

**Accumuler**

Depuis le 21/12/2023

**Cours (€)** 125,50

Capi. boursière (M€) 292

Clôture du (19/03/2024)

**Objectif de cours (€)** 140,00

Depuis le 05/12/2023

	12/22A	12/23E	12/24E
CA (M€)	877	562	604
EBIT (M€)	34	23	28
Marge d'EBIT (%)	3,9	4,0	4,7
EBIT ajusté (M€)	33	23	28
RNPG ajusté (M€)	22	18	18
BPA ajusté (€)	9,45	7,93	7,85
Révision (%)	0,0	26,2	16,0
DFN/EBE ajusté (x)	0,0	0,5	0,2
EV/EBIT (x)	4,4	8,9	11,0
P/E (x)	6,4	9,6	16,0
Rendement (%)	10,7	4,2	2,5

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

Date de production : 21/03/2024 - 07:46

Date de 1<sup>ère</sup> diffusion : 21/03/2024 - 07:46**Clasquin****Résultats supérieurs aux attentes, projet de cession en cours**

**Faits :** après deux années records (perturbations liées à la crise sanitaire et au contexte géopolitique), et du fait d'une activité sous pression (MB à +2% ou -8,5% en organique), les marges se sont inscrites en baisse en 2023, mais dans des proportions moindres qu'attendu. L'EBIT 2023 courant s'élève ainsi à 29,5 M€ (vs 22,5 M€ estimés), -11,7%, soit 18,5 M€ au S2 (+32%) après 11,0 M€ au S1 (-43%), avec un ratio EBIT/MB de 20,6% (vs 15,8% est.) vs 23,9% en 2022, mais ce qui reste bien au-delà du niveau pre-Covid de 2019 : 11,2% de marge. Le RNPG ressort à 18,3 M€ (vs 14,5 M€ est.), -16%. Avec une CAF à 39 M€, malgré la hausse du BFR sur la fin de l'année, la reprise à 100% de Timar et le versement d'un dividende de près de 16 M€, la dette nette ressort à -5,4 M€ hors IFRS 16 à fin 2023, comparée à -20,8 M€ à fin 2022. Les négociations avec MSC se poursuivent, un communiqué est annoncé prochainement. Rappelons que Yves Revol (Président), est en passe de céder sa participation (en direct et via la holding Olymp), soit 42% des titres, à une des filiales de la société MSC, sur la base d'une valeur d'entreprise de 325 M€ (montant pré-annoncé en septembre dernier). A noter que dans le cadre des négociations, aucun dividende ne devrait être versé en 2024.

**Analyse :** la forte hausse des résultats enregistrée au S2 permet au groupe d'afficher une résilience supérieure aux attentes en termes de marges, ce qui nous conduit à revoir en hausse notre scénario pour 2024 : BPA à +16% (prévisions 2025 inchangées). Si la cession du bloc de contrôle était basée sur les données financières au 31/12/23, Clasquin serait valorisé à plus de 143 € par action (le prix final dépendra de la situation à la date du *closing*), ce qui pourrait servir de référence à l'offre publique qui serait lancée suite à la cession du bloc de contrôle pour permettre aux actionnaires minoritaires de bénéficier des mêmes conditions de sorties que la famille Revol.

**Conclusion :** sur la base d'une VE à 325 M€, la transaction fait ressortir des multiples de VE/MB 2024 et 2025 à respectivement 2,1x et 2,0x, vs une moyenne 10 ans à 1,4x, et de VE/EBIT à 11,6x et 12,0x vs 12,5x. En cas de lancement de l'offre publique, nous conseillerions d'apporter les titres à l'offre. Notre objectif de cours est inchangé à 140 €.

**SWOT Analysis****Strengths**

- A diversified clients portfolio
- Good geographical diversification
- Good reactivity in a volatile business

**Weaknesses**

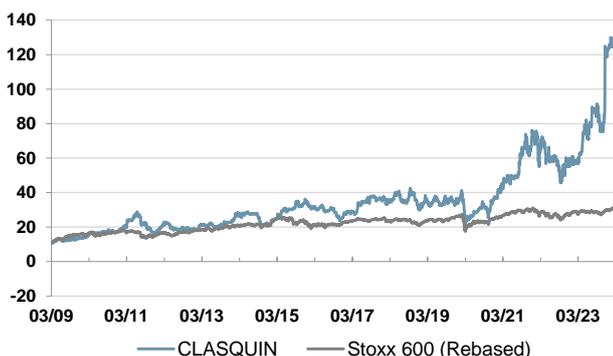
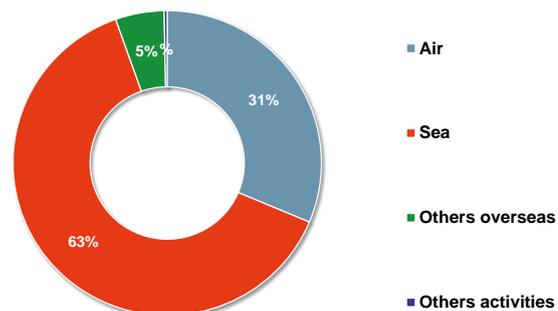
- Low liquidity on the stock
- A relative small player on the market

**Opportunities**

- New external growth
- Geographical diversification
- Complete product offer

**Threats**

- Cyclical market
- Sudden change in freight rate
- Difficulties in attracting talent

**Stock price development****Revenues breakdown (last reported year)**

Sources: CIC Market Solutions, FactSet price data

## Clasquin : Compte de résultat consolidé

(M€)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	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
Chiffre d'Affaires	211,46	234,21	235,02	290,59	308,34	331,23	392,03	752,18	877,09	562,10	603,59	633,77
Variation (%)	6,72	10,76	0,35	23,64	6,11	7,42	18,36	91,87	16,61	-35,91	7,38	5,00
Excédent Brut d'Exploitation - Publié	6,48	8,04	6,56	7,34	8,62	13,78	16,59	38,03	41,74	31,41	37,69	37,15
Variation (%)	-	24,02	-18,32	11,88	17,34	59,92	20,39	129,27	9,75	-24,75	19,99	-1,44
Marge (%)	3,06	3,43	2,79	2,53	2,79	4,16	4,23	5,06	4,76	5,59	6,24	5,86
Résultat Opérationnel - Publié	4,24	6,29	4,60	5,44	5,78	8,20	9,64	27,26	34,04	22,54	28,13	27,11
Variation (%)	-6,17	48,26	-26,89	18,31	6,25	41,90	17,50	182,89	24,87	-33,79	24,82	-3,63
Marge (%)	2,01	2,69	1,96	1,87	1,87	2,48	2,46	3,62	3,88	4,01	4,66	4,28
Résultat Net Part du Groupe - Publié	2,13	3,35	2,17	2,49	2,80	3,83	5,12	17,39	21,81	12,83	18,10	16,71
Variation (%)	-3,45	57,24	-35,06	14,54	12,62	36,53	33,76	239,68	25,41	-41,15	41,08	-7,72
Marge (%)	1,01	1,43	0,92	0,86	0,91	1,16	1,31	2,31	2,49	2,28	3,00	2,64
Résultat Net Part du Groupe - Ajusté	2,13	3,35	2,17	2,49	2,80	3,88	5,12	17,39	21,81	18,30	18,10	16,71
Variation (%)	-3,45	57,24	-35,06	14,54	12,62	38,28	32,09	239,61	25,41	-16,08	-1,07	-7,72
Marge (%)	1,01	1,43	0,92	0,86	0,91	1,17	1,31	2,31	2,49	3,26	3,00	2,64
BNPA - Publié	0,92	1,45	0,94	1,08	1,22	1,66	2,22	7,54	9,45	5,56	7,85	7,24
Variation (%)	-3,45	57,24	-35,06	14,54	12,62	36,53	33,76	239,68	25,41	-41,15	41,08	-7,72
BNPA - Ajusté	0,92	1,45	0,94	1,08	1,22	1,68	2,22	7,54	9,45	7,93	7,85	7,24
Variation (%)	-3,45	57,24	-35,06	14,54	12,62	38,28	32,10	239,61	25,41	-16,08	-1,07	-7,72
Dividende par action	0,80	1,25	0,80	0,80	0,65	0,00	1,30	3,70	6,50	3,17	3,14	2,90
Variation (%)	0,00	56,25	-36,00	0,00	-18,75	-	-	184,62	75,68	-51,17	-1,07	-7,72
Taux de distribution (%)	86,71	86,16	84,91	74,13	53,48	0,00	58,56	49,08	68,75	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	2022A	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	41,74	31,41	37,69	37,15
Résultat Financier	-0,42	-0,18	-0,51	-0,71	-0,33	-0,65	-1,63	-2,07	-1,40	-1,20	-1,10	-1,14
Impôts et Taxes	-1,33	-1,94	-1,51	-1,93	-2,12	-3,16	-2,65	-6,15	-8,91	-6,81	-7,14	-7,30
Autres	-0,68	2,06	0,11	0,41	-0,14	0,64	1,41	3,51	0,28	5,47	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>31,71</b>	<b>28,87</b>	<b>29,45</b>	<b>28,71</b>
Variation du BFR	2,51	0,19	-2,73	-2,72	-1,60	5,52	-11,62	-17,78	35,19	-10,16	-7,78	-7,09
Cash Flow Opérationnel (A)	6,55	8,17	1,93	2,40	4,43	16,12	2,11	15,55	66,90	18,71	21,66	21,62
Investissements corporels nets	-2,87	-2,39	-3,55	-3,59	-3,60	-2,50	-1,53	-1,93	-5,64	-2,50	-2,00	-2,00
Investissements financiers nets	0,36	0,34	0,16	0,27	0,28	0,16	0,32	0,72	0,07	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	-5,58	-2,50	-2,00	-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>61,33</b>	<b>16,21</b>	<b>19,66</b>	<b>19,62</b>
Cash Flow de financement (C)	-4,86	-10,64	-4,33	-3,84	-4,13	-13,52	-4,95	-6,42	-11,66	-31,56	-14,03	-13,95
<b>Variation de la Trésorerie (Dette) 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>49,67</b>	<b>-15,35</b>	<b>5,64</b>	<b>5,67</b>

Sources : Clasquin, Analyste indépendant.

## Clasquin : Bilan

(M€)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	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
Capitaux Employés	24,45	28,42	34,80	37,02	41,69	52,25	62,02	81,02	60,56	80,12	86,35	91,42
dont Actif Immobilisé - ex actifs fin.	17,61	21,04	24,25	24,68	27,73	43,88	43,11	49,11	63,42	72,81	71,26	69,23
dont besoin en Fonds de Roulement	6,84	7,38	10,55	12,34	13,96	8,37	18,91	31,91	-2,86	7,31	15,09	22,18
dont fonds propres - consolidés	23,28	23,80	23,77	22,88	24,47	26,84	30,95	45,41	59,91	64,72	77,09	88,33
dont Dette Fin. Nette (yc Leasing op.)	0,73	5,25	11,05	15,81	18,83	26,51	31,56	33,22	-0,70	14,65	9,02	3,35
dont Autres Passifs	0,45	-0,63	-0,02	-1,67	-1,61	-1,10	-0,49	2,39	1,35	0,75	0,25	-0,26
<b>Dette 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>-20,79</b>	<b>-5,44</b>	<b>-11,08</b>	<b>-16,75</b>

Sources : Clasquin, Analyste indépendant.

## Clasquin : Ratios

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	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	0,6	0,4	0,3	0,3
BFR / CA (%)	3,2	3,1	4,5	4,2	4,5	2,5	4,8	4,2	-0,3	1,3	2,5	3,5
DFN* / Fonds Propres (%)	3,1	22,1	46,5	69,1	76,9	98,8	-	73,2	-	22,6	11,7	3,8
DFN* / EBE ajusté (x)	0,1	0,6	1,5	2,0	2,0	1,9	1,9	0,9	0,0	0,5	0,2	0,1
DFN* / (EBE - Inv. corp.) (x)	0,2	0,9	3,1	3,8	3,3	2,3	2,1	0,9	0,0	0,5	0,3	0,1
EBE ajusté / Charges financières (x)	15,5	-	13,9	11,0	28,5	21,7	10,1	18,5	29,4	26,2	-	-
ROE (% , RN pdg ajusté / FP pdg)**	10,1	15,6	10,2	12,3	13,6	17,9	20,9	52,7	47,6	33,9	29,8	23,7
ROCE (% , NOPAT / CE)**	12,0	17,3	10,4	9,7	10,1	10,6	11,1	29,1	34,3	24,3	24,9	21,9
dont EBIT / CA (%)	2,0	2,9	2,2	2,0	2,1	2,6	2,4	3,7	3,8	4,0	4,7	4,3
dont CA / CE (x)	9,0	8,9	7,4	8,1	7,8	7,1	6,9	10,5	12,4	8,0	7,3	7,1
dont taux d'IS normalisé (%)	34,8	31,7	36,9	40,7	38,8	41,6	33,0	24,4	27,3	24,1	26,4	28,1
ROCE ajusté (% , yc SME)	11,6	16,7	10,1	9,5	9,6	10,2	10,8	28,0	32,8	23,2	23,8	21,1

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