

ETUDE LONGUE

Jeudi 21 Décembre 2023

Accumuler

Vs Achat (depuis le 25/02/2022)

Cours (€) 118,50

Capi. boursière (M€) 276

Clôture du (20/12/2023)

Objectif de cours (€) 140,00

Depuis le 05/12/2023

Clasquin

Projet de cession à MSC

Dans un marché d'envergure mondiale, la constance de la stratégie déployée, en période de haut de cycle comme en période de bas de cycle, a permis à ce groupe familial de durablement surperformer. La famille, qui détient 42% du capital, a annoncé début décembre son intention de céder sa participation à MSC. OPA probable début 2024.

Un pure player de la commission de transport

Clasquin est un spécialiste du secteur de la commission de transport (aérien, maritime, routier et RO/RO) et des services associés. Au cours des dix dernières années, le groupe a enregistré une croissance annuelle moyenne de près de +11% de sa marge brute en organique, à laquelle s'est ajouté un effet périmètre de +1% à +2% chaque année. Grâce à l'effet d'aubaine engendré par la crise sanitaire, dans un contexte de flux de transport fortement perturbés (envolée des taux de fret, nécessité de trouver des solutions sur mesure, etc.), le groupe a dégagé des résultats records en 2021 et 2022, malgré un retournement du marché dès mi-2022 qui s'est confirmé sur le début de 2023.

Une activité et des marges sous pression en 2023

Dans un contexte économique moins porteur, combiné au retour à des plans de transport normalisés, les volumes transportés devraient être en baisse en 2023 et les taux de fret devraient poursuivre leur décline. Cet environnement devrait peser sur l'activité et sur les marges du groupe en 2023 : nous tablons sur une marge brute en baisse de -4,6% et un ratio EBIT/MB de 15,5% (vs 24,3%). Grâce à la relative résilience en matière organique et à la consolidation de Timar, l'activité et les résultats devraient cependant rester significativement supérieurs aux niveaux enregistrés avant la crise sanitaire (EBIT 2023 > 2x EBIT 2019).

Rebond attendu dès 2024

La forte génération de *cash-flow* des dernières années a permis de passer en situation de trésorerie nette positive à fin 2022 (hors IFRS 16), ce qui devrait permettre au groupe de poursuivre les investissements dans ses moteurs de croissance, en organique et par le biais d'acquisitions. Nous prévoyons ainsi un retour rapide de l'activité et des résultats sur le chemin de la croissance (dès 2024 dans notre scénario), tendance qui devrait se confirmer en 2025.

Intérêt d'une major du transport maritime, possible OPA

Début décembre, la famille Revol a annoncé être en négociation exclusive pour céder à MSC sa participation de 42% dans le capital de Clasquin, sur la base d'une valeur d'entreprise de 325 M€. Compte tenu de notre prévision de dette nette à fin 2023 (proche de 0 hors IFRS 16), la VE évoquée pour la transaction ferait ressortir une valeur par action de plus de 140 €, prix auquel serait lancée une offre publique consécutive au changement de contrôle de la société, possiblement au T1-2024, et qui constitue désormais notre objectif de cours. A la suite de l'annonce du projet de cession, le prix de l'action ne s'est que partiellement ajusté, offrant un potentiel de hausse de +15%. Nous conseillons ainsi d'accumuler la valeur.



Source : Factset

(€)	12/22	12/23e	12/24e
CA (M)	877	521	560
EBITDA Ajusté (M)	41	29	32
Marge d'EBITDA (%)	4,7	5,6	5,7
EBIT ajusté (M)	33	21	23
Marge d'EBIT (%)	3,8	4,0	4,1
RNPG ajusté (M)	22	13	14
ROE (%)	47,6	25,4	26,4
ROCE ajusté (%)	ns	26,1	25,7
Dette nette/(trésor) (M)	(21)	(1)	(5)
Gearing (%)	ns	ns	ns
DFN/EBE ajusté	0,0	0,7	0,5
EBITDA/Rés. fin.	29,9	24,1	29,2
VE/CA	0,2	0,6	0,5
VE/EBITDA ajusté	3,5	10,5	9,4
VE/EBIT ajusté	4,4	14,7	13,0
P/E ajusté	6,4	20,9	18,9
P/ANPA	2,6	5,4	4,6
OpFCF yield (%)	44,6	4,0	5,8
Rendement (%)	5,5	1,9	2,1
BNPA ajusté	9,45	5,66	6,26
Révision (%)	0,00	0,00	0,00
ANPA	22,75	21,78	25,65
Dividende Net / Action	6,50	2,27	2,50
Taux de distrib. (%)	68,7	40,0	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

Sommaire

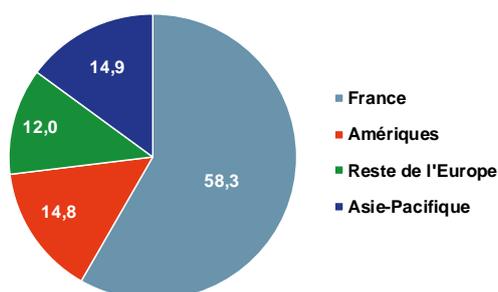
— PROFIL DE LA SOCIETE	3
— ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT	4
Un marché en phase baissière après l'effet d'aubaine lié au Covid	4
Une capacité à surperformer avérée	5
Accumuler, objectif de cours de 140 €	8
— UNE CAPACITE A SURPERFORMER LE MARCHÉ	10
Préambule comptable : VA, CA et MB	10
Un <i>pure player</i> de la commission de transport	10
Une stratégie qui combine croissance interne et acquisitions	11
Un marché volatil : volumes et prix	14
Une capacité à surperformer déjà démontrée	16
— DES PERSPECTIVES QUI RESTENT PROMETTEUSES	24
Une baisse de MB 2023 compensée dès 2024 par le rebond attendu	24
Retour à des niveaux de marge plus normatifs	25
Une génération de <i>cash</i> qui devrait rester soutenue	26
Projet de cession de la société de la part de la famille Revol	27
— APPROCHE DE VALORISATION	28
Comparaisons boursières	28
DCF	29
Synthèse des méthodes retenues et valorisation	30
— COMPTES CONSOLIDES	32

Cette analyse financière a été réalisée par Claire Deray, Analyste Indépendante : cd@sponsor-finance.com

L'Analyste Indépendante 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 Indépendante 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 Indépendante sur l'Emetteur.

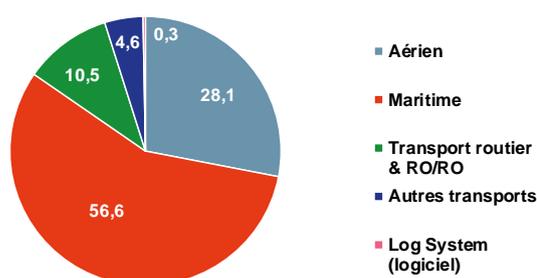
Profil de la société

Clasquin : Marge Brute 2022 par zone géographique (%)



Source : analyste indépendante, Clasquin

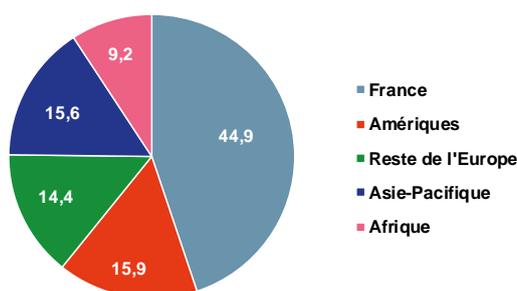
Clasquin : Marge Brute 2022 par activité (%)



Source : Analyste indépendante

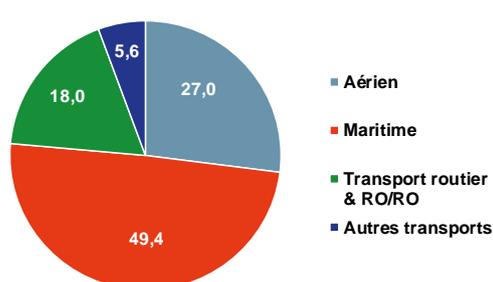
* transport maritime de camions avec leur chargement

Clasquin : Marge Brute S1-2023 par zone géographique (%)



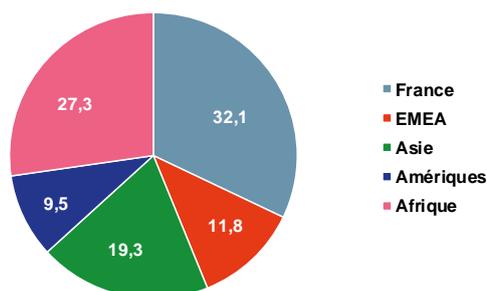
Source : Analyste indépendante, Clasquin

Clasquin : Marge Brute S1-2023 par activité (%)



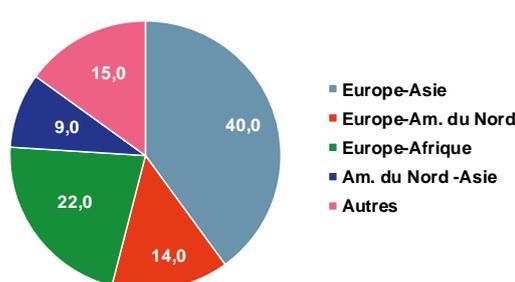
Source : Analyste indépendante, Clasquin

Clasquin : Effectifs au 30/06/2023 par zone géographique (%)



Source : Analyste indépendante, Clasquin

Clasquin : Flux S1 2023 par zones géographiques (%)



Source : Analyste indépendante, Clasquin

Clasquin : Management

Yves Revol	Président du CA
Hugues Morin	Directeur Général
Laurence Ilhe	DGD, Secrétaire Gnl
Philippe Lons	DGD, Directeur Finance
Olivia Boyron	Directrice juridique
Frédéric Serra	Directeur SI

Source : Analyste indépendante, Clasquin

Clasquin : Conseil d'administration

Nombre de membres	8
Dont membres indépendants	3
Dont femmes	3

Source : Analyste indépendante, Clasquin

Clasquin : Actionnariat (au 30/06/2023)

	%	
	Capital	Dt de vote
Yves Revol + Olymp	42,1	56,0
Salariés	15,1	Nc
Flottant	42,8	Nc

Source : Analyste indépendante, Clasquin

Clasquin: Déclaration des administrateurs

Corporate Officer	Cumul depuis début 2023	Achat/ Vente	Nbr de titres	Montant EUR	Prix de transaction
Ariane (H. Morin)	Juin à août	Achat	11 431	945 562	82,72
Laurence Ilhe	Juin à août	Achat	1 294	97 416	75,28
Philippe Lons	Juin à août	Achat	4 604	397 061	86,24

Source : Analyste indépendante, 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.

Source : Analyste indépendante, Clasquin

Argumentaire d'investissement

Grâce aux résultats records de 2021 et 2022, le groupe est sorti financièrement renforcé de la crise sanitaire. Les dirigeants ont ainsi les moyens de poursuivre la stratégie de développement. Les bonnes performances du groupe et son positionnement de *pure player* sur ce marché d'envergure internationale ont attiré l'attention d'une major du transport maritime, potentiel acquéreur de la société, ce qui devrait soutenir la performance du titre dans les mois à venir.

Un marché en phase baissière après l'effet d'aubaine lié au Covid

— Un marché cyclique avec des effets volumes et prix parfois très volatils

Un des facteurs clés de l'activité de commissionnaire de transport est l'évolution des échanges commerciaux mondiaux, qui influent sur les volumes transportés et les prix pratiqués par les transporteurs (taux de fret).

En période d'instabilité économique, géopolitique, et désormais sanitaire avec la crise du Covid qui a impacté l'ensemble du globe, les volumes ainsi que les prix peuvent varier fortement, à la baisse comme à la hausse. Si globalement le marché bénéficie d'une tendance haussière, la volatilité des flux, combinée à celle des taux de fret, peut fortement impacter l'activité des sociétés du secteur. Par ailleurs, si les variations des taux de fret, des taux de change ou du prix du pétrole sont répercutées aux clients par les commissionnaires de transport, les ajustements sont cependant réalisés avec un décalage. En cas de forte volatilité des tarifs, les marges peuvent ainsi varier fortement, à la hausse comme à la baisse.

— Un secteur qui a bénéficié des perturbations liées à la crise sanitaire

Pénalisés par les effets de la crise sanitaire, les volumes des échanges mondiaux ont baissé de près de -8% en 2020, pour repartir en hausse de plus de +10% en 2021. Paradoxalement, pendant cette période, la baisse des volumes transportés subie en 2020 s'est accompagnée d'une forte hausse des taux de fret (jusqu'à x2 voire x3 dans le transport aérien et x5 à x10 dans le transport maritime). En effet la pandémie 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 de 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 et du « 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 leurs clients permettant ainsi à volume transporté égal de facturer plus cher aux clients finaux. Ceci a participé à la hausse des taux de fret même si les volumes transportés étaient en baisse. Ces taux se sont maintenus à des niveaux élevés en 2021 dans un contexte de reprise du marché.

— Un retournement engagé dès 2022, qui s'est confirmé en 2023

Au cours de l'année 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 (fermetures de ports, cadences de production aléatoires, etc.) et guerre en Ukraine (changement des voies aériennes, arrêt des transports des compagnies aériennes russes, etc.). Par ailleurs confrontés à un ralentissement de la croissance économique, la plupart des donneurs d'ordre ont adopté une attitude prudente, en favorisant le déstockage notamment. Les échanges intercontinentaux ont ainsi été de nouveau fortement touchés avec une baisse des volumes transportés par voie maritime de l'ordre de -8% à -12%, et de -8% à -9% par voie aérienne. Dans un contexte de retournement de marché et de retour à la normal des capacités de transport, voire même de l'arrivée de nouvelles capacités dans le maritime, les taux de fret ont entamé une forte décline dans le courant de l'année 2022.

Que ce soit sur les volumes ou les prix, cette tendance baissière devrait se confirmer en 2023. L'OMC table en effet sur une croissance de seulement +0,9% des échanges mondiaux pour l'année en cours (prévisions d'octobre), ce qui devrait se traduire par une nouvelle baisse des volumes d'au moins -4% sur le segment aérien et de -2,5% à -5,0% pour le segment maritime.

Dans cet environnement de marché particulièrement volatil, le groupe s'est de nouveau illustré par sa capacité à surperformer, fruit de la stratégie de développement déployée qui mêle croissance interne et opérations de croissance externe 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* soutenue
- Retour aux actionnaires important (45% de *taux de distribution*, *moyenne 5 ans hors période Covid*)

-

- Marché 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
- Faible liquidité du titre

Source : Analyste indépendante

Une capacité à surperformer avérée

— Un bon *track record* avant la période de crise sanitaire

Au cours de la période 2009-2019, le groupe a enregistré une croissance annuelle moyenne de sa marge brute (MB) de plus de +8%, dont +7% en organique et +1% via des opérations de croissance externe. Cette croissance a été quasiment deux fois plus rapide que celle des échanges mondiaux au cours de la période.

Le groupe a bénéficié de son positionnement précurseur dans les liaisons avec l'Asie (premières implantations au Japon et à Hong-Kong en 1984), une zone dont l'essor des échanges avec le reste du monde a été plus que dynamique, mais également de sa stratégie de développement. Cette dernière passe notamment par l'accompagnement des clients existants et la conquête de nouvelles catégories (grands comptes par exemple), par l'élargissement constant du réseau (ouverture de bureaux ou de filiales dans de nombreux pays), par le recrutement de commerciaux expérimentés quel que soit l'environnement de marché, par des compléments d'offre pour des secteurs aux besoins spécifiques ou des segments de niche (vins et spiritueux, événementiel, température dirigée, art, projets, etc.), ou encore par le déploiement de solutions logicielles offrant des services à valeur ajoutée (Live by Clasquin, Live Green, *purchase order management*).

Les investissements dans les moteurs de croissance ont dans un premier temps pesé sur les marges : le ratio EBIT/MB est ainsi passé de près de 16% en 2008 à 8% en 2016. Cependant, grâce à la croissance de l'activité et à l'amélioration des performances opérationnelles, et malgré les importants investissements IT opérés au cours de la période, les marges ont entamé leur redressement à partir de 2017 : le ratio EBIT/MB a de nouveau franchi le cap des 10% en 2019 (à 10,8%), permettant de générer un EBIT de plus de 8 M€, soit près du double du niveau de 2009. C'est sur ces bases solides que les équipes Clasquin ont pu s'appuyer pour faire face à la crise sanitaire survenue début 2020.

— Bonne résilience en 2020, suivie de deux années aux performances records

Si la crise sanitaire a stoppé net la dynamique de croissance dans laquelle le groupe était engagé, grâce à la réactivité et à la flexibilité de ses équipes, la baisse de la MB a été limitée à moins de -1% en 2020 (-4,8% en organique). La relative résilience de l'activité dans un contexte de crise sanitaire, l'efficacité des équipes, les aides gouvernementales et la montée en puissance des outils logiciels ont en outre permis à Clasquin de poursuivre le redressement de ses marges en 2020, avec un ratio EBIT/MB porté à 12,6%.

Le groupe a de nouveau déjoué tous les pronostics en 2021 en affichant une très forte croissance de son activité, avec une MB en hausse de +60% (+58,4% en organique). Clasquin a certes bénéficié d'une reprise du marché et de la forte hausse des taux de fret, mais surtout des effets de sa stratégie : 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), poursuite de la diversification de l'activité et des implantations mondiales, nouveaux services/outils (Live by Clasquin, Live Green, etc.)... La forte croissance de l'activité (taille critique atteinte dans la quasi-totalité des zones), 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 en 2021 avec une marge opérationnelle à 22,4%, bien au-delà de ses meilleures performances historiques de 15-16%, soit un EBIT à 27 M€ (quasi x3 vs 2020).

Les *drivers* qui ont porté la croissance en 2021 se sont poursuivis sur le début de l'exercice 2022, permettant à Clasquin de finir l'année avec une MB de 140,0 M€, en hausse de +14,9% (pas d'effet périmètre, la cession de Log System compensant les entrées dans le périmètre). Et ce bien que la dégradation du marché ait conduit à un ralentissement de la croissance au T3 (+12,6%, après +38,5% à fin juin) et à une baisse d'activité de -15% au T4 (effet de base particulièrement élevé). Malgré la base élevée de 2021 et la poursuite des investissements dans les moteurs de croissance, le ratio EBIT/MB s'est encore amélioré en 2022 pour atteindre 24,3%, permettant de générer des résultats records : l'EBIT est ressorti à 34 M€ en 2022 (+25%), soit plus de x4 les 8,3 M€ enregistrés en 2019.

— Retour à une situation plus normative

Pour 2023, le contexte de marché demeure compliqué avec des volumes attendus en baisse de -4,3% dans le transport aérien (source : IATA, +2,2% pour la Clasquin à fin septembre) et de -2,5% à -5,0% pour le transport maritime (-1,9% pour Clasquin à fin septembre), ainsi qu'un fort repli anticipé des taux de fret (contraction à deux chiffres sur le maritime et sur l'aérien). Comme à leur habitude, les dirigeants de Clasquin se sont fixés comme objectif de surperformer le marché.

A fin septembre 2023, le groupe affichait une baisse de seulement -3,9% de sa MB. Grâce à la consolidation de Timar depuis début avril, combinée à un ralentissement de la baisse en organique au T3 (-10% vs -16% au S1), le groupe a signé deux trimestres consécutifs de légère hausse de la MB permettant de compenser en partie le repli enregistré au T1. Sur l'ensemble de 2023, nous prévoyons une MB de 133,6 M€, en baisse de -4,6% (-13,8% en organique) par rapport au niveau exceptionnel de 2022. A noter que ce niveau demeure bien supérieur à celui généré avant la survenance de la crise sanitaire (quasi x2).

Les facteurs qui ont permis aux marges d'entamer leur redressement avant la crise sanitaire et pendant la période qui a suivi devraient perdurer : montée en puissance des nouveaux outils logiciels, redressement ou amélioration des marges de certaines zones ou activités (filiale Fairs & Events), ou encore montée en gamme de l'offre (services de plus en plus à valeur ajoutée, segments de niche à besoins complexes, etc.). La baisse d'activité et le retour à la normale des flux d'échanges mondiaux, et très probablement des taux de fret (encore possible baisse en aérien), ne devraient cependant pas permettre, selon nous, de soutenir les niveaux de marges observés en 2021 et 2022. Nous prévoyons ainsi une marge d'EBIT/MB de 15,5% pour 2023, soit un retour aux plus hauts historiques (hors période Covid) atteints en 2008 et 2010, avec à la clef une baisse de près de 40% du résultat opérationnel pour l'exercice en cours. Ce scénario conduirait à un EBIT de 20,6 M€ représentant malgré tout plus du double du niveau généré en 2019 avant la crise sanitaire.

— Des perspectives prometteuses

Une situation financière saine

Grâce à un *cash-flow* des opérations passé de plus de 10 M€ en 2019-2020 à plus de 30 M€ en 2021-2022, Clasquin a porté sa trésorerie à 56 M€ à fin 2022 (47 M€ à fin juin 2023, du fait de la distribution exceptionnelle de dividendes), contre 23 M€ à fin 2018. Le groupe est parvenu à renforcer sa trésorerie malgré la consommation de *cash* liée au BFR, aux investissements réalisés (CAPEX et croissance externe) et à une distribution de dividendes soutenue (*payout* moyen de 45% hors période Covid, pas de distribution au titre de l'exercice 2019). La dette hors IFRS 16 s'établissait quant à elle à 35 M€ à fin 2022 (42 M€ à fin juin), dont moins de 10 M€ à moins d'un an, contre 42 M€ à fin 2018. Le groupe est ainsi passé en situation de trésorerie nette positive. Nous estimons que les dirigeants ont les moyens de poursuivre les investissements dans la croissance, qu'elle soit organique ou externe. Cela devrait selon nous permettre à Clasquin de rebondir rapidement.

Rebond attendu dès 2024

Dans un contexte plus favorable en matière économique et d'échanges commerciaux (prévisions du Fonds monétaire international pour les échanges mondiaux : +2,9% pour 2024, après +0,9% pour 2023), nous anticipons un rebond de l'activité de Clasquin. La MB devrait ainsi selon nous augmenter de +5% en organique en 2024 et en 2025.

En 2024, le groupe devrait par ailleurs bénéficier de l'effet périmètre embarqué lié à l'opération Timar, la société devant être consolidée sur 12 mois, vs 9 mois en 2023, ce qui pourrait ajouter selon nous près de 3 pts à la croissance de la MB. La société compte en outre poursuivre ses opérations de croissance externe. Ces dernières étant difficilement prévisibles, nous n'avons cependant pas intégré d'acquisition dans notre scénario.

Au global, notre prévision de MB ressort à 144 M€ pour 2024 (hausse de +7,9% permettant de dépasser le record de 2022) et à 151 M€ pour 2025. La dynamique d'activité devrait selon nous permettre de conserver un ratio EBIT/MB dans la fourchette 15-16% et générer une croissance à deux chiffres du résultat opérationnel en moyenne en 2024 et 2025.

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 clients 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
	— Produit	x			Activité commission de transport désormais plutôt bien diversifiée : maritime, aérien et autres
Risques financiers	— Crédit	x			Financement par emprunt bancaire majoritairement à long terme
	— Liquidité	x			Cash important pour financer le BFR
	— Taux d'intérêt	x			Faible endettement, politique de couverture en historique pour limiter l'exposition à la variation des taux d'intérêt
Risques compliance	— Réglementation	x			La société dispose de compétences reconnues en matière de traitements douaniers
	— Juridique	x			
	— Politique		x		Les mesures protectionnistes de certains états peuvent entraver les échanges internationaux
	— Gouvernance	x			

Source : Analyste indépendante, Clasquin

Accumuler, objectif de cours de 140 €

Dans le projet de cession du bloc de la famille Revol à MSC, la valeur d'entreprise évoquée est de 325 M€ (sous réserve des *due diligence* en cours). Sur la base de notre prévision de dette nette à fin 2023 (proche de 0 hors IFRS 16), la valeur d'entreprise évoquée pour la transaction ferait ressortir une valeur par action de plus de 140 €, soit une prime de près de 60% par rapport au cours de clôture et de plus de 45% par rapport à notre objectif de cours (97 €) d'avant l'annonce. Ce prix servira selon nous de valeur de référence pour offrir une possibilité de sortie aux actionnaires minoritaires, et constitue ainsi notre objectif de cours sur la valeur.

Sur la base de nos prévisions de résultats, la transaction ferait ressortir des multiples de : VE/MB de respectivement 2,4x et 2,3x en 2023 et en 2024 (vs une moyenne sur dix ans de 1,4x pour le titre Clasquin) ; VE/EBITDA de 14,4x et de 12,7x (vs 8,8x) ; VE/EBIT de 15,7x et de 14,0x (vs 12,7x) ; P/E de 24,8x et de 22,4x (vs 24,3x). Soit une absence de décote par rapport aux comparables cotés de taille plus conséquente, MSC valorisant probablement le potentiel de Clasquin au sein de son périmètre. Nous estimons qu'un tel niveau de valorisation en *stand alone* n'aurait pas été atteint avant plusieurs années. En cas de lancement d'une OPA à ce prix par action, nous conseillerions aux minoritaires d'apporter leurs titres.

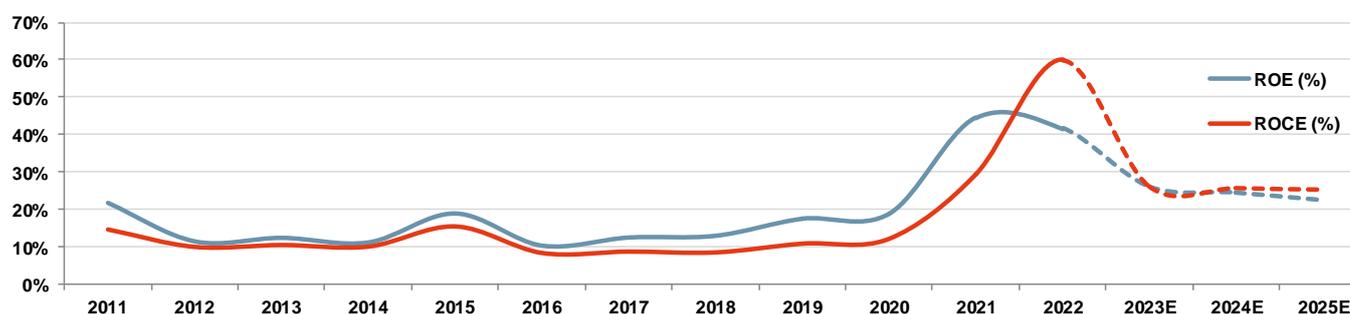
Même si la cession de la participation de la famille Revol reste soumise au retour positif des *due diligence* (en cours), et que l'opération et donc la probable OPA à suivre ne devraient pas être réalisées avant le T1-2024, le titre a fortement rebondi suite à l'annonce de l'entrée en négociation exclusive : +37%. Cependant par rapport à notre estimation de prix de transaction de 140 €, le titre offre encore un potentiel de hausse de +15%, nous conseillons ainsi d'Accumuler la valeur.

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 transport	
	• Pouvoir de négo. des acheteurs	x		Les variations des coûts de transport 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
Profil des revenus	• 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	
	• 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
Rentabilité et génération de cash-flow	• Diversification des fournisseurs		x	Travaille avec la plupart des transporteurs maritimes et aériens	
	• Croissance organique		x	Croissance organique > 6,0% en moyenne (hors effet Covid 2020-2022)	
	• Croissance externe			x	Acquisitions régulières depuis 2014
	• Pricing power		x	Spécialisation sur certains flux et certaines niches permettant une bonne maîtrise des tarifs	
	• Structure de coûts fixes			x	Essentiellement des frais de personnel
	• 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 ~ 11% hors effet Covid (2020-2022)
	• Génération de Cash Flow			x	FCF <i>yield</i> à près de 5% (moy. 10 ans hors Covid 2020-2022 basée sur 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
Bilan et Liquidité	• Organisation industrielle		x	Clasquin présente dans zones clés et s'appuie sur un réseau de partenaires ailleurs (WFA)	
	• Potentiel de restructuration		x		
	• Levier financier			x	Dette nette / EBITDA attendue à 1,3 en 2023 ou 0,6 hors IFRS 16
	• Liquidité			x	Trésorerie de 47,2 M€ à fin juin 2023
	• Qualité de la structure de la dette			x	Pas de mur de dette
Considérations relatives à l'investissement	• Intensité du BFR	x			
	• Eléments hors bilan	x			
	• 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 <i>management</i>
	• Intérêt spéculatif			x	Société détenue par son <i>manager</i> depuis 1983
	• Complexité comptable	x			
	• Historique du management			x	<i>Managers</i> aux postes clés dans la société depuis longtemps
	• Rémunération du management	x			
	• Activité d'initiés			x	
Bilan et Liquidité	• Couverture des analystes	x		Couvert par 4 analystes <i>sell side</i>	
	• Liquidités des actions	x		Moyenne des échanges sur 2022 : 1 390 titres par jour	
	• Volatilité des cours de bourse	x		Bêta : 0,36 ; Bêta ajusté : 0,57	

Source : Analyste indépendante, Factset

Clasquin : ROCE (goodwill inclus) & ROE (%)



Source : Analyste indépendante

Une capacité à surperformer le marché

Dans un marché cyclique, voire volatil, mais globalement porteur, le groupe s'est illustré par sa capacité à surperformer dans les périodes haussières comme dans les phases de baissières. Les dirigeants ont su alimenter durablement les moteurs de la croissance organique, et réaliser avec succès des opérations de croissance externe ciblées et régulières, sans pour autant sacrifier la rentabilité du groupe.

Préambule comptable : VA, CA et MB

En commission de transport, le meilleur indicateur de l'activité est l'évolution de la marge brute (MB), qui permet de neutraliser les effets de l'évolution, parfois très erratique, des coûts de prestation de transport qui impactent le CA comptable.

En effet, compte tenu des 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 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 2022, le groupe a au total facturé à ses clients 1 067 M€ pour un CA consolidé de 877 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 : évolution du volume d'affaires, du chiffre d'affaires et de la marge brute

M€	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Volume d'affaires	554,0	553,0	540,0	563,0	595,0	979,0	1 067,0
Variation		-0,2%	-2,4%	4,3%	5,7%	64,5%	9,0%
Chiffre d'affaires	235,0	290,6	308,3	331,3	392,0	752,2	877,1
Variation		23,6%	6,1%	7,4%	18,3%	91,9%	16,6%
Marge brute	57,5	62,9	68,9	76,7	76,2	121,9	140,0
Variation		9,4%	9,5%	11,4%	-0,7%	60,0%	14,9%

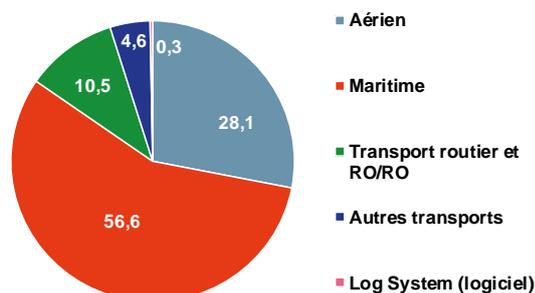
Source : Analyste indépendante, Clasquin

Un *pure player* de la commission de transport

Clasquin est spécialisé dans le transport intercontinental. En tant que *pure player* du *freight forwarding*, la société n'opère pas le transport mais organise les flux de marchandises. 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.

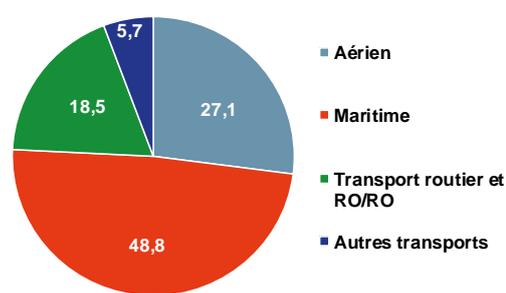
Après la cession de l'activité de transport routier fin 2015, puis de l'activité d'édition de logiciels début 2022 (société Log System, précédent ERP du groupe, 2,9 M€ en 2021), le groupe est désormais totalement centré sur la commission de transport et les services connexes, selon 4 pôles : 1/ maritime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

Clasquin : MB 2022 par activité (%)



Source : Analyste indépendante, Clasquin

Clasquin : MB 9M 2023 par activité (% dont 6 mois de Timar)



Source : Analyste indépendante, Clasquin

— Transport maritime : 57% de la MB 2022 et 49% sur 9 mois en 2023

Présent sur le segment maritime depuis le début des années 1990, la société a mené avec succès sa diversification dans ce métier, ce qui a permis à cette activité de devenir la première division en termes de taille à partir de 2010. Au cours des dix dernières années la MB de la division a cru de près de +16% par an en moyenne. La commission de transport par voie maritime a ainsi représenté 57% de la MB en 2022, et 49% sur les 9 premiers mois de 2023 (activités de Timar incluses sur 6 mois).

— Transport aérien : 28% de la MB 2022 et 27% sur 9 mois en 2023

Métier historique du groupe, la commission de transport par voie aérienne a vu progressivement son poids se réduire, essentiellement du fait de la diversification des activités. Le pôle a connu une croissance de plus de +9% au cours des dernières années pour représenter 28% de la MB en 2022 et 27% sur les 9 premiers mois de 2023.

— Road brokerage : 10,5% de la MB 2022 et 18,5% sur 9 mois en 2023

Cette activité regroupe le transport maritime de camions avec leur chargement (RO/RO ou Roll On / Roll Off) et le transport routier depuis 2022. A la suite de l'acquisition de LCI en 2015, spécialisé sur les flux France-Maghreb, des développements internes (ouverture de bureaux, renforcement des équipes) et grâce à la contribution des activités issues de Timar depuis mars dernier, le pôle transport routier a crû fortement ces dernières années (x3 entre 2015 et 2022), pour représenter 18,5% de la MB sur les 9 premiers mois de 2023.

— Activités complémentaires : 4,6% de la MB 2022 et 5,7% sur 9 mois en 2023

Le groupe a complété son offre en ajoutant d'autres modes de transport (rail, multimodal), des services d'organisation de transport (Clasquin Consulting), en matière de douanes, de logistique (stockage, préparation de commandes, distribution), ou encore en ciblant des segments de niche (pôle Fairs & Events), permettant aux autres activités d'enregistrer une croissance annuelle moyenne de la MB de plus de +8% au cours de la période 2012-2022.

Grâce au succès de la stratégie de développement, qui allie croissance organique et croissance externe, le groupe a enregistré une croissance à deux chiffres de son activité globale : le TMVA de la MB a atteint +12% sur la période 2012-2022 et +17% sur les cinq dernières années.

Une stratégie qui combine croissance interne et acquisitions

Clasquin : croissance historique de la Marge Brute

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Marge Brute - Croissance (%)	0,0%	5,2%	6,3%	10,3%	3,4%	9,4%	9,5%	11,3%	-0,7%	60,0%	14,9%
Dont organique (%)	-4,9%	3,3%	4,3%	4,1%	0,7%	9,8%	11,2%	10,7%	-4,8%	58,4%	14,9%
Dont parités monétaires (%)	2,9%	-2,2%	-0,5%	5,0%	-0,3%	-0,9%	-2,3%	1,4%	-0,9%	0,0%	0,0%
Dont périmètre (%)	2,0%	4,1%	2,5%	1,1%	3,0%	0,5%	0,6%	-0,8%	5,7%	1,6%	0,0%

Source : Analyste indépendante

— Croissance organique à deux chiffres

Au cours des dix dernières années, le groupe a enregistré une croissance annuelle moyenne de près de +11% en organique, et de plus de +18% au cours des cinq dernières années, notamment grâce à l'effet d'aubaine lié à la crise sanitaire pour les acteurs de la commission de transport dans un contexte de flux de transport fortement perturbés côté demande et côté offre (envolée des taux de fret, nécessité de trouver des solutions sur mesure, etc.). La stratégie en termes de croissance interne est orientée vers :

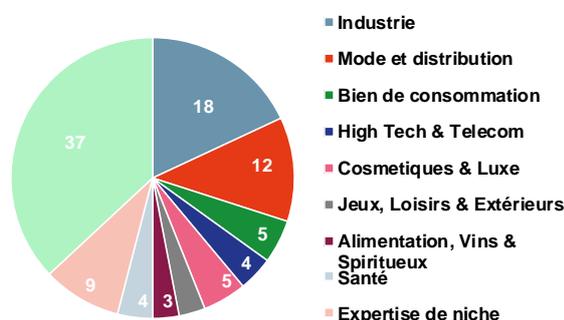
- l'élargissement du réseau au sein du périmètre historique (Europe de l'Ouest avec l'ouverture d'un bureau à Hanovre au S1-2023, Asie et Amérique du Nord) à 66 bureaux en propre à fin décembre 2022 et 85 à fin juin 2023 périmètre Timar inclus, et la pénétration de nouvelles zones (Maghreb et Afrique subsaharienne, une des priorités de développement qui a présidé à l'acquisition de Timar) ;
- les forces vives du groupe, les salariés : recrutement de commerciaux expérimentés même en cas de marché peu porteur, mise en place d'un système de rémunération variable motivant pour les équipes, politique d'actionnariat salarié au niveau de la

structure de tête (24% des salariés actionnaires à fin décembre 2022, capital détenu à plus de 15% par les managers et salariés à date) et pour les dirigeants de certaines filiales (Clasquin Portugal, Clasquin Germany, ou Fairs & Events par exemple) ;

- le déploiement de solutions logicielles performantes et innovantes telles que CargoWise One pour le transport international, ou Workday et Kyriba pour la finance (flux et actions facilités, sécurisés et optimisés) ;
- le développement de l'offre de services à valeur ajoutée, source de revenus additionnels auprès des clients existants et de gains de nouveaux clients :
 - lancement de l'offre digitale Live by Clasquin (outils collaboratifs, collecte de données, outils d'analyse, suivi en temps réel des flux, outils de traçabilité, de gestion des commandes, etc.), déployée à fin juin 2023 auprès de 820 clients (4 500 utilisateurs) représentant 55% de la MB ;
 - lancement de Live Green, qui permet notamment le calcul, le suivi, le *reporting* et l'analyse de la consommation énergétique, des émissions de CO₂ ou des polluants atmosphériques quel que soit le mode de transport, la période, l'origine et la destination des transports ;
 - conseils et gestion pour le compte des clients du *purchase order management* (personnels et outils déployés, suivi des commandes, de la production, des expéditions, des prestataires, etc.) et du *supply chain management* ;
 - ouverture d'une plateforme logistique de 5 900 m² à Paris CDG à destination des segments luxe et high-tech, dédiée aux opérations de *cross-docking*, aux opérations aériennes, à la gestion des flux avec le Maghreb, etc. ;
- les solutions sur mesure pour des secteurs stratégiques et/ou caractérisés par des demandes complexes (vins et spiritueux, produits périssables, pharmacie, luxe, etc.) ou pour des secteurs de niche (événementiel, art, humanitaire, sécurité, etc.) ;
- la mise en place d'une équipe (Global Account) en charge d'une stratégie grands comptes (approche client complétant l'approche géographique historique).

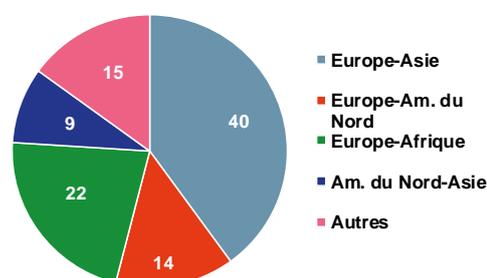
Clasquin mène sa stratégie de croissance interne tout en poursuivant ses efforts en matière de RSE : People (« construire des équipes à la fois performantes et engagées »), Partner (« être un acteur responsable, et intègre et impliqué ») et Planet (« montrer l'exemple à son échelle en participant à la maîtrise de l'impact environnemental de son écosystème », notamment via l'offre de conseil Smart Green). La notation RSE du groupe a ainsi continué de progresser : note Ecovadis de 66/100 en 2022 (52/100 en 2020 et 62/100 en 2021) et niveau de 55/100 selon l'indice Gaïa (vs 50/100 en 2021).

Clasquin : MB S1-2023 par secteur (% hors Timar)



Source : Analyste indépendante, Clasquin

Clasquin : Flux S1 2023 par zone géographique (%)



Source : Analyste indépendante, Clasquin

— Une stratégie de croissance externe ciblée

Des opérations régulières : +1% à +2% par an de croissance

La stratégie de croissance externe, l'un des objectifs de l'introduction en Bourse réalisée en 2006, vise à compléter les implantations géographiques du groupe, les spécialités sectorielles et/ou renforcer les équipes commerciales au sein des bureaux existants.

Les opérations de croissance externe ont débuté en 2008 avec le rachat du spécialiste du transport routier Gueppe (revendu fin 2015). Depuis, le groupe a réalisé une quinzaine d'acquisitions dans le domaine de la commission de transport, en France et à l'international. Après une mise en suspens des opérations en 2020 dans le contexte de la crise sanitaire, les acquisitions ont repris dès janvier 2021.

Clasquin : historique de croissance externe

	Année	Pays	Opération	VE (M€)	MB (M€)	EBIT (M€)	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 (Göritz 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
Exaciell AMC Logistique	2022	France	Achat 90%	Nc	3,0	Nc	Nc	Spécialisation dans l'humanitaire, les produits dangereux, l'aéronautique, etc.
Timar	2023	Maroc	Achat 95%	8,1	20,0	3,1	2,6	Transport international, logistique et transit de marchandises (Maghreb, Afr. de l'Ouest et Eur.)

Source : Analyste indépendante, Clasquin

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

En moyenne, les effets de périmètre ont permis d'ajouter chaque année 1 à 2 pts à la croissance de la MB de Clasquin. La dernière opération, la reprise de la société marocaine Timar réalisée début 2023, est la plus grosse acquisition de l'histoire du groupe : elle devrait permettre d'ajouter, en année pleine, plus de 10% de MB.

Timar en cours d'intégration

En mars 2023, Clasquin a acquis 63,52% du capital et des droits de vote de la société Timar, cotée à la Bourse de Casablanca et alors contrôlée par le groupe familial Puech. Grâce à l'OPA menée en juin, puis à des acquisitions complémentaires, le groupe détenait plus de 95% du capital au 1^{er} novembre, ce qui lui a permis de déposer une offre publique de rachat sur la Bourse de Casablanca qui pourrait déboucher sur un retrait de la cote.

Timar est spécialisée dans le transport international de marchandises (aérien, maritime, route), la logistique et le transit de marchandises. Elle est basée au Maroc, avec des implantations en Europe (France, Espagne, Portugal), au Maghreb (Maroc, Tunisie), en Afrique sub-saharienne et en Afrique de l'Ouest (Mauritanie, Mali, Sénégal, et Côte d'Ivoire) au travers de 14 entités juridiques et 18 bureaux. La société a réalisé près de 20 M€ de MB en 2022, et est consolidée dans les comptes du groupe depuis le 1^{er} avril 2023.

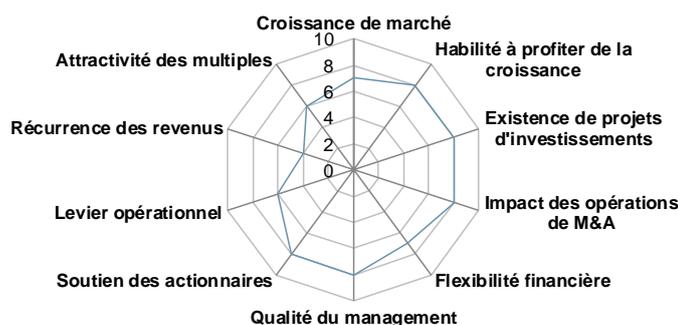
Cette opération revêt un triple intérêt :

- pays : compléments d'implantations géographiques en Europe du Sud, au Maghreb, et en Afrique subsaharienne (pays affichant une forte croissance doublée d'un essor du commerce international) ;
- clients : accès privilégié aux clients locaux, accompagnement des clients internationaux (sites de production locaux), et soutien de la stratégie grands comptes (positionnement différenciant) ;
- forces vives : 440 personnes additionnelles.

Au-delà de l'apport de compétences métiers et de son réseau, Clasquin devrait de son côté faire bénéficier à Timar de son savoir-faire organisationnel (*back-office*, juridique, financier, RH, etc.) mais aussi de son SI. Cela devrait notamment permettre de déployer une offre digitale au sein du périmètre Timar et de générer d'importantes synergies.

Enfin les équipes des deux sociétés ont l'habitude de collaborer et les managers ont vocation à être maintenus, en particulier Olivier Puech qui a conservé la direction générale, tout comme la marque Timar (forte empreinte au Maghreb) afin de poursuivre les développements du groupe dans ces zones. L'intégration de Timar dans le périmètre du groupe devrait ainsi en être facilitée.

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



Source : Analyste indépendante

Un marché volatil : volumes et prix

— Des échanges mondiaux déjà sous pression en 2019

Portés par les vagues de délocalisation, essentiellement depuis l'Amérique du Nord et l'Europe vers l'Asie ou l'Amérique latine, les échanges mondiaux augmentaient historiquement plus fortement que la croissance du PIB mondial, avec à la clef l'éloignement des sites de production des foyers de consommation. Pendant la période 2012-2018, 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 alignée sur l'évolution du PIB. En 2019, dans un contexte de décélération du PIB, et de marchés perturbés par les tentations de politiques protectionnistes de certains pays (Etats-Unis, Chine, etc.), la croissance des échanges mondiaux a nettement ralenti 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 volume 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). L'année 2019 a été 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).

— Un marché fortement impacté par la crise sanitaire

La survenance de la crise sanitaire du Covid, suivie des mesures de confinement appliquées dans la plupart des pays, a fortement perturbé l'économie mondiale en 2020 : le PIB et les échanges mondiaux ont ainsi respectivement baissé de -3,1% et -7,9% en volume (source : FMI). L'impact a cependant été plus faible que les projections initiales (PIB attendu en repli de -4,9% et chute de -11,9% des échanges mondiaux, selon la publication du FMI de juin 2020) et beaucoup moins important que lors la crise financière de 2009 en termes d'échanges mondiaux (correction de -10,5% en volume à l'époque).

La crise sanitaire a également 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 de 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. Ceci a participé à la hausse des taux de fret dans un contexte de forte baisse des volumes.

La reprise post-crise sanitaire s'est opérée dès 2021. Les volumes des échanges mondiaux ont alors crû de plus de +10% sur l'ensemble de l'année, soit 4 pts de mieux que la croissance de +6,1% du PIB mondial. Par segment, en 2021, le fret maritime a connu une croissance de +4/+6% en volume et le transport aérien de +16/+18% (source : société).

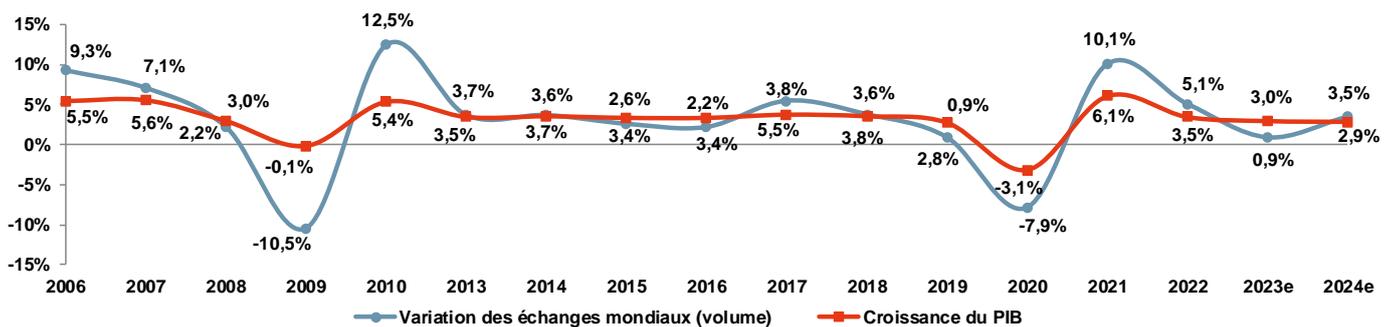
— Baisse des volumes en 2022 et depuis début 2023

Au cours 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 (fermetures de ports, cadences de production aléatoires, etc.) et guerre en Ukraine (changement des voies aériennes, arrêt des transports des compagnies aériennes russes, etc.).

Après le fort rebond de 2021, la croissance des échanges mondiaux a ainsi nettement ralenti à +3,5% en 2022. Les échanges intercontinentaux ont été les plus touchés avec une baisse des volumes transportés par voie maritime de -8 à -12%, et de -8 à -9% par voie aérienne. Dans un contexte de ralentissement de la croissance économique, la plupart des donneurs d'ordre ont adopté une attitude prudente en favorisant le déstockage notamment.

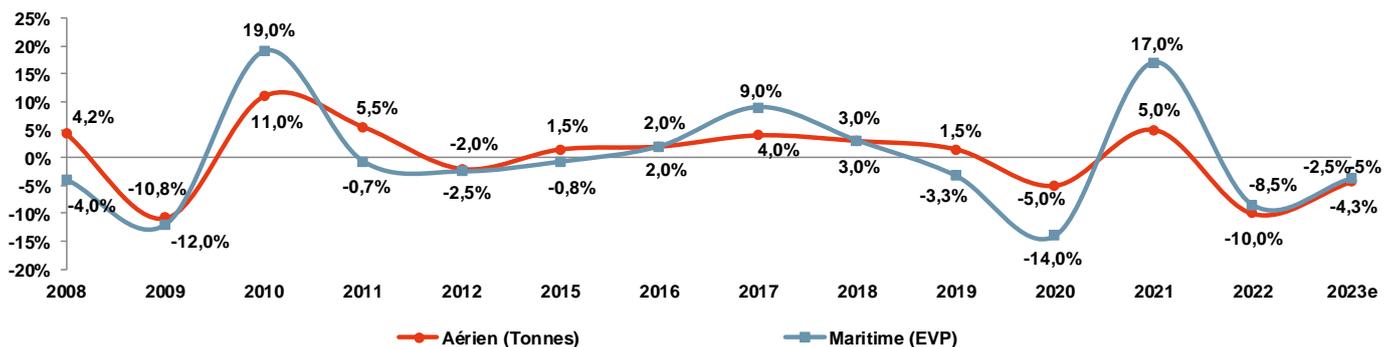
L'environnement économique (remontée des taux, ralentissement de la croissance du PIB mondial, etc.) et géopolitique (poursuite du conflit en Ukraine, déclenchement du conflit en Israël, etc.) étant toujours compliqué, le ralentissement devrait se poursuivre en 2023. L'OMC table en effet sur une croissance de seulement +0,9% des échanges mondiaux en 2023 (prévisions d'octobre), ce qui devrait se traduire par une nouvelle baisse des volumes de -4,3% sur le segment aérien selon l'Iata, et de -2,5% à -5,0% pour le segment maritime.

Clasquin : évolution 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

— Une forte volatilité des taux de fret

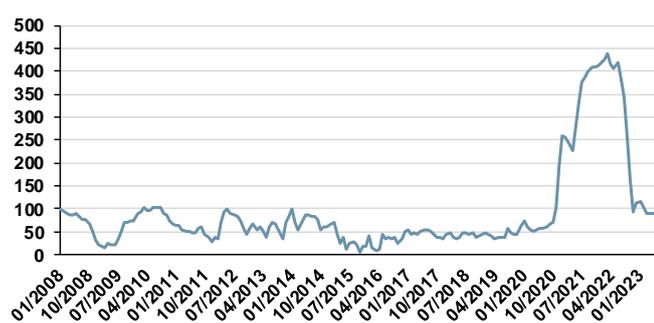
A ces conditions de marché compliquées en termes de volumes se sont ajoutées des variations très importantes et rapides des taux de fret, à la hausse comme à la baisse, qui ont contribué à perturber l'activité et les performances des acteurs du secteur.

Si les tarifs d'affrètement sont par nature assez variables, la crise sanitaire a fortement exacerbé leur volatilité. En effet, face à l'ampleur de l'épidémie, qui a conduit à une chute drastique des volumes transportés, les sociétés de transport ont adapté dans le courant de l'année 2020 les capacités disponibles via une forte réduction voire un arrêt des lignes régulières, et ce à l'échelle mondiale. Pour les produits qui devaient être acheminés, il a donc fallu mettre au point des solutions quasi sur mesure, i.e. hors grilles tarifaires classiques, en composant avec des moyens de transport aux capacités drastiquement réduites. Cela a conduit à une envolée inédite des taux de fret dès le début de l'année 2020 pour le transport aérien (jusque x2 -x3) et à partir de mi-2020 pour le transport maritime.

Portés par le fort rebond des volumes et la plus grande inertie dans l'ajout de capacités, les tarifs du transport par voie maritime ont continué leur progression jusqu'au début de 2022 (tarifs jusqu'à 5 à 10x supérieurs aux niveaux pré-Covid). Dans un contexte de retournement du marché et d'arrivée de nouvelles capacités de transport, les taux de fret maritime ont par la suite enregistré une forte rechute pour retrouver les niveaux antérieurs à la crise sanitaire.

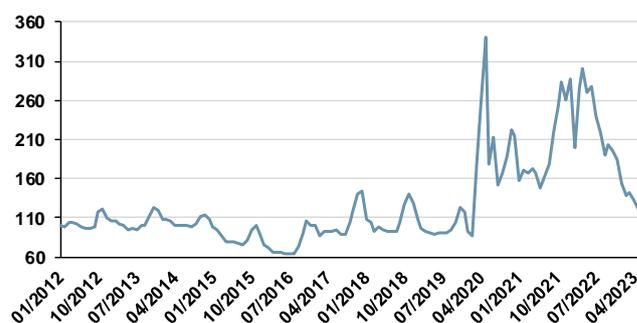
Dans le segment du transport aérien, après le pic constaté au début de la crise sanitaire, les tarifs ont eu tendance à baisser dans les mois qui suivirent tout en gardant une certaine volatilité : le traitement des flux de marchandises demeurait fortement perturbé par des plans de production et d'approvisionnement parfois erratiques, sur fond de vagues successives de contamination par le Covid et de retards dans la relance des liaisons régulières. Les taux de fret pratiqués dans le secteur aérien ne se sont inscrits dans une tendance baissière que dans le courant de l'année 2022, tendance qui s'est poursuivie depuis le début de l'année 2023 mais dans une ampleur moindre que dans le transport maritime. Les tarifs restent encore en moyenne supérieurs à ceux pratiqués avant 2020.

Clasquin : variation des taux de fret maritime (Asie-Europe)



Source : Analyste indépendante, Clasquin (base 100 en janvier 2008)

Clasquin : variation des taux de fret aérien (Asie-Europe)



Source : Analyste indépendante, Clasquin (base 100 en janvier 2012)

Si les variations des taux de fret sont répercutées aux clients, les ajustements sont réalisés avec un décalage. Une évolution brutale des cours à la hausse ou à la baisse peut ainsi avoir un impact négatif ou positif sur les niveaux de marge des sociétés de commission de transport, avec à la clef une forte variation de la rentabilité des opérations.

Une capacité à surperformer déjà démontrée

— Croissance à deux chiffres de la MB

Des performances en volume supérieures au marché

Même si le groupe n'est pas totalement immun face aux évolutions de la conjoncture, il s'est illustré par une surperformance significative, que ce soit en cas de hausse comme en cas de baisse du marché. En volume transporté, sur les dix dernières années, Clasquin a surperformé le marché de plus de 10 pts en matière de transport maritime, et de près de 5 pts en matière de transport aérien.

Clasquin : Historique des performances en volume vs performance du marché

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Segment maritime (var. en Equivalent Vingt Pieds)												
Marché	5,5%	-2,0%	2,5%	4,5%	1,5%	2,0%	4,0%	3,0%	1,5%	-5,0%	5,0%	-10,0%
Clasquin	14,0%	-5,9%	0,3%	6,6%	35,4%	17,3%	17,1%	18,1%	9,1%	7,4%	16,6%	-3,1%
Ecart	8,5pt	-3,9pt	-2,2pt	2,1pt	33,9pt	15,3pt	13,1pt	15,1pt	7,6pt	12,4pt	11,6pt	6,9pt
Segment aérien (variation en tonnes)												
Marché	-0,7%	-2,5%	0,0%	3,5%	-0,8%	2,0%	9,0%	3,0%	-3,3%	-14,0%	17,0%	-8,5%
Clasquin	8,6%	1,3%	7,5%	7,1%	5,4%	5,6%	18,8%	9,5%	-9,5%	-7,6%	22,6%	-3,3%
Ecart	9,3pt	3,8pt	7,5pt	3,6pt	6,2pt	3,6pt	9,8pt	6,5pt	-6,2pt	6,4pt	5,6pt	5,2pt

Source : Analyste indépendante, Clasquin

Confronté à une concurrence variée, avec d'un côté des géants mondiaux (DSV-Panalpina, Kuehne+Nagel, FedEx, DB Schenker, Nippon Express, Expeditors, etc.) et de l'autre de petits acteurs locaux, Clasquin a su s'imposer. Plus réactif que les grands acteurs du secteur, à l'image de sa performance depuis 2020 dans un environnement de marché chaotique (agilité nécessaire pour s'adapter à des flux de marchandises fortement perturbés et à des taux de fret hautement volatils, solutions sur mesure), Clasquin dispose par ailleurs d'une offre plus complète et fiable que les petits acteurs. Un positionnement qui permet au groupe de poursuivre sa conquête du marché.

Clasquin : Analyse des barrières à l'entrée

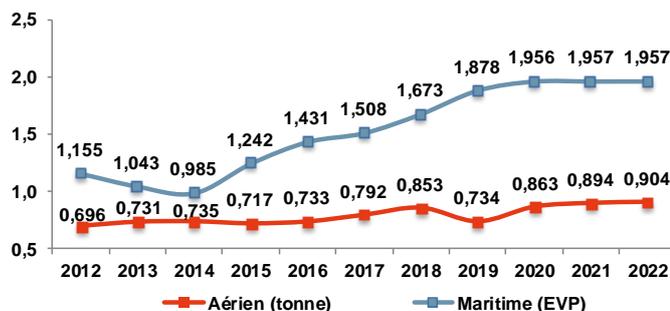
	Faible	Moyen	Elevé	Commentaires
— Publicité	x			Activité B to B
— Capital	x			Activité faiblement capitalistique
— Contrôle des ressources	x			Nombreux transporteurs. Les volumes traités ne confèrent pas à Clasquin un grand pouvoir en matière de <i>sourcing</i>
— Avantage de coût	x			
— Fidélité des clients			x	Equipes relativement stables permettant 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	Présent en propre dans les zones d'échanges clés, Clasquin s'appuie ailleurs sur un réseau de partenaires (WFA)
— Prix prédateurs		x		
— Pratiques restrictives	x			
— Recherche et développement	x			
— Accords fournisseurs	x			
— Coûts irrécupérables	x			
— Barrières à la sortie		x		
— Tarifs	x			
— Intégration verticale	x			
— "Zoning"	x			

Source : *Analyste indépendante*

Succès des développements et montée en gamme de l'offre

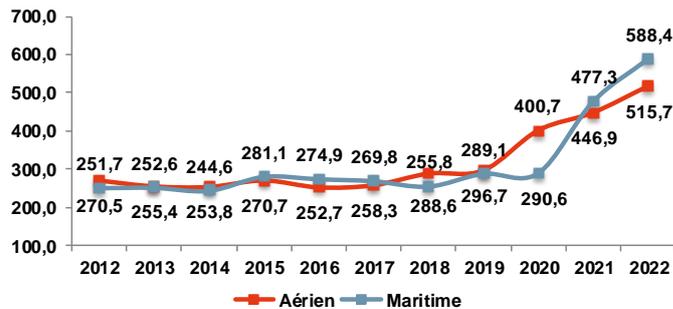
Via sa spécialisation dans les flux Europe-Asie, le groupe a bénéficié : 1/ de la dynamique des échanges entre ces zones ; 2/ du succès de sa diversification en matière d'implantations géographiques (Amérique du Nord, Afrique, etc.), d'activités (transport routier, RO/RO, prestations de services d'organisation de transport / logistique, etc.) et de secteurs adressés (verticaux ou niches) ; 3/ de sa politique de croissance externe et 4/ de la montée en gamme de l'offre en termes de taille de clients adressés et de valeur ajoutée des prestations délivrées, rendue possible par l'organisation mise en place et les investissements IT réalisés. En témoignent l'évolution de certains indicateurs tels que les volumes par opérations, qui ont augmenté de +30% sur les dix dernières années en aérien (soit près de +3% par an) et de +69% pour le maritime (plus de +5% par an), ou encore la MB générée par opération, qui a été multipliée par x1,9 depuis 2012 dans l'aérien (près de +7% par an) et par x2,3 dans le maritime (près de +9% par an).

Clasquin : Variation des volumes par opération



Source : Analyste indépendante, Clasquin

Clasquin : Variation de la MB par opération (€)



Source : Analyste indépendante, Clasquin

Très forte croissance sur les deux dernières années, reflux depuis début 2023

Après une année 2020 marquée par la crise sanitaire au cours de laquelle le groupe s'est illustré par une certaine résilience grâce à la réactivité et la flexibilité des équipes (nécessité de trouver des solutions dans un contexte de marché inédit), avec à la clef une baisse de la MB de moins de -1% (-4,8% en organique), l'année 2021 s'est soldée par un très fort rebond : croissance de la MB de +60%, dont +58% en organique. Au-delà de la reprise du marché (effet volume) et de la forte hausse des taux de fret (pénurie de moyens de transport sur certains axes), le groupe a également bénéficié de 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 Etats-Unis), reprise de fonds de commerce (Espagne et Belgique), croissance externe (CVL International en Afrique et Exaciel A.M.C. Logistique en France), diversification de l'activité vers de nouveaux segments (transports sécurisés, grands comptes) ou de services/outils (Live by Clasquin, Live Green), etc.

Malgré un effet de base élevé, la croissance est restée soutenue en 2022 avec une MB en hausse de +14,9% sans effet de périmètre, la vente de Log System ayant compensé la consolidation en année pleine de CVL et Exaciel. Cette performance a été portée par l'ensemble des divisions : +10,4% en aérien, +19,4% en maritime, +24,7% pour le transport routier et +11,4% pour les autres activités. Malgré des conditions de marché qui se sont nettement dégradées dans le courant de l'année 2022 avec un fort repli des volumes (-8% à -9% pour l'aérien et -8% à -12% dans le maritime) accompagné d'un décrochage des taux de fret, l'activité du groupe a plutôt bien résisté jusqu'à fin septembre, les baisses d'activités auprès des clients existants étant compensées par les conquêtes commerciales. L'évolution de la MB n'est passée dans le rouge que sur le T4-2022 (baisse de -15%), avec à la clef une croissance à deux chiffres de la MB sur l'ensemble de l'exercice.

Cette tendance s'est poursuivie en 2023 dans un contexte de volumes toujours en baisse sur le marché et de poursuite du reflux des taux de fret. La MB a ainsi affiché sur le périmètre historique de Clasquin une contraction de -16% au S1-2023 qui a été en partie compensée par l'intégration de Timar à compter du 1^{er} avril, soit une baisse de la MB consolidée de -6%. Au T3, le repli de la MB a ralenti à -10% en organique (effet de base plus favorable au S2). Malgré la saisonnalité de l'activité de Timar (moindres revenus durant l'été), sa contribution a permis d'enregistrer une légère hausse de la MB consolidée pour le deuxième trimestre consécutif : +0,6% au T3 après +1,4% au T2. A l'issue des 9 premiers mois de 2023, la MB affiche une baisse de seulement -3,9% à 103 M€ (-14% en organique), à comparer à 76,7 M€ en année pleine en 2019, soit avant la période Covid.

Clasquin : Evolution de l'activité en commission de transport (i.e. hors Log System et Gueppe)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2021 pf**	2022	9M-2023
Nombre d'opérations													
Aérien	59 896	61 275	65 274	70 554	72 810	80 153	81 437	85 607	67 376	79 663	79 663	76 214	65 013
Variation	-1,6%	2,3%	6,5%	8,1%	3,2%	10,1%	1,6%	5,1%	-21,3%	18,2%	18,2%	-4,3%	17,0%
Maritime	73 487	81 595	92 090	98 908	100 765	111 946	119 246	115 858	119 392	139 126	139 126	134 771	102 485
Variation	5,7%	11,0%	12,9%	7,4%	1,9%	11,1%	6,5%	-2,8%	3,1%	16,5%	16,5%	-3,1%	-0,6%
RO/RO* / Road brokerage	-	-	-	23 270	33 913	38 299	40 596	46 374	38 483	45 387	55 419	69 959	54 603
Variation	-	-	-	-	45,7%	12,9%	6,0%	14,2%	-17,0%	17,9%	-	26,9%	4,5%
Autres	12 941	13 505	13 936	15 199	14 502	16 259	22 900	26 036	26 310	35 033	25 001	34 798	25 760
Variation	6,7%	4,4%	3,2%	9,1%	-4,6%	12,1%	40,8%	13,7%	1,1%	33,2%	-	37,7%	-0,9%
Volumes traités													
Aérien (tonnes)	41 659	44 792	47 977	50 586	53 402	63 446	69 466	62 865	58 113	71 257	71 257	68 893	51 804
Variation	1,3%	7,5%	7,1%	5,4%	5,6%	18,8%	9,5%	-9,5%	-7,6%	22,6%	22,6%	-3,3%	2,2%
Soit par opération	0,696	0,731	0,735	0,717	0,733	0,792	0,853	0,734	0,863	0,894	0,894	0,904	0,797
Variation	3,0%	5,1%	0,5%	-2,5%	2,3%	7,9%	7,8%	-13,9%	17,5%	3,7%	3,7%	1,1%	-12,7%
Maritime (EVP)	84 895	85 138	90 727	122 884	144 147	168 832	199 473	217 530	233 554	272 228	272 228	263 796	196 697
Variation	-5,9%	0,3%	6,6%	35,4%	17,3%	17,1%	18,1%	9,1%	7,4%	16,6%	16,6%	-3,1%	-1,9%
Soit par opération	1,155	1,043	0,985	1,242	1,431	1,508	1,673	1,878	1,956	1,957	1,957	1,957	1,919
Variation	-10,9%	-9,7%	-5,6%	26,1%	15,1%	5,4%	10,9%	12,2%	4,2%	0,0%	0,0%	0,0%	-1,3%
Marge Brute													
Aérien (EURm)	16,2	15,6	16,6	19,1	18,4	20,7	23,5	25,4	27,0	35,6	35,6	39,3	27,9
Variation	-6,6%	-3,4%	5,9%	15,3%	-3,7%	12,4%	13,3%	8,2%	6,2%	31,8%	31,8%	10,4%	-9,1%
Soit par opération (EUR)	270,5	255,4	253,8	270,7	252,7	258,3	288,6	296,7	400,7	446,9	446,9	515,7	429,1
Variation	-4,8%	-5,6%	-0,6%	6,6%	-6,6%	2,2%	11,7%	2,8%	35,1%	11,5%	11,5%	15,4%	-22,3%
Soit par tonne (EUR)	388,9	349,3	345,4	377,6	344,6	326,3	338,3	404,0	464,6	499,6	499,6	570,4	538,6
Variation	-7,5%	-10,2%	-1,1%	9,3%	-8,7%	-5,3%	3,7%	19,4%	15,0%	7,5%	7,5%	14,2%	-11,1%
Maritime (EURm)	18,5	20,6	22,5	27,8	27,7	30,2	30,5	33,5	34,7	66,4	66,4	79,3	50,3
Variation	5,6%	11,3%	9,3%	23,4%	-0,4%	9,0%	1,2%	9,8%	3,5%	91,5%	91,5%	19,4%	-17,4%
Soit par opération (EUR)	251,7	252,6	244,6	281,1	274,9	269,8	255,8	289,1	290,6	477,3	477,3	588,4	490,8
Variation	0,0%	0,3%	-3,1%	14,9%	-2,2%	-1,9%	-5,2%	13,0%	0,5%	64,2%	64,2%	23,3%	-16,9%
Soit par EVP (EUR)	217,9	242,1	248,3	226,2	192,2	178,9	152,9	154,0	148,6	243,9	243,9	300,6	255,7
Variation	12,3%	11,1%	2,6%	-8,9%	-15,1%	-6,9%	-14,5%	0,7%	-3,5%	64,2%	64,2%	23,2%	-15,8%
RO/RO* / Road Brokerage	-	-	-	4,7	6,7	6,6	7,2	8,5	6,9	9,4	11,7	14,7	19,1
Variation	-	-	-	-	42,6%	-1,5%	9,1%	18,1%	-18,8%	36,2%	-	25,1%	76,9%
Soit par opération (EUR)	-	-	-	202,0	197,6	172,3	177,4	183,3	179,3	207,1	212,0	210,1	349,8
Variation	-	-	-	-	-2,2%	-12,8%	2,9%	3,3%	-2,2%	15,5%	2,3%	-0,9%	69,3%
Autres	2,9	3,3	3,4	2,9	3,6	4,2	5,9	7,1	5,4	8,1	5,753	6,4	5,9
Variation	26,1%	14,0%	3,0%	-14,9%	24,1%	16,7%	40,5%	20,3%	-23,9%	50,0%	-	11,2%	28,3%
Soit par opération (EUR)	224,1	244,9	244,5	190,8	248,2	258,3	257,6	272,7	205,2	231,2	230,1	183,9	229,0
Variation	18,2%	9,3%	-0,2%	-22,0%	30,1%	4,1%	-0,3%	5,8%	-24,7%	12,7%	-0,5%	-20,1%	29,4%
Marge Brute totale													
	45,1	47,4	50,4	55,6	57,5	62,9	68,9	76,7	76,2	121,9	121,9	140,0	103,1
Variation	0,0%	5,2%	6,3%	10,3%	3,4%	9,4%	9,5%	11,3%	-0,7%	60,0%	60,0%	14,9%	-3,9%
Variation LFL	-4,9%	3,3%	4,3%	4,1%	0,7%	9,8%	11,2%	10,7%	-4,8%	58,4%	58,4%	14,9%	-14,1%

Source : Analyste indépendante, 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

Grâce à la forte croissance de l'activité, à la réduction des foyers de pertes (quasi-totalité des filiales désormais profitables) et à sa capacité à préserver sa MB (ajustement des tarifs par rapport à la variation des taux de fret), combinées à des effets prix conséquents (plans de transport encore très perturbés nécessitant une grande réactivité et le plus souvent la mise en place de solutions sur mesure pour répondre aux besoins des clients), Clasquin s'est illustré par une forte hausse des marges pendant et post-crise sanitaire, ces dernières atteignant des niveaux records. Après cet effet d'aubaine lié à la crise sanitaire, les marges devraient probablement retrouver des niveaux plus normatifs dans les années à venir.

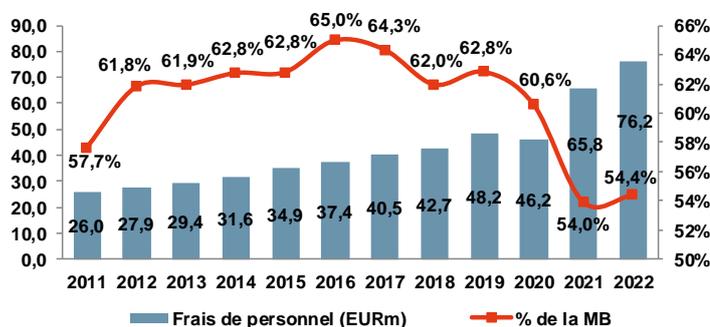
— Des marges à des niveaux records

Bonne maîtrise des frais de personnel

Les frais de personnel constituent le principal poste de charges (en moyenne 59% de la MB au cours des cinq 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.

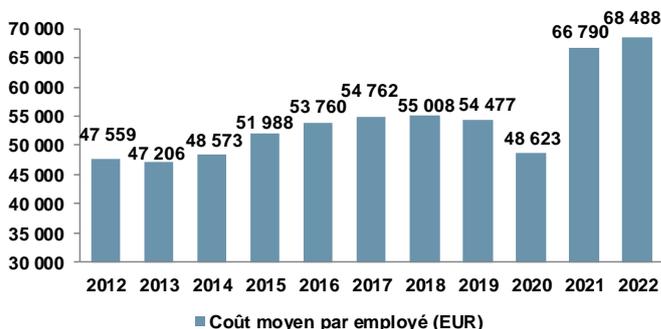
La part variable étant conséquente dans la rémunération des salariés (20 à 25% en moyenne), les frais de personnel ont donc joué un rôle d'amortisseur pendant la période de crise sanitaire : -4% en moyenne pour des effectifs en hausse de +7% (poursuite des recrutements de personnes clés). Le coût moyen par salarié a ainsi baissé de -11% en 2020, avant de repartir en forte hausse en 2021 et en 2022 avec le rebond de l'activité : +42% puis +16% pour des effectifs en hausse de respectivement +14% et +12%, soit un coût moyen par salarié en hausse de +37% puis de +2,5%.

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



Source : Analyste indépendante, Clasquin

Clasquin : Coût moyen par employé



Source : Analyste indépendante, Clasquin

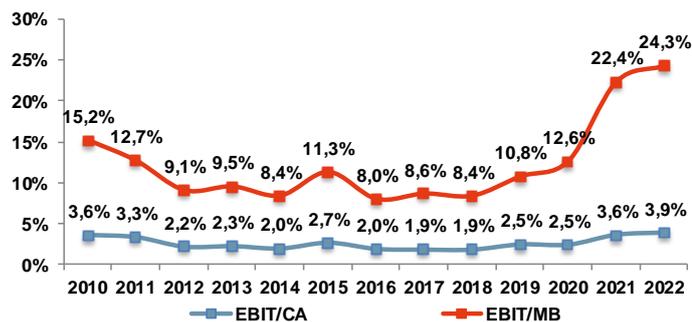
Il convient de noter la baisse au cours des deux dernières années du poids des frais de personnel, qui est passé à 54% de la MB vs plus de 60% en historique. Cette évolution provient : 1/ de l'amélioration de la MB générée par opération (combinaison de la hausse des volumes par opération et de la montée en gamme des prestations), en partie conjoncturelle (perturbations des plans de transport nécessitant la mise en place de solution sur mesure) et en partie structurelle (montée du poids des grands clients) ; 2/ d'une plus grande maturité du réseau propre (bureaux et filiales, équipes en place plus importantes et plus seniors) et des gains de productivité réalisés grâce aux nouveaux outils déployés avec notamment la suite de logiciels CargoWise One.

Une amélioration des marges engagées avant la crise sanitaire...

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.

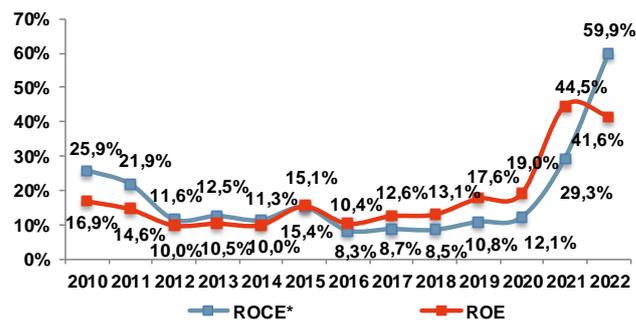
Malgré la poursuite des investissements dans les moteurs de croissance (ouverture de bureaux, recrutements, nouvelles niches, équipe grands comptes, etc.) et dans le domaine informatique (outils en doublon pendant les phases de transition, coûts de déploiement et charges logicielles avec le passage des outils en mode SaaS) avec le logiciel d'exploitation CargoWise One (2017 à 2019) et de nouveaux logiciels pour les fonctions support (finance et comptabilité en 2019), les marges du groupe avaient entamé leur redressement à partir de 2016 (marge d'EBIT/MB passée de 8,0% en 2016 à 10,8% en 2019) grâce à des effets d'échelle et de maturité du réseau (réduction des foyers de perte), ainsi qu'à la dynamique d'activité. L'objectif des dirigeants à l'époque était de retrouver à terme les niveaux historiques, soit un ratio supérieur à 15%. Cette « recovery » n'a pas été stoppée par la crise sanitaire, bien au contraire.

Clasquin : Marge opérationnelle



Source : Analyste indépendante, Clasquin

Clasquin : ROE et ROCE*



Source : Analyste indépendante, Clasquin

* Inklus goodwill

...et un effet d'aubaine pendant et post-crise sanitaire

En effet en 2020, en plein cœur de la crise sanitaire, 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 et managers, etc., soit des 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, soit près de 5 M€ en cumulé) et la montée en puissance des outils logiciels ont permis au groupe de poursuivre le redressement des marges (ratio EBIT/MB de 12,6% en 2020).

Grâce à la forte croissance de l'activité, à la poursuite de la réduction des foyers de pertes (quasi-totalité des filiales désormais profitables), à la finalisation des déploiements informatiques et à sa capacité à préserver la MB (ajustement des tarifs par rapport à la variation des taux de fret), combinées à des effets prix conséquents (plans de transport encore très perturbés nécessitant une grande réactivité et le plus souvent la mise en place de solutions sur mesure pour répondre aux besoins des clients), Clasquin a enregistré une forte hausse de ses marges en 2021, avec un ratio EBIT/MB porté à 22,4% (près de 10 pts de mieux qu'en 2020). En 2022, dans un contexte de marché qui avait pourtant commencé à se dégrader, le groupe est parvenu à afficher un ratio EBIT/MB de 24,3%.

Après deux années exceptionnelles, les marges ont significativement diminué dans un contexte de marché moins favorable (reflux des volumes et retour à des plans de transport plus normés) et de baisse de la MB. Cette inflexion a été perceptible dès le S2-2022 : le ratio EBIT/MB a ainsi diminué à 20,8%, niveau qui a cependant été compensé sur l'ensemble de l'exercice par le record du S1-2022 (27,7%). La performance enregistrée au S1-2023 s'est inscrite dans la même tendance avec un ratio EBIT/MB de 16,6%. Un niveau certes bien en-deçà de ceux de 2021 et 2022 mais qui demeure au-delà des performances réalisées depuis l'introduction en Bourse en 2006 et la stratégie d'accélération des développements (plus haut historique réalisé en 2018 avec un ratio à 15,9%).

Des niveaux de résultats exceptionnels

Combinant forte croissance de la MB et des marges, Clasquin a dégagé des niveaux de résultats exceptionnels au cours des dernières années : croissance de l'EBIT de près de +43% en 2019, +17% en 2020 (année du Covid), quasi triplement en 2021 et +25% en 2022. Avec à la clef un résultat opérationnel de 34 M€ au cours dernier exercice.

Si le résultat opérationnel s'est inscrit en forte baisse de près de -44% sur le S1-2023, à 11,2 M€, cette performance demeure bien supérieure à la moyenne annuelle de 5 à 6 M€ d'EBIT affichée sur la période 2008-2018.

Clasquin : Evolution des résultats

EURm	2011	2012	2013	2014	2014 PF*	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	S1-23
CA	171,4	184,6	198,1	211,5	201,7	234,2	235,0	290,6	308,3	331,2	392,0	752,2	877,1	284,3
Marge brute	45,1	45,1	47,4	50,4	43,6	55,6	57,5	62,9	68,9	76,7	76,2	121,9	140,0	67,4
Variation	6,3%	0,0%	5,2%	6,3%	Ns	27,5%	3,4%	9,4%	9,5%	11,3%	-0,7%	60,0%	14,9%	-6,1%
Variation LFL	6,6%	-4,9%	3,3%	4,3%	Ns	4,8%	0,7%	9,8%	11,2%	10,7%	-4,8%	58,4%	14,9%	-16,1%
Charges externes et autres	10,6	10,6	11,0	11,8	9,8	11,7	12,3	14,2	16,0	14,1	13,0	17,6	23,2	13,6
% MB	23,4%	23,4%	23,3%	23,4%	22,5%	21,0%	21,4%	22,6%	23,3%	18,4%	17,1%	14,5%	16,6%	20,1%
Frais de personnel	26,0	27,9	29,4	31,6	28,6	34,9	37,4	40,5	42,7	48,2	46,2	65,8	76,2	37,6
% MB	57,7%	61,8%	61,9%	62,8%	65,6%	62,8%	65,0%	64,3%	62,0%	62,8%	60,6%	54,0%	54,4%	55,8%
EBIT avt exceptionnels	5,8	4,3	4,6	4,3	3,1	6,7	5,2	5,9	6,5	8,6	9,5	27,5	33,4	11,0
% CA	3,4%	2,3%	2,3%	2,0%	1,6%	2,9%	2,2%	2,0%	2,1%	2,6%	2,4%	3,7%	3,8%	3,9%
% MB	12,9%	9,4%	9,7%	8,6%	7,2%	12,0%	9,0%	9,3%	9,4%	11,2%	12,5%	22,6%	23,9%	16,3%
EBIT	5,7	4,1	4,5	4,2	3,1	6,3	4,6	5,4	5,8	8,3	9,6	27,3	34,0	11,2
% CA	3,3%	2,2%	2,3%	2,0%	1,5%	2,7%	2,0%	1,9%	1,9%	2,5%	2,5%	3,6%	3,9%	3,9%
% MB	12,7%	9,1%	9,5%	8,4%	7,1%	11,3%	8,0%	8,6%	8,4%	10,8%	12,6%	22,4%	24,3%	16,6%
Variation	-11,3%	-28,5%	10,4%	-6,2%	Ns	Ns	-26,9%	18,3%	6,3%	42,8%	16,8%	182,9%	24,9%	-43,7%
RNPG	3,1	2,1	2,2	2,1	2,1	3,3	2,2	2,5	2,8	3,9	5,1	17,4	21,8	6,6
Variation	-9,7%	-31,4%	4,8%	-3,4%	Ns	57,2%	-35,1%	14,5%	12,6%	38,3%	Ns	Ns	25,4%	-49,1%

Source : Analyste indépendante, Clasquin

* Hors Gueppe Développement cédé en 2015, variations 2015 calculées sur la base 2014 pro forma

— Forte génération de *cash* et situation de trésorerie nette positive

Grâce à un *cash-flow* des opérations passé de plus de 10 M€ en 2019-2020 et à plus de 30 M€ en 2021-2022, et malgré la hausse du BFR liée à la forte croissance de l'activité (nette réduction en 2022 du fait du ralentissement de l'activité dès le T4 de l'exercice), le groupe a pu financer :

- des CAPEX de 3 M€ par an au cours des cinq dernières années (*software*, équipements et investissements logistiques dans les sites, conteneurs) ;
- des acquisitions de 3 M€ par an en moyenne au cours des cinq dernières années ;
- des distributions de dividendes de 4 M€ par an (en dehors de l'année du Covid), avec un *payout* moyen de 45%.

Clasquin a en outre pu porter sa trésorerie brute à 56 M€ à fin 2022. Cette dernière affichait une légère réduction à la fin du S1-2023 à 47 M€ du fait de la forte hausse du dividende attribué au titre de l'exercice 2022 (6,5 € par action vs 3,7 € au titre de 2021). Le groupe est ainsi passé en situation de trésorerie nette positive : près de 21 M€ à fin décembre 2022 hors IFRS 16 (plus de 5 M€ à fin juin 2023).

Clasquin: Performance de FCF et situation financière

EURm	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	S1-23
Résultat net	3,9	2,4	3,4	3,3	2,3	2,5	2,5	3,9	2,6	2,8	3,3	4,4	5,4	18,9	23,7	7,7
DAP	2,8	1,8	0,8	2,2	2,1	1,9	2,2	1,5	2,4	2,5	2,5	5,3	6,3	9,5	8,0	4,2
Autres éléments non cash	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,6	-0,3	-0,2	0,1	0,8	2,0	4,9	0,0	-3,6
Cash flow des opérations	0,2	0,4	1,0	0,1	-1,0	0,6	-0,6	8,0	4,7	5,1	6,0	10,6	13,7	33,3	31,7	8,3
Variation de BFR	-0,3	2,2	-0,3	0,2	-1,6	0,1	2,5	0,2	-2,7	-2,7	-1,6	5,5	-11,6	-17,8	35,2	3,3
Cash flow opérationnel (A)	-0,1	2,6	0,7	0,3	-2,7	0,6	1,9	8,2	1,9	2,4	4,4	16,1	2,1	15,5	66,9	11,6
CAPEX	-2,2	-0,8	-3,4	-2,4	-1,8	-2,4	-2,5	-2,0	-3,4	-3,3	-3,3	-2,3	-1,2	-1,2	-5,6	-0,9
Acquisitions	-3,0	-0,1	-0,4	-0,2	-2,6	-0,3	-2,1	-8,9	-0,8	-0,4	-2,6	-7,0	-1,8	-0,3	-2,8	-3,9
Flux d'investissements (B)	-5,2	-0,9	-3,8	-2,6	-4,4	-2,7	-4,6	-10,9	-4,2	-3,7	-6,0	-9,4	-3,0	-1,5	-8,4	-4,8
Dividendes	-0,8	-1,5	-1,8	-2,9	-2,1	-2,0	-2,2	-2,1	-2,9	-2,0	-1,9	-1,7	-0,6	-3,2	-9,0	-15,9
Augmentations de capital	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	0,1	0,0
Variation de la dette	-0,8	-2,2	0,5	-0,8	0,6	0,1	7,1	9,0	2,6	-2,0	0,9	17,7	4,8	-3,8	-24,7	-6,0
Flux de financements (C)	-1,6	-3,2	-1,3	-3,7	-1,5	-1,9	4,9	7,5	-0,3	-4,0	-1,0	15,9	4,2	-7,8	-33,6	-21,8
Free Cash-Flow (A) + (B)	-5,3	1,7	-3,0	-2,4	-7,0	-2,1	-2,7	-2,7	-2,2	-1,3	-1,5	6,8	-0,9	14,0	58,6	6,8
Variation de la trésorerie	-0,4	2,7	0,2	-0,4	-4,4	0,0	7,5	5,3	-2,6	-6,3	-2,5	20,2	-0,9	4,1	25,0	-15,7
Dette fin de période	7,9	3,7	4,1	3,3	10,5	12,3	13,9	25,7	33,5	36,0	42,0	55,0	57,3	70,6	55,3	66,2
Trésorerie fin de période	8,6	9,3	9,4	9,1	10,7	12,4	13,2	20,4	22,5	20,2	23,2	28,5	25,8	37,4	56,0	47,2
Dette nette fin de période	-0,7	-5,6	-5,4	-5,8	-0,2	-0,1	0,7	5,3	11,0	15,8	18,8	26,5	31,6	33,2	-0,7	18,9
Dette nette hors IFRS 16	-0,7	-5,6	-5,4	-5,8	-0,2	-0,1	0,7	5,3	11,0	15,8	18,8	18,6	22,6	22,1	-20,8	-5,4
Leverage (NFD / EBITDA)	Ns	Ns	Ns	Ns	Ns	Ns	0,1	0,7	1,7	2,2	2,2	1,9	1,9	0,9	Ns	Ns

Source : Analyste indépendante, Clasquin

— Pas de mur de la dette

La dette brute de 55,3 M€ à fin 2022 (vs 70,6 M€ à fin 2021) était composée de :

- 8,1 M€ de dettes de *put* sur minoritaires (pour les principaux : 20% de la filiale américaine, 12,9% de Cargolution, 44,4% de Transports Petit International, 45% de la filiale belge et 5% de la Financière Clasquin Euromed) ;
- 20,1 M€ de dette locative (application de la norme IFRS 16) ;
- 27,1 M€ d'emprunts et de dettes bancaires majoritairement à taux variables (78% après couverture), dont 32% à moins d'un an.

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 de court terme (crédit renouvelable de 30 M€ sur cinq 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 calculé annuellement et basé sur un ratio de levier Dette nette / EBE hors IFRS 16 qui doit être inférieur à 3x (0,9 x à fin 2021 ou 0,6x hors IFRS16, non significatif à fin 2022). Ces lignes s'ajoutent à des facilités de découvert pour un montant totalisant 43,8 M€ à fin 2022. Le groupe n'est ainsi pas confronté à court terme à un mur de la dette.

Clasquin : Détail de la dette à fin 2022

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	4 782	17 469	879	22 787	4 046	18 741	Plus d'instruments de couverture des taux
Dette sur acquisitions de sociétés	1 729	287	-	2 016	2 016	-	
Découverts bancaires	2 302	-	-	2 302	-	2 302	
Autres passifs financiers	-12	34	21	42	42	-	
Total emprunts et dettes bancaires	8 801	17 790	900	27 147	6 104	21 043	Pas de mur de dette, covenant levier hors IFRS 16 <3 (-0,6 à fin 2022)
% du total	32,4%	65,5%	3,3%	-	22,5%	77,5%	
Dette locative	3 798	10 794	5 501	20 093			
Dette liée aux options de ventes	1 021	7 060	-	8 081	8 081	-	
Trésorerie				56 020			Disponibilité pour financer les acquisitions
Dette nette - Publiée				-699			Gearing de 1%, ou -34% hors IFRS 16
Titres hybrides				0			
Provision				0			
Factoring				0			
Autres				0			
Dette Nette - Ajustée				-699			

Source : Analyste indépendante, Clasquin

Etant donné sa situation financière et les lignes de crédit d'ores et déjà négociées, la société a les moyens de poursuivre, voire d'accélérer, ses investissements en matière de croissance interne et d'acquisitions, ce qui devrait lui permettre de relancer son développement une fois le point bas du cycle dépassé (dès 2024 dans notre scénario). Le groupe offre toujours selon nous des perspectives prometteuses.

Des perspectives qui restent prometteuses

Si le marché devrait être marqué par une baisse des volumes en 2023, combinée à un fort repli des taux de fret, Clasquin devrait de nouveau s'illustrer par une certaine résilience sur son périmètre historique et par un effet périmètre significatif avec l'intégration de la société marocaine Timar. Compte tenu de la reprise du marché prévue pour 2024, de la capacité du groupe à surperformer et de l'effet périmètre embarqué, la MB devrait rapidement rebondir, permettant au groupe de soutenir des marges élevées. Certes inférieures aux niveaux records de 2021-2022, ces dernières devraient toutefois permettre de générer des résultats 2 à 3x plus élevés que ceux observés avant la crise sanitaire. Par ailleurs, la famille Revol a annoncé son intention de vendre sa participation au groupe MSC, ce qui constituerait un changement de contrôle et pourrait conduire au lancement d'une OPA début 2024. Cette transaction potentielle devrait selon nous soutenir la performance du titre.

Une baisse de MB 2023 compensée dès 2024 par le rebond attendu

— Guidance du management

Alors que l'OMC table pour 2023 sur une hausse de +0,8% des échanges mondiaux en volume (source : prévisions d'octobre, +1% anticipé auparavant), les dirigeants visent une activité supérieure au marché.

— Clasquin, bien parti pour continuer à surperformer le marché

Grâce à la conquête clients, aux compléments d'offre, à la poursuite du développement géographique ou encore à la politique de croissance externe, le groupe devrait continuer à gagner des parts de marché.

Baisse d'activité en grande partie compensée par l'intégration de Timar en 2023

Le groupe affichait une baisse de seulement -3,9% de sa MB à fin septembre 2023, dans un contexte de marché pourtant compliqué : volumes attendus en baisse de -4,3% en 2023 dans le transport aérien (source : IATA, +2,2% pour la Clasquin à fin septembre) et de -2,5% à -5,0% pour le transport maritime (-1,9% pour Clasquin à fin septembre). La baisse des volumes s'est en outre combinée à une forte compression des taux de fret (repli à deux chiffres sur le maritime et sur l'aérien). Grâce à la consolidation de Timar depuis début avril et au ralentissement de la baisse en organique au T3 (-10% vs -16% au S1), le groupe a signé deux trimestres consécutifs de légère hausse de la MB qui ont permis de compenser en partie la contraction enregistrée au T1. Sur l'ensemble de l'année 2023, nous prévoyons une MB de 133,6 M€, en baisse de -4,6% (-13,8% en organique) par rapport au niveau exceptionnel de 2022. Ce niveau de MB demeure cependant bien supérieur à celui généré par Clasquin avant la survenance de la crise sanitaire (quasi x2).

Clasquin : Evolution de la marge brute par activité et par trimestre

EURm	T1-22	T2-22	T3-22	9M-22	T4-22	2022	T1-23	T2-23	T3-23	9M-23	T4-23E	2023E
Aérien	10,7	10,2	9,8	30,7	8,6	39,3	8,6	9,6	9,7	27,9	7,3	35,2
Variation	46,5%	25,3%	24,5%	30,1%	-29,1%	10,4%	-20,2%	-5,6%	-0,6%	-9,1%	-15,4%	-10,5%
Maritime	18,9	20,9	21,1	60,9	18,4	79,3	16,6	16,7	17,0	50,3	16,8	67,1
Variation	53,7%	41,0%	12,9%	33,0%	-10,6%	19,4%	-12,6%	-19,6%	-19,3%	-17,3%	-8,5%	-15,4%
Transoirt routier	3,4	4,0	3,4	10,8	3,9	14,7	3,4	8,7	7,0	19,1	4,4	23,5
Variation	25,6%	39,5%	24,5%	30,1%	11,7%	24,7%	14,7%	105,3%	107,0%	77,1%	13,3%	60,0%
Autres	1,7	1,6	1,3	4,6	1,8	6,4	1,5	2,3	2,1	5,9	2,1	8,0
Variation	43,5%	26,7%	-20,3%	13,3%	6,9%	11,4%	-33,4%	57,5%	63,8%	28,9%	16,7%	25,0%
Total MB	35,0	36,8	35,5	107,3	32,7	140,0	30,1	37,3	35,7	103,1	30,5	133,6
Variation	45,8%	31,9%	12,6%	28,7%	-15,0%	14,9%	-14,0%	1,4%	0,6%	-3,9%	-6,7%	-4,6%
Dont organique	39,8%	25,5%	7,6%	26,3%	-9,8%	14,9%	-16,6%	-15,6%	-10,0%	-14,1%	-12,7%	-13,8%

Source : Analyste indépendante

Rebond attendu et effet périmètre embarqué en 2024

Pour les années suivantes, dans un contexte plus favorable en matière économique et en matière d'échanges commerciaux (prévisions du Fonds monétaire international pour les échanges mondiaux : +2,9% en 2024, après +0,9% en 2023), nous anticipons un rebond de l'activité pour Clasquin. Par principe de prudence, nous tablons cependant sur un rebond modéré : +5% attendu en organique pour la MB en 2024 et 2025.

Par ailleurs, 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. Le groupe devrait cependant bénéficier en 2024 de l'effet périmètre embarqué lié à l'opération Timar, la société devant être consolidée sur 12 mois vs 9 mois en 2023. Cela pourrait ajouter selon nous près de 3 pts à la croissance de la MB.

Au global, notre prévision de MB ressort à 144 M€ pour 2024 (soit une hausse de +7,9% permettant de dépasser le record de 2022) et à 151 M€ pour 2025.

Clasquin : Projection de l'évolution de l'activité

EURm	2014	2014 PF*	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
CA	211,5	201,7	234,2	235,0	290,6	308,3	331,3	392,0	752,2	877,1	520,7	560,1	588,1
Variation	6,7%	Ns	16,1%	0,3%	23,6%	6,1%	7,4%	18,3%	91,9%	16,6%	-40,6%	7,6%	5,0%
Variation LFL	3,8%	Ns	-6,5%	-1,4%	24,7%	8,5%	7,4%	13,4%	90,5%	0,0%	-45,0%	5,0%	5,0%
Marge brute	50,4	43,6	55,6	57,5	62,9	68,9	76,7	76,2	121,9	140,0	133,6	144,2	151,4
Variation	6,3%	Ns	27,5%	3,4%	9,4%	9,5%	11,3%	-0,7%	60,0%	14,9%	-4,6%	7,9%	5,0%
Variation LFL	4,3%	Ns	4,8%	0,7%	9,8%	11,2%	10,7%	-4,8%	58,4%	14,9%	-13,8%	5,0%	5,0%
Dont Aérien	16,6	16,6	19,1	18,4	20,7	23,5	25,4	27,0	35,6	39,3	35,2	36,2	37,8
Variation	5,9%	5,9%	15,3%	-3,7%	12,4%	13,3%	8,2%	6,2%	31,8%	10,4%	-10,5%	3,0%	4,5%
Dont Maritime	22,5	22,5	27,8	27,7	30,2	30,5	33,5	34,7	66,4	79,3	67,1	69,1	72,2
Variation	9,3%	9,3%	23,4%	-0,4%	9,0%	1,2%	9,8%	3,5%	91,5%	19,4%	-15,4%	3,0%	4,4%
Dont RO/RO	-	-	4,7	6,7	6,6	7,2	8,5	6,9	9,4	14,7	23,5	29,6	31,6
Variation	-	-	-	42,6%	-1,3%	7,7%	19,3%	-19,4%	36,2%	24,7%	60,0%	25,7%	7,0%
Dont Autres	3,4	3,4	2,9	3,6	4,2	5,9	7,1	5,4	8,1	6,4	8,0	9,6	10,2
Variation	3,0%	3,0%	3,0%	24,1%	16,7%	39,9%	20,3%	-22,8%	50,0%	11,4%	25,0%	20,0%	6,5%
Dont Log System	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,8	3,2	2,9	2,9	0,4	0,0	0,0	0,0
Variation	4,5%	4,5%	4,5%	-1,7%	4,0%	7,0%	7,0%	-10,1%	0,0%	-	-	-	-

Source : Analyse indépendante, Clasquin

* Hors Gueppe Développement cédé en 2015, variations 2015 calculées sur la base 2014 pro forma

Retour à des niveaux de marge plus normatifs

Les facteurs qui ont permis aux marges d'entamer leur redressement avant la crise sanitaire et pendant la période qui a suivi devraient perdurer : montée en puissance des nouveaux outils logiciels, redressement ou amélioration des marges de certaines zones ou activités (filiale Fairs & Events), ou encore montée en gamme de l'offre (services de plus en plus à valeur ajoutée, segments de niche à besoins complexes, etc.). Le retour à la normale des volumes et des flux d'échanges mondiaux, et très probablement des taux de fret (encore possible baisse en aérien), ne devraient cependant pas permettre, selon nous, de soutenir les niveaux de marges observés en 2021 et 2022.

Sur la base de notre scénario d'activité (MB attendue à -4,6% en 2023, puis retour à un rythme de croissance organique de +5% les années suivantes), nous estimons que le ratio EBIT/MB devrait se stabiliser à 15-16% dans les années à venir, soit un retour aux plus hauts historiques (hors période Covid) atteints en 2008 et 2010. Nos prévisions font ainsi ressortir une baisse de l'EBIT de près de -40% pour l'exercice 2023, avec une marge de 15,5% (-7 pts vs 2022), suivie d'un retour à la croissance dès 2024 (+12%), grâce au rebond attendu de l'activité et d'une légère amélioration des marges, tendance qui devrait se confirmer en 2025 (+10% estimé sur l'EBIT). Au global notre prévision d'EBIT ressort à 20,6 M€ pour 2023 et à 25,4 M€ à horizon 2025, n'égalant pas les niveaux records de 2021 et 2022, mais à comparer à 8,3 M€ en 2019.

Clasquin : Projection de l'évolution des résultats

EURm	2013	2014	2014 PF	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
CA	198,1	211,5	201,7	234,2	235,0	290,6	308,3	331,2	392,0	752,2	877,1	520,7	560,1	588,1
Variation	7,3%	6,7%	Ns	16,1%	0,3%	23,6%	6,1%	7,4%	18,3%	91,9%	16,6%	-40,6%	7,6%	5,0%
Variation LFL	6,6%	3,8%	Ns	-6,5%	-1,4%	24,7%	8,5%	7,4%	13,4%	90,5%	0,0%	-45,0%	5,0%	5,0%
Marge brute	47,4	50,4	43,6	55,6	57,5	62,9	68,9	76,7	76,2	121,9	140,0	133,6	144,2	151,4
Variation	5,2%	6,3%	Ns	27,5%	3,4%	9,4%	9,5%	11,3%	-0,7%	60,0%	14,9%	-4,6%	7,9%	5,0%
Variation LFL	3,3%	4,3%	Ns	4,8%	0,7%	9,8%	11,2%	10,7%	-4,8%	58,4%	14,9%	-13,8%	5,0%	5,0%
Charges externes et autres	11,0	11,8	9,8	11,7	12,3	14,2	16,0	14,1	13,0	17,6	23,2	20,0	21,6	22,7
% MB	23,3%	23,4%	22,5%	21,0%	21,4%	22,6%	23,3%	18,4%	17,1%	14,5%	16,6%	15,0%	15,0%	15,0%
Frais de personnel	29,4	31,6	28,6	34,9	37,4	40,5	42,7	48,2	46,2	65,8	76,2	83,9	89,7	93,1
% MB	61,9%	62,8%	65,6%	62,8%	65,0%	64,3%	62,0%	62,8%	60,6%	54,0%	54,4%	62,8%	62,2%	61,5%
EBIT avt exceptionnels	4,6	4,3	3,1	6,7	5,2	5,9	6,5	8,6	9,5	27,5	33,4	20,6	23,1	25,4
% CA	2,3%	2,0%	1,6%	2,9%	2,2%	2,0%	2,1%	2,6%	2,4%	3,7%	3,8%	4,0%	4,1%	4,3%
% MB	9,7%	8,6%	7,2%	12,0%	9,0%	9,3%	9,4%	11,2%	12,5%	22,6%	23,9%	15,5%	16,1%	16,8%
EBIT	4,5	4,2	3,1	6,3	4,6	5,4	5,8	8,3	9,6	27,3	34,0	20,6	23,1	25,4
% CA	2,3%	2,0%	1,5%	2,7%	2,0%	1,9%	1,9%	2,5%	2,5%	3,6%	3,9%	4,0%	4,1%	4,3%
% MB	9,5%	8,4%	7,1%	11,3%	8,0%	8,6%	8,4%	10,8%	12,6%	22,4%	24,3%	15,5%	16,1%	16,8%
Variation	10,4%	-6,2%	Ns	Ns	-26,9%	18,3%	6,3%	42,8%	16,8%	182,9%	24,9%	-39,4%	12,1%	9,6%
RNPG	2,2	2,1	2,1	3,3	2,2	2,5	2,8	3,9	5,1	17,4	21,8	13,1	14,4	15,4
Variation	4,8%	-3,4%	Ns	57,2%	-35,1%	14,5%	12,6%	38,3%	Ns	Ns	25,4%	-40,1%	10,5%	7,0%
BPA	1,0	0,9	0,9	1,5	0,9	1,1	1,2	1,7	2,2	7,5	9,5	5,7	6,3	6,7
Variation	4,8%	-3,4%	Ns	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-40,1%	10,5%	7,0%

Source : Analyste indépendante, Clasquin

* Hors Gueppe Développement cédé en 2015, variations 2015 calculées sur la base 2014 pro forma

Une génération de *cash* qui devrait rester soutenue

Compte tenu des performances attendues en termes d'activité et de marges, le groupe devrait soutenir une importante génération de *cash-flow* dans les années à venir : plus de 20 M€ par an dans notre scénario.

Malgré cette forte génération de *cash*, le FCF devrait probablement être négatif en 2023, du fait : 1) du retour à un niveau plus normatif du BFR (niveau de fin 2022 exceptionnellement bas) ; 2) des investissements réalisés (acquisition de 95% du capital de Timar essentiellement) et 3) du niveau exceptionnel de dividendes attribué au titre de l'exercice 2022.

Pour les exercices suivants, le BFR étant corrélé à la variation de l'activité et le dividende devant probablement retrouver un niveau plus normatif (*payout* retenu à 40% dans notre scénario), le FCF devrait de nouveau être significativement positif. Clasquin aurait ainsi les moyens de poursuivre ses investissements dans la croissance organique et dans les opérations de croissance externe.

Clasquin : Prévisions de FCF

EURm	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	Commentaires
Résultat net	2,8	3,3	4,4	5,4	18,9	23,7	14,8	16,2	17,4	Retour à un niveau de marges plus normatif dès 2023
DAP	2,5	2,5	5,3	6,3	9,5	8,0	8,3	8,9	9,4	
Autres éléments non cash	-0,2	0,1	0,8	2,0	4,9	0,0	0,0	0,0	0,0	
Cash flow des opérations	5,1	6,0	10,6	13,7	33,3	31,7	23,0	25,2	26,8	
Variation de BFR	-2,7	-1,6	5,5	-11,6	-17,8	35,2	-9,6	-7,2	-6,6	Près de 14 jours de CA et 66 jours de MB en moyenne (10 ans), mais fortement variable au cours de l'année
Cash flow opérationnel (A)	2,4	4,4	16,1	2,1	15,5	66,9	13,4	17,9	20,2	
CAPEX	-3,3	-3,3	-2,3	-1,2	-1,2	-5,6	-2,5	-2,0	-2,0	Software et équipements pour les agences, prise à bail de locaux
Acquisitions	-0,4	-2,6	-7,0	-1,8	-0,3	-2,8	-9,0	0,0	0,0	Pas de nouvelle opération de croissance externe dans notre scénario
Flux d'investissements (B)	-3,7	-6,0	-9,4	-3,0	-1,5	-8,4	-11,5	-2,0	-2,0	
Dividendes	-2,0	-1,9	-1,7	-0,6	-3,2	-9,0	-15,3	-5,5	-6,1	<i>Payout</i> estimé à 40% à partir de 2023
Augmentations de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	0,1	0,0	0,0	0,0	
Variation de la dette	-2,0	0,9	17,7	4,8	-3,8	-24,7	-2,0	0,0	0,0	
Flux de financements (C)	-4,0	-1,0	15,9	4,2	-7,8	-33,6	-17,3	-5,5	-6,1	
Free Cash-Flow (A) + (B)	-1,3	-1,5	6,8	-0,9	14,0	58,6	1,9	15,9	18,2	
Variation de la trésorerie	-6,3	-2,5	20,2	-0,9	4,1	25,0	-21,8	4,0	5,7	
Dette fin de période	36,0	42,0	55,0	57,3	70,6	55,3	53,3	53,3	53,3	
Trésorerie fin de période	20,2	23,2	28,5	25,8	37,4	56,0	34,2	38,2	44,0	
Dette nette fin de période	15,8	18,8	26,5	31,6	33,2	-0,7	19,1	15,1	9,3	
Dette nette hors IFRS 16	15,8	18,8	18,6	22,6	22,1	-20,8	-1,0	-5,0	-10,8	
Leverage (NFD / EBITDA)	2,2	2,2	1,9	1,9	0,9	Ns	Ns	Ns	Ns	

Source : Analyste indépendante, Clasquin

Projet de cession de la société de la part de la famille Revol

Le 6 décembre dernier, Yves Revol a annoncé être en négociation exclusive avec une filiale de la société MSC Mediterranean Shipping Company pour céder sa participation (en direct et via la *holding* Olymp) dans le capital de Clasquin, soit 42% des titres. En cas de résultat positif d'un audit qui est en cours de la part du potentiel acquéreur, Yves Revol et la société Olymp auront la possibilité de vendre leur participation sur la base d'une valeur d'entreprise de 325 M€.

Rappelons que Yves Revol (75 ans) avait repris la société en 1982. Il en a été le dirigeant jusqu'en janvier 2019, la direction générale étant depuis assurée par Hugues Morin. Même si son fils, Jean-Christophe Revol, a occupé plusieurs fonctions de direction opérationnelle et est membre du conseil d'administration en tant que représentant de la *holding* familiale Olymp, Yves Revol avait toujours évoqué la possibilité, à terme, de céder le capital de Clasquin pour permettre à la société de poursuivre son développement.

L'opération arrive après plusieurs années exceptionnelles, tant en termes d'activité que de marges. Des performances en partie structurelles qui traduisaient également les perturbations consécutives à la crise sanitaire, ce qui offre selon nous une bonne opportunité en termes de valorisation.

Historiquement spécialisé dans le transport maritime (fret et passagers), le repreneur, le géant familial italo-suisse MSC, se diversifie quant à lui depuis plusieurs années, notamment dans la commission de transport avec la reprise début 2022 des activités africaines du groupe Bolloré. Grâce à la force de frappe apportée par un tel rapprochement et les potentielles synergies, le développement de Clasquin devrait probablement être significativement facilité, voire accéléré. MSC a par ailleurs d'ores et déjà annoncé son intention de conserver en l'état la société, ses équipes et ses marques. Nous estimons donc que l'opération devrait recevoir le soutien de la plupart des dirigeants et salariés du groupe, qui détiennent à date plus de 15% du capital.

Le prix évoqué pour la cession du bloc de contrôle (VE de 325 M€) fournit selon nous une nouvelle référence pour la valorisation de la société.

Approche de valorisation

Comparaisons boursières

— Composition de l'échantillon

Il existe peu de *pure players* de la commission de transport, la plupart des sociétés exerçant également des activités de logistique ou de transport par exemple (détenion des actifs). Nous avons centré notre échantillon sur des sociétés dont l'activité commission de transport demeure le premier métier. Sur le marché, seules deux sociétés américaines, une société suisse et une société danoise cotées répondent à ces critères :

- Kuehne+Nagel (39 MM€ de CA en 2022 et 37 MM€ de capitalisation boursière) ;
- C.H. Robinson Worldwide (23,5 MM€ et 9 MM€) ;
- DSV-Panalpina (31 MM€ et 32 MM€) ;
- Expeditors (16 MM€ et 17 MM€) ;
- NTG Nordic Transport Group (1 374 M€ et 926 M€).

Clasquin : Caractéristiques des comparables (cours au 18 décembre 2023)

	Pays	Cours (EUR)	Capitalisation boursière (EURm)	CA 2022 (EURm)	EBIT 2022 (EURm)	EBIT/CA 22
Kuehne+Nagel	Suisse	306,8	37 076	39 251	3 734,0	9,5%
C.H. Robinson Worldwide	Etats-Unis	77,3	9 224	23 498	1 205,3	5,1%
DSV-Panalpina	Danemark	149,8	31 761	31 544	3 254,0	10,3%
Expeditors	Etats-Unis	115,9	17 132	16 243	1 736,0	10,7%
NTG Nordic Transport Group	Danemark	40,9	926	1 374	101,6	7,4%
Clasquin	France	121,5	287	877	34,0	3,9%

Source : Analyste indépendante, FactSet

— 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, ce qui nous conduit à écarter 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 pure de commission de transport et de conseil, c'est pourquoi nous écartons également les multiples de VE/EBITDA de notre approche de valorisation.

Clasquin : Multiples des comparables (cours au 18 décembre 2023)

	P/E (x)		VE/CA (x)		VE/EBITDA (x)		VE/EBIT (x)	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
Kuehne+Nagel	23,7	27,2	1,36	1,39	12,2	13,2	16,90	19,07
C.H. Robinson Worldwide	23,6	21,3	0,65	0,63	16,8	15,1	19,60	17,49
DSV-Panalpina	19,2	19,2	1,66	1,65	10,8	11,3	13,92	14,75
Expeditors	24,7	25,9	1,82	1,85	16,4	17,1	17,50	18,91
NTG Nordic Transport Group	17,1	16,4	0,88	0,87	9,0	8,9	12,17	12,21
Médiane	23,6	21,3	1,4	1,4	12,2	13,2	16,9	17,5
Clasquin	21,4	19,4	0,59	0,55	15,0	13,3	15,0	13,3
Prime/décote	-9,1%	-8,7%	-56,3%	-60,4%	23,2%	0,6%	-11,3%	-24,1%
Valorisation par action	133,6	133,1	307,7	337,1	109,3	132,8	151,6	175,8

Source : Analyste indépendante, FactSet

— Valorisation par action

Sur la base des multiples de VE/EBIT et de P/E pour les années 2023 et 2024, la valeur par action du groupe Clasquin ressort à 148 € (hausse récente des *peers*). Compte tenu de la taille de la société par rapport aux comparables et d'une liquidité inférieure, nous appliquons une décote de 25%, soit une valeur par action cible de près de 111 € 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 15,5% (ratio EBIT/MB) ;
- des investissements de 2 à 3 M€ par an ;
- un BFR maintenu dans la fourchette 3-4% du CA ;
- un taux d'actualisation de 9,0% ;
- 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	521	560	588	612	633	655	675	695	712	727
Var.	-45,0%	7,6%	5,0%	4,0%	3,5%	3,5%	3,0%	3,0%	2,5%	2,0%
MB	134	144	151	157	163	169	174	179	183	187
Var.	-4,6%	7,9%	5,0%	4,0%	3,5%	3,5%	3,0%	3,0%	2,5%	2,0%
EBITD*	22,5	25,7	28,3	28,4	28,6	28,4	29,0	29,8	30,6	31,2
% CA	4,3%	4,6%	4,8%	4,6%	4,5%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
% MB	16,9%	17,8%	18,7%	18,1%	17,6%	16,9%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%
Depreciation*	1,9	2,5	3,0	2,4	2,5	2,3	2,0	2,1	2,1	2,2
% du CA	0,4%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
%MB	1,4%	1,8%	2,0%	1,6%	1,6%	1,4%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
EBIT	20,6	23,1	25,4	26,0	26,1	26,1	26,9	27,7	28,4	29,0
Var.	-39,4%	12,1%	9,6%	2,4%	0,4%	0,3%	3,0%	3,0%	2,5%	2,0%
% CA	4,0%	4,1%	4,3%	4,2%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
% MB	15,5%	16,1%	16,8%	16,5%	16,0%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%
Impôt	-5,0	-6,1	-7,1	-7,8	-7,8	-7,8	-8,1	-8,3	-8,5	-8,7
Taux d'impôt	24,1%	26,4%	28,1%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Var. de BFR	-9,6	-7,2	-6,6	-0,8	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5
BFR	6,8	14,0	20,6	21,4	22,2	22,9	23,6	24,3	24,9	25,4
% du CA	1,3%	2,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Investissements	-11,5	-2,0	-2,0	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2
% du CA	-2,2%	-0,4%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Cash flow libre	-3,6	10,3	12,6	18,0	18,1	17,9	18,2	18,7	19,3	19,8
Var.	Ns	-389%	22%	42%	1%	-2%	2%	3%	3%	3%
Cash flow libre actualisé	-3,3	8,7	9,8	12,7	11,8	10,6	9,9	9,4	8,9	8,4
Somme des cash flow	86,9									
Valeur terminale	111,5									
Croissance à l'infini	1,5%									
Taux d'actualisation	9,0%									
Beta	1,4									
Prime de risque de marché	5,3%									
Taux sans risque	3,1%									
Valeur d'entreprise	198,5									
Dette nette (hors loyers)	-20,8									
Minoritaires	7,4									
Valeur des capitaux propres	212									
Valeur par action	91,8									

Source : Analyste indépendante, Clasquin

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

Par l'approche des DCF nous obtenons une valorisation de 92 € par action.

— Tableaux de sensibilité

Clasquin : tableaux de sensibilité

		Taux d'actualisation				
		7,0%	8,0%	9,0%	10,0%	11,0%
Taux à l'infini	1,0%	120,7	102,5	88,8	78,2	69,8
	1,5%	127,3	106,8	91,8	80,4	71,4
	2,0%	135,3	111,9	95,3	82,8	73,2

Source : Analyste indépendante, Clasquin

		EBIT/MB				
		11,5%	13,5%	15,5%	17,5%	19,5%
Taux à l'infini	1,0%	74,8	81,8	88,8	95,8	102,8
	1,5%	77,1	84,4	91,8	99,2	106,6
	2,0%	79,6	87,4	95,3	103,1	111,0

Synthèse des méthodes retenues et valorisation

La moyenne des deux méthodes d'évaluation retenues ferait ressortir une valorisation de 102 € par action.

Clasquin : synthèse des méthodes de valorisation

Méthode	Valeur par action	PE		VE/EBITDA		VE/EBIT	
		2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
DCF	91,8 €	16,2	14,7	8,0	7,1	11,2	9,8
Comparaisons boursières	111,4 €	19,7	17,8	9,5	8,5	13,4	11,8
Moyenne	101,6 €	17,9	16,2	8,8	7,8	12,3	10,8

Source : Analyse indépendante, FactSet

Dans le projet de cession du bloc de la famille Revol à MSC, la valeur d'entreprise évoquée est de 325 M€ (sous réserve des *due diligence* en cours). Sur la base de notre prévision de dette nette à fin 2023 (proche de 0 hors IFRS 16), la valeur d'entreprise évoquée pour la transaction ferait ressortir une valeur par action de plus de 140 €, soit une prime de près de 60% par rapport au cours de clôture, et de plus de 45% par rapport à notre objectif de cours (97 €) d'avant l'annonce. Ce prix servira selon nous de valeur de référence pour offrir une possibilité de sortie aux actionnaires minoritaires, et constitue ainsi notre objectif de cours sur la valeur.

Clasquin : Multiples estimés sur la base du prix proposé par MSC

	P/E (x)		VE/MB (x)		VE/EBITDA* (x)		VE/EBIT (x)	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
Prix cession bloc à MSC	24,8	22,4	2,4	2,3	14,4	12,7	15,7	14,0

Source : Analyste indépendante

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

Sur la base de nos prévisions de résultats, la transaction ferait ressortir des multiples de : VE/MB 2023 et 2024 de respectivement 2,4x et 2,3x (vs une moyenne sur dix ans de 1,4x) ; VE/EBITDA de 14,4x et de 12,7x (vs 8,8x) ; VE/EBIT de 15,7x et de 14,0x (vs 12,7x) ; P/E de 24,8x et de 22,4x (vs 24,3x). Soit une absence de décote par rapport aux comparables cotés de taille plus conséquente, MSC valorisant probablement le potentiel de Clasquin au sein de son périmètre. Nous estimons qu'un tel niveau de valorisation en *stand alone* n'aurait pas été atteint avant plusieurs années. En cas de lancement d'une OPA à ce prix par action, nous conseillerions aux minoritaires d'apporter leurs titres.

Clasquin : Evolution de la valorisation et des multiples

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Moy. 10 ans	Moy. 5 ans	2023E	2024E	2025E
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)	21,7	19,5	21,0	25,6	29,4	29,6	33,2	36,5	34,6	30,7	53,0	60,9			121,5	121,5	121,5
Cap. moy. (EURm)	50,0	45,0	48,3	59,0	67,9	68,3	76,5	84,3	79,9	70,8	122,1	140,6			280,2	280,2	280,2
Dette nette moy. (EURm)	-5,6	-3,0	-0,1	0,3	3,0	8,1	13,4	17,3	22,7	29,0	32,4	16,3			9,2	17,1	12,2
Ajustement VE (EURm)*	1,7	1,7	1,8	2,9	2,4	3,7	3,9	3,7	5,8	5,2	7,6	8,6			10,3	12,1	14,0
VE (EURm)	46,1	43,7	50,0	62,2	73,2	80,2	93,8	105,3	108,4	105,0	162,1	165,4			299,7	309,4	306,5
VE/CA (x)	0,27	0,24	0,25	0,29	0,32	0,35	0,33	0,35	0,34	0,27	0,22	0,17	0,29	0,27	0,59	0,55	0,52
VE/MB (x)	1,02	1,03	1,06	1,24	1,36	1,44	1,53	1,55	1,46	1,41	1,34	1,06	1,35	1,36	2,32	2,13	2,00
VE/EBITDA (x)	5,9	7,4	7,9	9,7	9,4	12,7	13,1	12,4	8,1	6,5	4,3	3,6	8,8	7,0	10,7	9,6	8,7
VE/EBIT (x)	8,0	11,4	11,1	14,8	12,0	18,1	17,7	18,5	13,6	11,2	6,0	4,4	12,7	10,7	15,0	13,3	12,0
P/E (x)	16,3	21,4	21,9	27,7	20,3	64,7	30,7	30,1	20,6	13,8	7,0	6,4	24,3	15,6	21,4	19,4	18,1
P/B (x)	2,4	2,1	2,3	2,8	3,1	3,3	3,9	3,9	3,6	2,6	3,1	2,7	3,1	3,2	5,6	4,7	4,1
P/CF (x)	9,0	13,4	9,8	14,6	8,5	14,7	14,9	14,0	7,5	5,2	3,7	4,4	9,7	7,0	12,2	11,1	10,5
Dividend Yield	3,5%	3,8%	3,8%	3,1%	4,2%	2,7%	2,4%	1,8%	0,0%	4,2%	7,0%	10,7%	4,0%	4,7%	1,9%	2,1%	2,2%
Gearing	-26%	-1%	0%	3%	22%	46%	69%	77%	99%	102%	73%	-1%	49%	70%	32%	21%	11%
FCF Yield (sur la CB)	6,1%	-2,4%	4,7%	6,2%	8,5%	-2,4%	-1,6%	1,0%	17,0%	0,8%	11,2%	43,6%	8,9%	14,7%	3,9%	5,7%	6,5%

Source : Analyste indépendante, Clasquin

* Ajusté des provisions pour retraite, des minoritaires, et des sociétés mises en équivalence

Même si la cession de la participation de la famille Revol reste soumise au retour positif des *due diligence* (en cours), et que l'opération et donc la probable OPA à suivre ne devraient pas être réalisées avant le T1-2024, le titre a fortement rebondi suite à l'annonce de l'entrée en négociation exclusive : +37%. Cependant par rapport à notre estimation de prix de transaction de 140 €, le titre offre encore un potentiel de hausse de 15%, nous conseillons ainsi d'Accumuler la valeur.

Comptes consolidés

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	520,66	560,08	588,08
Variation (%)	6,72	10,76	0,35	23,64	6,11	7,42	18,36	91,87	16,61	-40,64	7,57	5,00
Excédent Brut d'Exploitation - Ajusté	6,56	8,44	7,15	7,78	9,34	14,13	16,46	38,31	41,10	28,92	32,09	34,75
Variation (%)	-	28,58	-15,20	8,74	20,06	51,35	16,47	132,70	7,30	-29,62	10,94	8,30
Marge (%)	3,10	3,60	3,04	2,68	3,03	4,27	4,20	5,09	4,69	5,56	5,73	5,91
Eléments exceptionnels - cash	-0,08	-0,40	-0,59	-0,44	-0,72	-0,35	0,13	-0,27	0,64	0,00	0,00	0,00
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	5,56	5,73	5,91
Dépréciation & Amort. des actifs tangibles	-2,24	-1,75	-1,97	-1,90	-2,84	-2,84	-4,36	-7,61	-7,70	-1,88	-2,53	-2,98
Dépréciation des droits d'utilisation	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-2,74	-2,59	-3,16	0,00	-6,41	-6,41	-6,41
Résultat Opér. avant survaleurs - 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	3,96	4,13	4,31
Résultat Opér. avant survaleurs - Ajusté	4,32	6,69	5,19	5,88	6,50	8,56	9,51	27,53	33,40	20,64	23,15	25,36
Variation (%)	-6,00	54,73	-22,44	13,24	10,67	31,59	11,14	189,56	21,30	-38,20	12,14	9,58
Marge (%)	2,04	2,86	2,21	2,02	2,11	2,58	2,43	3,66	3,81	3,96	4,13	4,31
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
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	3,96	4,13	4,31
Résultat Opérationnel - Ajusté	4,32	6,69	5,19	5,88	6,50	8,56	9,51	27,53	33,40	20,64	23,15	25,36
Variation (%)	-6,00	54,73	-22,44	13,24	10,67	31,59	11,14	189,56	21,30	-38,20	12,14	9,58
Marge (%)	2,04	2,86	2,21	2,02	2,11	2,58	2,43	3,66	3,81	3,96	4,13	4,31
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
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	32,65	19,44	22,05	24,22
Variation (%)	-6,28	59,99	-33,16	15,82	15,26	38,52	6,01	214,71	29,56	-40,45	13,40	9,88
Marge (%)	1,81	2,61	1,74	1,63	1,77	2,28	2,04	3,35	3,72	3,73	3,94	4,12
Impôts et Taxes	-1,33	-1,94	-1,51	-1,93	-2,12	-3,16	-2,65	-6,15	-8,91	-4,68	-5,83	-6,81
Taux effectif d'imposition (%)	34,83	31,73	36,90	40,74	38,79	41,63	33,05	24,39	27,28	24,05	26,43	28,10
Résultat Net des sociétés intégrées	2,49	4,17	2,58	2,80	3,34	4,39	5,36	19,05	23,74	14,77	16,22	17,42
Variation (%)	-1,23	67,58	-38,22	8,77	19,05	31,50	22,15	255,41	24,61	-37,80	9,85	7,38
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
Résultat Net consolidé - Publié	2,49	3,98	2,63	2,90	3,39	4,42	5,43	18,92	23,74	14,87	16,33	17,53
Variation (%)	-	60,02	-33,92	10,11	17,01	30,35	22,90	248,36	25,45	-37,38	9,82	7,37
Marge (%)	1,18	1,70	1,12	1,00	1,10	1,33	1,39	2,52	2,71	2,86	2,91	2,98
Intérêts minoritaires	-0,36	-0,64	-0,46	-0,41	-0,59	-0,59	-0,31	-1,54	-1,93	-1,80	-1,89	-2,08
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	-40,08	10,48	7,02
Marge (%)	1,01	1,43	0,92	0,86	0,91	1,16	1,31	2,31	2,49	2,51	2,58	2,63
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	-40,08	10,48	7,02
Marge (%)	1,01	1,43	0,92	0,86	0,91	1,17	1,31	2,31	2,49	2,51	2,58	2,63
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	-40,08	10,48	7,02
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	-40,08	10,48	7,02
Fonds Propres par action	9,19	9,41	9,02	8,55	9,29	9,53	11,67	16,94	22,75	21,78	25,65	29,71
Variation (%)	0,60	2,40	-4,21	-5,15	8,65	2,52	22,51	45,13	34,32	-4,24	17,73	15,85
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	10,48	7,02
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	-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	-4,68	-5,83	-6,81
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
Capacité d'Autofinancement	4,04	7,98	4,65	5,12	6,03	10,60	13,72	33,33	31,71	23,05	25,16	26,81
Variation du BFR	2,51	0,19	-2,73	-2,72	-1,60	5,52	-11,62	-17,78	35,19	-9,62	-7,23	-6,58
Cash Flow Opérationnel (A)	6,55	8,17	1,93	2,40	4,43	16,12	2,11	15,55	66,90	13,43	17,93	20,23
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
Free Cash Flow	4,03	6,12	-1,47	-0,92	1,11	13,78	0,89	14,34	61,33	10,93	15,93	18,23
Dividendes	-2,18	-2,13	-2,90	-1,96	-1,92	-1,73	-0,65	-3,20	-8,98	-15,29	-5,53	-6,07
Augmentation de capital	0,00	0,60	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,81	0,09	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	0,00	-6,41	-6,41	-6,41
Autres	-2,68	-9,11	-1,43	-1,89	-2,21	-9,13	-1,03	0,76	-2,77	-9,00	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	-11,66	-30,70	-11,93	-12,48
Variation de la Trésorerie (Dettes) Nette (A+B+C)	-0,83	-4,52	-5,79	-4,76	-3,02	0,27	-4,05	7,92	49,67	-19,77	3,99	5,74

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	79,31	85,61	90,81
dont Actif Immobilisé - ex actifs fin.	17,61	21,04	24,25	24,68	27,73	43,88	43,11	49,11	63,42	72,54	71,61	70,22
dont besoin en Fonds de Roulement	6,84	7,38	10,55	12,34	13,96	8,37	18,91	31,91	-2,86	6,77	14,00	20,58
dont fonds propres - consolidés	23,28	23,80	23,77	22,88	24,47	26,84	30,95	45,41	59,91	59,48	70,28	81,73
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	19,08	15,08	9,34
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
Dette Financière Nette (ex. Leasing op.)	0,73	5,25	11,05	15,81	18,83	18,56	22,59	22,08	-20,79	-1,02	-5,01	-10,76

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	0,5	0,4	0,3
Invest. Corpo. / Dépréc. & Amort. (%)	128,5	136,7	180,7	188,4	126,9	88,1	35,1	25,3	73,3	133,2	78,9	67,1
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	-	32,1	21,5	11,4
DFN* / EBE ajusté (x)	0,1	0,6	1,5	2,0	2,0	1,9	1,9	0,9	0,0	0,7	0,5	0,3
DFN* / (EBE - Inv. corp.) (x)	0,2	0,9	3,1	3,8	3,3	2,3	2,1	0,9	0,0	0,7	0,5	0,3
EBE ajusté / Charges financières (x)	15,5	-	13,9	11,0	28,5	21,7	10,1	18,5	29,4	24,1	29,2	-
Dette fin. LT (ex- leasing) / Dette fin. totale (%)	65,8	69,4	58,4	48,5	40,6	49,5	83,0	68,8	72,4	73,3	72,8	72,3
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	34,3	22,4	20,7	20,7
dont EBIT / CA (%)	2,0	2,9	2,2	2,0	2,1	2,6	2,4	3,7	3,8	4,0	4,1	4,3
dont CA / CE (x)	9,0	8,9	7,4	8,1	7,8	7,1	6,9	10,5	12,4	7,4	6,8	6,7
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	21,3	19,8	19,9

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

Clasquin : Multiples de valorisation

	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
VE / CA (x)	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,6	0,5	0,5
VE / EBITDA (x)	9,7	9,4	12,7	13,1	12,4	8,1	6,5	4,3	3,6	10,5	9,4	8,5
VE / EBIT (x)	14,8	12,0	18,1	17,7	18,5	13,7	11,2	6,0	4,4	14,7	13,0	11,7
P / E (x)	27,7	20,3	31,4	30,7	30,1	20,6	13,8	7,0	6,4	20,9	18,9	17,7
P / B (x)	2,8	3,1	3,3	3,9	3,9	3,6	2,6	3,1	2,7	5,4	4,6	4,0
D / P (%)	3,1	4,2	2,7	2,4	1,8	-	4,2	7,0	10,7	1,9	2,1	2,3

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
21/12/2023	Accumuler	140,00	118,50
05/12/2023	Achat	140,00	125,00
15/09/2023	Achat	97,00	88,20
28/07/2023	Achat	92,00	81,40
10/02/2023	Achat	90,00	57,60

Sources : *Analyste indépendant, Factset (données de marché – cours de clôture)*

Ce tableau illustre l'historique des changements de recommandations et objectifs de cours de l'analyste indépendant 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	71,8%	117	76,8%	53
Accumuler	0,6%	1	0,0%	0
Neutre	25,2%	41	20,3%	14
Alléger	0,0%	0	0,0%	0
Vendre	2,5%	4	2,9%	2

Source : *CIC Market Solutions*

* 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](#).

Date de production : 21/12/2023 - 09:38

Date de 1^{ère} diffusion : 21/12/2023 - 09:38

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 bénéficiaires, 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 Duhén	Responsable de la Recherche Globale	+33 1 5348 8102	francois.duhen@cic.fr
----------------	-------------------------------------	-----------------	-----------------------

Recherche Actions

Alexandre Gérard, CFA	Responsable de la Recherche Actions	+33 1 5348 8093	alexandre.gerard@cic.fr
Arnaud Cadart	Santé	+33 1 5348 8084	arnaud.cadart@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 / Hôtellerie & Loisirs / Services	+33 1 5348 8085	christian.devismes@cic.fr
Hervé Drouet	Aéronautique & Défense	+33 1 5348 2345	herve.drouet@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 / Infrastructure	+33 1 5348 6425	eric.lemarie@cic.fr
Arnaud Palliez	Energie / Services aux collectivités / Holdings	+33 1 4181 7424	arnaud.palliez@cic.fr
Alexandre Plaud	Technologies	+33 1 5348 8093	alexandre.plaud@cic.fr
Francis Prêtre	Agroalimentaire & Boisson / Biens de Consommation	+33 4 7560 2473	francis.pretre@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
Martin Gicquiau, CFA	Analyste Crédit	+33 1 4181 7349	martin.gicquiau@cic.fr
Marc Gontran	Analyste Crédit	+33 1 5348 3786	marc.gontran@cic.fr
Stéphane Leandri, CFA	Analyste Crédit	+33 1 5348 8041	stephane.leandri@cic.fr

Economie & Stratégie marchés financiers

François Duhén	Chef Economiste et Stratégiste	+33 1 5348 8102	francois.duhen@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, CFA	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	Responsable 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	Responsable Recherche Développement Durable	+33 1 5348 2286	nicolas.haese@cic.fr
Eva Zarbo	Analyste Développement Durable	+33 1 5348 8302	eva.zarbo@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 Ballasse	France	+33 1 4016 2617	frederic.ballasse@cic.fr
Ségolène Bergeron	France	+33 1 4016 2621	segolene.bergeron@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-adjoint de la Vente obligataire	+33 1 4016 2624	jeanchristophe.verlodt@cic.fr
Christophe Berger	France	+33 1 4016 2662	christophe.berger2@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
Philippe Belan	Europe	+33 1 4016 2602	philippe.belan@cic.fr
Samuel Holderness	Europe	+33 1 4016 2693	samuel.holderness@cic.fr
Joelle Mamola	Europe	+33 1 4016 2605	joelle.mamola@cic.fr



Members of ESN (European Securities Network LLP)



FRANCE

CIC Market Solutions

CIC

6 avenue de Provence
75009 Paris

Tel. : +33 (0)1 53 48 81 93



Banca Akros S.p.A.

Viale Eginardo, 29
20149 Milano
Italy
Phone: +39 02 43 444 389



Caixa-Banco de Investimento

Av enida João XXI, 63
1000-300 Lisboa
Portugal
Phone: +351 21 389 68 00



GVC Gaesco Valores, SV, SA

C/- Fortuny 17
28010 Madrid
Spain
Phone: +34 91 436 7813

Disclaimer

Le CIC n'a pas réalisé la présente analyse financière et n'assure que la diffusion de celle-ci. L'analyse financière a été réalisée par l'analyste indépendant dont l'identité est précisée dans l'analyse financière. Le CIC n'a procédé à aucune modification de l'analyse financière qu'il diffuse.

Le CIC, filiale du Crédit Mutuel Alliance Fédérale, est un établissement de crédit agréé en France par l'ACPR. Le CIC est membre du réseau ESN (European Securities Network) et sous la tutelle de l'AMF (Autorité des Marchés Financiers française).

Le CIC diffuse tant l'analyse financière qu'il réalise directement que celle réalisée par ses partenaires et des analystes indépendants en accord avec ces analystes indépendants et les émetteurs.

L'analyste indépendant rédacteur de l'analyse financière s'est vu confié par l'Emetteur la réalisation d'une prestation rémunérée 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.

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 l'Analyste Indépendant ou 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 par un analyste indépendant 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 de 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.

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.

Si vous avez reçu ce document par erreur, merci de le détruire ou de le signaler immédiatement à analyse-ms@cic.fr

Pour toutes informations supplémentaires ou disclaimer spécifique, connectez-vous au site Internet de CM-CIC Market Solutions : www.cic-marketsolutions.eu