

Neutre

Depuis le 22/03/2024

Cours (€) 138,50

Capi. boursière (M€) 323

Clôture du (17/09/2024)

Objectif de cours (€) 142,03

Depuis le 22/03/2024

	12/23A	12/24E	12/25E
CA (M€)	562	604	634
EBIT (M€)	29	23	25
Marge d'EBIT (%)	5,2	3,7	3,9
EBIT ajusté (M€)	29	23	25
RNPG ajusté (M€)	18	14	15
BPA ajusté (€)	7,92	6,07	6,49
Révision (%)	0,0	-22,6	-10,5
DFN/EBE ajusté (x)	0,4	0,4	0,2
EV/EBIT (x)	6,8	15,3	13,8
P/E (x)	9,7	22,8	21,3
Rendement (%)	0,0	1,8	1,9

Claire DERAY a signé un contrat de recherche avec la société Clasquin et le CIC en est le diffuseur exclusif. Le CIC est listing sponsor de Clasquin. Le Crédit Mutuel Alliance Fédérale détient une position longue nette de 0,5 % ou plus du capital de Clasquin.

Claire Deray

Analyste financier
+33 6 18 49 29 35
cd@sponsor-finance.com

Date de production : 18/09/2024 - 08:26

Date de 1^{ère} diffusion : 18/09/2024 - 09:03

Clasquin

Baisse des marges plus rapide que prévu, scénario abaissé

Faits : le résultat opérationnel courant du premier semestre ressort à 7,6 M€, -31%, soit un ratio EBIT/MB à 10,8% (-5,5 pts), une baisse de marge annoncée après plusieurs années exceptionnelles (flux mondiaux durablement perturbés par les conséquences de la crise sanitaire et la dégradation des conditions de marché). Après frais financiers et impôts, le RNPG ressort à 3,7 M€, soit -43%. Les dirigeants renouvellent leur objectif d'une activité supérieure au marché pour 2024 : échanges internationaux attendus en hausse de +3,3% en volume, dont aérien à +6,9% et +2,1% en maritime. Le processus de cession du contrôle de la société à MSC se poursuit : il reste à obtenir notamment l'accord de l'Autorité de la concurrence européenne (prévu début octobre) et le rapport de l'expert indépendant. Probable lancement de l'OPA avant fin octobre.

Analyse : la performance de marge du début d'exercice est en deçà de nos attentes : ratio EBIT/MB attendu à 15,7%, soit un EBIT S1 estimé à 11,1 M€ et un RNPG à 6,9 M€. Le retour à la normale des conditions de marges se fait plus rapidement que prévu, le S1 ayant combiné baisse de la marge par opération et forte hausse des taux de fret, difficultés au Maghreb et poursuite des investissements IT. Rappelons que les dirigeants ont communiqué sur un ratio à 15-16% en rythme de croisière, ce qui reste nettement supérieur aux performances historiques du groupe (~9-10%), grâce notamment à un effet taille, les investissements dans les outils IT, la montée en gamme de l'offre, ou encore le ciblage de clients de taille plus importante. Nous révisons ainsi en baisse nos prévisions de marges (prévisions de MB inchangées) : ratio EBIT/MB désormais attendu à 14,6% pour 2024, 15,3% pour 2025 et 16,0% pour 2026, vs respectivement 18,3%, 16,8% et 16,5% auparavant. Au global nos prévisions BPA sont réduites de -12% en moyenne au cours de la période 2024-2026. Notre objectif de cours étant aligné sur le prix de la future offre publique, il est inchangé.

Conclusion : si l'atterrissage, après plusieurs années exceptionnelles, est plus rapide qu'anticipé, le groupe continue de s'illustrer par ses performances opérationnelles dans un contexte de marché qui reste perturbé. Une fois l'opération de cession du bloc majoritaire validée par les autorités (42,06% du capital), à laquelle s'ajouteront les cessions de certains managers (8,5% de capital), MSC pourra lancer une offre publique au minimum au prix de transaction, soit 142,03 € p.a. En cas du lancement de l'offre nous conseillerions d'apporter.

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

Stock price development



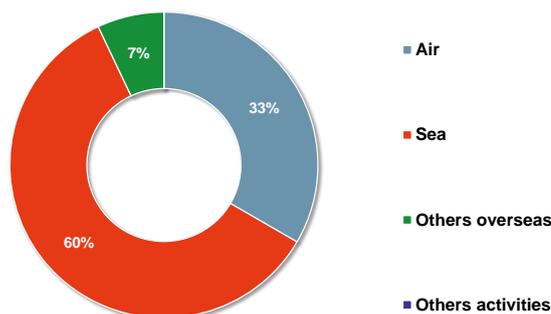
Weaknesses

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

Threats

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

Revenues breakdown (last reported year)



Sources: CIC Market Solutions, FactSet price data

Clasquin : Compte de résultat consolidé

(M€)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
	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	31/12/26
Chiffre d'Affaires	234,21	235,02	290,59	308,34	331,23	392,03	752,18	877,09	562,09	603,59	633,77	659,12
Variation (%)	10,76	0,35	23,64	6,11	7,42	18,36	91,87	16,61	-35,91	7,38	5,00	4,00
Excédent Brut d'Exploitation - Publié	8,04	6,56	7,34	8,62	13,78	16,59	38,03	41,74	37,87	32,06	34,72	37,35
Variation (%)	-	-18,32	11,88	17,34	59,92	20,39	129,27	9,75	-9,29	-15,33	8,30	7,58
Marge (%)	3,43	2,79	2,53	2,79	4,16	4,23	5,06	4,76	6,74	5,31	5,48	5,67
Résultat Opérationnel - Publié	6,29	4,60	5,44	5,78	8,20	9,64	27,26	34,04	29,34	22,50	24,69	26,91
Variation (%)	48,26	-26,89	18,31	6,25	41,90	17,50	182,89	24,87	-13,82	-23,30	9,70	9,03
Marge (%)	2,69	1,96	1,87	1,87	2,48	2,46	3,62	3,88	5,22	3,73	3,89	4,08
Résultat Net Part du Groupe - Publié	3,35	2,17	2,49	2,80	3,83	5,12	17,39	21,81	18,27	14,00	14,97	16,36
Variation (%)	57,24	-35,06	14,54	12,62	36,53	33,76	239,68	25,41	-16,22	-23,37	6,89	9,34
Marge (%)	1,43	0,92	0,86	0,91	1,16	1,31	2,31	2,49	3,25	2,32	2,36	2,48
Résultat Net Part du Groupe - Ajusté	3,35	2,17	2,49	2,80	3,88	5,12	17,39	21,81	18,27	14,00	14,97	16,36
Variation (%)	57,24	-35,06	14,54	12,62	38,28	32,09	239,61	25,41	-16,22	-23,37	6,89	9,34
Marge (%)	1,43	0,92	0,86	0,91	1,17	1,31	2,31	2,49	3,25	2,32	2,36	2,48
BNPA - Publié	1,45	0,94	1,08	1,22	1,66	2,22	7,54	9,45	7,92	6,07	6,49	7,10
Variation (%)	57,24	-35,06	14,54	12,62	36,53	33,76	239,68	25,41	-16,22	-23,37	6,89	9,34
BNPA - Ajusté	1,45	0,94	1,08	1,22	1,68	2,22	7,54	9,45	7,92	6,07	6,49	7,10
Variation (%)	57,24	-35,06	14,54	12,62	38,28	32,10	239,61	25,41	-16,22	-23,37	6,89	9,34
Dividende par action	1,25	0,80	0,80	0,65	0,00	1,30	3,70	6,50	0,00	2,43	2,60	2,84
Variation (%)	56,25	-36,00	0,00	-18,75	-	-	184,62	75,68	-	-	6,89	9,34
Taux de distribution (%)	86,16	84,91	74,13	53,48	0,00	58,56	49,08	68,75	0,00	40,00	40,00	40,00
Nombre d'actions - Actuel	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306
Nombre d'actions - Dilué	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306

Sources : Clasquin, Analyste indépendant.

Clasquin : Flux de trésorerie

(M€)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
	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	31/12/26
Excédent Brut d'Exploitation - Publié	8,04	6,56	7,34	8,62	13,78	16,59	38,03	41,74	37,87	32,06	34,72	37,35
Résultat Financier	-0,18	-0,51	-0,71	-0,33	-0,65	-1,63	-2,07	-1,40	-1,74	-0,90	-1,26	-1,28
Impôts et Taxes	-1,94	-1,51	-1,93	-2,12	-3,16	-2,65	-6,15	-8,91	-7,68	-5,88	-6,56	-7,18
Autres	2,06	0,11	0,41	-0,14	0,64	1,41	3,51	0,28	-2,19	0,00	0,00	0,00
Capacité d'Autofinancement	7,98	4,65	5,12	6,03	10,60	13,72	33,33	31,71	26,25	25,28	26,90	28,89
Variation du BFR	0,19	-2,73	-2,72	-1,60	5,52	-11,62	-17,78	35,19	-1,18	-11,02	-4,07	-0,89
Cash Flow Opérationnel (A)	8,17	1,93	2,40	4,43	16,12	2,11	15,55	66,90	25,08	14,26	22,83	28,01
Investissements corporels nets	-2,39	-3,55	-3,59	-3,60	-2,50	-1,53	-1,93	-5,64	-2,51	-2,00	-2,00	-2,00
Investissements financiers nets	0,34	0,16	0,27	0,28	0,16	0,32	0,72	0,07	0,59	0,00	0,00	0,00
Cash Flow d'Investissement (B)	-2,05	-3,39	-3,32	-3,32	-2,34	-1,21	-1,21	-5,58	-1,92	-2,00	-2,00	-2,00
Free Cash Flow	6,12	-1,47	-0,92	1,11	13,78	0,89	14,34	61,33	23,16	12,26	20,83	26,01
Cash Flow de financement (C)	-10,64	-4,33	-3,84	-4,13	-13,52	-4,95	-6,42	-11,66	-29,86	-9,37	-14,97	-15,36
Variation de la Trésorerie (Dettes) Nette (A+B+C)	-4,52	-5,79	-4,76	-3,02	0,27	-4,05	7,92	49,67	-6,70	2,89	5,86	10,65

Sources : Clasquin, Analyste indépendant.

Clasquin : Bilan

(M€)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
	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	31/12/26
Capitaux Employés	30,15	35,84	39,78	44,26	54,50	64,37	83,56	64,48	86,47	98,64	103,38	104,54
dont Actif Immobilisé	22,78	25,29	27,45	30,31	46,12	45,47	51,64	67,33	79,38	80,53	81,20	81,47
dont besoin en Fonds de Roulement	7,38	10,55	12,34	13,96	8,37	18,91	31,91	-2,86	7,09	18,11	22,18	23,07
dont fonds propres - consolidés	23,80	23,77	22,88	24,47	26,84	30,95	45,41	59,91	63,84	79,30	90,31	102,52
dont Dette Fin. Nette (yc Leasing op.)	5,25	11,05	15,81	18,83	26,51	31,56	33,22	-0,70	15,06	12,17	6,31	-4,34
dont Autres Passifs	1,11	1,02	1,10	0,96	1,15	1,86	4,93	5,27	7,56	7,16	6,76	6,36
Dettes Financières Nette (ex. Leasing op.)	5,25	11,05	15,81	18,83	18,56	22,59	22,08	-20,79	-6,85	-9,74	-15,59	-26,24

Sources : Clasquin, Analyste indépendant.

Clasquin : Ratios

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
	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	31/12/26
Investissements corporels / CA (%)	1,0	1,5	1,2	1,2	0,8	0,4	0,3	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3
BFR / CA (%)	3,1	4,5	4,2	4,5	2,5	4,8	4,2	-0,3	1,3	3,0	3,5	3,5
DFN* / Fonds Propres (%)	22,1	46,5	69,1	76,9	98,8	-	73,2	-	23,6	15,3	7,0	-
DFN* / EBE ajusté (x)	0,6	1,5	2,0	2,0	1,9	1,9	0,9	0,0	0,4	0,4	0,2	-0,1
DFN* / (EBE - Inv. corp.) (x)	0,9	3,1	3,8	3,3	2,3	2,1	0,9	0,0	0,4	0,4	0,2	-0,1
EBE ajusté / Charges financières (x)	-	13,9	11,0	28,5	21,7	10,1	18,5	29,4	21,8	-	27,6	29,2
ROE (% RN pdg ajusté / FP pdg)**	15,4	10,4	12,6	13,1	17,6	19,0	44,5	41,6	33,1	20,3	19,2	18,6
ROCE (% NOPAT / CE)**	16,1	9,4	9,4	9,5	9,6	10,3	25,7	40,1	25,8	17,3	17,9	19,3
dont EBIT / CA (%)	2,9	2,2	2,0	2,1	2,6	2,4	3,7	3,8	5,2	3,7	3,9	4,1
dont CA / CE (x)	8,2	6,8	7,9	7,4	6,3	6,3	9,3	14,5	6,8	6,4	6,4	6,6
dont taux d'IS normalisé (%)	31,7	36,9	40,7	38,8	41,6	33,0	24,4	27,3	27,8	27,2	28,0	28,0

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