

Accumuler

Depuis le 21/12/2023

Cours (€) 124,50

Capi. boursière (M€) 290

Clôture du (21/02/2024)

Objectif de cours (€) 140,00

Depuis le 05/12/2023

Clasquin**Fort rebond au T4, nouveau record de MB. Attente de l'offre MSC**

Faits : la MB 2023 ressort à 143,1 M€, +2,2% ou -8,5% en organique, très nettement supérieure à notre attente de 133,6 M€ (-4,6% et -13,8% estimés respectivement), grâce à une croissance de plus de 22% au T4 (vs -7% attendus), dont +10% lfi, dans un environnement de marché un peu mieux orienté (début de remontée des taux de fret et volumes en hausse en aérien), le groupe a bénéficié des effets de la conquête clients (10% de la MB 2023), de la montée en puissance auprès de grands comptes (Top 30 à +11%), et de l'intégration de Timar depuis le 1^{er} mars (11% de la MB). Par division en 2023 : +16,4% en aérien (+2,3% en volume), +2,1% en maritime (-1,2% en volume), 5,8% pour Road brokerage et -0,7% pour les autres activités. Le groupe a plus que rempli son objectif d'activité supérieure au marché, le record de MB de 2022 a en effet été dépassé. En termes de perspectives, le groupe annonce une activité supérieure au marché : aérien attendu à +4,5% en vol. et maritime à +3/4%.

Analyse : au vu du rebond d'activité de fin d'année, nous relevons notre prévision d'EBIT 2023 à 22,5 M€ (vs 20,6 M€ attendus avant), -34% par rapport au niveau exceptionnel de 2022, mais bien au-delà du niveau pre-Covid (EBIT à 8,3 M€ en 2019), permettant une bonne génération de cash (dette nette attendu à -2,5 M€ hors IFRS 16 à fin 2023), et nos prévisions 2024 : MB désormais attendue à 154,2 M€, +7,7% ou +5% en organique (effet consolidation sur 12 mois de Timar), vs 144,2 M€ avant, et EBIT à 24,7 M€ (+10%), vs 23,1 M€ attendu avant.

Conclusion : les due diligence de MSC sont toujours en cours et pourraient déboucher sur la cession du bloc majoritaire avant la fin du T1 (42% détenus par la famille Revol) sur la base d'une VE de 325 M€, conduisant au lancement d'une offre publique. D'après notre prévision de dette nette à fin 2023, la VE évoquée pour la transaction ferait ressortir une valeur par action de plus de 140 €, ce qui constitue notre objectif de cours. Le prix de l'offre dépendra cependant de la situation nette au moment du *closing*, encore non connue à date. Au vu de la VE évoquée, les multiples de VE/MB ressortent à respectivement 2,3x et 2,1x pour 2023 et 2024 (vs une moyenne 10 ans à 1,4x), ceux de VE/EBITDA à 10,3x et 9,5x (vs 8,8x), ceux de VE/EBIT à 14,4x et 13,1x (vs 12,7x), et ceux de P/E à 22,3x et 20,7x (vs 24,3x). En cas d'offre, nous conseillerions aux minoritaires d'apporter leurs titres.

SWOT Analysis**Strengths**

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

Opportunities

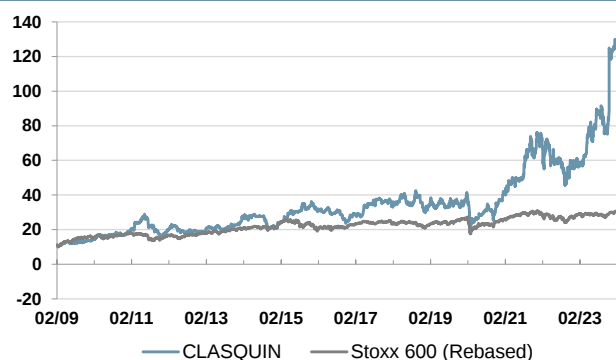
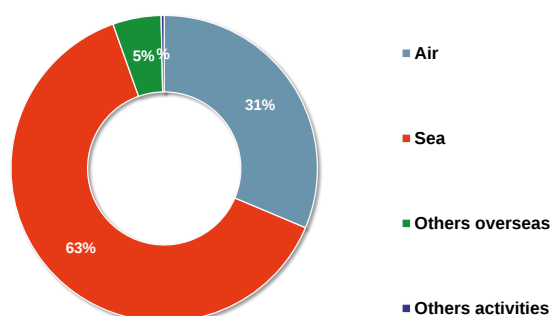
- New external growth
- Geographical diversification
- Complete product offer

Weaknesses

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

Threats

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

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

Sources: CIC Market Solutions, FactSet price data

Clasquin : Compte de résultat consolidé

(M€)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
	31/12/14	31/12/15	31/12/16	31/12/17	31/12/18	31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
Chiffre d'Affaires	211,46	234,21	235,02	290,59	308,34	331,23	392,03	752,18	877,09	562,10	603,59	633,77
Variation (%)	6,72	10,76	0,35	23,64	6,11	7,42	18,36	91,87	16,61	-35,91	7,38	5,00
Excédent Brut d'Exploitation - Publié	6,48	8,04	6,56	7,34	8,62	13,78	16,59	38,03	41,74	31,41	34,30	37,15
Variation (%)	-	24,02	-18,32	11,88	17,34	59,92	20,39	129,27	9,75	-24,75	9,20	8,30
Marge (%)	3,06	3,43	2,79	2,53	2,79	4,16	4,23	5,06	4,76	5,59	5,68	5,86
Résultat Opérationnel - Publié	4,24	6,29	4,60	5,44	5,78	8,20	9,64	27,26	34,04	22,54	24,74	27,11
Variation (%)	-6,17	48,26	-26,89	18,31	6,25	41,90	17,50	182,89	24,87	-33,79	9,78	9,58
Marge (%)	2,01	2,69	1,96	1,87	1,87	2,48	2,46	3,62	3,88	4,01	4,10	4,28
Résultat Net Part du Groupe - Publié	2,13	3,35	2,17	2,49	2,80	3,83	5,12	17,39	21,81	14,51	15,61	16,71
Variation (%)	-3,45	57,24	-35,06	14,54	12,62	36,53	33,76	239,68	25,41	-33,48	7,60	7,03
Marge (%)	1,01	1,43	0,92	0,86	0,91	1,16	1,31	2,31	2,49	2,58	2,59	2,64
Résultat Net Part du Groupe - Ajusté	2,13	3,35	2,17	2,49	2,80	3,88	5,12	17,39	21,81	14,51	15,61	16,71
Variation (%)	-3,45	57,24	-35,06	14,54	12,62	38,28	32,09	239,61	25,41	-33,48	7,60	7,03
Marge (%)	1,01	1,43	0,92	0,86	0,91	1,17	1,31	2,31	2,49	2,58	2,59	2,64
BNPA - Publié	0,92	1,45	0,94	1,08	1,22	1,66	2,22	7,54	9,45	6,29	6,77	7,24
Variation (%)	-3,45	57,24	-35,06	14,54	12,62	36,53	33,76	239,68	25,41	-33,48	7,60	7,03
BNPA - Ajusté	0,92	1,45	0,94	1,08	1,22	1,68	2,22	7,54	9,45	6,29	6,77	7,24
Variation (%)	-3,45	57,24	-35,06	14,54	12,62	38,28	32,10	239,61	25,41	-33,48	7,60	7,03
Dividende par action	0,80	1,25	0,80	0,80	0,65	0,00	1,30	3,70	6,50	2,52	2,71	2,90
Variation (%)	0,00	56,25	-36,00	0,00	-18,75	-	-	184,62	75,68	-61,29	7,60	7,03
Taux de distribution (%)	86,71	86,16	84,91	74,13	53,48	0,00	58,56	49,08	68,75	40,00	40,00	40,00
Nombre d'actions - Actuel	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306
Nombre d'actions - Dilué	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306

Sources : Clasquin, Analyste indépendant.

Clasquin : Flux de trésorerie

(M€)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
	31/12/14	31/12/15	31/12/16	31/12/17	31/12/18	31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
Excédent Brut d'Exploitation - Publié	6,48	8,04	6,56	7,34	8,62	13,78	16,59	38,03	41,74	31,41	34,30	37,15
Résultat Financier	-0,42	-0,18	-0,51	-0,71	-0,33	-0,65	-1,63	-2,07	-1,40	-1,20	-1,10	-1,14
Impôts et Taxes	-1,33	-1,94	-1,51	-1,93	-2,12	-3,16	-2,65	-6,15	-8,91	-5,13	-6,25	-7,30
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	25,08	26,95	28,71
Variation du BFR	2,51	0,19	-2,73	-2,72	-1,60	5,52	-11,62	-17,78	35,19	-10,16	-7,78	-7,09
Cash Flow Opérationnel (A)	6,55	8,17	1,93	2,40	4,43	16,12	2,11	15,55	66,90	14,92	19,17	21,62
Investissements corporels nets	-2,87	-2,39	-3,55	-3,59	-3,60	-2,50	-1,53	-1,93	-5,64	-2,50	-2,00	-2,00
Investissements financiers nets	0,36	0,34	0,16	0,27	0,28	0,16	0,32	0,72	0,07	0,00	0,00	0,00
Cash Flow d'Investissement (B)	-2,52	-2,05	-3,39	-3,32	-3,32	-2,34	-1,21	-1,21	-5,58	-2,50	-2,00	-2,00
Free Cash Flow	4,03	6,12	-1,47	-0,92	1,11	13,78	0,89	14,34	61,33	12,42	17,17	19,62
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	-12,51	-12,95
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	-18,28	4,66	6,67

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	79,26	85,49	90,55
dont Actif Immobilisé - ex actifs fin.	17,61	21,04	24,25	24,68	27,73	43,88	43,11	49,11	63,42	71,95	70,40	68,37
dont besoin en Fonds de Roulement	6,84	7,38	10,55	12,34	13,96	8,37	18,91	31,91	-2,86	7,31	15,09	22,18
dont fonds propres - consolidés	23,28	23,80	23,77	22,88	24,47	26,84	30,95	45,41	59,91	60,92	72,32	84,56
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	17,58	12,93	6,26
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	-2,51	-7,17	-13,84

Sources : Clasquin, Analyste indépendant.

Clasquin : Ratios

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
	31/12/14	31/12/15	31/12/16	31/12/17	31/12/18	31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
Investissements corporels / CA (%)	1,4	1,0	1,5	1,2	1,2	0,8	0,4	0,3	0,6	0,4	0,3	0,3
BFR / CA (%)	3,2	3,1	4,5	4,2	4,5	2,5	4,8	4,2	-0,3	1,3	2,5	3,5
DFN* / Fonds Propres (%)	3,1	22,1	46,5	69,1	76,9	98,8	-	73,2	-	28,9	17,9	7,4
DFN* / EBE ajusté (x)	0,1	0,6	1,5	2,0	2,0	1,9	1,9	0,9	0,0	0,6	0,4	0,2
DFN* / (EBE - Inv. corp.) (x)	0,2	0,9	3,1	3,8	3,3	2,3	2,1	0,9	0,0	0,6	0,4	0,2
EBE ajusté / Charges financières (x)	15,5	-	13,9	11,0	28,5	21,7	10,1	18,5	29,4	26,2	-	-
ROE (% , RN pdg ajusté / FP pdg)**	10,1	15,6	10,2	12,3	13,6	17,9	20,9	52,7	47,6	27,9	27,7	25,2
ROCE (% , NOPAT / CE)**	12,0	17,3	10,4	9,7	10,1	10,6	11,1	29,1	34,3	24,5	22,1	22,1
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	8,0	7,3	7,2
dont taux d'IS normalisé (%)	34,8	31,7	36,9	40,7	38,8	41,6	33,0	24,4	27,3	24,1	26,4	28,1
ROCE ajusté (% , yc SME)	11,6	16,7	10,1	9,5	9,6	10,2	10,8	28,0	32,8	23,3	21,2	21,3

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