



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

CLASQUIN

Services aux entreprises

30 mars 2023

Cours : 59,40€

Objectif : 82,00€

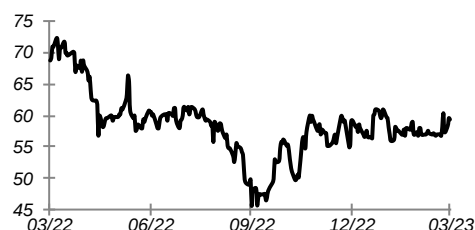
ACHETER (1)

Opinion inchangée

1 : Acheter 2 : Renforcer 3 : Conserver 4 : Alléger 5 : Vendre

Cours au 29/03/2023

Acquisition - Contact



Source : FactSet Research

Marché Euronext Growth
ISIN / Mnémonique FR0004152882 / ALCLA
Reuters / Bloomberg ALCLA.PA / ALCLA:FP
Indice Euronext GROWTH

Analyse payée partiellement par l'émetteur

Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **138,4**
Flottant (%) 45,0%
Nbre de Titres (Mio) 2,329
Date de clôture 31-Déc

	21	22e	23e
PER	8,2	6,2	13,7
PCF	4,0	4,5	9,4
VE/MB	1,4	1,5	1,6
VE/ROP	5,8	3,7	8,9
PAN	3,1	2,6	2,9
Rendement	2,5%	6,2%	10,9%
Free Cash Flow Yield	9,3%	45,4%	6,0%
ROACE	29,8%	39,3%	21,9%

MB	121,9	140,0	128,7
MB précédent	121,9	140,0	110,0
var. n/n-1	60,0%	14,8%	-8,1%
EBE	37,8	40,3	23,5
ROC	27,0	33,4	15,8
% MB	22,2%	23,9%	12,3%
ROP	26,8	33,4	15,8
% MB	22,0%	23,9%	12,3%
RN Pdg publié	16,9	21,8	9,8
% MB	13,9%	15,6%	7,6%

BNPA	7,37	9,51	4,29
BNPA précédent	7,37	9,50	6,65
var. n/n-1	263,1%	29,1%	-54,9%
BNPA Cor	6,46	9,57	4,34
ANPA	17,0	22,9	20,7
Dividende net	3,70	6,50	2,93

DFN	27,4	-20,8	-5,1
-----	------	-------	------

Calendrier :

Activité Q1 (Après bourse) le 3 Mai

Nicolas Delmas, Analyste Financier

Nicolas Royot

+33 (0)1 40 17 50 39

nicolas.delmas@bnpparibas.com

Prise de contrôle de TIMAR finalisée

Clasquin annonce l'acquisition des 63,52% du capital et des droits de vote de TIMAR SA détenus par les membres de la famille PUECH au prix de 450Dh/action. Cette transaction fait ressortir une EqV de 135,5MDh soit c.12,2M€. Une OPA doit suivre.

Un actif de qualité

TIMAR a confirmé, hier, un chiffre d'affaires 2022 de 664MDh (59,8M€), en hausse de +23%. Nous estimons la marge brute à 245,7MDh (c.22,1M€), en ligne avec les niveaux historiques récents de c.37% du CA. TIMAR devrait donc fortement contribuer à la MCB Clasquin dès 2023 (PZP 17,4M€ sur 128,7M€ / Croissance embarquée de 5% ; consolidation sur 9 mois) et ainsi venir partiellement compenser le recul attendu à pcc (PZP -20,5% pcc, +13,0% M&A).

Pour 2024, nous attendons maintenant une certaine stabilité de la MCB vs. 2023 à 127,1M€ (PZP -5,7% pcc, +4,5% M&A). En effet, l'acquisition de TIMAR devrait avoir plusieurs implications, propices à un meilleur maintien des volumes et des marges unitaires, d'autant que notre dernier scénario 2024 apparaissait déjà un peu trop conservateur : 1/ le trade Europe-Maghreb (au momentum plus favorable actuellement) devrait représenter, à terme, 23% de l'activité vs. 12% en 2022 et le trade Asie-Europe représenterait alors 43% de l'activité vs. 50% en 2022, 2/ la part du Road Brokerage (inc. RO/RO ; 10,5% MCB 2022) et des activités autres (inc. Logistique + Douanes ; 4,6% MCB 2022) devrait doubler et ainsi limiter l'impact de la normalisation des taux de fret maritime et aérien sur la MCB consolidée.

A noter que la transaction viendra, selon nous, alourdir quelques lignes de charges en 2023, notamment les charges de personnel que nous attendons de retour sur des niveaux de c.63% de la MCB (+7,5M€ vs. 2022) et une hausse des D&A (+0,9M€).

Une opportunité stratégique

En dehors de ces considérations, l'acquisition de TIMAR devrait générer de belles synergies stratégiques et commerciales. En effet, depuis l'ouverture du trade en 2015 avec le rachat de LCI par Clasquin, l'axe Europe-Maghreb s'est affirmé comme un axe de différenciation majeur permettant le développement des relations Grands Comptes. Le maintien d'Olivier PUECH en qualité de Directeur Général devrait assurer la bonne continuité des opérations.

Une valorisation intéressante

TIMAR affiche une bonne dynamique de croissance et une rentabilité opérationnelle de 9,8% de la MB (ROC 2022 de 24,1MDh soit c.2,2M€), en ligne avec les niveaux pré-2022 de Clasquin. TIMAR porte, à fin 2022, une Dette Nette consolidée pré-IFRS 16 très raisonnable de 14,4MDh soit c.1,3M€.

Cette transaction fait donc ressortir, en première approche (prix d'OPA encore inconnu), une EV de c.150MDh ou 13,5M€ soit c.6,0x EV/EBIT 2023e. Ces niveaux de valorisation nous paraissent intéressants vs. niveau de valorisation actuel de Clasquin.

Au terme de l'OPA - qui devrait clôturer au cours du T2 2023 - nous estimons que Clasquin pourrait détenir 70% du capital et des droits de vote pour une transaction de 8,5M€-9M€.

En conclusion, nous voyons cette opération d'un bon œil et nous nous montrons un peu moins conservateurs sur 2024. Objectif de cours relevé de 75€ à 82€, Achat (1) réitéré.

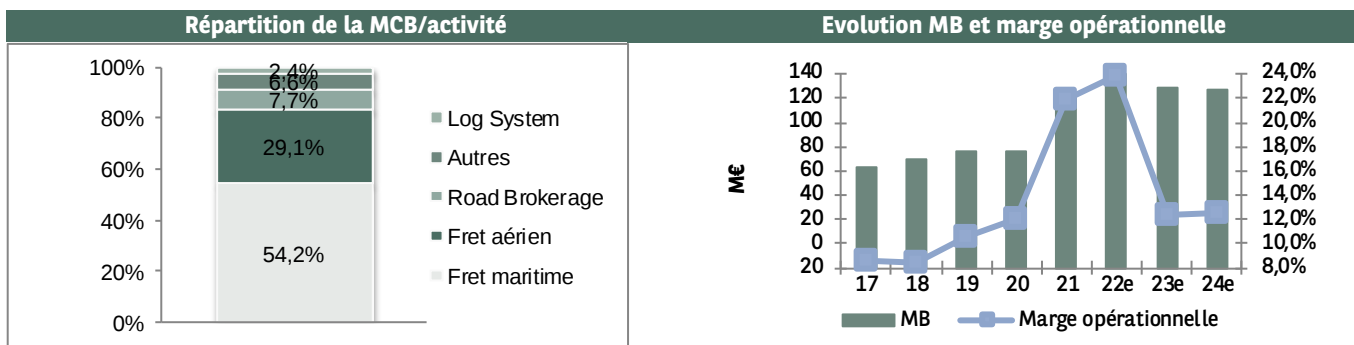
La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 29/03/2023 - 17:28 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 30/03/2023 - 09:34 (GMT+1).

CLASQUIN

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Marge brute	62.9	68.9	76.8	76.2	121.9	140.0	128.7	127.1
var. n/n-1	9.4%	9.5%	11.4%	-0.7%	60.0%	14.8%	-8.1%	-1.2%
var. organique	10.3%	11.2%	10.7%	-4.8%	58.4%	-	-20.5%	-5.7%
EBE	7.8	9.3	14.0	16.0	37.8	40.3	23.5	24.2
ROC	5.9	6.5	8.4	9.1	27.0	33.4	15.8	16.0
var. n/n-1	13.3%	10.7%	29.2%	8.2%	+ / ++	23.6%	-52.7%	0.9%
ROP	5.4	5.8	8.0	9.2	26.8	33.4	15.8	16.0
RCAI	4.8	5.5	7.4	7.7	24.6	32.6	15.4	15.6
IS	-1.7	-1.8	-2.8	-2.3	-5.7	-8.4	-4.0	-4.0
RN Pdg publié	2.5	2.8	3.7	4.7	16.9	21.8	9.8	9.9
RN Pdg corrigé	2.9	3.4	4.4	4.5	14.8	21.9	9.9	10.0
var. n/n-1	15.4%	15.3%	29.6%	2.8%	+ / ++	48.0%	-54.7%	1.0%
Imva MB 2019 / 2023e	13.8%							
Marge brute (%)	21.6%	22.3%	23.2%	19.4%	16.2%	16.0%	18.1%	21.0%
Marge opérationnelle (ROP/MB %)	8.6%	8.4%	10.5%	12.1%	22.0%	23.9%	12.3%	12.6%
Marge nette (%)	4.7%	4.9%	5.7%	5.9%	12.2%	15.7%	7.7%	7.9%
Taux IS (%)	34.3%	32.9%	37.7%	30.0%	23.2%	25.8%	26.0%	26.0%
Frais de personnel / MB (%)	64.3%	62.0%	62.8%	60.6%	54.0%	53.0%	63.5%	62.8%
MB/effectif (K€)	83	87	78	82	116	-	-	-
var. n/n-1	2.8%	5.6%	-10.2%	5.2%	40.9%	-	-	-
Effectif moyen	762	790	980	925	1,050	-	-	-
var. n/n-1	6.4%	3.7%	24.1%	-5.6%	13.5%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	19.7	21.4	22.0	26.9	39.1	52.5	47.4	50.7
Dettes financières nettes	16.7	19.6	19.5	23.7	27.4	-20.8	-5.1	-6.7
Autres	1.0	0.9	1.2	1.9	5.1	10.1	6.9	6.9
Capitaux investis	40.5	44.9	47.6	56.5	77.9	48.0	58.8	60.4
Immobilisations nettes	28.9	31.7	39.9	37.4	41.1	45.4	52.7	50.3
dont écarts d'acquisition	19.6	22.0	30.6	29.6	32.2	33.1	33.1	33.1
dont financières	4.3	3.9	3.8	3.1	2.7	2.7	2.7	2.7
BFR	11.6	13.2	7.7	19.1	36.8	2.6	6.0	10.1
Actif économique	40.5	44.9	47.6	56.5	77.9	48.0	58.8	60.4
Gearing (%)	73.0%	79.9%	72.7%	76.5%	60.4%	-35.4%	-8.9%	-11.2%
BFR/MB (%)	4.0%	4.3%	2.3%	4.9%	4.9%	0.3%	0.8%	1.7%
Dettes financières nettes/EBE (x)	2.1	2.1	1.4	1.5	0.7	ns	ns	ns
ROE (%)	12.6%	13.1%	16.7%	17.5%	43.3%	41.6%	20.7%	19.6%
ROACE (%) après IS normé	10.2%	10.2%	12.2%	11.7%	29.8%	39.3%	21.9%	26.8%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	5.1	6.0	8.0	10.4	30.2	30.6	14.4	15.0
Variation BFR	-2.7	-1.6	5.5	-11.6	-17.8	34.2	-3.4	-4.1
Investissements industriels	-1.3	-1.7	-0.7	-0.5	-1.1	-2.9	-2.8	-2.5
% du MB	2.0%	2.5%	0.9%	0.7%	0.9%	2.1%	2.2%	2.0%
Cash Flow Libre	1.1	2.7	12.8	-1.7	11.3	61.8	8.2	8.4
Cessions d'actifs	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Investissements financiers	-2.7	-2.1	-1.9	-1.0	-0.8	-0.9	0.0	0.0
Dividendes	-2.0	-1.9	-1.7	-0.6	-3.2	-8.5	-15.0	-6.8
Augmentation de capital	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.8	0.0	0.0	0.0
Autres	-1.6	-1.8	-9.3	-0.9	-10.3	-4.1	-9.0	0.0
Variation dettes financières nettes	4.9	2.8	0.0	4.2	3.7	-48.3	15.8	-1.7
Dettes financières nettes	16.7	19.6	19.5	23.7	27.4	-20.8	-5.1	-6.7



CLASQUIN

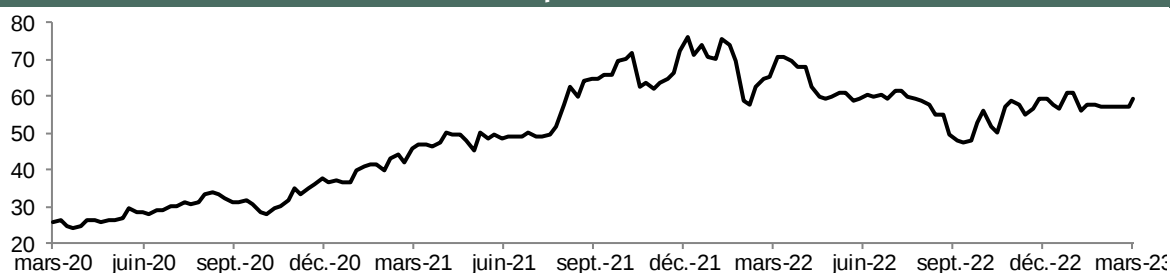
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	1.08	1.22	1.59	2.03	7.37	9.51	4.29	4.33
var. n/n-1	15.4%	15.4%	29.3%	2.4%	+ / ++	48.0%	-54.7%	1.0%
CFPA	2.2	2.6	3.5	4.5	13.2	13.3	6.3	6.6
ANPA	8.6	9.3	9.5	11.6	17.0	22.9	20.7	22.1
Dividende net (versé en n+1)	0.80	0.65	0.00	1.30	3.70	6.50	2.93	2.96
Payout (%)	62.8%	44.2%	0.0%	66.9%	57.2%	67.9%	67.5%	67.5%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	22.9%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	16.2%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	26.0	24.9	18.2	15.8	8.2	6.2	13.7	13.6
PCF (x)	14.9	13.9	10.0	6.8	4.0	4.5	9.4	9.1
PAN (x)	3.9	3.9	3.6	2.6	3.1	2.6	2.9	2.7
VE/MB (x)	1.5	1.6	1.4	1.3	1.3	0.9	1.1	1.1
VE/EBE (x)	12.4	11.4	7.5	6.1	4.1	3.0	6.0	5.8
VE/ROP (x)	17.7	18.5	12.9	10.7	5.8	3.7	8.9	8.8
Free Cash Flow Yield (%)	1.5%	3.2%	16.1%	-2.4%	9.3%	45.4%	6.0%	6.2%
Rendement (%)	2.4%	2.2%	1.9%	0.0%	2.5%	6.2%	10.9%	4.9%
Capitalisation (M€)	76.4	84.3	79.8	70.8	122.1	137.0	137.0	137.0
Valeur d'Entreprise (VE)	96.3	106.9	104.2	98.5	155.9	122.5	141.5	139.8
Cours de référence (€)	33.1	36.5	34.6	30.7	53.0	59.4	59.4	59.4
Nb de titres (Mio)	2.306	2.306	2.306	2.306	2.306	2.306	2.306	2.306
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	-	-	-	-	-
% de la dilution	0.0%	0.0%	0.2%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
Date d'introduction	31/01/2006							
Cours d'introduction ajusté	15.5 €							

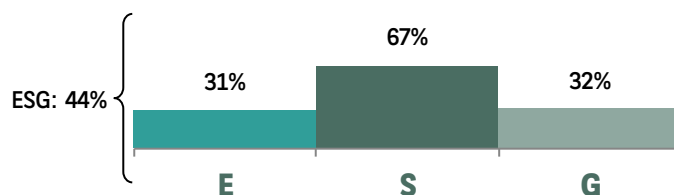
Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
MB T1	14.5	16.7	17.3	17.5	23.9	34.9
MB T2	15.8	17.6	18.7	18.7	27.9	36.9
MB S1	30.1	34.2	36.2	36.2	51.8	71.8
ROP S1	2.4	3.1	3.9	2.7	10.2	19.9
RN pdg corrigé S1	1.1	1.3	2.0	1.3	5.6	12.9
Marge opérationnelle S1	8.0%	9.2%	10.7%	7.5%	19.7%	27.7%
Marge nette S1	3.6%	3.8%	5.5%	3.6%	10.9%	18.0%
MB T3	15.6	16.9	19.5	19.4	31.7	35.5
MB T4	16.9	17.7	21.2	20.6	38.4	32.7
MB S2	32.7	34.7	40.7	40.0	70.1	68.2
ROP S2	3.0	3.4	5.6	6.5	0.0	13.6
RN pdg corrigé S2	1.4	2.2	3.1	4.8	0.0	10.8
Marge opérationnelle S2	9.1%	9.7%	13.6%	16.2%	0.0%	19.9%
Marge nette S2	4.2%	6.4%	7.7%	12.0%	0.0%	15.8%

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
MB T1	9.0%	15.2%	3.6%	1.2%	36.6%	46.0%
MB T2	9.7%	11.4%	6.3%	0.0%	49.2%	32.3%
MB T3	7.6%	8.3%	15.4%	-0.5%	63.4%	12.0%
MB T4	33.1%	4.7%	19.8%	-2.8%	86.4%	-15.0%
MB S1	8.9%	13.5%	5.7%	0.1%	43.1%	38.6%
MB S2	9.8%	5.9%	17.4%	-1.7%	75.3%	-2.8%
ROP S1	29.4%	29.6%	23.7%	-29.7%	+ / ++	94.9%
ROP S2	-6.0%	12.3%	65.3%	16.8%	-100.0%	+ / ++

Historique de cours



CLASQUIN



Critères ESG Portzamparc				
	2019	2020	2021	Commentaires
ENVIRONNEMENT				
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	non	non	non	Offre aux clients de Clasquin d'un bilan carbone sur les transports gérés par Clasquin
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	non	non	non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	non	non	non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	non	non	non	
Certification 14001	non	non	non	
SOCIAL				
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	54%	54%	56%	
Index égalité salariale femmes / hommes	91	93	92	Périmètre France (40% des effectifs)
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	non	non	non	
Part des personnes en situation de handicap	3.1%	2.5%	2.9%	Rédaction d'un document "Action handicap Clasquin" ainsi qu'un "Bilan Handicap" et désignation d'un référent "Handicap"
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	58%	35%	55%	Périmètre France (40% des effectifs)
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	15%	15%	21%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	non	non	non	Mise en place d'un indicateur : le funometre. En mars 2019, 91,4% des salariés interrogés répondent qu'ils se sentent bien dans leur travail
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	oui	oui	oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	oui	oui	oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	283,687	279,075	290,607	
Taux d'absentéisme	2.1%	2.6%	3.2%	Périmètre France (40% des effectifs)
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	0	0	2.41	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT				
Respect du code Afep-Medef ou Middledent	non	non	non	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	oui	oui	oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	8	8	8	
dont indépendants	3	3	3	
dont femmes	3	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	non	non	non	Un représentant des salariés est systématiquement convié lors des réunions du CA
Assiduité des membres du CA	98%	100%	98%	
Comité d'audit	non	non	non	
Comité des risques	non	non	non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	non	non	non	
Comité RSE	non	non	non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	oui	oui	oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	46%	46%	42%	Yves Revol, Président
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	non	non	non	
Déclaration de la rémunération du CEO	non	non	non	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	non	non	non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRENANTES EXTERNES				
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	non	non	non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	non	non	non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	96%	96%	88%	EY, Implid Audit et Mazars

Mentions obligatoires

Recommandations boursières

Nos recommandations boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à un horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur les objectifs de cours définis par l'analyste et intègrent des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché, susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse Portzamparc établit ses évaluations selon une approche d'analyse fondamentale multicritères (principalement et de manière non exhaustive actualisation des flux, multiples des comparables, multiples de transaction, somme des parties, actif net réévalué).

ACHETER (1) : Performance attendue supérieure à +15%

RENFORCER (2) : Performance attendue comprise entre +5% et +15%

CONSERVER (3) : Performance attendue comprise entre -5% et +5%

ALLEGES (4) : Performance attendue comprise entre -5% et -15%

VENDRE (5) : Performance attendue inférieure à -15% ou absence de visibilité sur les fondamentaux de la société.

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (Historique des recommandations, engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation...) est accessible sur <https://www.midcaps.portzamparc.fr/wp-content/fileadmin/pubt/avertissements.pdf> (clientèle institutionnelle).

Les cours utilisés sont les cours de clôture de la veille sauf indication contraire.

Historique des recommandations sur l'émetteur au cours des 12 derniers mois

Le tableau ci-dessous reflète l'historique des changements de recommandations et d'objectifs de cours faits par le département d'analyse financière de Portzamparc sur une période de 12 mois.

La mise à jour des recommandations intervient, soit à l'occasion d'un commentaire lié à une publication officielle ou légale, soit à l'occasion d'un événement exceptionnel (croissance externe, accords significatifs).

Date	Analyste	Objectif de prix	Cours de clôture	Ancienne Recommandation	Nouvelle Recommandation
05/07/2022 8:30	Nicolas Delmas	78.00€	58.00€	Renforcer	Acheter
29/04/2022 8:30	Nicolas Delmas	75.00€	68.00€	Acheter	Renforcer

Détail des conflits d'intérêts potentiels PORTZAMPARC

<i>Société</i>	<i>Détail des conflits d'intérêts potentiels</i>
Clasquin	6

1. Portzamparc possède ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émis par cet émetteur;
2. Cet émetteur, ou ses actionnaires principaux, possèdent ou contrôlent, directement ou indirectement, 5% ou plus du capital en actions émis par Portzamparc;
3. Portzamparc a été chef de file ou co-chef de file dans une offre publique concernant les instruments financiers de cet émetteur durant les douze derniers mois;
4. Portzamparc est teneur de marché pour les instruments financiers de cet émetteur;
5. Portzamparc a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur.
6. Portzamparc et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse à travers laquelle Portzamparc s'est engagé à produire et à diffuser des études de recherche d'investissement sur ledit émetteur;
7. Portzamparc a été rémunéré par cet émetteur en échange de la fourniture de services d'investissement ou des services en conseil financier au cours des douze derniers mois;
8. L'auteur de cette étude ou une personne qui aurait aidé à l'élaboration de cette étude (ou un membre de son foyer), ou encore une personne qui, malgré sa non-implication dans l'élaboration de cette étude avait ou pouvait raisonnablement avoir accès aux éléments substantiels de cette étude avant sa diffusion détient une position nette ou courte supérieure à 0,5% du capital de cet émetteur
9. La recommandation présentée dans ce document a été divulguée à l'émetteur avant sa publication et diffusion et a été subséquemment modifiée préalablement à sa diffusion

Détail des conflits d'intérêts potentiels BNP PARIBAS

Sociétés dans lesquelles BNP PARIBAS détient des participations : <https://wealthmanagement.bnpparibas/fr/conflict-of-interest.html>

Nantes : 13 rue de la Brasserie - BP 38629 - 44186 Nantes Cedex 4

Paris : 16 rue de Hanovre - 75002 Paris - 33 (0) 1 40 17 50 08