

## Achat

Depuis le 25/02/2022

Cours (€) **86,00**

Capi. boursière (M€) 200

Clôture du (14/09/2023)

Objectif de cours (€) **97,00**

VS 92€ (depuis le 28/07/2023)

	12/22	12/23e	12/24e
CA (M€)	877	793	846
EBIT (M€)	34	21	23
Marge d'EBIT (%)	3,9	2,6	2,7
EBIT ajusté (M€)	31	21	23
RNPG ajusté (M€)	22	13	14
BPA ajusté (€)	9,45	5,66	6,26
Révision (%)	0,0	0,0	0,0
DFN/EBE ajusté (x)	0,0	1,2	1,2
EV/EBIT (x)	4,7	11,9	10,7
P/E (x)	6,4	15,2	13,7
Rendement (%)	10,7	2,6	2,9

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 : 15/09/2023 – 07:57

Date de 1<sup>ère</sup> diffusion : 15/09/2023 - 07:57

## Clasquin

### Poursuite des investissements dans les moteurs de croissance

**Faits :** les perturbations des plans de transport, conséquences de la crise sanitaire, ont permis au groupe de dégager une activité, mais surtout des marges exceptionnelles au cours des deux dernières années (MBx1,8 entre 2019 et 2022 et EBITx4). Dans un environnement plus normatif, et dans un contexte de volumes transportés sous pression et de baisse des taux de fret, malgré l'effet périmètre lié à l'intégration de Timar (+8% sur la MB et +70 pbs sur le ratio EBIT/MB), la MB est ressortie en baisse de -6% au S1-2023 et l'EBIT a diminué de -44%. Le ratio MB/CA, à 16,3%, perd un peu plus de 10 points, mais ressort encore nettement au-dessus de la performance pre-Covid de 2019 (10,8%), de même que l'EBIT qui à 11 M€ est quasi 3x supérieur à celui du S1-2019. Objectif annuel renouvelé : marché attendu à +1,0% en vol. (prévisions OMC sur les échanges mondiaux), -4,3% pour l'aérien et -2,5 à -5% pour le maritime, les dirigeants comptent générer une activité supérieure (baisse des volumes compensée par la conquête clients et des services à plus forte VA), avec un retour vers des marges normatives en base annuelle, supérieures toutefois à l'historique, le groupe ayant évolué tant en taille, qu'en mix activité / mix pays / mix client, ou en matière de structure (gains de productivité grâce aux investissements IT notamment).

**Analyse :** la performance du S1 étant en ligne avec nos prévisions, et le S2 offrant un effet de base plus favorable, nous maintenons notre scénario annuel : MB 2023 attendue en baisse de -4,6% dont -14% en organique, ratio EBIT/MB à 15,5%, soit un EBIT à 20,6 M€ sur l'année, -39%. La bonne situation financière du groupe (situation nette à 3 M€ hors IFRS 16 à fin juin 2023) devrait permettre de poursuivre les investissements dans la croissance organique, comme externe (intégration de Timar bien engagée), ce qui devrait permettre au groupe de retrouver rapidement le chemin de la croissance (MB attendue à +7,9% en 2024 dont +5,0% en organique).

**Conclusion :** dans un marché sous pression, le groupe devrait continuer à renforcer ses positions sur le marché. Nous sommes confortés dans notre opinion Achat. Pour tenir compte de l'évolution des comparables, nous relevons notre objectif de cours de 92 à 97 €<

## SWOT Analysis

### Strengths

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

### Opportunities

- New external growth
- Geographical diversification
- Complete product offer

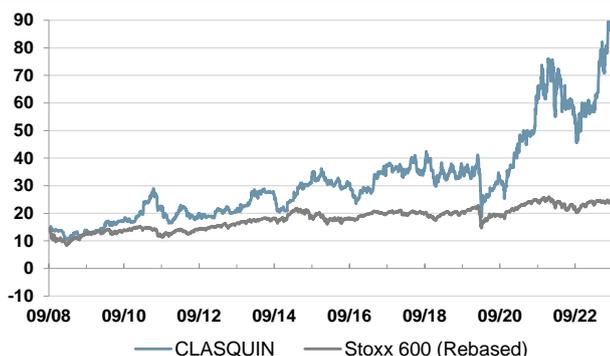
### Weaknesses

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

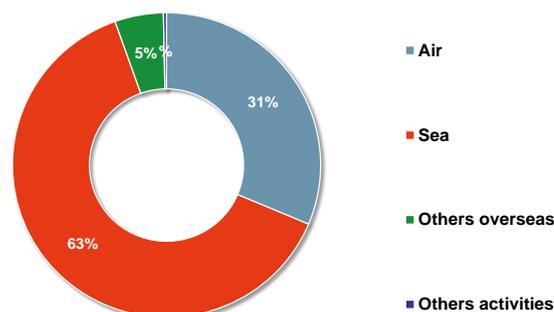
### Threats

- 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	792,56	845,57	887,85
Variation (%)	6,72	10,76	0,35	23,64	6,11	7,42	18,36	91,87	16,61	-9,64	6,69	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	28,92	32,09	34,75
Variation (%)	-	24,02	-18,32	11,88	17,34	59,92	20,39	129,27	9,75	-30,71	10,94	8,30
Marge (%)	3,06	3,43	2,79	2,53	2,79	4,16	4,23	5,06	4,76	3,65	3,79	3,91
Résultat Opérationnel - Publié	4,24	6,29	4,60	5,44	5,78	8,20	9,64	27,26	34,04	20,64	23,15	25,36
Variation (%)	-6,17	48,26	-26,89	18,31	6,25	41,90	17,50	182,89	24,87	-39,37	12,14	9,58
Marge (%)	2,01	2,69	1,96	1,87	1,87	2,48	2,46	3,62	3,88	2,60	2,74	2,86
Résultat Net Part du Groupe - Publié	2,13	3,35	2,17	2,49	2,80	3,83	5,12	17,39	21,81	13,07	14,44	15,45
Variation (%)	-3,45	57,24	-35,06	14,54	12,62	36,53	33,76	239,68	25,41	-40,09	10,51	6,98
Marge (%)	1,01	1,43	0,92	0,86	0,91	1,16	1,31	2,31	2,49	1,65	1,71	1,74
Résultat Net Part du Groupe - Ajusté	2,13	3,35	2,17	2,49	2,80	3,88	5,12	17,39	21,81	13,07	14,44	15,45
Variation (%)	-3,45	57,24	-35,06	14,54	12,62	38,28	32,09	239,61	25,41	-40,09	10,51	6,98
Marge (%)	1,01	1,43	0,92	0,86	0,91	1,17	1,31	2,31	2,49	1,65	1,71	1,74
BNPA - Publié	0,92	1,45	0,94	1,08	1,22	1,66	2,22	7,54	9,45	5,66	6,26	6,70
Variation (%)	-3,45	57,24	-35,06	14,54	12,62	36,53	33,76	239,68	25,41	-40,09	10,51	6,98
BNPA - Ajusté	0,92	1,45	0,94	1,08	1,22	1,68	2,22	7,54	9,45	5,66	6,26	6,70
Variation (%)	-3,45	57,24	-35,06	14,54	12,62	38,28	32,10	239,61	25,41	-40,09	10,51	6,98
Dividende par action	0,80	1,25	0,80	0,80	0,65	0,00	1,30	3,70	6,50	2,27	2,50	2,68
Variation (%)	0,00	56,25	-36,00	0,00	-18,75	-	-	184,62	75,68	-65,14	10,51	6,98
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	28,92	32,09	34,75
Résultat Financier	-0,42	-0,18	-0,51	-0,71	-0,33	-0,65	-1,63	-2,07	-1,40	-0,82	-1,50	-1,34
Impôts et Taxes	-1,33	-1,94	-1,51	-1,93	-2,12	-3,16	-2,65	-6,15	-8,91	-4,86	-5,22	-6,49
Autres	-0,68	2,06	0,11	0,41	-0,14	0,64	1,41	3,51	0,28	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>31,71</b>	<b>23,25</b>	<b>25,37</b>	<b>26,93</b>
Variation du BFR	2,51	0,19	-2,73	-2,72	-1,60	5,52	-11,62	-17,78	35,19	-18,88	-13,74	-1,48
Cash Flow Opérationnel (A)	6,55	8,17	1,93	2,40	4,43	16,12	2,11	15,55	66,90	4,37	11,63	25,45
Investissements corporels nets	-2,87	-2,39	-3,55	-3,59	-3,60	-2,50	-1,53	-1,93	-5,64	-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	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	-2,00	-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>61,33</b>	<b>2,37</b>	<b>10,13</b>	<b>23,45</b>
Cash Flow de financement (C)	5,54	10,19	-6,33	-5,15	-1,11	25,22	0,58	27,47	117,08	2,73	18,76	44,90
<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>49,67</b>	<b>-36,83</b>	<b>-1,80</b>	<b>10,97</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	60,39	96,49	108,90	109,00
dont Actif Immobilisé - ex actifs fin.	17,61	21,04	24,25	24,68	27,73	43,88	43,11	49,11	63,42	80,64	79,31	77,92
dont besoin en Fonds de Roulement	6,84	7,38	10,55	12,34	13,96	8,37	18,91	31,91	-3,03	15,85	29,59	31,07
dont fonds propres - consolidés	23,28	23,80	23,77	22,88	24,47	26,84	30,95	45,41	59,91	59,68	70,69	82,27
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	36,13	37,93	26,97
dont Autres Passifs	0,45	-0,63	-0,02	-1,67	-1,61	-1,10	-0,49	2,39	1,17	0,69	0,28	-0,23
<b>Dettes Financières 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>16,03</b>	<b>17,84</b>	<b>6,87</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	0,3	0,2	0,2
BFR / CA (%)	3,2	3,1	4,5	4,2	4,5	2,5	4,8	4,2	-0,3	2,0	3,5	3,5
DFN* / Fonds Propres (%)	3,1	22,1	46,5	69,1	76,9	98,8	-	73,2	-	60,5	53,7	32,8
DFN* / EBE ajusté (x)	0,1	0,6	1,5	2,0	2,0	1,9	1,9	0,9	0,0	1,2	1,2	0,8
DFN* / (EBE - Inv. corp.) (x)	0,2	0,9	3,1	3,8	3,3	2,3	2,1	0,9	0,0	1,3	1,2	0,8
EBE ajusté / Charges financières (x)	15,5	-	13,9	11,0	28,5	21,7	10,1	18,5	28,0	-	21,5	26,0
ROE (% , RN pdg ajusté / FP pdg)**	10,1	15,6	10,2	12,3	13,6	17,9	20,9	52,7	47,6	25,4	26,4	24,2
ROCE (% , NOPAT / CE)**	12,0	17,3	10,4	9,7	10,1	10,6	11,1	29,1	32,4	19,9	17,1	17,0
dont EBIT / CA (%)	2,0	2,9	2,2	2,0	2,1	2,6	2,4	3,7	3,6	2,6	2,7	2,9
dont CA / CE (x)	9,0	8,9	7,4	8,1	7,8	7,1	6,9	10,5	12,4	10,1	8,2	8,1
dont taux d'IS normalisé (%)	34,8	31,7	36,9	40,7	38,8	41,6	33,0	24,4	27,3	24,5	24,1	27,0
ROCE ajusté (% , yc SME)	11,6	16,7	10,1	9,5	9,6	10,2	10,8	28,0	31,0	19,0	16,6	16,5

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