>76,7</b>	<b>76,2</b>	<b>121,9</b>	<b>137,7</b>	<b>117,1</b>	<b>122,9</b>
<i>Variation</i>	<b>5,2%</b>	<b>6,3%</b>	<b>Ns</b>	<b>27,5%</b>	<b>3,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,5%</b>	<b>11,3%</b>	<b>-0,7%</b>	<b>60,0%</b>	<b>13,0%</b>	<b>-15,0%</b>	<b>5,0%</b>
<b>Variation LFL</b>	<b>3,3%</b>	<b>4,3%</b>	<b>Ns</b>	<b>4,8%</b>	<b>0,7%</b>	<b>9,8%</b>	<b>11,2%</b>	<b>10,7%</b>	<b>-4,8%</b>	<b>58,4%</b>	<b>13,5%</b>	<b>-16,4%</b>	<b>5,0%</b>
Dont Aérien	15,6	16,6	16,6	19,1	18,4	20,7	23,5	25,4	27,0	35,6	42,0	36,1	37,9
<i>Variation</i>	-3,4%	5,9%	5,9%	15,3%	-3,7%	12,4%	13,3%	8,2%	6,2%	31,8%	18,0%	-14,0%	5,0%
Dont Maritime	20,6	22,5	22,5	27,8	27,7	30,2	30,5	33,5	34,7	66,4	75,0	60,0	63,0
<i>Variation</i>	11,3%	9,3%	9,3%	23,4%	-0,4%	9,0%	1,2%	9,8%	3,5%	91,5%	13,0%	-20,0%	5,0%
Dont RO/RO	-	-	-	4,7	6,7	6,6	7,2	8,5	6,9	9,4	14,2	14,7	15,5
<i>Variation</i>	-	-	-	-	42,6%	-1,3%	7,7%	19,3%	-19,4%	36,2%	21,0%	3,5%	5,6%
Dont Autres	3,3	3,4	3,4	2,9	3,6	4,2	5,9	7,1	5,4	8,1	6,3	6,5	6,8
<i>Variation</i>	12,8%	3,0%	3,0%	3,0%	24,1%	16,7%	39,9%	20,3%	-22,8%	50,0%	9,4%	3,0%	5,0%
Dont Log System	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,8	3,2	2,9	2,9	0,4	0,0	0,0
<i>Variation</i>	-10,7%	4,5%	4,5%	4,5%	-1,7%	4,0%	7,0%	7,0%	-10,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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 ainsi une croissance de près de 17% de l'EBIT malgré les effets de la crise sanitaire. La forte croissance de l'activité a permis de dégager des marges records en 2021 : EBIT/MB à 22,6%, +10,1 pts, et sur le début de l'année 2022 : marge 26,9% au S1. Le retour sur capitaux employés est déjà élevé, l'activité de commission de transport étant un métier faiblement capitalistique, la société jouant le rôle d'intermédiaire : 10% en moyenne, a fortement progressé également : plus de 29% en 2021.

## Des marges en amélioration, atteignant désormais un niveau record

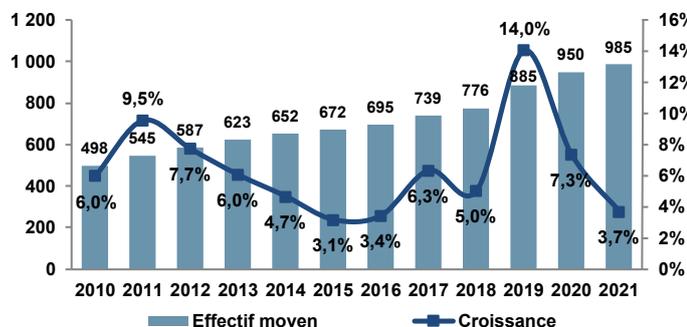
### — Facteurs influençant les marges

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 61% 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.

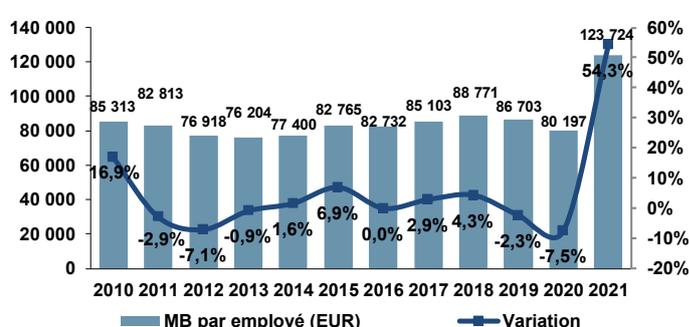
La part variable étant conséquente dans la rémunération des salariés (20 à 25% en moyenne), les frais de personnel ont joué un rôle d'amortisseur pendant la période de crise sanitaire : -4% en moyenne pour des effectifs en hausse de +7% (poursuite des recrutements de personnes clés), soit un coût moyen par salarié en baisse de -11% en 2020, et sont repartis en forte hausse en 2021 avec le rebond de l'activité : +42% pour des effectifs en hausse de +4%, soit un coût moyen par salarié en hausse de +37%.

Clasquin : Variation des effectifs



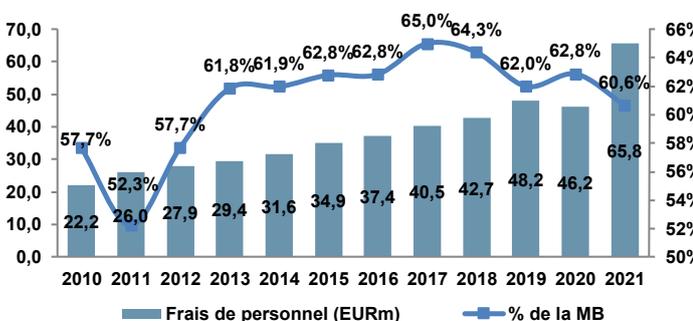
Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Variation des performances d'activité des équipes



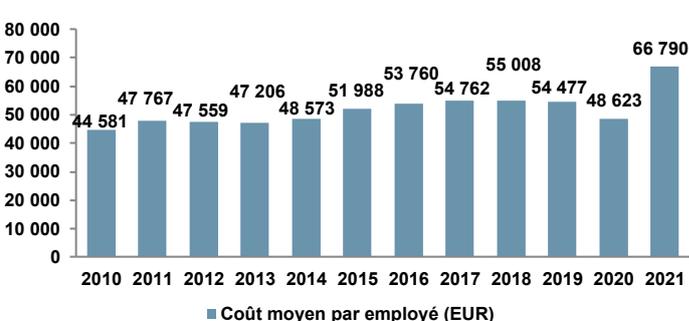
Source: Independent analyst, Clasquin

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



Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : Coût moyen par employé



Source: Independent analyst, Clasquin

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.

— Progression des marges régulière entre 2018-2020

Le renforcement du réseau pèse dans un premier temps sur les performances opérationnelles au cours des dernières années, en phase de démarrage, la plupart des pays ouverts n'étant pas profitables. 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).

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) : nouveau logiciel d'exploitation (Cargowise), conduisant à des surcoûts avec le déploiement (utilisation des deux outils en parallèle, 2017-19) pesant sur la marge opérationnelle du groupe, et nouveau logiciel à destination des fonctions supports (finance, comptabilité, etc. en 2019).

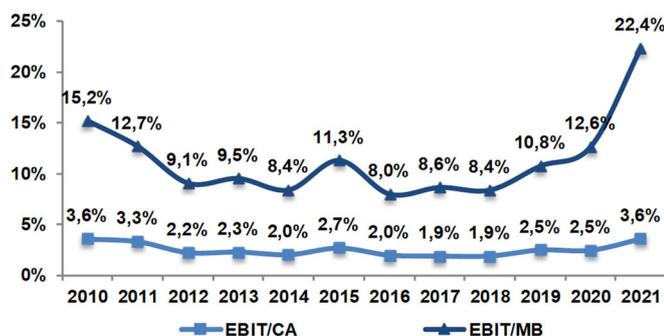
Dans un contexte de croissance molle en 2016, la hausse des charges opérationnelles s'est ainsi accompagnée d'une baisse de marge, le ratio EBIT/MB passant à 8,0% (11,3% en 2015). Le rebond de l'activité en 2017 et 2018, avec une MB à respectivement +9,4% et +9,5%, a permis au groupe de compenser les 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 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% en 2020.

— Un niveau de marges record en 2021

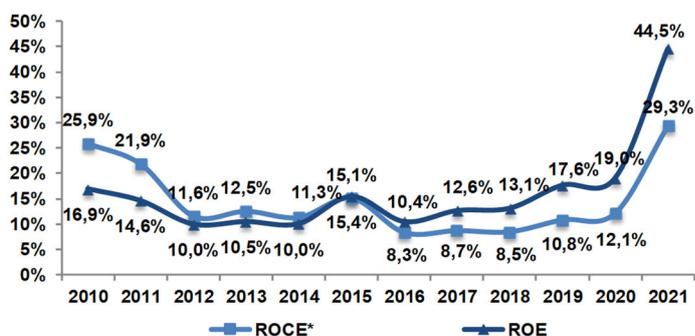
Grâce à la forte croissance de l'activité, à la poursuite de la réduction des foyers de pertes (quasi-totalité des filiales désormais profitables) et aux capacités à préserver la MB (ajustement des tarifs par rapport à la variation des taux de fret), combinées à des effets prix conséquents et des plans 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 par une forte hausse des marges en 2021 : ratio EBIT/MB porté à 22,4%, +9,8 pts, soit un EBIT x2,8, bien au-delà du précédent plus haut de 16% enregistré en 2008.

Clasquin : Marge opérationnelle



Source: Independent analyst, Clasquin

Clasquin : ROE et ROCE\*



Source: Independent analyst, Clasquin

\* Includ goodwill



## Nouveau record attendu pour 2022, puis retour à des niveaux plus normatifs

### — Des marges attendues en progression en 2022

La croissance de l'activité étant encore très dynamique, et les flux de transport étant encore très perturbés, l'amélioration des marges s'est poursuivie au premier semestre 2022 avec de nouveaux records : ratio EBIT/MB porté à 26,9% (+7,1 pts), soit 19,3 M€ d'EBIT (x1,9). Ces phénomènes tendent à perdurer au S2, ce qui devrait permettre au groupe de dégager des niveaux de marges très élevés en 2022 : 24,6% attendu sur l'année pour le ratio EBIT/MB (+2 pts), soit un EBIT en hausse de plus de 24%.

### — 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'efficience 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 et 2022E.

Sur la base de notre scénario d'activité (MB attendue à -15% en 2023 puis retour à un rythme de croissance organique à +3/+5% 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 -48% pour l'exercice 2023, par rapport aux niveaux exceptionnels de 2021 et 2021, mais ce qui reste plus du double des niveaux dégagés 2019 (pre-Covid).

Clasquin : Projection de l'évolution des résultats

EURm	2012	2013	2014	2014 PF*	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
CA	184,6	198,1	211,5	201,7	234,2	235,0	290,6	308,3	331,2	392,0	752,2	928,6	776,2	815,0
Variation	7,7%	7,3%	6,7%	Ns	16,1%	0,3%	23,6%	6,1%	7,4%	18,3%	91,9%	23,5%	-16,4%	5,0%
Variation LFL	0,6%	6,6%	3,8%	Ns	-6,5%	-1,4%	24,7%	8,5%	7,4%	13,4%	90,5%	23,5%	-16,4%	5,0%
<b>Marge brute</b>	<b>45,1</b>	<b>47,4</b>	<b>50,4</b>	<b>43,6</b>	<b>55,6</b>	<b>57,5</b>	<b>62,9</b>	<b>68,9</b>	<b>76,7</b>	<b>76,2</b>	<b>121,9</b>	<b>137,7</b>	<b>117,1</b>	<b>122,9</b>
Variation	0,0%	5,2%	6,3%	Ns	27,5%	3,4%	9,4%	9,5%	11,3%	-0,7%	60,0%	13,0%	-15,0%	5,0%
Variation LFL	-4,9%	3,3%	4,3%	Ns	4,8%	0,7%	9,8%	11,2%	10,7%	-4,8%	58,4%	13,5%	-16,4%	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	17,6	20,7	17,6	19,7
% MB	23,4%	23,3%	23,4%	22,5%	21,0%	21,4%	22,6%	23,3%	18,4%	17,1%	14,5%	15,0%	15,0%	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	65,8	74,4	74,3	76,2
% MB	61,8%	61,9%	62,8%	65,6%	62,8%	65,0%	64,3%	62,0%	62,8%	60,6%	54,0%	54,0%	63,5%	62,0%
<b>EBIT avt exceptionnels</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>3,1</b>	<b>6,7</b>	<b>5,2</b>	<b>5,9</b>	<b>6,5</b>	<b>8,6</b>	<b>9,5</b>	<b>27,5</b>	<b>33,8</b>	<b>17,6</b>	<b>19,1</b>
% CA	2,3%	2,3%	2,0%	1,6%	2,9%	2,2%	2,0%	2,1%	2,6%	2,4%	3,7%	3,6%	2,3%	2,3%
% MB	9,4%	9,7%	8,6%	7,2%	12,0%	9,0%	9,3%	9,4%	11,2%	12,5%	22,6%	24,6%	15,1%	15,6%
EBIT	4,1	4,5	4,2	3,1	6,3	4,6	5,4	5,8	8,3	9,6	27,3	33,8	17,6	19,1
% CA	2,2%	2,3%	2,0%	1,5%	2,7%	2,0%	1,9%	1,9%	2,5%	2,5%	3,6%	3,6%	2,3%	2,3%
% MB	9,1%	9,5%	8,4%	7,1%	11,3%	8,0%	8,6%	8,4%	10,8%	12,6%	22,4%	24,6%	15,1%	15,6%
Variation	-28,5%	10,4%	-6,2%	Ns	Ns	-26,9%	18,3%	6,3%	42,8%	16,8%	182,9%	24,1%	-47,9%	8,5%
<b>RNPG</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>3,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,9</b>	<b>5,1</b>	<b>17,4</b>	<b>21,0</b>	<b>10,2</b>	<b>11,5</b>
Variation	-31,4%	4,8%	-3,4%	Ns	57,2%	-35,1%	14,5%	12,6%	38,3%	Ns	Ns	20,8%	-51,5%	12,9%
<b>BPA</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>7,5</b>	<b>9,1</b>	<b>4,4</b>	<b>5,0</b>
Variation	-31,4%	4,8%	-3,4%	Ns	57,2%	-35,1%	14,5%	12,6%	38,3%	Ns	Ns	20,8%	-51,5%	12,9%

Source: Independent analyst, Clasquin

\* Hors Guep14 pro forma

## Génération et utilisation du *free cash flow*

La forte hausse des marges a permis de dégager un *cash flow* de plus de 33 M€ en 2021, à comparer à 8 M€ en moyenne pour les 5 années précédentes, permettant largement de compenser la hausse du BFR consécutive au fort rebond de l'activité et des volumes d'affaires traités, conduisant à un FCF de près de 14 M€. Pour les années suivantes, même si nous prévoyons une baisse des marges, elles devraient rester à un niveau élevé, ce qui, combiné à de faibles investissements (commission de transport, métier d'intermédiaire), devrait conduire selon nous à la génération d'un *free cash flow* de plus de 20 M€ par an.

### *Cash flow* opérationnel : structurellement au-delà des 15-20 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, 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.

En 2021, la croissance de l'activité et la forte hausse des marges ont permis de porter la génération de *cash flow* opérationnel à plus de 33 M€. Aux vues de la performance du premier semestre, nous estimons que le *cash flow* opérationnel pourrait de nouveau se situer au-delà des 30 M€ en 2022. Au cours des années suivantes, même si nous anticipons une baisse des marges, elles devraient se maintenir à un niveau élevé (taille critique atteinte dans les principales zones géographiques, gains de productivité grâce aux investissements logiciels, effets mix liés aux services à valeur ajoutée, etc.) permettant de générer, selon nous, de l'ordre de 20 M€ de *cash flow* par an en moyenne.

### Le BFR principale source de consommation de cash

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, le groupe a facturé à ses clients au total 595 M€ en 2020 et 979 M€ en 2021 ; pour un CA consolidé de respectivement 392 M€ et 752,0 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, mais également des événements exogènes ou endogènes qui peuvent vite pénaliser ou favoriser le poste de BFR, compte tenu des montants en jeu.

En 2020, par exemple la forte hausse du BFR provient essentiellement d'un effet calendaire lié au paiement des droits de douane au 31 décembre vs au 4 janvier l'année précédente, pesant ainsi sur la situation de cash de fin d'année, conduisant à une hausse de BFR de 13 M€ en affichage, pour une activité quasi stable.

En 2021, la forte croissance de l'activité (+65% sur les volumes facturés), et un marché très perturbé (nécessité de payer les fournisseurs au départ des marchandises sur certains flux maritimes vs à l'arrivée habituellement) ont conduit à une nouvelle hausse très conséquente du BFR, de près de 17,8 M€.

En 2022, la situation en matière d'encaissement et de paiement, devant retrouver un niveau plus normatif (effet de base favorable à fin 2021), nous avons estimé une faible hausse du BFR en comparaison de la croissance de l'activité (-3 M€), puis une baisse de BFR en 2023 du fait de nos prévisions d'activité plus le retour à un besoin de fonds de roulement plus normatif (hausse comparable à celle de l'activité).

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

Avec des actifs immobilisés de 52 M€ à fin 2021, dont 10,8 M€ liés aux contrats de location en application de la norme IFRS 16, et dont 27 M€ de Goodwill, pour un total bilan à 288 M€, 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 plus de 10% en moyenne.

En moyenne, les CAPEX ont représenté 1,1% du CA depuis 10 ans, ou 4,6% 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 à partir de 2019 (1 à 2 M€ par an en rythme de croisière).

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, hormis en 2022, année durant laquelle la société s'est portée exceptionnellement acquéreur de conteneurs pour faire face à la pénurie de « boîtes » qui pénalisait les opérations dans le domaine du transport maritime (impact estimé à 0,5 M€).

### 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%. Grâce à la forte croissance des résultats, le dividende a été porté à 3,7 € par action en 2022, au titre de l'exercice 2021, soit un quasi triplement par rapport à l'année précédente, tout en portant le taux de distribution à un peu moins de 50%.

Compte tenu de la croissance attendue de l'activité, et des niveaux de marges prévisionnelles, nous estimons que la société devrait soutenir un taux élevé à ses actionnaires au moins pour l'exercice 2022. Les années suivantes, compte tenu des ambitions affichées en matière de croissance que ce soit en termes organiques ou externes, nous prévoyons par prudence une réduction du *payout* à 40% (retenu dans notre scénario long terme), conduisant à un *yield* à plus de 5% pour les 3 prochaines années, 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), trois petites opérations en 2021, et deux opérations depuis le début de l'exercice : CVL International et Exaciél AMC Logistique. Depuis 2012, Clasquin a ainsi consacré près de 32 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	2021	2022E	2023E	2024E	Commentaires
Résultat net	2,6	2,8	3,3	4,4	5,4	18,9	24,0	12,3	13,7	Retour à un niveau de marges plus normatif à partir de 2023
DAP	2,4	2,5	2,5	5,3	6,3	9,5	8,0	6,8	7,2	
Autres éléments non cash	-0,3	-0,2	0,1	0,8	2,0	4,9	0,0	0,0	0,0	
<b>Cash flow des opérations</b>	<b>4,7</b>	<b>5,1</b>	<b>6,0</b>	<b>10,6</b>	<b>13,7</b>	<b>33,3</b>	<b>32,0</b>	<b>19,1</b>	<b>20,9</b>	
Variation de BFR	-2,7	-2,7	-1,6	5,5	-11,6	-17,8	-3,4	4,2	-1,6	Près de 14 jours de CA et 66 jours de MB en moyenne (10 ans), mais fortement variable au cours de l'année
<b>Cash flow opérationnel (A)</b>	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>	<b>4,4</b>	<b>16,1</b>	<b>2,1</b>	<b>15,5</b>	<b>28,7</b>	<b>23,4</b>	<b>19,3</b>	
CAPEX	-3,4	-3,3	-3,3	-2,3	-1,2	-1,2	-3,0	-2,0	-1,5	1,5 M€ à 2,0 M€ en software et équipements pour les agences, le solde des prises à bail de locaux
Acquisitions	-0,8	-0,4	-2,6	-7,0	-1,8	-0,3	-4,7	0,0	0,0	Pas de nouvelle opération de croissance externe dans notre scénario
<b>Flux d'investissements (B)</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,7</b>	<b>-6,0</b>	<b>-9,4</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,5</b>	<b>-7,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,5</b>	
Dividendes	-2,9	-2,0	-1,9	-1,7	-0,6	-3,2	-8,8	-10,8	-4,4	Pay out estimé à 40% à partir de 2023
Augmentations de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	0,0	0,0	0,0	
Variation de la dette	2,6	-2,0	0,9	17,7	4,8	-3,8	-1,1	2,4	1,5	
<b>Flux de financements (C)</b>	<b>-0,3</b>	<b>-4,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>15,9</b>	<b>4,2</b>	<b>-7,8</b>	<b>-9,9</b>	<b>-8,5</b>	<b>-2,8</b>	
<b>Free Cash-Flow (A) + (B)</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,5</b>	<b>6,8</b>	<b>-0,9</b>	<b>14,0</b>	<b>20,9</b>	<b>21,4</b>	<b>17,8</b>	
Variation de la trésorerie	-2,6	-6,3	-2,5	20,2	-0,9	4,1	7,5	9,3	11,4	
Dette fin de période	33,5	36,0	42,0	55,0	57,3	70,6	69,5	71,9	73,4	
Trésorerie fin de période	22,5	20,2	23,2	28,5	25,8	37,4	44,8	54,2	65,6	
<b>Dette nette fin de période</b>	<b>11,0</b>	<b>15,8</b>	<b>18,8</b>	<b>26,5</b>	<b>31,6</b>	<b>33,2</b>	<b>24,7</b>	<b>17,7</b>	<b>7,8</b>	
<b>Dette nette hors IFRS 16</b>	<b>11,0</b>	<b>15,8</b>	<b>18,8</b>	<b>18,6</b>	<b>22,6</b>	<b>22,1</b>	<b>13,6</b>	<b>6,6</b>	<b>-3,3</b>	
Leverage (NFD / EBITDA)	1,7	2,2	2,2	1,9	1,9	0,9	0,6	0,7	0,3	

Source: Independent analyst, Clasquin

## Dettes financières nettes et ajustements bilanciaux

La dette nette à fin 2021 est ressortie à 33 M€ ou 22 M€ hors IFRS 16, soit respectivement un *gearing* de 73% et 49%, et un levier à 0,9x et 0,6x. 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, 70,6 M€ à fin 2021, est composée de 6,6 M€ de dettes de put sur minoritaires liées aux acquisitions (20% non détenus dans Cargolution, 5% dans LCI, 20% dans la filiale américaine soumis à options, 44,4% de Transport Petit International et 45% de la filiale Belge), de 11 M€ de dette locative (application de la norme IFRS 16) de 52,8 M€ d'emprunts et de dettes bancaires à taux variables (93% ou 87% après couverture) dont 34% 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 0,9x à fin 2021

Au cours de l'exercice 2021, la société a dégagé un FCF très significativement positif (13,6 M€), le cash généré par l'activité (33,3 M€) ayant largement compensé la forte hausse du BFR (-18 M€, combinaison de la forte hausse de l'activité et des perturbations liées à la crise sanitaire). Post dividendes (3,2 M€), croissance externe (impact net de 0,3 M€, achat de fonds de commerce en Espagne et Belgique et 55% de Transport Petit net de la trésorerie reprise), effets changes (impact positif de 1,1 M€) et rachat d'actions (-0,8 M€), la dette nette n'a ainsi que très légèrement augmenté en 2021 à 33,2 M€ ou 22,1 M€ hors IFRS 16 (vs 31,6 M€ et 22,6 M€ en 2020), soit un *gearing* de respectivement 73% ou 49% (102% et 73% à fin 2020) et un *leverage* de 0,9x ou 0,6x (vs 1,9x et 1,6x).

En novembre 2019, le groupe a mis en place 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€ amortissables 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 emprunts comportent un « covenant » bancaire basé sur un ratio de levier de type Dette nette/EBE hors IFRS 16 qui doit être inférieur à 3x (0,6x à fin 2021), calculé annuellement. Ces lignes s'ajoutent aux facilités de découvert pour un montant de 43,8 M€ à fin 2021.

Grâce à ces refinancements, le groupe bénéficiait d'une trésorerie de 37,4 M€ à fin 2021 (ou 28,7 M€ retraitée des découverts bancaires). 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.

### Ajustements bilanciaux : pas de retraitements majeurs

Dans un secteur faiblement capitalistique, la succession d'acquisitions a entraîné une forte hausse du poste *goodwill* : 26,7 M€ à fin 2021, 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 2021**

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	9 261	34 562	371	44 194	3 903	40 291	Dette variable partiellement couverte
Découverts bancaires	8 637	-	-	8 637	-	8 637	
Autres passifs financiers		-	11	11	11	-	
<b>Total emprunts et dettes bancaires</b>	<b>17 898</b>	<b>34 562</b>	<b>382</b>	<b>52 842</b>	<b>3 914</b>	<b>48 928</b>	Pas de mur de dette, covenant levier hors IFRS 16 <3 (0,5 fin 2021)
<b>% du total</b>	<b>33,9%</b>	<b>65,4%</b>	<b>0,7%</b>	-	<b>7,4%</b>	<b>92,6%</b>	87% à taux fixe après couverture
Dette locative	2 652	5 982	2 500	11 134			
Dette liée aux options de ventes	776	5 837	-	6 613	1 440	5 173	
Trésorerie				37 374			Disponibilité pour financer les acquisitions
<b>Dette nette - Publiée</b>				<b>33 215</b>			Gearing de 73%, 49% hors IFRS 16
Titres hybrides				0			
Provision				0			
Factoring				0			
Autres				0			
<b>Dette Nette - Ajustée</b>				<b>33 215</b>			<b>Levier de 0,9x (0,6x hors IFRS 16)</b>

Source: Independant 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 (détenion des actifs). Nous avons centré notre échantillon sur des sociétés pour lesquelles l'activité commission de transport reste le premier métier. Sur le marché, seules deux sociétés américaines, une société suisse et une société danoise cotées répondent à ces critères :

- Kuehne & Nagel (30 MM€ de CA en 2021 et 30 MM€ de capitalisation boursière) ;
- CH Robinson Worldwide (20 MM€ et 11 MM€).
- DSV-Panalpina (24 MM€ et 35 MM€) ;
- Expeditors (14 MM€ et 17 MM€).
- NTG (Nordic Transport Group 982 M€ et 710 M€).

Clasquin : Caractéristiques des comparables (cours au 1er décembre 2022)

	Pays	Cours (EUR)	Capitalisation boursière (EURm)	CA 2021 (EURm)	EBIT 2021 (EURm)	EBIT/CA 21
Kuehne & Nagel	Suisse	233,4	28 189	30 353	2 733,6	9,0%
CH Robinson Worldwide	Etats-Unis	94,2	11 087	19 545	915,5	4,7%
DSV-Panalpina	Danemark	150,5	35 224	24 433	2 100,9	8,6%
Expeditors	Etats-Unis	109,9	17 490	13 980	1 615,4	11,6%
NTG	Danemark	31,3	710	982	72,4	7,4%
Clasquin	France	57,0	133	752	27,3	3,6%

#### — 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 exercées 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 de VE/EBITDA de notre approche de valorisation.

Clasquin : Multiples des comparables (cours au 1er décembre 2022)

	P/E (x)		VE/CA (x)		VE/EBITDA (x)		VE/EBIT (x)	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
Kuehne & Nagel	10,2	18,2	0,65	0,90	5,5	8,7	6,58	10,50
CH Robinson Worldwide	12,4	17,2	0,55	0,65	9,7	13,1	10,37	10,79
DSV-Panalpina	13,9	19,1	1,13	1,41	8,8	11,8	10,41	11,95
Expeditors	12,9	19,1	0,94	1,25	8,1	12,2	8,68	19,07
NTG	10,9	13,2	0,57	0,58	6,0	6,7	7,63	0,00
<b>Médiane</b>	<b>12,6</b>	<b>18,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>8,5</b>	<b>11,7</b>	<b>9,5</b>	<b>11,4</b>
Clasquin	6,3	12,9	0,18	0,21	4,9	9,2	4,9	9,2
Prime/décote	-50,4%	-30,7%	-77,4%	-80,6%	-41,7%	-21,4%	-48,3%	-19,3%
Valorisation par action	114,9	82,3	305,9	346,7	109,6	74,9	125,4	72,6

Source: Independant analyst, FactSet

#### — Valorisation par action

Sur la base des multiples de VE/EBIT et PE pour les années 2022 et 2023, la valeur par action du groupe Clasquin ressort à 99 €. Compte tenu de la taille de la société par rapport aux comparables et d'une liquidité inférieure, nous appliquons une décote de 15%, ce qui conduit à une valeur par action cible de 84 € 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% (ratio EBIT/MB) ;
- Des investissements de 2 à 3 M€ par an ;
- Un BFR maintenu dans la fourchette 4-5% du CA;
- Un taux d'actualisation de 8,5% ;
- Une croissance des flux à l'infini à 1,5%.

### — Valorisation obtenue

#### Clasquin : synthèse de notre approche par DCF

EURm	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Ventes	776	815	852	886	917	949	977	1007	1032	1052
Var.	-16,4%	5,0%	4,5%	4,0%	3,5%	3,5%	3,0%	3,0%	2,5%	2,0%
MB	117	123	128	134	138	143	147	152	156	159
Var.	-15,0%	5,0%	4,5%	4,0%	3,5%	3,5%	3,0%	3,0%	2,5%	2,0%
EBITD*	20,9	22,7	24,4	24,9	25,8	26,2	26,5	27,3	28,0	28,6
% CA	2,7%	2,8%	2,9%	2,8%	2,8%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
% MB	17,8%	18,5%	19,0%	18,7%	18,7%	18,3%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Depreciation*	3,3	3,6	3,9	3,5	3,7	3,3	2,9	3,0	3,1	3,2
% du CA	0,4%	0,4%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
%MB	2,8%	2,9%	3,0%	2,7%	2,7%	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT	17,6	19,1	20,5	21,4	22,1	22,9	23,6	24,3	24,9	25,4
Var.	-47,9%	8,5%	7,2%	4,2%	3,5%	3,5%	3,0%	3,0%	2,5%	2,0%
% CA	2,3%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
% MB	15,1%	15,6%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Impôt	-4,4	-4,8	-5,7	-6,4	-6,6	-6,9	-7,1	-7,3	-7,5	-7,6
Taux d'impôt	25,0%	25,0%	28,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Var. de BFR	4,2	-1,6	-1,5	-1,4	-1,2	-1,3	-1,1	-1,2	-1,0	-0,8
BFR	31,0	32,6	34,1	35,4	36,7	38,0	39,1	40,3	41,3	42,1
% du CA	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Investissements	-2,0	-1,5	-2,0	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	-3,0	-3,1	-3,2
% du CA	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Cash flow libre	18,7	14,9	15,2	14,5	15,2	15,2	15,4	15,8	16,4	17,0
Var.	Ns	-20%	2%	-5%	5%	0%	1%	3%	4%	3%
<b>Cash flow libre actualisé</b>	<b>17,3</b>	<b>12,7</b>	<b>11,9</b>	<b>10,5</b>	<b>10,1</b>	<b>9,3</b>	<b>8,7</b>	<b>8,2</b>	<b>7,9</b>	<b>7,5</b>
Somme des cash flow	104,0									
Valeur terminale	107,3									
Croissance à l'infini	1,5%									
Taux d'actualisation	8,5%									
Beta	1,2									
Prime de risque de marché	5,8%									
Taux sans risque	2,6%									
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>211,4</b>									
Dette nette (hors loyers)	22,1									
Minoritaires	4,0									
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>185</b>									
<b>Valeur par action</b>	<b>80,3</b>									

Source: Independent analyst, Clasquin

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

Par l'approche des DCF nous obtenons une valorisation de 80 € par action.

### — Tableaux de sensibilité

#### Clasquin : tableaux de sensibilité

		Taux d'actualisation				
		6,5%	7,5%	8,5%	9,5%	10,5%
Taux à l'infini	1,0%	109,5	90,9	77,2	66,8	58,6
	1,5%	116,6	95,5	<b>80,3</b>	69,0	60,2
	2,0%	125,4	100,9	83,9	71,5	62,0

		EBIT/MB				
		12,0%	14,0%	16,0%	18,0%	20,0%
Taux à l'infini	1,5%	64,1	70,6	77,2	83,8	90,4
	2,0%	66,4	73,3	<b>80,3</b>	87,3	94,3
	2,5%	69,0	76,5	83,9	91,3	98,8

Source: Independent analyst, Clasquin

### Synthèse des méthodes retenues

La moyenne des deux méthodes d'évaluation retenues fait ressortir une valorisation de 82,0 € par action, qui constitue notre objectif de cours, et offre un potentiel de hausse de plus de 40%.

#### Clasquin : synthèse des méthodes de valorisation

Méthode	Obj.	Potentiel	PE		VE/EBITDA		VE/EBIT	
			2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
DCF	80,3 €	40,9%	8,8	18,2	5,0	8,3	6,2	11,5
Comparaisons boursières	84,0 €	47,3%	9,2	19,0	5,2	8,6	6,5	12,0
<b>Moyenne</b>	<b>82,1 €</b>	<b>44,1%</b>	<b>9,0</b>	<b>18,6</b>	<b>5,1</b>	<b>8,5</b>	<b>6,3</b>	<b>11,7</b>

Source: Independent analyst, FactSet

Même si la prudence est de mise, dans un marché qui pourrait se dégrader, aux vues de la bonne santé financière du groupe (dette nette réduite à 15,5 M€ hors IFRS 16 à fin juin 2022), nous estimons que les dirigeants ont les moyens de poursuivre les investissements dans les moteurs de croissance en organique et par croissance externe, ce qui devrait permettre de poursuivre les gains de part de marché et alimenter le newsflow sur le titre.

Nous estimons ainsi que la baisse du cours des derniers mois (-25% YTD) offre selon nous un bon point d'entrée sur le titre, qui se traite avec une décote de près de 40% par rapport aux multiples des comparables, ce qui nous paraît en grande partie injustifié aux vues des performances opérationnelles du groupe. Sur la base du cours actuel, le multiple de VE/EBIT ressort à 4,9x 2022 et 9,2x 2023, comparés à une médiane de 12,8x au cours des dix dernières années et de 13,6x au cours des 5 dernières années. En termes de multiples de PE, le titre se paye 6,3x 2022 et 12,9x 2023, comparés à respectivement 21,7x pour la médiane 10 ans et 20,6x pour la médiane 5 ans.

Nous sommes confortés dans notre opinion Achat sur le titre, objectif de cours de 82 €, combinaison d'une approche par DCF et par comparaison boursière.

#### Clasquin : Evolution de la valorisation et des multiples

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Med. 10 ans	Med. 5 ans	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	53,0			57,0	57,0	57,0
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	122,1			131,5	131,5	131,5
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	32,4			29,0	21,2	12,8
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	7,6			10,6	12,7	14,9
VE (EURm)	34,4	46,1	43,7	50,0	62,2	73,2	80,2	93,8	105,3	108,4	105,0	162,1			171,0	165,3	159,1
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	0,22	0,31	0,33	0,18	0,21	0,19
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	4,3	8,8	8,1	4,0	6,6	5,9
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	6,0	12,8	13,6	4,9	9,2	8,1
P/E (x)	11,1	16,3	21,4	21,9	27,7	20,3	60,5	30,7	30,1	20,6	13,8	7,0	21,7	20,6	6,3	12,9	11,4
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	3,1	3,1	3,6	2,6	2,6	2,3
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	3,7	11,6	7,5	4,1	6,9	6,3
Dividend Yield	7,3%	3,5%	3,8%	3,8%	3,1%	4,2%	2,7%	2,4%	1,8%	0,0%	4,2%	7,0%	3,5%	2,4%	8,0%	3,1%	3,5%
Gearing	-25%	-26%	-1%	0%	3%	22%	46%	69%	77%	99%	102%	73%	58%	77%	41%	29%	11%
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%	11,2%	2,8%	1,0%	18,8%	16,3%	13,6%

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<sup>er</sup> 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 – 74 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 Comm Commercial, Directeur commercial et Directeur général. Il rachète Clasquin en 1982.

#### — Hugues MORIN – 52 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<sup>er</sup> 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 générale, 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 les responsables chargés des finances (Philippe Lons), du juridique (Olivia Boyron), et des systèmes d'information (Frédéric Serra).

### 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
Frédéric Serra	Directeur des Systèmes d'information

Source: *Independent analyst, Clasquin*

Enfin le *Management Committee*, composé d'une dizaine 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 : 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	Responsable juridique
Frédéric Serra	2019	Directeur des Systèmes d'information
Matt Ingram	2017	Président de Clasquin USA
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, dont trois membres indépendants : Laurent Fiard, Claude Revel, et Fan Ma.

**Clasquin : Conseil d'administration**

	Fin de mandat	Autres activités ou positions
Yves Revol	AG 2027	Président du Conseil d'administration
Hugues Morin	AG 2028	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 d'Informations & Stratégies
Jean-Christophe Revol	AG 2028	Représentant de Olymp SA, holding de Monsieur Yves Revol, Responsable commercial de la zone Europe du Sud
Laurence Ilhe	AG 2025	Directrice générale déléguée, Secrétaire général
Fan Ma *	AG 2025	Directeur de l'Institut Shao Yang (école supérieure de médecine chinoise traditionnelle)

 Source: *Independent analyst, Clasquin*

\* Administrateurs indépendants

**Actionnariat familial : société détenue à 41,9% par Yves Revol**

Clasquin est une société familiale, contrôlée par son actuel Président Yves Revol à hauteur de 41,9% du capital (en direct et via sa holding Olymp), qui a racheté la société en 1982. Sa participation était restée globalement stable depuis l'introduction en bourse de 2006 jusqu'en 2021, au cours de cette année sa participation est passée de 46,2% à 41,8% du capital. Ce dernier a profité de la forte hausse du titre pour réaliser quelques cessions de titres (x2 entre le 1<sup>er</sup> janvier 2021 et le 31 décembre 2021).

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 (plafonné 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 12,6% aujourd'hui).

Un premier plan d'actions gratuites a été attribué en octobre 2019, puis un deuxième en septembre 2020, 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). Si l'ensemble des conditions étaient réunies, ces plans pourraient conduire à distribuer gratuitement 35 793 actions à horizon mai 2024, soit moins de 2% du capital de la société.

**Clasquin : Structure du capital**

	%		Commentaires
	Capital	Dts de vote	
Yves Revol + Olymp	41,8	56,0	Yves Revol en direct et via sa holding Olymp SAS, participation quasi stable depuis l'intro. en Bourse
Flottant	44,6	Nc	
Salariés	13,6	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€)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
	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	31/12/25
<b>Chiffre d'Affaires</b>	<b>211,46</b>	<b>234,21</b>	<b>235,02</b>	<b>290,59</b>	<b>308,34</b>	<b>331,23</b>	<b>392,03</b>	<b>752,18</b>	<b>928,60</b>	<b>776,16</b>	<b>814,97</b>	<b>851,65</b>
Variation (%)	6,72	10,76	0,35	23,64	6,11	7,42	18,36	91,87	23,45	-16,42	5,00	4,50
<b>Excédent Brut d'Exploitation - Ajusté</b>	<b>6,56</b>	<b>8,44</b>	<b>7,15</b>	<b>7,78</b>	<b>9,34</b>	<b>14,13</b>	<b>16,46</b>	<b>38,31</b>	<b>41,88</b>	<b>24,47</b>	<b>26,31</b>	<b>28,01</b>
Variation (%)	-	28,58	-15,20	8,74	20,06	51,35	16,47	132,70	9,32	-41,56	7,51	6,45
Marge (%)	3,10	3,60	3,04	2,68	3,03	4,27	4,20	5,09	4,51	3,15	3,23	3,29
Éléments exceptionnels - cash	-0,08	-0,40	-0,59	-0,44	-0,72	-0,35	0,13	-0,27	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Excédent Brut d'Exploitation - Publié</b>	<b>6,48</b>	<b>8,04</b>	<b>6,56</b>	<b>7,34</b>	<b>8,62</b>	<b>13,78</b>	<b>16,59</b>	<b>38,03</b>	<b>41,88</b>	<b>24,47</b>	<b>26,31</b>	<b>28,01</b>
Variation (%)	-	24,02	-18,32	11,88	17,34	59,92	20,39	129,27	10,10	-41,56	7,51	6,45
Marge (%)	3,06	3,43	2,79	2,53	2,79	4,16	4,23	5,06	4,51	3,15	3,23	3,29
Dépréciation & Amort. des actifs tangibles	-2,24	-1,75	-1,97	-1,90	-2,84	-2,84	-4,36	-7,61	-4,46	-3,25	-3,59	-3,92
Dépréciation des droits d'utilisation	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-2,74	-2,59	-3,16	-3,58	-3,58	-3,58	-3,58
<b>Résultat Opér. avant survaleurs - Publié</b>	<b>4,24</b>	<b>6,29</b>	<b>4,60</b>	<b>5,44</b>	<b>5,78</b>	<b>8,20</b>	<b>9,64</b>	<b>27,26</b>	<b>33,83</b>	<b>17,64</b>	<b>19,13</b>	<b>20,51</b>
Variation (%)	-6,17	48,26	-26,89	18,31	6,25	41,90	17,50	182,89	24,11	-47,87	8,47	7,19
Marge (%)	2,01	2,69	1,96	1,87	1,87	2,48	2,46	3,62	3,64	2,27	2,35	2,41
<b>Résultat Opér. avant survaleurs - Ajusté</b>	<b>4,32</b>	<b>6,69</b>	<b>5,19</b>	<b>5,88</b>	<b>6,50</b>	<b>8,56</b>	<b>9,51</b>	<b>27,53</b>	<b>33,83</b>	<b>17,64</b>	<b>19,13</b>	<b>20,51</b>
Variation (%)	-6,00	54,73	-22,44	13,24	10,67	31,59	11,14	189,56	22,88	-47,87	8,47	7,19
Marge (%)	2,04	2,86	2,21	2,02	2,11	2,58	2,43	3,66	3,64	2,27	2,35	2,41
Dépré. & 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
<b>Résultat Opérationnel - Publié</b>	<b>4,24</b>	<b>6,29</b>	<b>4,60</b>	<b>5,44</b>	<b>5,78</b>	<b>8,20</b>	<b>9,64</b>	<b>27,26</b>	<b>33,83</b>	<b>17,64</b>	<b>19,13</b>	<b>20,51</b>
Variation (%)	-6,17	48,26	-26,89	18,31	6,25	41,90	17,50	182,89	24,11	-47,87	8,47	7,19
Marge (%)	2,01	2,69	1,96	1,87	1,87	2,48	2,46	3,62	3,64	2,27	2,35	2,41
Résultat Opérationnel - Ajusté	4,32	6,69	5,19	5,88	6,50	8,56	9,51	27,53	33,83	17,64	19,13	20,51
Variation (%)	-6,00	54,73	-22,44	13,24	10,67	31,59	11,14	189,56	22,88	-47,87	8,47	7,19
Marge (%)	2,04	2,86	2,21	2,02	2,11	2,58	2,43	3,66	3,64	2,27	2,35	2,41
Résultat Financier	-0,42	-0,18	-0,51	-0,71	-0,33	-0,65	-1,63	-2,07	-1,70	-1,25	-0,85	-0,50
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	3,82	6,11	4,08	4,73	5,45	7,55	8,01	25,20	32,13	16,39	18,28	20,01
Variation (%)	-6,28	59,99	-33,16	15,82	15,26	38,52	6,01	214,71	27,53	-48,99	11,56	9,42
Marge (%)	1,81	2,61	1,74	1,63	1,77	2,28	2,04	3,35	3,46	2,11	2,24	2,35
Impôts et Taxes	-1,33	-1,94	-1,51	-1,93	-2,12	-3,16	-2,65	-6,15	-8,13	-4,10	-4,57	-5,60
Taux effectif d'imposition (%)	34,83	31,73	36,90	40,74	38,79	41,63	33,05	24,39	25,30	25,00	25,00	28,00
Résultat Net des sociétés intégrées	2,49	4,17	2,58	2,80	3,34	4,39	5,36	19,05	24,00	12,29	13,71	14,40
Variation (%)	-1,23	67,58	-38,22	8,77	19,05	31,50	22,15	255,41	26,00	-48,79	11,56	5,04
Activités en cours de cession	0,00	-0,25	0,00	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	0,07	0,06	0,10	0,05	0,03	0,07	-0,13	0,00	0,10	0,11	0,11
<b>Résultat Net consolidé - Publié</b>	<b>2,49</b>	<b>3,98</b>	<b>2,63</b>	<b>2,90</b>	<b>3,39</b>	<b>4,42</b>	<b>5,43</b>	<b>18,92</b>	<b>24,00</b>	<b>12,39</b>	<b>13,82</b>	<b>14,51</b>
Variation (%)	-	60,02	-33,92	10,11	17,01	30,35	22,90	248,36	26,84	-48,37	11,51	5,04
Marge (%)	1,18	1,70	1,12	1,00	1,10	1,33	1,39	2,52	2,58	1,60	1,70	1,70
Intérêts minoritaires	-0,36	-0,64	-0,46	-0,41	-0,59	-0,59	-0,31	-1,54	-3,00	-2,20	-2,31	-2,43
<b>Résultat Net Part du Groupe - Publié</b>	<b>2,13</b>	<b>3,35</b>	<b>2,17</b>	<b>2,49</b>	<b>2,80</b>	<b>3,83</b>	<b>5,12</b>	<b>17,39</b>	<b>21,00</b>	<b>10,19</b>	<b>11,51</b>	<b>12,09</b>
Variation (%)	-3,45	57,24	-35,06	14,54	12,62	36,53	33,76	239,68	20,79	-51,47	12,92	5,05
Marge (%)	1,01	1,43	0,92	0,86	0,91	1,16	1,31	2,31	2,26	1,31	1,41	1,42
<b>Résultat Net Part du Groupe - Ajusté</b>	<b>2,13</b>	<b>3,35</b>	<b>2,17</b>	<b>2,49</b>	<b>2,80</b>	<b>3,88</b>	<b>5,12</b>	<b>17,39</b>	<b>21,00</b>	<b>10,19</b>	<b>11,51</b>	<b>12,09</b>
Variation (%)	-3,45	57,24	-35,06	14,54	12,62	38,28	32,09	239,61	20,79	-51,47	12,92	5,05
Marge (%)	1,01	1,43	0,92	0,86	0,91	1,17	1,31	2,31	2,26	1,31	1,41	1,42
<b>BNPA - Publié</b>	<b>0,92</b>	<b>1,45</b>	<b>0,94</b>	<b>1,08</b>	<b>1,22</b>	<b>1,66</b>	<b>2,22</b>	<b>7,54</b>	<b>9,11</b>	<b>4,42</b>	<b>4,99</b>	<b>5,24</b>
Variation (%)	-3,45	57,24	-35,06	14,54	12,62	36,53	33,76	239,68	20,79	-51,47	12,92	5,05
<b>BNPA - Ajusté</b>	<b>0,92</b>	<b>1,45</b>	<b>0,94</b>	<b>1,08</b>	<b>1,22</b>	<b>1,68</b>	<b>2,22</b>	<b>7,54</b>	<b>9,11</b>	<b>4,42</b>	<b>4,99</b>	<b>5,24</b>
Variation (%)	-3,45	57,24	-35,06	14,54	12,62	38,28	32,10	239,61	20,79	-51,47	12,92	5,05
Fonds Propres par action	9,19	9,41	9,02	8,55	9,29	9,53	11,67	16,94	22,21	21,95	25,04	28,16
Variation (%)	0,60	2,40	-4,21	-5,15	8,65	2,52	22,51	45,13	31,15	-1,19	14,09	12,44
<b>Dividende par action</b>	<b>0,80</b>	<b>1,25</b>	<b>0,80</b>	<b>0,80</b>	<b>0,65</b>	<b>0,00</b>	<b>1,30</b>	<b>3,70</b>	<b>4,55</b>	<b>1,77</b>	<b>2,00</b>	<b>2,10</b>
Variation (%)	0,00	56,25	-36,00	0,00	-18,75	-	-	184,62	23,06	-61,18	12,92	5,05
Taux de distribution (%)	86,71	86,16	84,91	74,13	53,48	0,00	58,56	49,08	50,00	40,00	40,00	40,00
Nombre d'actions - Actuel	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306
Nombre d'actions - Dilué	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306

Sources : Clasquin, Analyste indépendant.

**Clasquin : Flux de trésorerie**

(M€)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
	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	31/12/25
Excédent Brut d'Exploitation - Publié	6,48	8,04	6,56	7,34	8,62	13,78	16,59	38,03	41,88	24,47	26,31	28,01
Résultat Financier	-0,42	-0,18	-0,51	-0,71	-0,33	-0,65	-1,63	-2,07	-1,70	-1,25	-0,85	-0,50
Impôts et Taxes	-1,33	-1,94	-1,51	-1,93	-2,12	-3,16	-2,65	-6,15	-8,13	-4,10	-4,57	-5,60
Autres	-0,68	2,06	0,11	0,41	-0,14	0,64	1,41	3,51	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Capacité d'Autofinancement</b>	<b>4,04</b>	<b>7,98</b>	<b>4,65</b>	<b>5,12</b>	<b>6,03</b>	<b>10,60</b>	<b>13,72</b>	<b>33,33</b>	<b>32,04</b>	<b>19,12</b>	<b>20,89</b>	<b>21,90</b>
Variation du BFR	2,51	0,19	-2,73	-2,72	-1,60	5,52	-11,62	-17,78	-3,37	4,24	-1,55	-1,47
Cash Flow Opérationnel (A)	6,55	8,17	1,93	2,40	4,43	16,12	2,11	15,55	28,67	23,37	19,34	20,44
Investissements corporels nets	-2,87	-2,39	-3,55	-3,59	-3,60	-2,50	-1,53	-1,93	-4,00	-2,00	-1,50	-2,00
Investissements financiers nets	0,36	0,34	0,16	0,27	0,28	0,16	0,32	0,72	1,00	0,00	0,00	0,00
Cash Flow d'Investissement (B)	-2,52	-2,05	-3,39	-3,32	-3,32	-2,34	-1,21	-1,21	-3,00	-2,00	-1,50	-2,00
<b>Free Cash Flow</b>	<b>4,03</b>	<b>6,12</b>	<b>-1,47</b>	<b>-0,92</b>	<b>1,11</b>	<b>13,78</b>	<b>0,89</b>	<b>14,34</b>	<b>25,67</b>	<b>21,37</b>	<b>17,84</b>	<b>18,44</b>
Dividendes	-2,18	-2,13	-2,90	-1,96	-1,92	-1,73	-0,65	-3,20	-8,83	-10,80	-4,38	-4,90
Augmentation de capital	0,00	0,60	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,81	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	-2,65	-3,28	-3,18	-3,58	-3,58	-3,58	-3,58
Autres	-2,68	-9,11	-1,43	-1,89	-2,21	-9,13	-1,03	0,76	-4,74	0,00	0,00	0,00
Cash Flow de financement (C)	-4,86	-10,64	-4,33	-3,84	-4,13	-13,52	-4,95	-6,42	-17,15	-14,38	-7,96	-8,49
<b>Variation de la Trésorerie (Dettes) Nette (A+B+C)</b>	<b>-0,83</b>	<b>-4,52</b>	<b>-5,79</b>	<b>-4,76</b>	<b>-3,02</b>	<b>0,27</b>	<b>-4,05</b>	<b>7,92</b>	<b>8,51</b>	<b>6,98</b>	<b>9,88</b>	<b>9,95</b>

Sources : Clasquin, Analyste indépendant.

**Clasquin : Bilan**

(M€)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
	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	31/12/25
<b>Capitaux Employés</b>	<b>24,45</b>	<b>28,42</b>	<b>34,80</b>	<b>37,02</b>	<b>41,69</b>	<b>52,25</b>	<b>62,02</b>	<b>81,02</b>	<b>86,88</b>	<b>80,98</b>	<b>80,14</b>	<b>79,29</b>
dont Actif Immobilisé - ex actifs fin.	17,61	21,04	24,25	24,68	27,73	43,88	43,11	49,11	51,59	49,94	47,54	45,23
dont besoin en Fonds de Roulement	6,84	7,38	10,55	12,34	13,96	8,37	18,91	31,91	35,29	31,05	32,60	34,07
dont fonds propres - consolidés	23,28	23,80	23,77	22,88	24,47	26,84	30,95	45,41	60,58	62,17	71,61	81,22
dont Dette Fin. Nette (yc Leasing op.)	0,73	5,25	11,05	15,81	18,83	26,51	31,56	33,22	24,71	17,72	7,84	-2,11
dont Autres Passifs	0,45	-0,63	-0,02	-1,67	-1,61	-1,10	-0,49	2,39	1,59	1,09	0,69	0,18
<b>Dettes Financière Nette (ex. Leasing op.)</b>	<b>0,73</b>	<b>5,25</b>	<b>11,05</b>	<b>15,81</b>	<b>18,83</b>	<b>18,56</b>	<b>22,59</b>	<b>22,08</b>	<b>13,57</b>	<b>6,59</b>	<b>-3,29</b>	<b>-13,24</b>

Sources : Clasquin, Analyste indépendant.

**Clasquin : Ratios**

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
	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	31/12/25
Investissements corporels / CA (%)	1,4	1,0	1,5	1,2	1,2	0,8	0,4	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2
Invest. Corpo. / Dépréc. & Amort. (%)	128,5	136,7	180,7	188,4	126,9	88,1	35,1	25,3	89,7	61,5	41,7	51,0
BFR / CA (%)	3,2	3,1	4,5	4,2	4,5	2,5	4,8	4,2	3,8	4,0	4,0	4,0
DFN* / Fonds Propres (%)	3,1	22,1	46,5	69,1	76,9	98,8	-	73,2	40,8	28,5	11,0	-
DFN* / EBE ajusté (x)	0,1	0,6	1,5	2,0	2,0	1,9	1,9	0,9	0,6	0,7	0,3	-0,1
DFN* / (EBE - Invst. corp.) (x)	0,2	0,9	3,1	3,8	3,3	2,3	2,1	0,9	0,7	0,8	0,3	-0,1
EBE ajusté / Charges financières (x)	15,5	-	13,9	11,0	28,5	21,7	10,1	18,5	24,6	19,6	-	-
Dette fin. LT (ex- leasing) / Dette fin. totale (%)	65,8	69,4	58,4	48,5	40,6	49,5	83,0	68,8	69,0	68,1	67,5	67,0
ROE (% , RN pdg ajusté / FP pdg)**	10,1	15,6	10,2	12,3	13,6	17,9	20,9	52,7	46,5	20,0	21,2	19,7
ROCE (% , NOPAT / CE)**	12,0	17,3	10,4	9,7	10,1	10,6	11,1	29,1	30,1	15,8	17,8	18,5
dont EBIT / CA (%)	2,0	2,9	2,2	2,0	2,1	2,6	2,4	3,7	3,6	2,3	2,3	2,4
dont CA / CE (x)	9,0	8,9	7,4	8,1	7,8	7,1	6,9	10,5	11,1	9,2	10,1	10,7
dont taux d'IS normalisé (%)	34,8	31,7	36,9	40,7	38,8	41,6	33,0	24,4	25,3	25,0	25,0	28,0
ROCE ajusté (% , yc SME)	11,6	16,7	10,1	9,5	9,6	10,2	10,8	28,0	29,2	15,4	17,4	18,0

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

**Clasquin : Multiples de valorisation**

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
	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	31/12/25
VE / CA (x)	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
VE / EBITDA (x)	9,7	9,4	12,7	13,1	12,4	8,1	6,5	4,3	4,0	6,6	5,9	5,2
VE / EBIT (x)	14,8	12,0	18,1	17,7	18,5	13,7	11,2	6,0	4,9	9,2	8,1	7,1
P / E (x)	27,7	20,3	31,4	30,7	30,1	20,6	13,8	7,0	6,3	12,9	11,4	10,9
P / B (x)	2,8	3,1	3,3	3,9	3,9	3,6	2,6	3,1	2,6	2,6	2,3	2,0
D / P (%)	3,1	4,2	2,7	2,4	1,8	-	4,2	7,0	8,0	3,1	3,5	3,7

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
15/09/2022	Achat	82,00	55,60
24/03/2022	Achat	78,00	68,60
25/02/2022	Achat	75,00	59,00

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 par CIC Market Solutions

	Valeurs suivies par CIC Market Solutions		Valeurs avec relations corporate*	
Achat	76,0%	127	80,0%	32
Accumuler	0,0%	0	0,0%	0
Neutre	21,6%	36	17,5%	7
Alléger	0,0%	0	0,0%	0
Vendre	2,4%	4	2,5%	1

Source : CIC Market Solutions, à la date du Lundi 22 Février 2021

\* Le tableau ci-dessus représente la répartition des recommandations à la date de production de cette étude sur l'ensemble des valeurs suivies 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) 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 [ici](#) et la liste complète des potentiels conflits d'intérêt est disponible [ici](#).

**Production date: EDITDATE CET**

**First distribution date: PUBLIDATE CET**

## 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*

### Approche ESG



Le rapport ESG Corporate Rating de ISS établit une notation ESG absolue et des classements relatifs au sein d'une classification sectorielle définie par ISS. La note absolue s'échelonne, sur 12 niveaux, de la moins bonne note (D-) à la meilleure note (A+). Le décile indique comment l'entreprise se positionne par rapport aux comparables de la classification sectorielle : la moins bonne note relative au sein du « secteur » correspond à 10 et la meilleure note relative correspond à 1.

Le rapport ESG Corporate Rating intègre une synthèse qualitative expliquant les raisons essentielles de la note ESG attribuée par ISS. Cette synthèse est appelée « Opinion » et repose sur trois rubriques, sur la base de critères ESG, à savoir « Opportunités relatives au développement durable », « Risques relatifs au développement durable » et « Opinion sur la gouvernance », selon les définitions ci-après :

- « Opportunités relatives au développement durable » : fournit une évaluation de la qualité des produits et services de l'entreprise ayant un impact positif ou négatif sur la gestion des principaux enjeux de développement durable, ainsi qu'une estimation de la part actuelle et future de ces produits et services dans le chiffre d'affaires de l'entreprise.

- « Risques relatifs au développement durable » : fournit une évaluation synthétique de l'efficacité et de la proactivité de l'entreprise dans sa manière de répondre aux enjeux de développement durable spécifiques à son activité et à sa chaîne de valeur. Cette évaluation permet de rendre compte de la capacité de l'entreprise à réduire ses risques liés notamment aux questions-clés propres à chaque secteur d'activité.

- « Opinion sur la gouvernance » : fournit une vue d'ensemble de la structure de gouvernance de l'entreprise et mesure la qualité et l'efficacité de ses politiques relatives à l'éthique des affaires.

Les notations et commentaires ISS sont restitués dans la langue d'origine sans modification de la part de CIC Market Solutions et n'engagent pas la responsabilité de CIC Market Solutions.

**Recherche Globale**

François Duhon	Responsable de la Recherche Globale	+33 1 5348 8102	francois.duhon@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 & Mid Caps	+33 1 5348 8072	emmanuel.chevalier@cic.fr
David Da Maia	Luxe / Biens de Consommation	+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 / Matériaux	+33 1 5348 8094	ebrahim.homani@cic.fr
Jean-Christophe Lefèvre-Moulenq	Construction / Matériaux	+33 1 5348 8065	jeanchristophe.lefevremoulenq@cic.fr
Eric Lemarié	Biens d'équipement	+33 1 5348 6425	eric.lemarie@cic.fr
Fanny Meindre, PhD	Santé & Biotechnologie	+33 1 5348 8084	fanny.meindre@cic.fr
Arnaud Palliez	Energie / Services aux collectivités	+33 1 4181 7424	arnaud.palliez@cic.fr
Alexandre Plaud	Technologie / Services	+33 1 5348 8093	alexandre.plaud@cic.fr
Francis Prêtre	Agroalimentaire & Boisson / Biens de Consommation	+33 4 7560 2473	francis.prêtre@cic.fr
Eric Ravary	Médias & 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, CFA	Agroalimentaire & Boisson	+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
Lina Braci	Analyste Crédit	+33 1 5348 8244	lina.braci@cic.fr
Marc Gontran	Analyste Crédit	+33 1 5348 3786	marc.gontran@cic.fr
Stéphane Leandri	Analyste Crédit	+33 1 5348 8041	stephane.leandri@cic.fr

**Economie & Stratégie marchés financiers**

François Duhon	Chef Economiste et Stratégiste	+33 1 5348 8102	francois.duhon@cic.fr
Benoit Rodriguez	Responsable de la Recherche Economique	+33 1 5348 8099	benoit.rodriguez@cic.fr
Eric Baron	Responsable de la Recherche Marchés Financiers	+33 1 5348 8096	eric.baron@cic.fr
Jordan Allouche	Economie	+33 1 5348 7678	jordan.allouche@cic.fr
Gabriel Corbassière	Economie	+33 1 5348 2559	gabriel.corbassiere@cic.fr
Anne-Lise Cornen	Economie	+33 1 5348 8184	annelise.cornen@cic.fr
Adrien Régnier-Laurent	Economie	+33 1 5348 8042	adrien.regnierlaurent@cic.fr
Nicolas Bouthors	Stratégie marchés financiers	+33 1 5348 6042	nicolas.bouthors@cic.fr
Nabil Milali	Stratégie marchés financiers	+33 1 5348 8101	nabil.milali@cic.fr
Eva Bellin	Analyse Technique	+33 1 5348 8100	eva.bellin@cic.fr
Fabrissa Tassin	Analyse Technique	+33 1 5348 6071	fabrissa.tassin@cic.fr

**Recherche Développement Durable**

Françoise Etienne	Responsable Recherche Développement Durable	+33 1 5348 8113	francoise.etienne@cic.fr
Nicolas Haese	Recherche Développement Durable, Référent Climat	+33 1 5348 2286	nicolas.haese@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	francois.lannes@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
Mikael Vasmant	Royaume-Uni	+33 1 4016 2700	mikael.vasmant@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**

Sonja Prieur	Responsable de la Vente obligataire	+33 1 4016 2611	sonja.prieur@cic.fr
Jean-Christophe Verlodt	Responsable-ajoint de la Vente obligataire	+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
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 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](mailto:analyse-ms@cic.fr)

Pour toutes informations supplémentaires ou disclaimer spécifique, connectez-vous au site Internet de CIC Market Solutions : [www.cic-marketsolutions.eu](http://www.cic-marketsolutions.eu)