

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR LA SOCIETE



EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS DE CLASQUIN

INITIÉE PAR

SAS Shipping Agencies Services Sàrl (« SAS »)

FILIALE À 100% DE MSC MEDITERRANEAN SHIPPING COMPANY

PRESENTEE PAR



BANQUE PRESENTATRICE



Le présent projet de note d'information en réponse a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 14 octobre 2024 conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général et a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 dudit règlement.

**CETTE OFFRE ET LE PROJET DE NOTE EN REPONSE
RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE L'AMF**

Avis important

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Henri Philippe, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le Projet de Note en Réponse.

Le présent projet de note d'information en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la société CLASQUIN (www.clasquin.com) et peuvent être obtenus sans frais au siège social de la société CLASQUIN, 235, cours Lafayette 69006 Lyon, France.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société Clasquin, seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat. Ce document sera également mis à la disposition du public selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIERES

TABLE DES MATIERES	2
1. RAPPEL DES PRINCIPALES CONDITIONS DE L'OFFRE	4
1.1. Présentation de l'Offre	4
1.2. Contexte de l'Offre.....	5
1.2.1. Présentation de l'Initiateur	5
1.2.2. Contexte de l'Offre.....	5
1.3. Rappel des principaux termes de l'Offre	6
1.3.1. Termes de l'Offre	6
1.3.2. Nombre et nature des titres visés par l'Offre	7
1.3.3. Retrait obligatoire et radiation d'Euronext Growth.....	7
1.3.4. Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites.....	8
1.3.5. Situation des Actions détenues par l'intermédiaire d'un Fonds Commun de Placement d'Entreprise (FCPE) de la Société	9
1.3.6. Seuil de caducité.....	9
1.4. Procédure et calendrier de l'Offre	9
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE CLASQUIN ET INTENTIONS.....	10
2.1. Avis motivé du Conseil d'administration.....	10
2.2. Intentions des membres du conseil d'administration de Clasquin	15
2.3. Avis du comité social et économique	15
2.4. Intentions de la Société quant aux actions auto-détenues.....	16
3. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	16
3.1. Contrat de Cession.....	16
3.2. Contrat de Liquidité	16
3.3. Engagements d'apport des Actions à l'Offre	17
3.4. Cession d'actions de sociétés du Groupe et avenants aux pactes minoritaires.....	17
3.5. Accords sur la rémunération de certains dirigeants.....	17
3.6. Autres accords dont l'Initiateur a connaissance	17
4. ÉLÉMENTS CONCERNANT CLASQUIN SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....	18
4.1. Structure du capital de la Société	18
4.2. Participations directes ou indirectes au sein du capital de Clasquin ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres	18
4.3. Restrictions à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce.....	18
4.3.1. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions	18

4.3.2.	Clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de Clasquin (article L. 233-11 du code de commerce).....	19
4.4.	Participations directes et indirectes représentant plus de 5% du capital social et des droits de vote de Clasquin.....	19
4.5.	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	19
4.6.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....	19
4.7.	Accords entre actionnaires dont Clasquin a connaissance pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote	19
4.8.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	19
4.8.1.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration.....	19
4.8.2.	Règles applicables à la modification des statuts	20
4.9.	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier relatifs à l'émission ou au rachat de titres.....	20
4.10.	Accords conclus par Clasquin qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Clasquin ou en cas de radiation de Clasquin de la cote	21
4.11.	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les principaux salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	21
4.12.	Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre	22
5.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	22
6.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	22
7.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE	22
ANNEXE I - RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT		23

1. RAPPEL DES PRINCIPALES CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1. Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, SAS Shipping Agencies Services Sàrl, une société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois dont le siège social est situé 11 B, boulevard Joseph II, L – 1840, Luxembourg, immatriculée auprès du Registre de commerce et des sociétés du Luxembourg sous le numéro B113456 (« **SAS** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable à l'ensemble des actionnaires de la société Clasquin, une société anonyme au capital de 4.658.536 euros immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 959 503 087 dont le siège social est situé 235, cours Lafayette 69006 Lyon, France (« **Clasquin** » ou la « **Société** », et avec ses filiales détenues directement ou indirectement, le « **Groupe** »), d'acquérir en numéraire la totalité de leurs actions de la Société (les « **Actions** ») dans le cadre d'une offre publique d'achat (l'« **Offre** ») dans les conditions décrites ci-après.

Le prix de l'Offre est de 142,03 euros par Action (le « **Prix de l'Offre** »). Le Prix de l'Offre est identique à celui payé en numéraire par l'Initiateur dans le cadre de l'Acquisition (telle que définie ci-après).

Les Actions sont admises aux négociations sur Euronext Growth à Paris (« **Euronext Growth** ») sous le code ISIN FR0004152882, mnémonique « ALCLA ».

L'Offre fait suite à l'Acquisition par SAS, le 9 octobre 2024, de 42,06% du capital de la Société (dont les conditions et modalités sont décrites à la Section 1.2.2 du Projet de Note en Réponse).

A la date du présent Projet de Note en Réponse, SAS détient 979.800 Actions représentant 979.800 droits de vote, soit 42,06% du capital et 38,97% des droits de vote théoriques de la Société¹, sur la base d'un nombre total de 2.329.268 Actions et 2.514.363 droits de vote théoriques de la Société au sens des dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions non détenues directement par l'Initiateur, en circulation ou à émettre, soit un nombre maximum de 1.349.468 Actions, à l'exclusion :

- des Actions auto-détenues par la Société, soit, à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, 1.542 Actions, et
- des Actions Gratuites Indisponibles (tel que ce terme est défini à la Section 1.3.4 (Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites) du Projet de Note en Réponse), soit, à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, 11.186 Actions,

soit, à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, 12.728 Actions exclues ;

soit, à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre total maximum d'Actions visées par l'Offre égal à 1.336.740 Actions représentant 57,39% du capital social et 60,53% des droits de vote théoriques de la Société.

L'Initiateur a proposé aux attributaires d'Actions Gratuites Indisponibles de bénéficier, sous certaines conditions, d'un mécanisme de liquidité décrit tels que ces termes sont définis à la Section 3.2 du présent Projet de Note en Réponse.

À la connaissance de la Société, à l'exception des Actions Gratuites Indisponibles attribuées par la Société (telles que décrites à la Section 1.3.4 du Projet de Note en Réponse), il n'existe aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

A la date du Projet de Note en Réponse, le capital social de Clasquin s'élève à 4.658.536 euros divisé

¹ Calculé en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF

en 2.329.268 actions ordinaires de 2,00 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées.

L'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure normale régie par les articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF. La durée de l'Offre sera de vingt-cinq (25) jours de négociation.

L'Offre est soumise au seuil de caducité visé à l'article 231-9, I du règlement général de l'AMF, tel que décrit en Section 2.5 du Projet de Note d'Information. Elle n'est soumise à aucune condition réglementaire.

L'Offre sera, si les conditions requises sont réunies, suivie d'une procédure de retrait obligatoire en application des articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF. Dans cette hypothèse, les Actions (autres que les Actions auto-détenues et les Actions Gratuites Indisponibles qui feraient l'objet du mécanisme de liquidité) qui n'auront pas été apportées à l'Offre, ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la Section 2.10 du Projet de Note d'Information) seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix de l'Offre soit 142,03 euros par Action.

L'Offre est présentée par Société Générale (la « Banque Présentatrice ») qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre en application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

1.2. Contexte de l'Offre

1.2.1. Présentation de l'Initiateur

L'Initiateur est une société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, détenue à 100% par MSC Mediterranean Shipping Company SA, un leader mondial du transport maritime et de la logistique, société anonyme de droit suisse, dont le siège social est sis 12-14 chemin Rieu 1208 Genève Suisse, immatriculée au registre du commerce de Genève sous le numéro CHE-111.954.803 (« **MSC** » et le « **Groupe MSC** »).

Le Groupe MSC offre des solutions polyvalentes de transport international couvrant le transport aérien, terrestre et maritime. Le Groupe MSC possède une flotte moderne de plus de 825 porte-conteneurs et, au fil des années, s'est diversifié dans les services de lignes de croisière et de transbordeurs de passagers, ainsi que des infrastructures logistiques et de terminaux portuaires de premier ordre.

1.2.2. Contexte de l'Offre

Le 30 novembre 2023, l'Initiateur a soumis une offre d'achat non-engageante (la « **NBO** ») à M. Yves REVOL, et la société OLYMP OMNIUM LYONNAIS DE MANAGEMENT ET DE PARTICIPATIONS, une société par actions simplifiée de droit français, dont le siège social est situé au 70 Chemin de la Sauvegarde, 69130 Ecully et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 380 163 394 (« **OLYMP** »), pour l'entrée en négociations exclusives en vue de la cession 42% du capital de Clasquin.

Cette exclusivité a été consentie par M. Yves REVOL et OLYMP lors de la contre-signature de la NBO le 4 décembre 2023. Dans ce cadre, M. Yves REVOL et OLYMP ont mis à la disposition de l'Initiateur un certain nombre d'informations concernant Clasquin, notamment dans le cadre d'une procédure de « *due diligence* » conformément aux recommandations de l'AMF sur les procédures de data room figurant dans le Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (Position – Recommandation DOC-2016-08).

Le 21 mars 2024, l'Initiateur, M. Yves REVOL, Mme. Evelyne REVOL et OLYMP (ensemble les « Cédants »²) ont conclu une promesse d'achat (*put option agreement*) au bénéfice des Cédants en vertu de laquelle l'Initiateur s'est engagé à acquérir l'intégralité des 979.800 Actions détenues par les Cédants sous réserve de l'exercice de la promesse par les Cédants représentant 42,06% du capital de Clasquin au prix de 142,03 euros par action (l'« Acquisition ») à la suite notamment de la consultation des instances représentatives du personnel concernées du Groupe.

² Le 1^{er} octobre 2024, Yves Revol a fait donation de 53.581 Actions au fonds de dotation Yves Revol Foundation régi par la loi n° 2008-776 du 4 août 2008

La Société a alors engagé les procédures d'information et de consultation des instances représentatives du personnel concernées, respectivement les 25 et 28 mars 2024, lesquelles ont remis un avis favorable.

Le 28 mars 2024, à la suite de l'exercice par les Cédants de la promesse d'achat, les Cédants et l'Initiateur ont conclu un contrat de cession d'actions (*share purchase agreement*) portant sur l'acquisition par SAS de 42,06% du capital de Clasquin, pour un prix de 142,03 euros par Action (le « **Contrat de Cession** »).

L'Acquisition était subordonnée à l'obtention de l'autorisation du Ministre de l'Economie au titre du contrôle des investissements étrangers en France, conformément aux dispositions de l'article L. 151-3 du Code monétaire et financier ainsi qu'à l'obtention d'autorisations de la part des autorités de contrôle des concentrations au Maroc, en Tunisie et au Vietnam, et à l'autorisation de la Commission Européenne. Les conditions suspensives stipulées dans le Contrat de Cession relative à l'obtention de ces autorisations préalables ayant été satisfaites, l'Initiateur a procédé le 9 octobre 2024 à la réalisation de l'Acquisition.

La réalisation de l'Acquisition a fait l'objet d'un communiqué de presse de la Société et d'un communiqué de presse de SAS, publiés le 9 octobre 2024, dans lesquels le dépôt de la présente Offre au prix de 142,03 euros par Action a été annoncé.

Le 5 juin 2024, le Conseil d'administration de Clasquin, sur proposition d'un comité *ad hoc* composé en majorité d'administrateurs indépendants, a désigné le cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Henri Philippe, en qualité d'expert indépendant, chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et de présenter ses conclusions sous la forme d'une attestation d'équité (« **Accuracy** » ou l'« **Expert Indépendant** »). La désignation de l'Expert Indépendant a été annoncée par voie de communiqué de presse de la Société le 17 juin 2024.

Le 10 octobre 2024, la Société a consulté les instances représentatives du personnel concernées sur le projet de dépôt de l'Offre par l'Initiateur, lesquelles ont remis un avis favorable le 10 octobre 2024.

Le 14 octobre 2024, à la suite de la réception de l'attestation d'équité émise par l'Expert Indépendant, et après l'avis des instances représentatives du personnel concernées, le Conseil d'administration de la Société a émis un avis motivé conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, indiquant dans sa conclusion que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.

L'Initiateur n'ayant procédé, directement ou indirectement, à aucune acquisition d'actions de la Société au cours des douze derniers mois précédant la réalisation de l'Acquisition, l'Initiateur détient, à la suite de la réalisation de l'Acquisition, 979.800 Actions de la Société, auxquelles sont attachés 979.800 droits de vote, représentant 42,06% du capital et 38,97% des droits de vote théoriques de la Société.

1.3. Rappel des principaux termes de l'Offre

1.3.1. Termes de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du Règlement Général de l'AMF, Société Générale, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 14 octobre 2024 le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF sous la forme d'une offre publique d'achat portant sur la totalité des Actions autres que les Actions détenues à ce jour par l'Initiateur.

Conformément à l'article 231-13 du Règlement Général de l'AMF, Société Générale agissant en qualité d'établissement présentateur, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur.

Dans le cadre de l'Offre, qui sera réalisée selon la procédure normale régie par les articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la Société à acquérir, pendant une durée de 25 jours de négociation, la totalité des Actions apportées

à l'Offre au Prix de l'Offre, soit 142,03 euros par Action.

1.3.2. Nombre et nature des titres visés par l'Offre

A la date du présent Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient 979.800 actions de Clasquin soit 42,06% du capital et 38,97% des droits de vote théoriques de la Société sur la base d'un nombre total de 2.329.268 Actions représentant 2.514.363 droits de vote théoriques de la Société au sens de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

L'Offre porte sur la totalité des Actions non détenues directement par l'Initiateur qui sont d'ores et déjà émises, soit un nombre maximum de 1.349.468 Actions, à l'exclusion des Actions suivantes :

- les Actions auto-détenues par la Société, soit, à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, 1.542 Actions, et
- les Actions Gratuites Indisponibles (tel que ce terme est défini à la Section 1.3.4 (Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites) du Projet de Note en Réponse), soit, à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, 11.186 Actions,

soit, à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre total maximum d'Actions visées par l'Offre égal à 1.336.740, représentant 57,39% du capital social et 60,53% des droits de vote théoriques de la Société.

A la connaissance de la Société, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les Actions et les Actions Gratuites Indisponibles.

1.3.3. Retrait obligatoire et radiation d'Euronext Growth

Dans l'hypothèse où les conditions prévues par les dispositions de l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF seraient réunies à l'issue de l'Offre, SAS a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la publication du résultat de l'Offre ou, le cas échéant, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre Réouverte, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions qui n'auront pas été apportées à l'Offre.

La mise en œuvre de cette procédure de Retrait Obligatoire entraînera la radiation des Actions d'Euronext Growth.

Dans l'hypothèse où l'Initiateur ne serait pas en mesure, à l'issue de l'Offre, de mettre en œuvre le Retrait Obligatoire, il se réserve la possibilité d'accroître sa participation dans la Société. Il pourrait ainsi déposer un projet d'offre publique d'achat simplifiée ou d'offre publique de retrait, suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire. Dans ce cas, le retrait obligatoire sera conditionné à la déclaration de conformité de l'AMF au regard, notamment, du rapport d'évaluation qui devra être produit par l'Initiateur et du rapport de l'Expert Indépendant désigné conformément à la réglementation applicable.

1.3.4. Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites

A la date du Projet de Note en Réponse, la Société a mis en place trois plans d'actions gratuites (les « **Actions Gratuites** ») dont les principales caractéristiques sont résumées dans le tableau ci-après, en vertu de décisions du Conseil d'administration du 16 octobre 2019 (le « **Plan d'AGA 2019** »), du 22 septembre 2020 (le « **Plan d'AGA 2020** ») et du 6 juin 2023 (le « **Plan d'AGA 2023** ») (ensemble les « **Plans d'Actions Gratuites** »).

Plans	Plan d'AGA 2019	Plan d'AGA 2020	Plan d'AGA 2023
Date de l'assemblée générale	5 juin 2019	5 juin 2019	6 juin 2023
Date de la décision du conseil d'administration	16 octobre 2019	22 septembre 2020	6 juin 2023
Période d'acquisition	4,5 ans	3,5 ans	1 an
Date d'acquisition	2 mai 2024	2 mai 2024	6 juin 2024
Période de conservation	Fin du mandat social (pour 10% des actions et dans la limite d'un plafond maximum de 100% de la rémunération de mandataire social perçue au cours de l'exercice précédent la livraison des actions)	Inclus dans les engagements de conservation du Plan d'AGA 2019	6 juin 2025 ou fin du mandat social (pour 10% des actions)
Conditions de présence et/ou de performance	Présence et performance	Présence et performance	Présence
Nombre d'Actions attribuées à l'origine	39.444	1.116	10.034
Nombre d'Actions annulées ou caduques	2.358	N/A	N/A
Nombre d'Actions attribuées définitivement	37.086	1.116	10.034
Nombre d'Actions en cours d'acquisition	N/A	N/A	N/A
Nombre d'Actions qui seront acquises de manière anticipée	N/A	N/A	N/A
Nombre d'actions gratuites indisponibles	1.152		10.034

L'intégralité des Actions Gratuites attribuées dans le cadre du Plan d'AGA 2023 et une partie des Actions Gratuites attribuées dans le cadre du Plan d'AGA 2019 et du Plan d'AGA 2020 détenues par des mandataires sociaux, ne seront pas cessibles par leurs titulaires à la date du Projet de Note en Réponse.

A la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, jusqu'à 11.186 Actions acquises au titre des Plans d'Actions Gratuites sont indisponibles et le demeureront jusqu'à la date de clôture estimée de l'Offre (ou de l'Offre Réouverte, selon le cas) (les « **Actions Gratuites Indisponibles** »).

Sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables (tels que le décès ou l'invalidité du bénéficiaire), les Actions Gratuites Indisponibles se répartissent comme suit :

- 1.152 Actions Gratuites issues des Plans d'AGA 2019 et 2020 qui sont détenues par les mandataires sociaux du Groupe et soumises à une période spécifique de conservation pour la durée de leur mandat au sein du Groupe (les « **Actions Gratuites Indisponibles 2019 et 2020 des Mandataires Sociaux** ») ;
- les 10.034 Actions Gratuites issues du Plan d'AGA 2023 qui sont soumises à une période de conservation expirant le 7 juin 2025 (les « **Autres Actions Gratuites Indisponibles** ») et dont 1.004 Actions sont détenues par des mandataires sociaux du Groupe et soumises à une période spécifique de conservation pour la durée de leur mandat au sein du Groupe (les « **Actions Gratuites Indisponibles 2023 des Mandataires Sociaux** ») et, avec les Actions Gratuites Indisponibles 2019 et 2020 des Mandataires Sociaux, les « **Actions Gratuites Indisponibles des Mandataires Sociaux** »).

Les Actions Gratuites Indisponibles seront couvertes par le mécanisme de liquidité décrit à la Section 3.2 du présent Projet de Note en Réponse, sous réserve de la signature d'un Contrat de Liquidité par chacun des Bénéficiaires.

1.3.5. Situation des Actions détenues par l'intermédiaire d'un Fonds Commun de Placement d'Entreprise (FCPE) de la Société

A la date de la Note en Réponse, 129.728 Actions³ sont détenues par le fonds commun de placement d'entreprise « Clasquin Performances » (le « **FCPE Clasquin** ») qui opère dans le cadre de plans d'épargne d'entreprise mis en place au sein du Groupe, lesquelles Actions sont visées par l'Offre.

Le conseil de surveillance du FCPE Clasquin a décidé le 9 octobre 2024 d'apporter à l'Offre les Actions détenues par le FCPE Clasquin.

1.3.6. Seuil de caducité

En application des dispositions de l'article 231-9, I du règlement général de l'AMF, l'Offre sera caduque si, à la date de clôture, l'Initiateur, agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce, ne détient pas un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieure à 50% soit au minimum 1.164.635 Actions ou 1.257.182 droits de vote (ce seuil étant ci-après désigné le « **Seuil de Caducité** »). La détermination du Seuil de Caducité est réalisée conformément aux règles fixées par l'article 234-1 du règlement général de l'AMF.

L'atteinte du Seuil de Caducité ne sera pas connue avant la publication par l'AMF d'un avis de résultat définitif de l'Offre qui interviendra après la clôture de cette dernière.

Si le Seuil de Caducité n'est pas atteint, l'Offre n'aura pas de suite positive et les Actions apportées à l'Offre seront restituées à leurs détenteurs suivant la publication de l'avis de résultat définitif informant de la caducité de l'Offre, sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement de quelque nature que ce soit ne soit dû auxdits détenteurs.

1.4. Procédure et calendrier de l'Offre

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale, conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier et un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

L'Offre sera ouverte pendant une période de vingt-cinq (25) jours de négociation. Elle sera centralisée par Euronext Paris.

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit à la Section 2.12 du Projet de Note d'Information.

³ Nombre d'actions détenues au 27 septembre 2024, date du dernier inventaire connu du FCPE Clasquin

Il est précisé que l'Offre est faite aux actionnaires de Clasquin situés en France et hors de France, à condition que le droit local auquel ils sont soumis leur permette de participer à l'Offre sans nécessiter de la part de l'Initiateur l'accomplissement de formalités supplémentaires.

La participation à l'Offre et la diffusion de la note d'information en réponse de la Société peuvent faire l'objet de restrictions légales dans certaines juridictions.

La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

Les termes et modalités de l'Offre, ainsi que les restrictions susvisées, sont décrits de manière plus détaillée dans le Projet de Note d'Information.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE CLASQUIN ET INTENTIONS

2.1. Avis motivé du Conseil d'administration

Le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 14 octobre 2024, sur convocation de son Président, afin, notamment, d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Un extrait des délibérations du Conseil d'administration relatif à son avis motivé est reproduit ci-après :

Avis motivé du Conseil d'administration

Le Conseil d'administration de la Société s'est réuni en présence de l'ensemble de ses membres, présents ou représentés, le 14 octobre 2024, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, à l'effet de rendre un avis motivé sur le projet d'offre publique d'acquisition volontaire visant les actions de la Société et stipulé à un prix de 142,03 euros par Action, initié par SAS Shipping Agencies services SÀRL (SAS), filiale de MSC Mediterranean Shipping Company SA.

Termes du projet d'Offre

Le Président rappelle les principaux termes de l'Offre, tels que plus amplement détaillés dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur déposé auprès de l'AMF le 14 octobre 2024 :

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, SAS Shipping Agencies Services Sàrl, une société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois immatriculée au registre de commerce et des sociétés du Luxembourg sous le numéro B113456 dont le siège social est situé 11B, Boulevard Joseph II à Luxembourg (L-1840) (« SAS » ou l'« Initiateur ») propose de manière irrévocable à l'ensemble des actionnaires de la société Clasquin, d'acquérir en numéraire la totalité de leurs actions de la Société dans le cadre d'une offre publique d'achat dans les conditions décrites dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur déposé auprès de l'AMF le 14 octobre 2024.

Le prix de l'Offre est de 142,03 euros par Action. Le Prix de l'Offre est identique à celui payé en numéraire par l'Initiateur dans le cadre de l'acquisition le 9 octobre 2024, de 42,06% du capital de la Société.

A la date du présent avis, SAS détient 979.800 Actions représentant 979.800 droits de vote, soit 42,06% du capital et 38,97% des droits de vote théoriques de la Société⁴, sur la base d'un nombre total de 2.329.268 Actions et 2.514.363 droits de vote théoriques de la Société au sens des dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions non détenues directement par l'Initiateur, (à l'exclusion des actions auto-détenues par la Société et des actions gratuites indisponibles), soit un nombre total maximum d'actions visées

⁴ Calculé en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF

par l'Offre égal à 1.336.740 Actions représentant 57,39% du capital social et 60,53% des droits de vote théoriques de la Société.

L'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure normale, conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre est soumise au seuil de caducité visé à l'article 231-9, I du règlement général de l'AMF. Elle n'est soumise à aucune condition réglementaire.

L'Offre sera, si les conditions requises sont réunies, suivie d'une procédure de retrait obligatoire en application des articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Documents mis à disposition des membres du Conseil d'administration

Préalablement à la réunion du 14 octobre 2024, les membres du Conseil d'administration ont pu prendre connaissance des documents suivants :

- Les communiqués de presse de l'Initiateur et de la Société publiés le 9 octobre 2024 relatifs à l'annonce du projet d'Offre ;
- Le Projet de Note d'Information de l'Initiateur destiné à être déposé auprès de l'AMF le 14 octobre 2024, contenant notamment les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les termes et modalités de l'Offre (dont le calendrier), ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par l'établissement présentateur de l'Offre ;
- Le rapport du cabinet Accuracy, agissant en qualité d'Expert Indépendant, concluant au caractère équitable des conditions financières de l'Offre ;
- Le Projet de Note en Réponse de la Société, destiné à être déposé auprès de l'AMF le 14 octobre 2024 ;
- Les conclusions et recommandations du comité ad hoc ;
- L'avis favorable sur l'Offre émis par le Comité Economique et Social de Clasquin le 10 octobre 2024 ; et
- Le projet d'avis motivé du Conseil d'administration préparé par le comité ad hoc conformément à l'article 261-1 du règlement général de l'AMF.

1. Processus et fondement de la désignation de l'Expert Indépendant

Il est rappelé que le Conseil d'administration de la Société en date du 15 mars 2024, a constitué un comité ad hoc, composé en majorité d'administrateurs indépendants.

Le comité ad hoc indique que trois cabinets ont été identifiés comme pouvant répondre aux critères de compétence requis par la réglementation applicable. Il explique que le choix porté sur ces trois experts indépendants résulte d'un processus de sélection prenant en compte (i) la notoriété des experts indépendants, (ii) leur compétence, (iii) leur implication dans des opérations récentes, (iv) l'absence de conflit d'intérêts et (v) l'absence de procédures judiciaires à leur encontre.

Après examen de leurs propositions de mission, leur expertise, leur approche de la mission, leur compréhension de l'activité de la Société et de l'opération envisagée, du volume d'heures de travail pressenti ainsi que des honoraires proposés et plus généralement, après analyse et comparaison des offres reçues, la proposition ayant reçu la meilleure appréciation du comité ad hoc sur la base de l'ensemble de ces critères a été celle d'Accuracy.

Le cabinet Accuracy a confirmé ne pas être en conflit d'intérêts avec les différents intervenants et disposer de moyens matériels suffisants et de disponibilité pour réaliser sa mission.

C'est dans ces conditions que le Conseil d'administration de la Société en date du 5 juin 2024, sur recommandation de son comité ad hoc, a procédé à la désignation du cabinet Accuracy, en qualité d'Expert Indépendant conformément à l'article 261-1 I du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF »).

Il est rappelé que la désignation de l'expert indépendant a été requise en application de l'article 261-1,

I, 2° et 4° du Règlement général de l'AMF, afin qu'il établisse un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire si ce dernier est mis en œuvre.

Cette nomination a été rendue publique par un communiqué de presse publié le 17 juin 2024.

2. Travaux du comité ad hoc

Depuis le 15 mars 2024, date de sa mise en place par le Conseil d'administration de la Société, le comité ad hoc s'est réuni à cinq reprises dans le cadre de sa mission :

- Séance du 10 avril 2024 : Identification de candidats pour le choix de l'expert indépendant
- Séance du 31 mai 2024 : Présentation par les experts indépendants sélectionnés ; proposition au Conseil d'Administration de désigner le cabinet Accuracy ;
- Séance du 29 août 2024 : Présentation par le cabinet Accuracy de ses travaux préliminaires (analyses multicritères) ;
- Séance du 9 septembre 2024 : Présentation par le cabinet Accuracy de ses travaux préliminaires (indications prévisionnelles de prime par rapport au prix d'offre proposé, pour chacune des approches de l'analyse multicritères) ;
- Séance du 11 octobre 2024 : Préparation du projet d'avis motivé présenté au Conseil d'Administration.

Le comité ad hoc s'est notamment assuré que l'expert indépendant a pu mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes et qu'il a pu avoir accès à l'ensemble des informations et documents utiles pour l'exécution de sa mission.

En particulier, le comité ad hoc s'est assuré que l'Expert Indépendant a eu communication du plan d'affaires préparé par la direction financière de la Société courant juillet 2024. Ce plan d'affaires couvrant la période 2024-2029 et construit à partir des résultats du premier semestre 2024 et du budget 2024 de la Société reflète un scénario impliquant des niveaux de croissance et de rentabilité en ligne avec le passé récent de Clasquin, après une performance exceptionnelle enregistrée pendant la pandémie et n'intègre par ailleurs pas de synergies. Le comité ad hoc s'est également assuré que le plan d'affaires présenté à l'Expert Indépendant correspondait au dernier plan d'affaires présenté au conseil d'administration.

Le comité ad hoc a fait le constat de l'absence de réception de questions ou de réflexions d'actionnaires qui lui auraient été adressées ou qui auraient été adressées à l'expert indépendant.

3. Travaux et conclusions de l'Expert Indépendant

Lors de sa réunion du 5 juin 2024, le Conseil d'administration de la Société a, sur recommandation du comité ad hoc, désigné l'Expert Indépendant avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre.

Le Président présente les conclusions, reproduites ci-après, du rapport établi par l'Expert Indépendant conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF :

« Conclusions de nos travaux

Caractère équitable du prix d'Offre

Comme indiqué précédemment, l'Offre fait suite à l'acquisition des actions détenues par les Cédants par l'Initiateur au prix de 142,03 € par Action.

Dans ce contexte, le respect de l'équité de l'Offre repose en particulier sur le principe d'égalité de traitement de tous les actionnaires.

Sur cette base, nous pouvons conclure que le Prix d'Offre de 142,03 € par Action est équitable pour les actionnaires minoritaires, puisqu'il est égal au prix unitaire négocié avec les Cédants.

Par ailleurs, à la suite des diligences que nous avons réalisées, nous n'avons identifié aucun élément nous conduisant à penser que les accords conclus par l'Initiateur avec les dirigeants et les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre ont biaisé ses conditions financières.

Nous avons porté une attention particulière au mécanisme de liquidité des actions gratuites. Ce mécanisme de liquidité offert aux bénéficiaires des actions gratuites ne confère pas selon nous d'avantage particulier aux détenteurs desdites actions.

Intérêt pour les actionnaires minoritaires d'apporter leurs titres à l'Offre

En vue d'apprécier l'intérêt pour les actionnaires minoritaires de présenter leurs actions à l'Offre, nous avons tout d'abord cherché à estimer – de façon usuelle en pareille circonstance – la valeur en standalone de la Société (ou Valeur Intrinsèque) à travers une évaluation multicritères.

Le Prix d'Offre extériorise une prime par rapport à nos estimations de la Valeur Intrinsèque de la Société comprise entre +30,5% et +20,8%, niveau de prime qui nous semble confortable au regard des considérations suivantes :

Il reflète des scénarios relativement optimistes correspondant au maintien à perpétuité d'un ratio de conversion en ligne avec l'objectif de la Société et un scénario légèrement dégradé où ce dernier est en ligne avec le ratio 2024 anticipé.

En sa qualité de président de Clasquin, M. Revol a une connaissance approfondie du secteur et se trouvait en position d'apprécier en toute connaissance de cause le prix proposé par SAS.

L'Offre n'a pas été conditionnée par d'éventuelles synergies, qui d'après l'Initiateur ne sont d'ailleurs pas garanties même si les deux groupes présentent une complémentarité commerciale par la proximité de leurs activités.

Par ailleurs, étant donné la liquidité réduite du titre, les actionnaires qui décideront d'apporter leurs actions à l'Offre bénéficieront d'une liquidité immédiate sur leurs actions. A cet égard, certains membres clés du management ont fait le choix de céder leurs actions au prix de 142,03 €.

En conclusion, nous confirmons le caractère équitable de l'Offre pour les actionnaires minoritaires de Clasquin. »

Conclusions et recommandations du comité ad hoc

Le 11 octobre 2024, le comité ad hoc s'est réuni et a préparé le projet d'avis motivé présenté au Conseil d'Administration au regard, notamment, du rapport de l'Expert indépendant.

S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société

Le comité ad hoc, après examen des motifs du projet d'Offre et de l'intention de l'Initiateur, tels qu'ils apparaissent dans le Projet de Note d'Information, relève que :

- Suite à l'acquisition de l'intégralité des actions détenues par les Cédants, l'Initiateur détient, à la date de dépôt du Projet de Note d'Information, SAS détient 979.800 Actions représentant 979.800 droits de vote, soit 42,06% du capital et 38,97% des droits de vote théoriques de la Société⁵, sur la base d'un nombre total de 2.329.268 Actions et 2.514.363 droits de vote théoriques de la Société au sens des dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF ;
- A l'issue de l'Offre, la direction de la Société continuera à être assurée par Hugues MORIN en qualité de Directeur Général de la Société ;
- L'Initiateur a l'intention, en s'appuyant sur l'équipe de direction actuelle de la Société, de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société, et n'entend pas modifier le modèle opérationnel de la Société, en dehors de l'évolution normale de l'activité.

⁵ Calculé en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF

- L'Initiateur soutient la stratégie de croissance adoptée par la Société, fondée sur un développement en Europe, en Orient, en Asie, en Amérique du Nord et plus récemment en Afrique, croissance qu'il souhaite accélérer en proposant des solutions plus innovantes s'appuyant sur les différentes branches du Groupe MSC (maritime, aérien, rail, route, barge, entreposage).
- L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et de développement de la Société et ne devrait donc pas en elle-même entraîner d'incidence particulière sur les effectifs de la Société ou sa politique salariale et de gestion des ressources humaines.
- Dans l'hypothèse où les conditions requises seraient réunies à l'issue de l'Offre, SAS a l'intention de demander à l'AMF, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions qui n'auront pas été apportées à l'Offre, ayant pour conséquence la radiation des actions de la Société d'Euronext Growth.

En considération des éléments figurant ci-dessus, le comité ad hoc confirme l'intérêt de l'Offre pour la Société.

S'agissant du prix de l'Offre et de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires

Le prix de l'Offre fixé à 142,03 euros par Action fait ressortir des primes de :

- 59,9% par rapport au cours de clôture du 4 décembre 2023, dernier cours coté avant l'annonce de l'entrée en négociations exclusives ;
- 76,4% par rapport aux cours moyens pondérés sur 1 mois avant cette même date ;
- 70,1% par rapport aux cours moyens pondérés sur 3 mois avant cette même date ;
- 73,1% par rapport aux cours moyens pondérés sur 6 mois avant cette même date ; et
- 95,3% par rapport aux cours moyens pondérés sur 12 mois avant cette même date.

Le comité ad hoc a pris connaissance des éléments d'appréciation du prix de l'Offre, établis par l'établissement présentateur.

Le comité ad hoc relève, qu'aux termes du rapport établi par l'Expert indépendant, les conditions proposées dans le cadre de l'Offre sur les actions de la Société sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société.

Le comité ad hoc constate par conséquent que l'Offre présente une opportunité pour les actionnaires de bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale dans des conditions de prix considérées comme équitables par l'Expert indépendant.

S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés

Le comité ad hoc, après examen des motifs du projet d'Offre et de l'intention de l'Initiateur, tels qu'ils apparaissent dans le Projet de Note d'Information, relève que l'Initiateur s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et de développement de la Société et ne devrait donc pas en elle-même entraîner d'incidence particulière sur les effectifs de la Société ou sa politique salariale et de gestion des ressources humaines

Le comité ad hoc a pris acte que le Comité économique et social a été informé et consulté dans le cadre des dispositions de l'article L. 2312-47 du code du travail et a émis un avis favorable sur l'Offre.

Au vu de ce qui précède, le comité ad hoc constate que l'Offre est conforme aux intérêts des salariés de la Société et ne devrait pas avoir d'incidences spécifiques en matière d'emploi.

Au terme de sa mission et connaissance prise des travaux de l'Expert indépendant et de l'ensemble des éléments ci-dessus, les administrateurs indépendants du comité ad hoc :

- relèvent que les conditions financières de l'Offre sont équitables pour les actionnaires de la Société ;
- présentent au Conseil d'administration le projet d'avis motivé ;
- recommandent au Conseil d'administration de la Société de conclure que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

Avis du Conseil d'administration

Au vu des éléments soumis et notamment

- (i) des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur,
- (ii) des éléments de valorisation préparés par l'établissement présentateur,
- (iii) des conclusions du rapport de l'Expert indépendant sur les conditions financières de l'Offre,
- (iv) des conclusions et recommandations du comité ad hoc, et
- (v) de l'avis favorable sur l'Offre émis par le Comité Economique et Social de Clasquin le 10 octobre 2024

le Conseil d'Administration de la Société, à l'unanimité des voix exprimées, étant précisé que Monsieur Nicolas Sartini et Monsieur Hugues Favard se sont abstenus en raison de leurs liens avec l'Initiateur et que Monsieur Hugues Morin, Madame Laurence Ilhe et Monsieur Philippe Lons, administrateurs ayant signés des engagements d'apport à l'Offre, ont voté dans le sens du vote des administrateurs indépendants :

- approuve le projet d'avis motivé tel que proposé par le comité ad hoc ;
- considère que l'Offre, telle que décrite dans le Projet de Note d'Information, est conforme aux intérêts :
 - o de la Société, notamment dans la mesure où, pour les douze mois à venir :
 - L'Initiateur a l'intention, en s'appuyant sur l'équipe de direction actuelle de la Société, de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société, et n'entend pas modifier le modèle opérationnel de la Société, en dehors de l'évolution normale de l'activité.
 - L'Initiateur soutient la stratégie de croissance adoptée par la Société, fondée sur un développement en Europe, en Orient, en Asie, en Amérique du Nord et plus récemment en Afrique, croissance qu'il souhaite accélérer en proposant des solutions plus innovantes s'appuyant sur les différentes branches du Groupe MSC (maritime, aérien, rail, route, barge, entreposage).
 - o de ses actionnaires, puisque le prix proposé est considéré comme équitable par l'Expert indépendant ; et
 - o de ses salariés, puisque l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et de développement de la Société et ne devrait donc pas en elle-même entraîner d'incidence particulière sur les effectifs de la Société ou sa politique salariale et de gestion des ressources humaines ;
- recommande en conséquence aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;
- décide que les actions auto-détenues par la Société ne seront pas apportées à l'Offre ;
- approuve le Projet de Note en Réponse de la Société ;
- autorise, en tant que de besoin, le Directeur Général à l'effet de :
 - (i) finaliser le Projet de Note en Réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;
 - (ii) préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;
 - (iii) signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et
 - (iv) plus généralement, prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre.

2.2. Intentions des membres du conseil d'administration de Clasquin

Les membres du Conseil d'Administration ont indiqué avoir l'intention d'apporter à l'Offre les actions Clasquin qu'ils détiennent directement ou indirectement, soit un total de 192.879 actions, à l'exception des Actions Gratuites Indisponibles.

2.3. Avis du comité social et économique

La Société a mis en œuvre la procédure d'information-consultation de son CSE sur l'Offre. Le CSE a rendu unanimement le 10 octobre 2024 un avis favorable concernant l'Offre dans les termes suivants : « Les membres du CSE rendent un avis favorable à l'unanimité des membres votants sur le projet de dépôt d'une Offre Publique d'Achat par SAS Shipping Agencies Services Sàrl, filiale du Groupe MSC,

suite à la réalisation de la cession par Monsieur Yves REVOL (notamment via sa holding personnelle OLYMP et le fonds de dotation Yves Revol Foundation) et Mme Evelyne Revol, de l'intégralité de leurs titres représentant 42,06% du capital de CLASQUIN SA, au prix de 142,03 euros par action. ».

2.4. Intentions de la Société quant aux actions auto-détenues

Le Conseil d'administration de la Société a décidé de ne pas apporter à l'Offre les actions auto-détenues, soit, au 14 octobre 2024, 1.542 actions Clasquin.

3. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

3.1. Contrat de Cession

Conformément au Contrat de Cession (décrit en Section 1.2.2 du présent Projet de Note en Réponse) :

- Yves Revol a cédé à la Société avant la réalisation de l'Acquisition l'action qu'il détenait au sein de Clasquin Far East à sa valeur nominale ;
- OLYMP, Hugues Morin et David Canard-Volland, à la réalisation de l'Acquisition, ont consenti à l'Initiateur une promesse de vente par laquelle ils s'engagent à céder à ce dernier, dans les 12 mois suivant la réalisation de l'Acquisition, la totalité des titres qu'ils détiennent au sein de la société hongkongaise Euphrosine Limited au prix total de 876.851,96 euros, à répartir entre les promettants au prorata de leurs participations respectives en cas de levée de l'option ; et
- Une partie des Cédants et des actionnaires de la Société a signé avec International Conglomerate Maritime Sàrl, une entité affiliée de l'Initiateur, un accord pour la cession, sous conditions préalables, des parts sociales de White Street 5, SCI de la Louvre, SCI Maialys, et SCI Junon, sociétés civiles immobilières dont les biens immobiliers sont majoritairement loués par des sociétés du Groupe sur la base d'une valorisation totale de 7.188.791,96 euros.

3.2. Contrat de Liquidité

En application du Contrat de Cession, les Cédants et l'Initiateur sont convenus que l'Initiateur mettrait en place un mécanisme de liquidité au profit des titulaires d'Actions Gratuites Indisponibles (les « **Bénéficiaires** »).

En conséquence, l'Initiateur et les Bénéficiaires ont conclu des options de vente et d'achat portant sur leurs Actions Gratuites Indisponibles, afin de leur permettre de bénéficier d'une liquidité en numéraire pour les Actions Gratuites Indisponibles qui ne pourront pas être apportées à l'Offre (les « **Contrats de Liquidité** »). Ces Contrats de Liquidité ne seront plus valables si une offre concurrente, déposée par un tiers a été déclarée conforme par l'AMF et ouverte pour un prix plus élevé que celui de l'Offre, et que l'Initiateur (ou l'une de ses entités affiliées) ne dépose pas une offre concurrente en surenchère, à un prix au moins supérieur à 2% ou représentant une amélioration significative en comparaison avec l'offre du tiers, ou que cette offre concurrente en surenchère n'est pas déclarée conforme par l'AMF.

Les Bénéficiaires pourront exercer l'option de vente pendant une durée de 3 mois à compter de la date à laquelle leurs Actions Gratuites Indisponibles deviendront disponibles et l'Initiateur pourra exercer l'option d'achat des Actions Gratuites Indisponibles pendant une durée de 3 mois à compter de la date d'expiration de l'option de vente.

En cas d'exercice des options suivant la clôture de l'Offre, le prix d'exercice :

- correspondra au Prix de l'Offre pour (i) les Autres Actions Gratuites Indisponibles (telles que définies à la Section 1.3.4 **Erreur ! Source du renvoi introuvable.** du présent Projet de Note en Réponse) et (ii) les Actions Gratuites Indisponibles des Mandataires Sociaux (telles que définies à la Section 1.3.4 du présent Projet de Note en Réponse) lorsque l'option de vente est exercée dans l'année suivant la signature des Contrats de Liquidité ; et
- sera calculé sur la base d'un multiple d'EBITDA consolidé de Clasquin correspondant au multiple ressortant de l'Acquisition après déduction de la dette nette, lorsque l'option de vente portant sur les Actions Gratuites Indisponibles des Mandataires Sociaux (telles que définies à

la Section 1.3.4 du présent Projet de Note en Réponse) est exercée plus d'un an suivant la signature des Contrats de Liquidité.

En application de l'article L. 233-9 I, 4° du Code de commerce, les Actions Gratuites Indisponibles pour lesquelles une option d'achat aura été consentie à l'Initiateur dans le cadre d'un Contrat de Liquidité seront assimilées aux actions détenues par l'Initiateur.

3.3. Engagements d'apport des Actions à l'Offre

Le 21 mars 2024, le directeur général de la Société et d'autres membres clefs de l'équipe de management se sont engagés auprès de l'Initiateur à apporter leurs Actions à l'Offre, soit 198.060⁶ Actions au total représentant, à la date du Projet de Note en Réponse, environ 8,5% du capital et 14,08% des droits de vote théoriques de la Société⁷.

Ces engagements d'apport sont révocables si une offre concurrente, déposée par un tiers a été déclarée conforme par l'AMF et ouverte pour un prix plus élevé que celui de l'Offre, et que l'Initiateur (ou l'une de ses entités affiliées) ne dépose pas une offre concurrente en surenchère, à un prix au moins supérieur à 2% ou représentant une amélioration significative en comparaison avec l'offre du tiers, ou que cette offre concurrente en surenchère n'est pas déclarée conforme par l'AMF.

3.4. Cession d'actions de sociétés du Groupe et avenants aux pactes minoritaires

La Société a conclu, avec les actionnaires minoritaires (salariés, anciens salariés et managers) des sociétés du Groupe, dont certains sont également actionnaires de la Société :

- des contrats de cession par lesquels les actionnaires minoritaires cèderont à la Société leurs participations au sein des sociétés du Groupe à la valorisation prévue dans les pactes et avenants en vigueur, sous condition suspensive de l'acquisition par l'Initiateur de 50% + 1 action du capital social de la Société au plus tard le 31 décembre 2024 ; et
- lorsque les actionnaires minoritaires n'ont pas cédé leurs participations au sein des sociétés du Groupe, des avenants aux pactes en vigueur afin de proroger les clauses de liquidité à six ans, sans modifier la valorisation prévue initialement.

3.5. Accords sur la rémunération de certains dirigeants

Le 21 mars 2024, l'Initiateur a conclu (i) un accord avec Laurence Ilhe, portant sur sa rémunération en qualité de salariée et directrice générale déléguée après la réalisation de l'Acquisition, et (ii) un accord avec Ariane Participations et Hugues Morin, portant sur leurs rémunérations à compter de la transformation de la Société en société par actions simplifiée.

3.6. Autres accords dont l'Initiateur a connaissance

À l'exception des accords décrits au sein de cette Section 3 (Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue) du Projet de Note en Réponse, il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

⁶ Excluant les actions gratuites indisponibles livrées postérieurement au 21 mars 2024 au titre des plans d'AGA 2019, 2020 et 2023

⁷ Sur la base d'un capital social composé de 2.329.268 Actions et de 2.514.363 droits de vote théoriques au sens des dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF

4. ÉLÉMENTS CONCERNANT CLASQUIN SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

4.1. Structure du capital de la Société

A la date du Projet de Note en Réponse, le capital social est fixé à la somme de 4.658.536 euros réparti en 2.329.268 actions de 2,00 euros de nominal. Le nombre de droits de vote théorique s'établit à 2.514.363.

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations sur les franchissements de seuils communiqués, au 10 octobre 2024 le capital de la Société est réparti comme suit :

Actionnaire	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques
SAS Shipping Agencies Services Sàrl	979 800	42,06%	979 800	38,97%
Ariane Participations et Famille Morin	158 701	6,81%	290 054	11,54%
Salariés / Mandataires sociaux au nominatif	91 575	3,93%	135 089	5,37%
FCPE Clasquin ⁸	129 728	5,57%	129 728	5,16%
Flottant	967 922	41,55%	978 150	38,90%
Actions auto-détenues	1 542	0,07%	1 542	0,06%
Total⁹	2 329 268	100%	2 514 363	100%

Intervention de l'Initiateur sur le marché des titres de la Société pendant la période d'Offre

L'Initiateur se réserve la possibilité de réaliser, à compter du dépôt du Projet de Note d'Information et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, sur le marché ou hors marché, toute acquisition d'Actions conformément aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du Règlement Général de l'AMF.

4.2. Participations directes ou indirectes au sein du capital de Clasquin ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres

A la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la Section 4.1 du Projet de Note en Réponse ci-dessus.

Au cours des douze mois précédant le dépôt du Projet de Note en Réponse :

- La société Samson Rock Capital LLP, a déclaré, par courrier reçu par la Société du 10 septembre 2024, avoir franchi à la hausse, le seuil de 2,5% du capital de Clasquin ;
- Yves Revol a, par acte notarié du 1^{er} octobre 2024, réalisé une donation en pleine propriété de 53.581 actions au profit du fonds de dotation dénommé « YVES REVOL FOUNDATION », déclarée au titre des opérations de dirigeants le 3 octobre 2024 ;
- La société SAS a déclaré par courrier reçu par la Société le 10 octobre 2024, avoir franchi à la hausse, le 9 octobre 2024, les seuils de 2,5%, 5%, 7,5%, 10%, 12,5%, 15%, 17,5%, 20%, 22,5%, 25%, 27,5%, 30%, 32,5%, 35%, 37,5% et 40% du capital et de 2,5%, 5%, 7,5%, 10%, 12,5%, 15%, 17,5%, 20%, 22,5%, 25%, 27,5%, 30%, 32,5%, 35% et 37,5% des droits de vote de la Société.

4.3. Restrictions à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce

4.3.1. **Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions**

Aucune restriction statutaire, autre que les dispositions relatives aux déclarations de franchissement de seuils (voir ci-après), n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.

Conformément aux dispositions statutaires :

Toutes personnes physiques ou morales venant à posséder, directement ou indirectement, seule ou de concert, une fraction de 2,5% au moins du capital ou des droits de vote de la Société, ou un multiple de ce pourcentage, doit en informer la Société dans un délai de quinze jours, par lettre recommandée avec

⁸ Nombre d'actions détenues au 27 septembre 2024, date du dernier inventaire connu du FCPE Clasquin

⁹ Le nombre de droits de vote théoriques au 10 octobre 2024 communiqué par la Société est de 2.514.363 droits de vote théoriques.

avis de réception adressée au siège social.

L'obligation d'information prévue ci-dessus s'applique également lors du franchissement à la baisse de chaque seuil de 2,5% du capital ou des droits de vote de la Société.

A défaut d'avoir déclaré dans les conditions ci-dessus les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées de droit de vote dans les conditions prévues par la loi, dans la mesure où un ou plusieurs actionnaires détenant 5% au moins du capital ou des droits de vote égale en font la demande lors de l'assemblée générale.

Les dispositions ci-dessus s'appliquent sans préjudice des déclarations de franchissement des seuils et des sanctions prévues par la loi.

En outre, conformément à l'article 4.3 des règles d'Euronext Growth, la Société rendra public le franchissement à la hausse ou à la baisse, par toute personne agissant seule ou de concert, des seuils de participation représentant 50% ou 90% du capital ou des droits de vote, dans un délai de cinq jours de bourse suivant celui où elle en a connaissance.

4.3.2. Clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de Clasquin (article L. 233-11 du code de commerce)

Non applicable.

4.4. Participations directes et indirectes représentant plus de 5% du capital social et des droits de vote de Clasquin

Les actionnaires de la Société détenant plus de 5% de son capital et/ou de ses droits de vote sont indiqués dans le tableau figurant à la Section 4.1 du Projet de Note en Réponse ci-avant. A la connaissance de la Société et à la date du Projet de Note en Réponse, aucun autre actionnaire que l'Initiateur, le FCPE Clasquin et la Famille Morin ne détiennent plus de 5% du capital social ou des droits de vote.

4.5. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Néant.

4.6. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

4.7. Accords entre actionnaires dont Clasquin a connaissance pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote

A la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions ou à l'exercice du droit de vote, à l'exception du mécanisme de liquidité des Actions Gratuites Indisponibles décrit en Section 1.3.4 du Projet de Note en Réponse et des engagements d'apports à l'Offre consentis par le directeur général de la Société et d'autres membres clefs de l'équipe de management décrit en Section 3.3 du Projet de Note en Réponse.

4.8. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

4.8.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration

Les règles de nomination et de révocation des membres du conseil d'administration sont les règles légales et statutaires prévues à l'article 14 des statuts.

La Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et dix-huit membres au plus.

Les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale des actionnaires. La durée de leurs fonctions est de quatre ans.

Entre deux assemblées générales, le conseil d'administration peut procéder à des nominations provisoires en cas de vacance par décès ou démission d'un administrateur, sous réserve de la ratification de ces nominations par la plus proche assemblée générale ordinaire.

L'administrateur nommé en remplacement ne demeure en fonction que pour la durée du mandat de son prédécesseur restant à courir.

La limite d'âge pour exercer les fonctions de Président du Conseil est fixée à 80 ans.

Le nombre d'administrateurs âgés de plus de 75 ans ne peut excéder le tiers des administrateurs en fonction.

A la date du Projet de Note en Réponse, le Conseil d'administration est composé des administrateurs suivants :

- Nicolas Sartini, président
- Hugues Favard,
- Hugues Morin, directeur général,
- Laurence Ilhe, directrice générale déléguée,
- Docteur Ma Fan, indépendante,
- Claude Revel, indépendante et présidente du comité RSE,
- Laurent Fiard, indépendant, et
- Philippe Lons, directeur général délégué.

4.8.2. Règles applicables à la modification des statuts

La modification des statuts de la Société se fait conformément aux dispositions légales et réglementaires.

4.9. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier relatifs à l'émission ou au rachat de titres

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le conseil d'administration dispose de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat de titres, dont le détail est repris ci-après :

**DÉLÉGATIONS DE COMPÉTENCE ET DE POUVOIR, EN COURS DE VALIDITÉ, ACCORDÉES PAR
L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE AU CONSEIL D'ADMINISTRATION DANS LE DOMAINE DES
AUGMENTATIONS DE CAPITAL**

<u>Délégations données par l'Assemblée Générale Mixte du 06 juin 2023</u>	• Renouvellement de l'autorisation donnée au Conseil d'Administration d'annuler les actions détenues par la Société ou acquises par cette dernière dans la limite de 10% du capital et à réduire corrélativement le capital, ladite autorisation ayant été donnée pour une durée de dix-huit (18) mois. • Autorisation donnée à la Société d'augmenter, dans la limite de 3 000 000 € en nominal (et de 40 000 000 € pour les émissions dont le titre primaire est un titre de créance notamment obligataire), son capital social par émission de toutes valeurs mobilières, avec maintien du droit préférentiel de souscription, selon le cas, avec délégation au Conseil d'Administration pour une durée de vingt-six (26) mois, à l'effet de décider lesdites augmentations de capital. • Autorisation donnée à la Société d'augmenter, dans la limite de 3 000 000 € en nominal (et de 40 000 000 € pour les émissions dont le titre primaire est un titre de créance notamment obligataire), son capital social par émission de toutes valeurs mobilières, avec suppression du droit préférentiel de souscription par offres au public autres que celles visées à l'article L. 411-2 du Code Monétaire et Financier, avec délégation au Conseil d'Administration pour une durée de vingt-six (26) mois, à l'effet de décider lesdites augmentations de capital. • Autorisation donnée la Société pour une durée de vingt-six (26) mois, à l'effet d'émettre des actions et des valeurs mobilières donnant accès au capital de la société, avec suppression du droit préférentiel de souscription des Actionnaires par voie d'offres aux personnes visées au I de l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier dans la limite de 3 000 000 € en nominal et de 20% du capital social de la Société par an. • Autorisation, pour une durée de vingt-six (26) mois, au Conseil d'Administration pour augmenter le nombre de titres à émettre dans le cadre des augmentations de capital exposées ci-dessus, en cas de demandes excédentaires de souscription, le tout dans les conditions de l'article L. 225-135-1 du Code de Commerce. • Autorisation, pour une durée de trente-huit (38) mois, au Conseil d'Administration pour procéder, en une ou plusieurs fois, sur ses seules décisions à des attributions, à son choix, soit d'actions gratuites existantes de la Société provenant d'achats effectués par elle soit d'actions gratuites à émettre par voie d'augmentations de capital, au profit de membres du personnel salarié et dirigeants mandataires sociaux, qu'il déterminera, de la Société et des entités qui lui sont liées au sens de l'article L. 225-197-2 du Code de Commerce, ou de certaines catégories d'entre eux, étant précisé que le nombre total cumulé des actions résultant de l'attribution gratuite des actions, qu'il s'agisse d'actions existantes ou d'actions à émettre, résultant de cette autorisation ne pourra excéder un nombre global égal à quatre pour cent (4%) du total des actions composant le capital de la société à la date de l'attribution. • Autorisation, pour une durée de vingt-six (26) mois, au Conseil d'Administration pour procéder sur ses seules décisions, à une augmentation de capital social, dans la limite de 300 000 € en nominal, avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit des adhérents d'un Plan d'Épargne d'Entreprise par l'intermédiaire d'un FCPE (ou autre plan aux adhérents duquel l'article L. 3332-18 du Code du Travail permettrait de réserver une augmentation de capital dans des conditions équivalentes) de la Société et des sociétés de son groupe au sens de l'article L. 225-180 du Code de Commerce.
<u>Délégations données par l'Assemblée Générale Mixte du 05 juin 2024</u>	• Renouvellement de l'autorisation conférée au Conseil d'Administration en vue de réduire le capital social par annulation d'actions propres détenues par la Société, dans la limite de 10% du capital par période de vingt-quatre (24) mois.
USAGE FAIT AU COURS DE L'EXERCICE DES DÉLÉGATIONS VISÉES CI-DESSUS	
<u>Décision du Conseil d'Administration du 6 juin 2023</u>	• Décision du Conseil d'Administration de faire usage de la délégation consentie par l'Assemblée Générale pour l'attribution gratuites d'un nombre total de 10 034 actions au profit de deux mandataires sociaux, avec engagement de conservation d'un certain nombre d'actions prévu pendant la durée du mandat.

4.10. Accords conclus par Clasquin qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Clasquin ou en cas de radiation de Clasquin de la cote

A sa connaissance, la Société n'a pas conclu d'accords significatifs qui seraient susceptibles d'être modifiés ou de prendre fin en cas de changement de contrôle de la Société.

4.11. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les principaux salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

A la connaissance de la Société, aucun accord ne prévoit d'indemnités pour les mandataires sociaux ou les principaux salariés qui démissionneraient ou seraient licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si

leur emploi prend fin en raison d'une offre publique, à l'exception d'une indemnité contractuelle de rupture en cas de révocation du mandat du Directeur Général, décidée lors de sa nomination en 2018, dont le montant est dégressif dans le temps, et non applicable en cas de faute grave ou lourde.

4.12. Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre

La Société n'a pas mis en œuvre de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre et n'a pas l'intention de mettre en œuvre de telles mesures.

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Conformément aux dispositions des articles 261-1, I 2° et 4° du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de la société a procédé le 5 juin 2024 à la désignation du cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Henri Philippe, en qualité d'Expert Indépendant, chargé d'établir un rapport sur les conditions financière de l'Offre.

Le rapport du cabinet Accuracy en date du 9 octobre 2024 est reproduit en annexe I du présent Projet de Note en Réponse et en fait partie intégrante.

6. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Clasquin seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Ce document sera également mis à la disposition du public selon les mêmes modalités.

7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

« A ma connaissance, les données du présent Projet de Note en Réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Fait à Paris, le 14 octobre 2024
Monsieur Hugues Morin
Directeur Général de Clasquin

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

ANNEXE I - RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT



Expertise indépendante
dans le cadre de l'offre publique d'achat initiée par
SAS Shipping Agencies Services Sàrl sur les
actions *Clasquin*

Octobre 2024

Transactions & Investments

Disputes & Crises

Corporate Strategy & Finance

Business Performance

Expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique d'achat initiée par *SAS Shipping Agencies Services Sàrl* visant les actions *Clasquin*

Clasquin SA (« **Clasquin** », la « **Société** » ou la « **Cible** », et avec ses filiales détenues directement ou indirectement, le « **Groupe** ») est un spécialiste de l'ingénierie en transport aérien et maritime et en logistique *overseas*. En 2023, la société compte plus de 85 bureaux et 1 600 collaborateurs dans le monde et a réalisé un chiffre d'affaires de près de 562 m€.

Rachetée en 1982 par Yves Revol et trois associés, la Société est cotée en bourse sur *Euronext Growth* d'Euronext depuis 2006. Au 1er décembre 2023, elle affichait une capitalisation boursière d'environ 200 m€ (soit 85 € par action).

SAS Shipping Agencies Services Sàrl (« **SAS** » ou « **l'Initiateur** ») est une filiale détenue à 100% par *MSC Mediterranean Shipping Company SA* (« **MSC** »). Le groupe *MSC* est un leader mondial du transport maritime et de la logistique.

Depuis l'acquisition en fin d'année 2022 des activités portuaires du groupe *Bolloré* en Afrique, le groupe *MSC* souhaite accentuer ses flux entre l'Afrique et le reste du monde. L'acquisition de *Clasquin* va ainsi permettre d'accélérer ce développement.

Le 30 novembre 2023, l'Initiateur a soumis une offre d'achat non-engageante (« **NBO** ») à M. Yves Revol et la société *Olymp Omnium Lyonnais de Management et de participations* (« **Olymp** »), actionnaires contrôlant de *Clasquin* pour l'entrée en négociations exclusives en vue de la cession des actions détenues par les M. Yves Revol et *Olymp*, représentant 42% du capital (le « **Bloc** »). Cette exclusivité a été consentie par M. Yves Revol et *Olymp* lors de la contre-signature de la NBO le 4 décembre 2023.

Le 21 mars 2024, l'Initiateur et M. Yves Revol, Mme Evelyne Revol et *Olymp* (ensemble les « **Cédants** »¹) ont conclu une promesse d'achat au bénéfice des Cédants en vertu de laquelle l'Initiateur s'est engagé à acquérir l'intégralité des 979 800 actions détenues par les Cédants sous réserve de l'exercice de la promesse par les Cédants à la suite notamment de la consultation des instances représentatives du personnel concernées du Groupe.

¹ Le 1^{er} octobre 2024, Yves Revol a fait donation de 53.581 Actions au fonds de dotation Yves Revol Foundation régi par la loi n° 2008-776 du 4 août 2008.

La Société a alors engagé les procédures d'information et de consultation des instances représentatives du personnel concernées, respectivement les 25 et 28 mars 2024, lesquelles ont remis un avis favorable.

Le 28 mars 2024, à la suite de l'exercice par les Cédants de la promesse d'achat, les Cédants et l'Initiateur ont conclu un contrat de cession d'actions portant sur l'acquisition par SAS de 42,06% du capital de *Clasquin*, pour un prix de 142,03 € par Action (le « **Contrat de Cession** ») dont la réalisation est intervenue le 9 octobre 2024, après obtention des autorisations réglementaires usuelles. En vertu du Contrat de Cession, l'Initiateur a acquis le Bloc pour un prix de 142,03 € par action (« **l'Opération** »).

A l'issue de l'Opération, l'Initiateur détient 42,06% du capital.

Le solde du capital est détenu par (i) les salariés (16,31% du capital et 22,07% des droits de vote après opération) et (ii) le flottant (41,56%). Le Directeur Général et certains membres clés de la direction se sont engagés à apporter leurs actions *Clasquin* dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat volontaire de SAS, soit 198 060² Actions au total représentant, à la date des présentes, environ 8,50% du capital et 14,08% des droits de vote théoriques de la Société³⁴.

Dans le cadre de l'Opération, SAS a fait part le 5 décembre 2023 de son intention de déposer un projet d'Offre Publique d'Achat, (« **l'Offre** »), sur le solde du capital de la Société au prix de 142,03 € par action (le « **Prix d'Offre** »), à l'exclusion (i) des actions auto-détenues par la Société (1 542 actions) et (ii) des actions gratuites indisponibles à la date de l'Opération (11 186 actions gratuites).

L'Initiateur a en outre indiqué son intention de procéder au retrait obligatoire des actions de la Société dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, les actions non présentées par les actionnaires minoritaires ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société.

Dans ce contexte, conformément à la réglementation boursière, le Conseil d'Administration de la Société, sur recommandation du comité *ad hoc* constitué à cet effet, a désigné Accuracy le 5 juin 2024 en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

² Excluant les actions gratuites indisponibles livrées postérieurement au 21 mars 2024 au titre des plans d'AGA 2019, 2020 et 2023.

³ Sur la base d'un capital social composé de 2 329 268 Actions et de 2 514 363 droits de vote théoriques au sens des dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

⁴ Les engagements d'apport à l'offre publique d'achat deviendront caducs en cas d'offre concurrente faite à un prix supérieur à l'offre publique d'achat de SAS et déclarée conforme par l'AMF, à moins que SAS ne décide d'améliorer les termes de l'offre concurrente dans les conditions prévues par le règlement général de l'AMF.

Plus précisément, l'intervention d'Accuracy est requise au titre de deux dispositions de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF :

- (i) « Les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L.233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance » (article 261-1 alinéa 1 – 2°)
- (ii) « Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée » (alinéa 1 – 4°)

Le présent rapport d'expertise est donc une attestation d'équité au sens de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, dont les principes d'élaboration sont détaillés dans l'instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 telle que modifiée le 10 février 2020 et dans une recommandation sur l'expertise financière indépendante en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006, le 27 juillet 2010 et le 10 février 2020.

Ce rapport est structuré en six parties distinctes. La première fournit une présentation synthétique de la société Accuracy, des missions d'expertise effectuées au cours des vingt-quatre derniers mois, ainsi qu'une attestation d'indépendance et une description des diligences effectuées dans le cadre de la présente mission. La deuxième partie présente les caractéristiques opérationnelles et la performance récente de la Société, aussi bien d'un point de vue financier que boursier. Nous en tirons un certain nombre de conséquences sur la méthodologie d'évaluation à mettre en œuvre dans le cadre de la présente expertise. La troisième partie de ce rapport examine plus spécifiquement les caractéristiques et la nature de l'Offre et expose les objectifs de notre mission ainsi que les premières conclusions afférentes. La quatrième partie détaille les travaux d'évaluation réalisés par Accuracy pour estimer la valeur des actions de la Cible, dans le strict respect de l'approche multicritères recommandée par les autorités de marché en pareilles circonstances. La cinquième partie expose nos commentaires sur le rapport d'évaluation élaboré dans le cadre de l'Offre par Société Générale (ci-après la « **Banque** »). La sixième et dernière partie présente nos conclusions sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires dans le contexte de la présente offre.

1. Présentation d'Accuracy et des principales diligences effectuées

1.1. Présentation d'Accuracy

Accuracy est une société de conseil en finance d'entreprise détenue en totalité par ses Associés. Implantée en Europe, Afrique, Amérique du Nord et Asie, Accuracy propose une large palette de solutions « sur-mesure » en finance d'entreprise dans les cinq domaines suivants : support aux transactions, support aux contentieux, redressement d'entreprises, analyses de marché et évaluations financières.

Forte d'une équipe de plus de 700 consultants (dont plus de 300 à Paris), Accuracy dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (management package, options, actions de préférence, etc.).

Au cours des vingt-quatre derniers mois, Accuracy a réalisé les missions d'expertise indépendante suivantes portant sur des sociétés cotées.

Figure 1 | Attestations réalisées par Accuracy au cours des 24 derniers mois

Date de dépôt	Cible	Initiateur	Type d'opération	Banque présentatrice
janv-24	SOCFIN	AFICO	Offre publique de retrait obligatoire	n.a.
nov-23	Orapi	Paredes	Offre publique d'achat suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire	BNP Paribas et Crédit Industriel et Commercial
sept-23	Evolis	HID Global	Offre publique d'achat suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire	BNP Paribas
août-23	Biorcorp Production	Novo Nordisk	Offre publique d'achat simplifiée	Lazard Frères et Portzamparc
oct-22	Le Tanneur & Cie	Tolomei Participations et Qatar Luxury Group	Offre publique de retrait	Natixis

Accuracy n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général, estimant que la taille de la société, le large éventail de compétences dont elle dispose en matière d'analyse et d'évaluation financières et les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité préalable, à la fois exigeant et indépendant, requis par ce type de mission.

1.2. Personnel associé à la réalisation de la mission

La présente mission a été dirigée par Henri Philippe, Associé d'Accuracy, Guillaume Charton et Mathilde de Montigny, Directeurs, avec le concours de Bruno Husson, Associé honoraire, qui a assuré le contrôle qualité des travaux réalisés.

- Henri Philippe dispose d'une expérience professionnelle de plus de vingt-cinq ans dans le domaine de l'évaluation financière et a participé à plus d'une quarantaine d'opérations d'attestation d'équité. Henri Philippe est diplômé de l'ESC Bordeaux, titulaire d'un MBA de la Wake Forest University et d'un doctorat en finance de l'Université Paris-Dauphine ; il est également maître de conférences à l'Université Paris 1 Panthéon Sorbonne, à l'Ecole des Ponts ParisTech et chargé de cours au Groupe HEC.
- Guillaume Charton a une expérience de plus de quinze ans dans le conseil financier et est spécialisé en évaluation. Il a notamment participé à une dizaine de missions d'expertise indépendante sur des sociétés cotées. Guillaume Charton est diplômé d'HEC.
- Mathilde de Montigny a une expérience de plus de vingt ans dans le conseil financier et est spécialisée en évaluation. Elle a notamment participé à une vingtaine de missions d'expertise indépendante sur des sociétés cotées. Mathilde de Montigny est diplômée de l'Université Paris-Dauphine.
- Bruno Husson est intervenu à plus de quatre-vingt-dix reprises en qualité d'expert indépendant pour attester le caractère équitable des conditions financières envisagées pour une opération impliquant les actionnaires minoritaires d'une société cotée en bourse. Bruno Husson est diplômé d'HEC et docteur d'Etat en finance ; il a également enseigné la finance d'entreprise pendant quarante ans au sein du Groupe HEC, en qualité de membre de la Faculté puis de Professeur Affilié. Il n'est plus aujourd'hui employé par Accuracy.

Pour la réalisation de la mission, Henri Philippe, Guillaume Charton et Mathilde de Montigny ont été assistés par un consultant expérimenté disposant de plus de cinq ans d'expérience en conseil financier et de deux consultants juniors.

1.3. Déclaration d'indépendance

Accuracy n'a réalisé aucune mission, et en particulier aucune mission d'évaluation, pour le compte de la Société ou de l'Initiateur au cours des dix-huit derniers mois.

Aussi, *Accuracy* atteste, conformément à l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF, de « l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission ».

1.4. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par *Accuracy* au titre de la présente mission s'élève à 105 000 euros hors taxes.

1.5. Diligences effectuées

1.5.1. Programme de travail

Accuracy a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- analyse du projet de note d'information élaboré par l'Initiateur et ses conseils,
- analyse du contexte de l'Opération, notamment du processus ayant conduit à la cession du Bloc, de la vie boursière de l'action *Clasquin* sur la période récente et de la liquidité de ce titre, ainsi que du niveau de suivi par les analystes financiers,
- analyse de la performance financière historique et prévisionnelle de la Société, à partir des rapports annuels de la période récente et des prévisions élaborées par les dirigeants de la Société pour la période 2024-2029,
- entretiens avec les dirigeants de la Société (ci-après le « **Management** »), portant notamment sur la présentation de la Société, son historique, ses perspectives, son positionnement concurrentiel actuel et futur, sa situation financière, etc.,
- entretien avec les représentants de l'Initiateur,
- entretiens avec les représentants de la Banque,
- examen critique des références d'évaluation représentées par le cours de bourse sur la période récente,
- évaluation des actions de la Société dans le cadre d'une approche multicritères comprenant notamment la mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie disponibles actualisés (ou méthode DCF pour *Discounted Cash Flows*) et des deux méthodes alternatives relevant d'une démarche analogique (méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables),

-
- dans le cadre de la mise en œuvre de ces deux approches d'évaluation, examen approfondi des éléments d'actif et de passif non financiers ajoutés ou déduits de la valeur estimée du portefeuille d'activités (ou valeur d'entreprise) pour obtenir la valeur des capitaux propres,
 - dans le cadre de la méthode DCF, examen attentif des modalités de calcul de la valeur terminale et des paramètres retenus pour la détermination du taux d'actualisation,
 - dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, identification du sens et de l'importance des biais induits par les inévitables différences existant entre la Société et les sociétés « comparables » dans leur ensemble et au sein même de l'échantillon de référence entre les sociétés comparables elles-mêmes,
 - analyse des transactions récentes portant sur le capital de sociétés exerçant des activités proches de celles de la Société,
 - analyse critique du rapport d'évaluation élaboré par la Banque dans le cadre de l'Offre,
 - obtention d'une lettre d'affirmation de la part de la Société et d'une lettre d'affirmation de la part de l'Initiateur,
 - contrôle-qualité réalisé par un expert indépendant (Associé honoraire d'*Accuracy*) n'ayant pas participé à la mission,
 - rédaction du présent rapport d'expertise.

Accuracy considère avoir effectué cette mission en se conformant pleinement au Règlement Général de l'AMF et à ses recommandations sur l'expertise financière indépendante.

1.5.2. Calendrier de l'étude

Notre mission s'est déroulée du 5 juin 2024, date de notre nomination par le Conseil d'Administration, au 9 octobre 2024, date de signature du présent rapport.

Au cours de cette période, nous avons eu des réunions de travail avec le comité *ad hoc* du Conseil de *Clasquin* en charge du suivi de l'Offre, le Management, les conseils de la Société, la Banque ainsi qu'avec l'Initiateur :

- semaine du 24 juin 2024 au 28 juin 2024 : réunion de lancement des travaux avec le Management de la Société,
- semaine du 1 juillet 2024 au 5 juillet 2024 : réunion de travail avec le Management concernant l'activité de la Société ainsi que ses perspectives de développement,
- semaine du 8 juillet 2024 au 12 juillet 2024 : réunion avec le Management et revue des hypothèses du Plan d'Affaires (cf. *infra*, section 1.5.3).

-
- semaine du 15 juillet 2024 au 19 juillet 2024 : échange avec le Management,
 - semaine du 22 juillet 2024 au 26 juillet 2024 : échange avec la Banque,
 - semaine du 26 août 2024 au 30 août 2024 : réunion avec le comité *ad hoc*,
 - semaine du 2 septembre 2024 au 6 septembre 2024 : échange avec l’Initiateur et la Banque,
 - semaine du 9 septembre 2024 au 13 septembre 2024 : échanges avec (i) le comité *ad hoc* et (ii) la Banque,
 - semaines du 16 septembre 2024 au 9 octobre 2024 : échanges avec (i) le Management et (ii) la Banque.

1.5.3. Informations utilisées

Nos travaux se sont principalement appuyés sur les informations confidentielles qui nous ont été communiquées par le Management de la Société, à savoir :

- le plan d'affaires couvrant la période 2024-2029 (le « **Plan d’Affaires** ») élaboré par le Management courant juillet 2024,
- les plans d’attribution d’actions gratuites et les contrats de liquidité portant sur les actions gratuites indisponibles au moment de la cession du Bloc,
- le contrat de cession du Bloc en date du 28 mars 2024,
- l’acte réitératif de cession du Bloc en date du 9 octobre 2024,
- les accords d’engagement d’apport à l’Offre entre le Management et l’Initiateur,
- les pactes d’actionnaires et les amendements aux pactes d’actionnaires prévus entre *Clasquin* et les actionnaires minoritaires des entités concernées sous condition de détention par l’initiateur d’au moins 50% du capital plus une action de la Société,
- le contrat de cession de l’action *Clasquin Far East* détenue par Yves Revol à la Société,
- la promesse de vente entre l’Initiateur, Olymp, Hugues Morin et David Canard-Volland relatif à *Euphrosine Limited*,
- le détail des postes de bilan relatif aux minoritaires, incluant les dettes liées aux engagements de rachat des intérêts minoritaires,
- les lettres-accords de rémunération de deux dirigeants,
- les rapports d’expertise immobilière de certaines SCI rachetées par l’Initiateur à la suite de l’Opération ainsi que les contrats encadrant leur cession,
- les éléments d’appréciation du prix de l’offre élaboré par la Banque,

-
- le projet de note d'information.

Nous avons également utilisé l'information publique disponible et notamment :

- rapports annuels, semestriels et trimestriels ainsi que les communiqués de presse de la Société,
- les comptes au 30 juin 2024 non audités de la Société,
- études et notes sur la Société publiées par les analystes financiers sur la période récente,
- rapports annuels et publications de sociétés comparables,
- informations de marché diffusées par les bases de données financières *Capital IQ* et *Mergermarket*.

1.5.4. Listes des principaux interlocuteurs

Dans le cadre de nos travaux, nous avons échangé avec les personnes suivantes :

- Philippe Lons, Directeur financier et membre du comité ad hoc, *Clasquin*,
- Laurent Fiard, membre et Président du comité ad hoc,
- Claude Revel, membre du comité ad hoc,
- Ma Fan, membre du comité ad hoc,
- Yves Revol, Président, *Clasquin*,
- Arnaud Degreve, Contrôleur Financier, *Clasquin*,
- Laurence Ilhe, secrétaire générale, *Clasquin*
- Olivia Boyron, directrice juridique, *Clasquin*,
- Hugues Favard, Manager de SAS, *MSC Group*,
- Maximilien Schibler, Manager, *MSC Group*,
- Yonic Pilioua, *MSC Group*,
- Colomban Mathieu De Vienne, *Société Générale*,
- François Fayolle, *Société Générale*.

1.5.5. Limites de nos travaux

Nous avons considéré que les informations (de nature comptable et financière) que les dirigeants ou les conseils de la Société nous ont communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi.

Conformément à la définition de notre mission, les éléments de prévision élaborés par les dirigeants de la Société n'ont fait l'objet d'aucune validation ou vérification de notre part. Dès lors, même s'ils reposent sur une analyse des états financiers historiques et prévisionnels de la Société, nos travaux ne constituent

en aucune façon un audit, ni même une revue limitée, de ces états financiers. Nous nous sommes néanmoins efforcés d'apprécier le caractère raisonnable de ces données prévisionnelles au regard des performances historiques récentes de la Société et des explications orales données par le Management sur ses perspectives de développement.

Dans le cadre de notre mission, nous avons également obtenu de la part de la Société et de l'Initiateur une lettre d'affirmation.

2. Contexte de l'Opération

2.1. Présentation de la Société

2.1.1. Une société de services de commission en transport et de logistique internationale...

Clasquin est une société française, fondée en 1864 dans la région Lyonnaise, spécialisée dans les services de commission de transport et de logistique à l'international. Ce n'est qu'en 1982, après son acquisition par M. Yves Revol et ses associés, que la Société commence à développer sa stratégie actuelle. Initialement axée sur l'ingénierie des transports aériens avec une équipe d'une quinzaine de personnes, *Clasquin* a rapidement renforcé sa position pour devenir un *leader* sur l'axe France-Asie-Pacifique, avant d'élargir son offre de fret aux secteurs maritime, routier et ferroviaire.

Au cours des deux dernières décennies, *Clasquin* a connu une forte expansion internationale, marquée par près d'une dizaine d'acquisitions, parmi lesquelles figurent :

- *Intercargo* en Espagne (2012),
- *Göritz Air Freight* en Allemagne (2014),
- *Cargolution* au Canada (2019),
- *Exaciel* en France (2022),
- *CVL International* au Sénégal (2022),
- et, plus récemment, *Timar* au Maroc (2023), ce qui a permis à la Société de consolider son développement dans la zone Euromed-Afrique et d'accroître son activité *road brokerage*.

Ces acquisitions ont permis à *Clasquin* de diversifier son offre et d'accéder à de nouveaux marchés.

Aujourd'hui, la Société compte plus de 85 bureaux à travers le monde, dont 35 en Europe, 19 en Afrique, 23 en Asie-Pacifique et 8 en Amérique. En 2023, près de la moitié de sa marge brute provient de clients en France, 15% en Amérique et 11% dans les autres pays européens.

La Société emploie plus de 1 600 collaborateurs répartis dans 25 pays, ce qui lui a permis de servir 11 000 clients, et de réaliser 335 000 opérations en 2023.

L'activité de *Clasquin* relève de deux catégories de solutions :

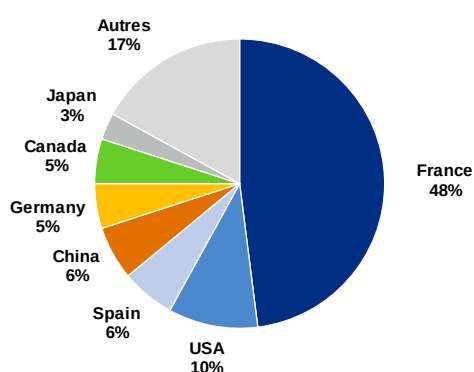
- Les solutions de fret par mode de transport, dominées par le transport maritime (48% de la marge brute 2023), suivies du transport aérien (27%) et des voies ferroviaires, terrestres et fluviales (0,4%).

- Les solutions spécifiques, incluant le *road brokerage* (19% de la marge brute 2023), les services de douane et de conformité réglementaire (3%) et l'expertise en logistique internationale (2%) offrant à ses clients de nouvelles solutions logistiques (stocks, distribution, optimisation des coûts).

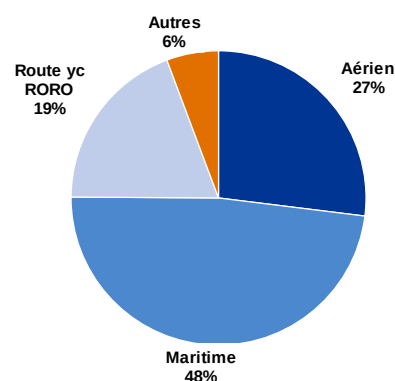
Clasquin a développé une expertise sectorielle et propose à ses clients des solutions adaptées quelle que soit la typologie de marchandise :

- Le *General Cargo* (91% de la marge brute 2023) englobe des produits issus de l'industrie, de la high-tech et des télécoms, de la mode et du *retail*, des denrées alimentaires, vins et spiritueux, du mobilier, etc.
- Les expertises de niches (9%) incluent le transport d'œuvres d'art, d'exposition, de spectacle, de fret critique, gouvernemental ou d'urgence.

Figure 2 | Répartition de la Marge brute en 2023



Répartition par géographie



Répartition par ligne de métier

Source : Rapport annuel

2.1.2. ... avec un positionnement unique sur un marché très concurrentiel.

Le marché du transport de marchandise et de la logistique est un marché complexe avec une hétérogénéité d'acteurs et de métiers. La chaîne logistique comprend autant de spécialistes qu'il y a de moyens de transport, de types de marchandises et de contraintes de délais. Pour autant, ce marché est dominé par des géants mondiaux : *DHL*, *DB Schenker Logistics*, *Kuehne & Nagel*, *DSV*.... *Clasquin* se distingue dans le marché du transport et de la logistique en tant que

seule ETI multinationale du secteur. Contrairement aux géants du marché qui sont souvent à la fois opérateurs et 3PL (*Third Party Logistics Providers*), Clasquin est détachée des contraintes liées aux moyens physiques détenues en propre.

Clasquin pilote des opérateurs du transport et de la logistique, adoptant un modèle économique *asset-light*, l'affranchissant d'investissements et de coûts fixes significatifs. Cela lui permet de se concentrer sur l'amélioration du service aux entreprises et d'optimiser sa valeur ajoutée.

Le marché des échanges de marchandises à l'international est relativement mature, avec des croissances modérées en volume : 2,5% par an entre 2010 et 2022, 1,7% par an entre 2018 et 2023 et des prévisions de croissance de 2,6% en 2024 et de 3,3% en 2025 selon l'*Organisation mondiale du commerce* (OMC). Le positionnement atypique de *Clasquin* lui a permis de surperformer le marché du transport de marchandises au cours des vingt dernières années avec une croissance annuelle de 11% en moyenne entre 2010 et 2022, et de 5,4% entre 2018 et 2023.

La société anticipe un maintien de cette dynamique dans les années à venir grâce à sa taille qui lui permet plus d'agilité que les géants du secteur et à son réseau international intégré, lui fournissant des réponses adaptées à la demande.

2.1.3. Un modèle résilient dans un environnement volatile qui allie profitabilité et faible intensité capitalistique

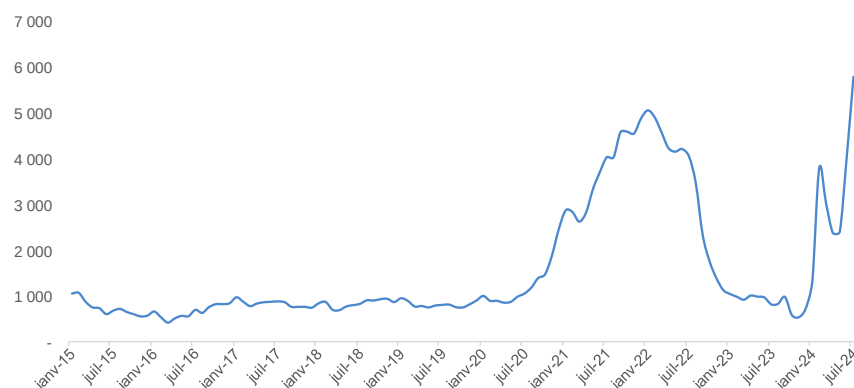
L'activité de *Clasquin* dépend au premier chef de l'environnement économique, géopolitique et sanitaire. En 2020, la Société a su s'adapter face à la pandémie de Covid-19 qui a engendré un environnement très volatil et heurté par des arbitrages de « *stop & go* » permanents tant au niveau de la demande que de l'offre.

Au niveau mondial, les restrictions de déplacement et les fermetures d'usines ont considérablement réduit les volumes de transport de marchandises. Ainsi, l'*Association Internationale du Transport Aérien* (« **IATA** ») a enregistré une baisse de 10,6% en volume du fret aérien mondial. Dans le secteur maritime, le commerce mondial des conteneurs a également souffert, avec une baisse d'environ 4,1% des volumes, selon la *Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement* (« **CNUCED** »).

Parallèlement à cette baisse d'activité, les prix de fret ont été fortement impactés à partir de mai 2021, comme l'illustre l'évolution de l'indice de taux de fret conteneurisé de Shanghai (SCFI) : relativement stable sur la période 2015 – 2020, avec un niveau moyen de 850 \$, avant de tripler entre mars 2020 et mars

2022 avec un plus haut atteint en janvier 2022 à plus de 5 000 \$⁵. Les niveaux de taux de fret maritime prépandémiques ne seront à nouveau atteints qu'à partir de 2023, et pour seulement une courte période, la guerre en Ukraine et les tensions géopolitiques au Moyen-Orient ayant conduit l'indice à dépasser à nouveau les 5 000 \$.

Figure 3 | Evolution du taux de fret SCFI* depuis 2015



Source : CNUCED, sur la base des données du Clarksons Shipping Intelligence Network.
Note* : coût en \$ en début de mois

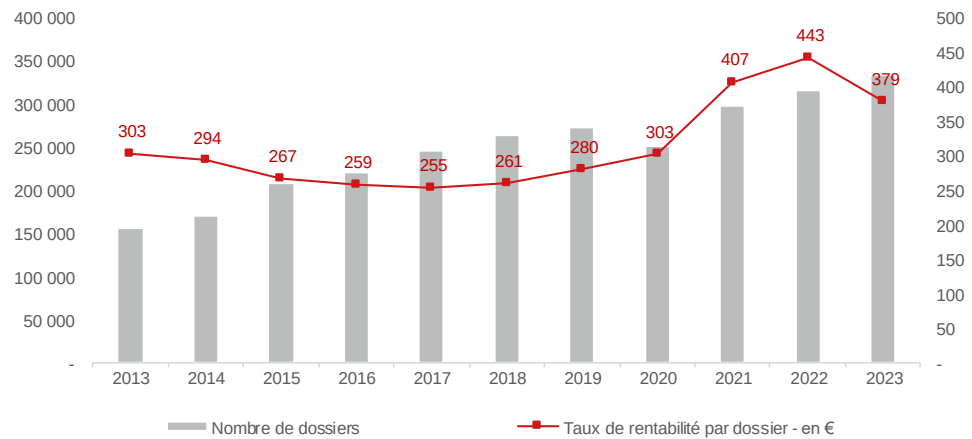
Dans ce contexte, *Clasquin* a réalisé en 2021 et 2022 ses deux meilleures années en termes de profitabilité malgré la crise sanitaire : la marge brute par dossier est passée de 280 € en 2019 à 443 € en 2022 avant de se stabiliser à 379 € en 2023.

Dans le sillon de 2021, l'année 2022 a connu deux semestres contrastés : le premier a été marqué par une très forte croissance dans un contexte d'importantes perturbations des chaînes logistiques mondiales et le second a été progressivement récessif. L'environnement économique s'est détérioré et les échanges mondiaux ont progressivement ralenti en raison de stocks élevés dans les entreprises et d'une demande affectée par l'inflation.

Cet environnement de crises successives a accéléré la transformation digitale de *Clasquin*, illustrée par le lancement de sa plateforme *LIVE*. En 2023, les clients qui utilisent la plateforme *LIVE* représentent plus de 60% de la Marge Brute Commerciale du Groupe. Cette digitalisation croissante lui permet d'apporter une valeur ajoutée accrue à ses clients, se traduisant par une amélioration de la marge par dossier.

⁵ CNUCED, Clarksons Shipping Intelligence Network.

Figure 4 | Evolution du nombre de dossiers et du taux de rentabilité par dossier depuis 2013



Sources : Rapports annuels

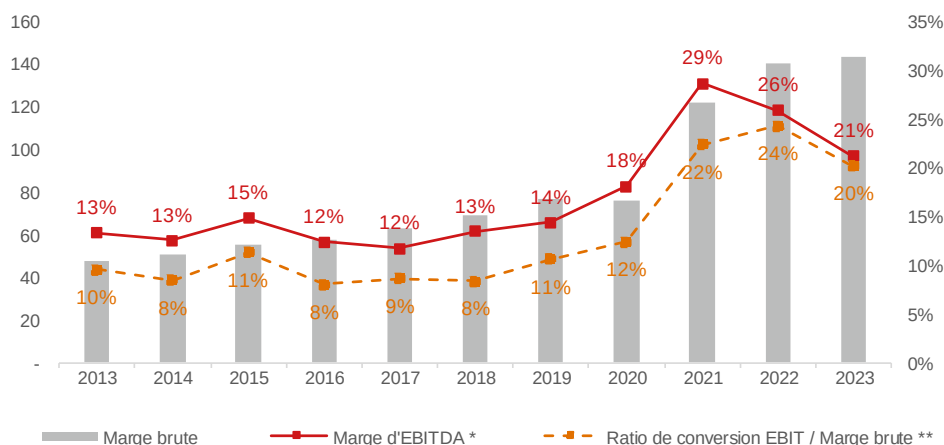
En 2023, après deux années de forte croissance, la Société a enregistré une hausse de 2,2% de sa marge brute grâce à (i) l'acquisition du groupe *Timar* qui contribue à hauteur de 11% à cette marge et (ii) à une solide dynamique commerciale : 10% de la marge brute de l'année 2023 a été réalisée avec des nouveaux clients. Malgré une baisse de la marge d'EBITDA⁶ de -4,6%, le ratio de conversion⁷ reste à un niveau bien supérieur à celui observé avant la pandémie (20% en 2023) grâce à la combinaison de trois facteurs principaux :

- une offre de services plus développée, principalement grâce au digital,
- des tensions géopolitiques qui engendrent une hausse des taux de fret,
- une politique de croissance externe avec notamment l'acquisition de *Timar* en 2023.

⁶ Exprimée en pourcentage de la marge brute.

⁷ Défini comme le ratio de l'EBIT sur la marge brute

Figure 5 | Evolution de la marge brute (en m€) et de la marge d'EBITDA et du ratio de conversion (EBIT/marge brute) depuis 2013



Sources : Rapports annuels

Note* : Marge d'EBITDA exprimée en pourcentage de la marge brute, hors impact IFRS 16

Note** : EBIT incluant les autres produits et charges opérationnelles, hors impact IFRS 16

2.2. Vie boursière

2.2.1. Structure de l'actionnariat

Clasquin est coté sur Euronext Growth à Paris depuis février 2006.

A la veille de l'annonce de l'Opération le 5 décembre 2023, le cours de Clasquin s'établit à 84,6€, soit une capitalisation boursière de 197m€⁸ qui range la Société dans la catégorie des petites valeurs (*small caps*).

Le capital social de la Société est composé de 2 329 268 actions ordinaires⁹, détenues à hauteur de 42,06%¹⁰ par les Cédants.

Le solde du capital est constitué par Ariane Participations (6,8%) et les autres actionnaires (51,1% du capital et 36,3% des droits de vote), incluant l'actionnariat flottant.

⁸ Sur la base d'un nombre d'action total de 2 329 268.

⁹ Actions auto détenues incluses.

¹⁰ 37,5% par Olymp, la holding de M. Yves Revol, 2,3% en direct avec Mme. Evelynne Revol et 2,3% par le fonds de dotation Yves Revol Foundation.

Figure 4 | Composition du capital avant l'Opération

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital	Droits de votes	% droits de vote
Les Cédants	979 800	42,06%	1 890 254	55,19%
Ariane Participations	158 701	6,81%	290 054	8,47%
Autres (y.c. autocontrôle)	1 190 767	51,12%	1 244 509	36,34%
Total	2 329 268	100,0%	3 424 817	100,0%

Source : Droits de votes au 3 octobre 2024, Management

A l'issue de l'Opération, l'Initiateur détient 979 800 actions, soit 42,06% du capital et 38,97% des droits de vote théoriques de la Société¹¹.

Figure 5 | Composition du capital après l'Opération

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital	Droits de votes	% droits de vote
SAS	979 800	42,06%	979 800	38,97%
Ariane Participations	158 701	6,81%	290 054	11,53%
Autres (y.c. autocontrôle)	1 190 767	51,12%	1 244 509	49,50%
Total	2 329 268	100,0%	2 514 363	100,0%

Source : analyses Accuracy, Management

2.2.2. Liquidité et suivi du titre

Sur les douze derniers mois précédant l'annonce de l'Offre, les volumes quotidiens échangés restent relativement limités en valeur absolue à environ 97 k€ en moyenne. Sur cette même période, les volumes cumulés échangés s'établissent à 341 110 actions (soit 24,8 m€), représentant une rotation de 35% du flottant.

Figure 6 | Liquidité du titre à la veille de l'annonce de l'Opération

Analyse de la liquidité du titre Clasquin au 04 décembre 2023

	Cours de bourse moyen ponderé (en €)	Volume quotidien moyen			Volume cumulé			
		Nombre de titres	Valeur titres échangés (€)	En % du capital	Nombre de titres	Valeur titres échangés (€)	En % du capital	En % du flottant
Cours spot au 04 décembre 2023	88,80	980	87 024	0,0 %	980	87 024	0,0 %	0,1 %
Dernier mois	80,51	1 147	92 356	0,0 %	24 090	1 939 486	1,0 %	2,5 %
3 derniers mois	83,48	1 396	116 495	0,1 %	90 710	7 572 162	3,9 %	9,4 %
6 derniers mois	82,07	1 338	109 790	0,1 %	175 250	14 382 446	7,5 %	18,1 %
12 derniers mois	72,73	1 327	96 534	0,1 %	341 110	24 809 258	14,7 %	35,2 %

Source : Capital IQ, actionnariat communiqué par le Management

¹¹ Calculé en application de l'article 223-11 du Règlement Général de l'AMF.

Les actions de la Société n'étant échangées qu'épisodiquement et la profondeur du carnet d'ordres étant réduite, le passage d'un ordre significatif peut engendrer un décalage important du cours, ce qui peut expliquer une volatilité du titre significativement plus élevée que celle du marché dans son ensemble (31,2% contre 11,0% pour l'indice *Eurostoxx 600* au 4 décembre 2023, calculée sur 6 mois).

La Société est par ailleurs suivie par quatre bureaux d'étude : *Kepler Cheuvreux*, *Portzamparc*, *Oddo BHF* et *CM CIC*.

2.2.3. Evolution historique du cours de bourse

Le graphique ci-après présente l'évolution du cours de bourse de *Clasquin* sur les cinq années précédant l'annonce de l'Opération.

Sur la période allant d'avril 2019 à mars 2020, l'évolution du cours de bourse de *Clasquin* est semblable à celle de l'indice *Eurostoxx 600* et à celle de l'indice sectoriel¹².

Le marché a peu réagi (i) à l'acquisition, en octobre 2019, de la société canadienne *Cargolution* spécialisée dans le transport international, qui a permis à la Société de renforcer son empreinte en Amérique du Nord et d'accélérer son développement, puis (ii) à la signature, fin novembre 2019, d'un crédit syndiqué inaugural de 61 m€ qui a renforcé les ressources financières de *Clasquin* pour soutenir ses objectifs de croissance à court et moyen terme.

A l'instar du marché, le cours de l'action est impacté par l'arrêt brutal de l'économie lié à la pandémie de Covid-19 entre mars et avril 2020, atteignant 19,1 € par action. Le titre rebondit fortement par la suite pour atteindre 47,5 € en mars 2021, la pandémie profitant à l'activité de *Clasquin*.

Sur cette période, *Clasquin* démontre son agilité en :

- affrétant en avril 2020 un Antonov AN225 pour transporter des équipements de protection individuelle (EPI),
- accélérant sa digitalisation : *Clasquin* signe notamment un partenariat avec la société française *Wakeo*, plateforme SaaS offrant de la visibilité en temps réel pour du transport de marchandises B2B multimodal.

Par ailleurs, la pandémie accélère la demande en produits manufacturés et change les habitudes de consommation ce qui a pour conséquence d'augmenter fortement les prix du fret¹³.

¹² Indice composé de sociétés comparables cotées : *DSV*, *Expeditors*, *Kuehne + Nagel*, *C.H. Robinson*, *Mainfreight*, *RXO*, *NTG*, *Logwin*, *Forward Air*, *Trancom*.

¹³ CNUCED, *Container shipping in times of COVID-19: Why freight rates have surged and implications for policy makers*.

Sur la période allant de mars 2021 à octobre 2022, le cours de bourse fluctue de manière plus inégale :

- Hausse de 71% entre mars 2021 et février 2022 en raison notamment (i) de la forte augmentation des taux de fret et (ii) de l'élargissement de la gamme de services, avec la mise en place d'un programme de charters entre l'Asie et l'Europe, et l'accélération de la digitalisation de l'offre avec le lancement des offres *Live*, *Smart Green* et *Live PO Management* qui ont permis une nette augmentation du nombre d'opérations et de la marge brute au T4 2021 et (iii) la signature d'un partenariat avec la plateforme collaborative de suivi des flux d'approvisionnement *Winddle*.
- Baisse de 39% entre février 2022 et octobre 2022 en raison d'un retour à des taux de fret prépandémiques. Avec la normalisation de la consommation mondiale et la saturation des entrepôts, la demande chute ce qui se traduit par une baisse des volumes aériens et maritimes et une chute des taux de fret.

Ces fluctuations s'observent également sur l'indice sectoriel susmentionné avec, aux mêmes dates, une hausse de 23% et une baisse de 19%.

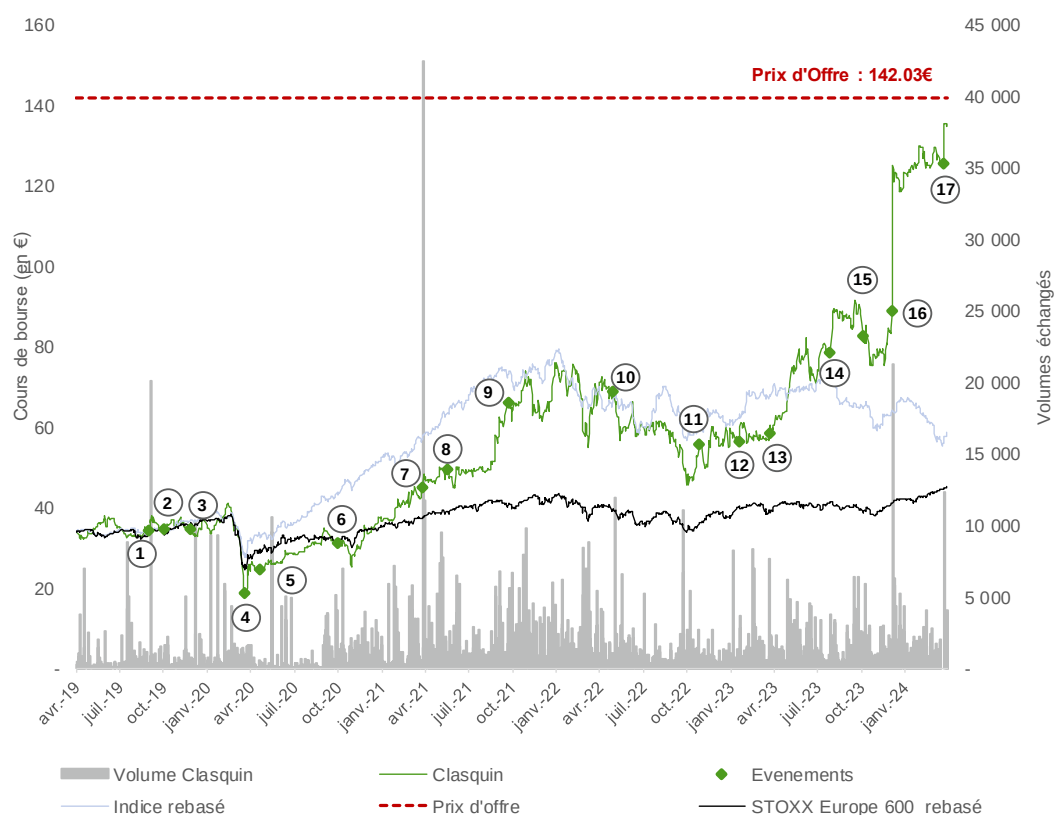
De novembre 2022 à décembre 2023, le cours de *Clasquin* augmente fortement, contrairement à l'indice sectoriel toujours pénalisé par des taux de fret bas. Le cours de l'action est porté par (i) la dynamique commerciale et le positionnement stratégique de la Société (ii) la contribution de *Timar* et (iii) une bonne maîtrise des charges opérationnelles.

Evolution du cours depuis l'annonce de l'Opération

Depuis l'annonce de l'Opération, le cours a progressé de 57%¹⁴ et s'établit en moyenne à 132,27 € sans jamais dépasser le Prix d'Offre de 142,03 €.

¹⁴ Soit la progression entre le cours spot au 4 décembre 2023 et le cours spot au 20 septembre 2024.

Figure 7 | Evolution du cours de bourse depuis avril 2019



Source : Capital IQ

Note * : Indice de sociétés comparables composé des sociétés suivantes : DSV, Expeditors, Kuehne + Nagel, C.H. Robinson, Mainfreight, RXO, NTG, Logwin, Forward Air, Trancom

Légende du graphique

- (1) Août 2019 : Publication des résultats du H1 2019
- (2) Octobre 2019 : Acquisition de la société *Cargolution*
- (3) Novembre 2019 : Signature d'un crédit syndiqué inaugural de 61 m€
- (4) Mars 2020 : Dépôt d'une loi d'urgence pour faire face à l'épidémie de Covid-19 en France
- (5) Avril 2020 : Affrètement d'un Antonov AN225 en EPI pour lutter contre la Covid-19
- (6) Septembre 2020 : Partenariat avec *Wakeo*, leader de la visibilité, pour accélérer sa digitalisation
- (7) Mars 2021 : Présentation des résultats annuels 2020 (+25% de croissance de l'EBE hors IFRS16)
- (8) Mai 2021 : Signature de partenariat avec la plateforme collaborative de suivi des flux d'approvisionnement *Winddle*
- (9) Septembre 2021 : Publication des résultats semestriels 2021
- (10) Avril 2022 : Publication des résultats du T1 2022
- (11) Octobre 2022 : Publication des résultats du T3 2022
- (12) Janvier 2023 : Entrée en négociations exclusives pour l'acquisition de 63,6% du capital de *Timar SA*
- (13) Mars 2023 : Publication des résultats annuels 2022
- (14) Juillet 2023 : Publication des résultats du T2 2023
- (15) Octobre 2023 : Publication des résultats semestriels 2023
- (16) Décembre 2023 : Entrée en négociations exclusives avec SAS portant sur l'acquisition de 42,06% du capital pour une valeur d'entreprise de 325 m€
- (17) Mars 2024 : Annonce de l'Offre à 142,03 € par action

2.3. Implications sur la démarche d'évaluation

Les caractéristiques de *Clasquin* détaillées précédemment (caractéristiques opérationnelles, structure du capital, marché du titre) ont des implications sur la mise en œuvre de l'approche multicritères en vue de l'estimation de la valeur des actions de la Société. Il convient d'en tenir compte de façon rigoureuse, tant dans l'examen des références disponibles (actif net comptable, cours de bourse, transactions récentes) que dans la mise en œuvre des méthodes d'évaluation usuelles (DCF, comparaisons boursières et transactions comparables).

S'agissant de la référence d'évaluation représentée par le cours de bourse (avant annonce de l'Opération), nous considérons que la faible liquidité observée sur le marché du titre *Clasquin* au cours des douze derniers mois, la taille limitée de la Société et la forte volatilité de l'action rendent particulièrement délicate l'utilisation de cette référence pour estimer la Valeur Intrinsèque de la Société telle que définie en section 3.2 ci-après.

S'agissant des objectifs de cours des analystes (avant annonce de l'Opération), nous constatons que la Société est suivie par un nombre limité d'analystes (quatre bureaux d'étude) dont le travail d'analyse s'appuie essentiellement sur les indications données par la Société au moment de la publication de ses résultats. Nous considérons que les références données par l'objectif de cours de ces analystes ne sont pas suffisamment pertinentes pour estimer la Valeur Intrinsèque de la Société.

S'agissant de la méthode DCF, si le marché des échanges de marchandises à l'international est relativement mature, *Clasquin* apparaît comme l'unique acteur de petite taille (ETI), disposant d'un fort réseau à l'international. Ce positionnement, dans un marché dominé par les grands acteurs mondiaux, lui permet de surperformer le marché et de gagner des parts de marché. Il semble donc pertinent de considérer que le potentiel de croissance de la Société dépasse l'horizon des prévisions établies par le Management (2029). Dès lors, il conviendra de retenir une période d'extrapolation à la suite du Plan d'Affaires afin de prendre en compte un ralentissement progressif de la croissance, période à l'issue de laquelle un flux normatif pourra être déterminé pour le calcul de la valeur terminale.

Sur la durée de cette période d'extrapolation, il nous paraît justifié de tenir compte d'un niveau de croissance en ligne avec les prévisions à moyen terme de la croissance du trafic mondial et d'une réduction de la profitabilité inférieure à celle attendue à l'issue du Plan d'Affaires sous l'effet d'une concurrence accrue pouvant tirer les prix et/ou les volumes à la baisse et les coûts à la hausse.

En ce qui concerne la méthode des comparaisons boursières, le positionnement unique de la Société décrit précédemment, la rend difficilement comparable aux

autres sociétés cotées du secteur, généralement de taille significativement supérieure (plusieurs dizaines de milliards de capitalisation boursière) avec un portefeuille d'activités plus diversifié. Par ailleurs, la Société affiche une croissance plus soutenue que celle des sociétés du secteur, ce qui rend la comparaison d'autant moins pertinente.

Dès lors, la méthode des comparaisons boursières ne pourra vraisemblablement pas être mise en œuvre de façon satisfaisante. Aussi, nous présenterons uniquement à titre informatif les estimations de la Valeur Intrinsèque de *Clasquin* obtenues avec la méthode à partir des niveaux de multiples observés sur les sociétés de l'échantillon.

Pour les mêmes raisons que celles évoquées plus haut, la méthode des transactions comparables se heurte à la difficulté d'identifier des transactions récentes ayant impliqué des acteurs comparables à *Clasquin* et pour lesquelles l'information a été rendue publique. Par conséquent, la méthode ne peut fournir de bases fiables pour estimer la Valeur Intrinsèque de *Clasquin*.

3. Description de l'Offre et des modalités d'appréciation de l'équité de ses conditions financières

Après une description des principales caractéristiques de l'Offre et des effets attendus du rapprochement avec SAS, la présente section a pour objet de présenter les modalités d'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

3.1. Description de l'Offre et des effets attendus du rapprochement avec SAS

3.1.1. *Processus de cession et description de l'Offre*

En 2022, SAS a réalisé l'acquisition de *Bolloré Africa Logistics* (devenu depuis *Africa Global Logistics*). En février 2024, c'est au tour de la société *Bolloré Logistics* d'être achetée par *CMA CGM*, contraignant alors SAS à trouver une solution alternative de commissionnaire de transport pour maintenir son niveau d'activité actuel. En effet, à cette époque, les flux opérationnels et commerciaux d'*Africa Global Logistics* dépendaient largement de ses accords avec *Bolloré Logistics*.

Clasquin, grâce à son positionnement, sa nationalité, son empreinte géographique (notamment en Afrique) et sa taille, apparaît alors comme une cible pertinente pour satisfaire les besoins de SAS.

Dans ce contexte, l'Offre est l'aboutissement de discussions entre la société SAS et les Cédants.

Ce processus de cession a été réalisé en plusieurs étapes :

- le 30 novembre 2023, SAS a transmis une NBO aux Cédants,
- à la signature de la NBO le 4 décembre 2023, une exclusivité a été consentie par les Cédants,
- le 21 mars 2024, les Cédants et l'Initiateur ont conclu une promesse d'achat au bénéfice des Cédants,
- le 28 mars 2024, à la suite de l'exercice de la promesse d'achat et après avis favorable des instances représentatives du personnel, les Cédants et l'Initiateur ont conclu un contrat de cession d'actions portant sur l'acquisition par SAS de 42,06% du capital social de *Clasquin* pour un prix de 142,03 € par action.

A notre connaissance, aucune procédure d'enchère n'a été réalisée dans le cadre de la transaction, aucun autre acteur n'a déposé de lettre d'intention ou d'offre.

Dans le cadre de l'acquisition des 42,06% du capital auprès des Cédants, SAS a informé de sa décision de déposer auprès de l'AMF une Offre Publique d'Achat portant sur le solde du capital de *Clasquin*, au prix de 142,03 € par action.

SAS entend mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'offre si les conditions nécessaires sont remplies¹⁵.

L'Opération est par ailleurs soutenue par le Directeur Général de *Clasquin* et d'autres membres clés du Management, qui se sont engagés à apporter leurs actions à l'Offre Publique d'Achat de SAS, représentant à la date des présentes, environ 8,50% du capital et 14,08% des droits de vote théoriques de la Société¹⁶.

A l'issue de l'Opération et de l'Offre Publique d'Achat, *Clasquin* continuerait d'opérer ses activités en propre, avec ses équipes et sous les marques de la société tels que *Clasquin*, *Timar* ou encore *LCI Clasquin*.

3.1.2. Effets attendus du rapprochement avec le groupe MSC

L'Initiateur est une société luxembourgeoise, filiale à 100% de MSC, spécialisée dans les services de logistique et de gestion de la chaîne d'approvisionnement. Créée en 2006 pour soutenir les opérations de transport et de distribution du groupe MSC, SAS offre des solutions intégrées de gestion des expéditions, d'entreposage et de distribution, principalement dans le secteur maritime.

La société dispose de plusieurs centres logistiques stratégiquement situés à travers l'Europe et les Amériques, incluant (i) des *hubs* de distribution majeurs, (ii) des installations d'entreposage dans les principales zones portuaires et industrielles, (iii) des terminaux portuaires possédant notamment des activités de remorquage et de cabotage, et (iv) des bureaux commerciaux dans des villes clés à travers le monde.

Les deux groupes présentent donc une complémentarité commerciale, par la proximité de leurs activités. Le rapprochement des activités de l'Initiateur et de la Société devrait ainsi permettre l'accélération de la croissance de *Clasquin*.

Il ressort de nos discussions avec l'Initiateur que les synergies ne sont toutefois pas garanties et n'ont pas conditionné la réalisation de l'Opération, dont l'objectif principal reste l'optimisation des positions africaines d'*Africa Global Logistics*,

¹⁵ Dans le cas où les actionnaires minoritaires de *Clasquin* représenteraient moins de 10% du capital et des droits de vote non apportés

¹⁶ Sur la base d'un capital social composé de 2 329 268 Actions et de 2 514 363 droits de vote théoriques au sens des dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF

filiale du Groupe *MSC*, constituée il y a 18 mois avec le rachat de *Bolloré Africa Logistics*.

Nous comprenons donc que l'Offre et, en particulier, le prix par action de 142,03 €, ont été établis sans valoriser d'éventuelles synergies.

3.2. Caractéristiques de l'Offre et objectif du présent rapport d'expertise

L'analyse de l'Offre fait apparaître plusieurs caractéristiques importantes : il s'agit d'une offre (i) volontaire, qui intervient à la suite de l'acquisition par l'Initiateur d'une participation de 42,06% du capital, (ii) relevant d'une procédure normale et à l'issue de laquelle (iii) l'Initiateur a déclaré son intention de mettre en œuvre la procédure de retrait obligatoire, si les conditions le permettent.

Premièrement, l'Offre est une offre volontaire déposée par SAS à la suite de l'acquisition d'un bloc de titres représentant 42,06% du capital de la société cible. Les actionnaires de la Société, non impliqués dans l'acquisition de ce bloc et visés par l'Offre, sont libres d'y répondre favorablement ou non en décidant de présenter ou de conserver leurs actions¹⁷.

Deuxièmement, l'Offre relève de la procédure normale dans la mesure où l'Initiateur détient, à la veille du lancement de l'Offre, moins de 50% du capital et des droits de vote de la Société.¹⁸ Ceci implique que, dans l'hypothèse où les actions non apportées à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote et où l'Initiateur déciderait de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire, l'AMF n'aura pas à se prononcer sur le caractère équitable du projet de retrait obligatoire, celui-ci intervenant « de droit » après le plébiscite du marché.

Dans ce contexte, le présent rapport d'expertise doit s'assurer que les conditions financières de l'Offre n'ont pas été biaisées par d'éventuels conflits d'intérêts.

Enfin, à travers l'évaluation des actions de la Société, ce rapport vise également à éclairer les membres indépendants du Conseil d'Administration de la Société (également membres du Comité *ad hoc*) sur l'intérêt que présente l'Offre d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires.

Pour ce faire, le Prix d'Offre doit intégrer de façon satisfaisante la valeur des titres de la Société dans le contexte de la stratégie définie et conduite par le management en place (la « **Valeur Intrinsèque** » des titres de la Société).

¹⁷ Hors engagements d'apports du Directeur Général et de certains membres du management visés au présent rapport.

¹⁸ Article 233-1 du règlement général de l'AMF.

3.3. Modalités d'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'Offre

3.3.1. *Caractère équitable des conditions financières de l'Offre au regard des accords conclus avec les dirigeants et actionnaires de la Société dans le cadre de l'Opération*

Un certain nombre de contrats ont été conclus entre l'Initiateur, les Cédants, certains dirigeants et des actionnaires minoritaires de filiales :

- la promesse unilatérale d'achat et le contrat de cession en date du 28 mars 2024 entre les Cédants et SAS (le « **Contrat de Cession** »),
- les contrats d'acquisition (les « **Contrats d'Acquisition** ») et en particulier les valeurs retenues par les parties concernant la cession de sociétés immobilières à l'Initiateur par les Cédants et certains managers (les « **Expertises** »),
- des lettres-accords concernant la rémunération de deux principaux dirigeants (les « **Lettres-Accords** »),
- des protocoles d'engagement d'apport à l'Offre entre SAS et certains managers,
- un mécanisme de liquidité au profit des titulaires d'actions gratuites indisponibles (le « **Contrat de Liquidité** »),
- les pactes d'actionnaires (les « **Pactes d'Actionnaires** ») et les avenants (les « **Avenants** ») aux pactes conclus entre *Clasquin* et les actionnaires minoritaires de certaines entités.

Nous avons pris connaissance des contrats conclus entre (i) l'Initiateur et les Cédants, (ii) l'Initiateur et certains managers, (iii) *Clasquin* et certains actionnaires minoritaires d'entités du groupe. Nous n'avons pas identifié dans ces contrats de complément de prix, de mécanisme de réinvestissement, ou d'autre modalité susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Dans une lettre d'affirmation, le Management nous a confirmé que, à sa connaissance, il n'existait pas d'autres accords avec les différentes parties prenantes à l'Offre et susceptibles d'influer sur les conditions financières de l'Offre.

Certaines modalités de ces accords appellent néanmoins les commentaires suivants de notre part.

Premièrement, le Contrat de Cession du Bloc au Prix d'Offre prévoit (i) le maintien de la rémunération de M. Yves Revol pendant l'exercice de ses fonctions, à savoir jusqu'à la date du *closing* de l'Opération et (ii) certains engagements

concernant l'acquisition de SCI détenues par les Cédants, certains managers et *Clasquin* pour une d'entre elles, qui font l'objet d'accords séparés. L'Initiateur, dans une lettre d'affirmation, nous a confirmé que l'acquisition des SCI s'est faite à la valeur de marché à dire d'expert par plusieurs cabinets spécialisés dont les rapports nous ont été communiqués. Les contrats de cession de ces SCI nous ont par ailleurs été transmis.

Deuxièmement, nous nous sommes assurés que la description qui nous a été communiquée des accords conclus avec deux dirigeants de la Société concernant leur rémunération et les conditions d'exercice de leurs fonctions *post closing* étaient en ligne avec les fonctions et conditions de rémunération actuelles. Nous comprenons que les rémunérations *post closing* seront ajustées à la hausse afin d'être alignées avec les pratiques de rémunération du groupe MSC. L'Initiateur, dans une lettre d'affirmation, nous a confirmé que ces accords ne comprennent aucun complément de prix ou mécanisme assimilé et correspondent aux pratiques de marché.

Nous avons également pris connaissance des engagements d'apport de certains managers. Ces derniers n'appellent pas de commentaire particulier de notre part. Ces managers se sont engagés à apporter l'intégralité de leurs actions au Prix d'Offre, soit 142,03 € par action¹⁹.

Un mécanisme de liquidité au profit des titulaires d'actions gratuites acquises mais indisponibles au moment de l'Offre a été proposé aux bénéficiaires de ces actions gratuites (le « **Contrat de Liquidité** »). Ce mécanisme concerne l'intégralité des actions gratuites attribuées en vertu de la décision du Conseil d'Administration du 6 juin 2023 (« **Plan d'AGA 2023** ») et une partie des actions gratuites attribuées en vertu de décisions du Conseil d'Administration du 16 octobre 2019 (« **Plan d'AGA 2019** ») et du 22 septembre 2020 (« **Plan d'AGA 2020** ») détenues par des mandataires sociaux. Au total, 11 186 actions gratuites sont concernées par ce mécanisme de liquidité.

Le Contrat de Liquidité permet aux bénéficiaires d'exercer une option de vente croisée avec une option d'achat côté Initiateur. Les options de vente sont exerçables pendant une durée de 3 mois débutant à l'issue de la période d'indisponibilité des actions gratuites concernées :

- Plan d'AGA 2019 et 2020 : à la cessation du mandat social du bénéficiaire pour la part des actions devant être conservée jusqu'à la cessation du mandat social du bénéficiaire.

¹⁹ Les engagements d'apport à l'offre publique d'achat deviendront caducs en cas d'offre concurrente faite à un prix supérieur à l'offre publique d'achat de SAS et déclarée conforme par l'AMF, à moins que SAS ne décide d'améliorer les termes de l'offre concurrente dans les conditions prévues par le règlement général de l'AMF.

-
- Plan d'AGA 2023 : 6 juin 2025 et par la suite, dans la limite de 10% des actions, à la cessation du mandat social du bénéficiaire.

Le mécanisme de fixation du prix d'exercice correspondra (i) au Prix d'Offre lorsque l'option de vente est exercée dans l'année suivant la signature du Contrat de Liquidité et (ii) en cas d'exercice à une date ultérieure à un prix par action déterminé par référence au multiple induit par le Prix d'Offre appliqué à l'EBITDA de la Société.

Dans ce contexte, les bénéficiaires des promesses supportent un risque de marché et sont donc susceptibles de recevoir un montant inférieur au Prix d'Offre. De ce point de vue, les conditions des accords de liquidité conclus dans le cadre de l'Offre ne font pas apparaître de disposition de nature à remettre en cause, selon nous, l'égalité de traitement de tous les actionnaires et donc le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

Enfin, nous avons pris connaissance des Pactes d'Actionnaires et leurs Avenants conclus entre *Clasquin* et les actionnaires minoritaires (salariés, anciens salariés et managers) des sociétés du Groupe :

- Des contrats de cession aux termes desquels les actionnaires minoritaires se sont engagés à céder leurs participations à la Société, conformément à la formule d'évaluation stipulée dans les pactes en vigueur et sous condition de détention par l'initiateur de 50% du capital, plus une action de la Société.
- Pour les actionnaires minoritaires n'ayant pas pris l'engagement de céder leurs participations, des avenants aux pactes ont été signés afin de prolonger les clauses de liquidité à six ans, tout en maintenant la formule d'évaluation initialement prévue.

Nous nous sommes assurés que les valeurs retenues dans les contrats de cession n'extériorisent pas une valeur supérieure à celle obtenue par application du multiple moyen induit par la méthodologie DCF aux EBIT des entités concernées.

3.3.2. Caractère équitable du Prix d'Offre dans le seul cadre de la présente Offre

Comme indiqué précédemment, l'Offre fait suite à l'acquisition des actions détenues par les Cédants par l'Initiateur représentant 42,06% du capital et 38,97% des droits de vote théoriques de la Société²⁰, au prix de 142,03 € par action.

Dans ce contexte, le respect de l'équité de l'Offre repose en particulier sur le principe d'égalité de traitement de tous les actionnaires, comme attesté par les

²⁰ Calculé en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF (ajusté de la perte du droit de vote double des actions cédées).

conditions imposées sur la fixation du prix d'offre dans le Règlement Général de l'AMF : « *Lorsqu'un projet d'offre est déposé en application des articles 234-2 et 234-5, le prix proposé doit être au moins égal au prix le plus élevé payé par l'initiateur, agissant seul ou de concert au sens des dispositions de l'article L. 233-10 du code de commerce, sur une période de douze mois précédant le fait générateur de l'obligation de déposer le projet d'offre* » (article 234-6).

Sur cette base, nous pouvons d'ores et déjà conclure que le Prix d'Offre de 142,03 € par action est équitable pour les actionnaires minoritaires, puisqu'il est égal au prix unitaire négocié avec les Cédants.

La section 4 du présent rapport présente une estimation de la Valeur Intrinsèque de l'action *Clasquin*, ayant pour but de permettre au comité *ad hoc* de se prononcer sur l'offre et aux actionnaires minoritaires de juger de l'intérêt d'y répondre favorablement.

4. Estimation de la Valeur Intrinsèque des actions *Clasquin*

La présente section expose les travaux d'évaluation effectués en vue de l'estimation de la Valeur Intrinsèque de l'action *Clasquin*. Ces travaux d'évaluation ont été réalisés dans le respect d'une approche multicritères. Conformément à la recommandation AMF 2006-15 relative à l'expertise indépendante, cette approche s'est appuyée sur l'analyse des références d'évaluation disponibles et la mise en œuvre des méthodes d'évaluation couramment utilisées dans la vie des affaires.

4.1. Estimations de la Valeur Intrinsèque fondées sur les références d'évaluation disponibles

4.1.1. Actif net comptable consolidé

Au 30 juin 2024, l'actif net comptable part du groupe de la Société s'établissait à 59,1 m€ pour 2 327 726 actions²¹, soit 25,4 € par action. A noter que ces 59,1 m€ de capitaux propres intègrent un montant de goodwill de 31 m€ qui résulte d'un recours historique important à la croissance externe (cf. section 2.1.1.**Error! Reference source not found.**) et ne constitue par conséquent pas une référence pertinente pour l'estimation de la valeur intrinsèque.

4.1.2. Cours de bourse

Le cours de bourse est une référence pertinente pour estimer la valeur des actions d'une société cotée sous réserve que le marché du titre puisse être considéré comme efficient.

Dans le cas présent, les conditions d'une bonne efficience du marché du titre *Clasquin* ne nous semblent pas réunies. En effet, comme évoqué en section 2.2.2, les volumes échangés sont faibles (34% du flottant échangé sur les douze derniers mois, représentant une valeur cumulée de 24,8 m€). De plus, le suivi du titre par les analystes financiers est limité et ne participe donc que de manière limitée à l'efficience du marché du titre.

Pour ces raisons, nous considérons que le cours de bourse avant Opération ne constitue pas une référence pertinente pour déterminer la Valeur Intrinsèque de la Société.

A titre d'information, le Prix d'Offre de 142,03 € s'établit à un niveau supérieur de 59,9% au cours de clôture du 4 décembre 2023, dernier cours coté avant

²¹ Au 30 juin 2024, après déduction des actions auto détenues et prise en compte des actions gratuites acquises. Cf partie 4.2.3 pour les détails de construction du nombre d'actions.

l'annonce de l'Opération le 5 décembre 2023 (et à des niveaux supérieurs de respectivement 76,4%, 70,1%, 73,1% et 95,3% aux cours moyens pondérés sur un mois, trois mois, six mois et douze mois avant cette même date).

Sur les douze derniers mois précédant le 4 décembre 2023, aucune séance de cotation n'a clôturé à un cours supérieur ou égal à 142,03 €.

Figure 8 | Primes extériorisées par le Prix d'Offre

	Cours de bourse moyen pondéré (en €)	Pirme induite par le Prix d'Offre
Cours spot au 04/12/2023	88,80	59,9 %
Dernier mois	80,51	76,4 %
3 derniers mois	83,48	70,1 %
6 derniers mois	82,07	73,1 %
12 derniers mois	72,73	95,3 %
Minimum 1 an (spot)	55,00	158,2 %
Maximum 1 an (spot)	91,60	55,1 %

Sources : Capital IQ et analyse Accuracy

Note : cours de bourse moyen calculé sur la base des cours moyens pondérés par les volumes.

4.1.3. Prix cible des analystes financiers

Le titre *Clasquin* est suivi par quatre sociétés de bourse, à savoir (i) *Portzamparc*, (ii) *CMCIC*, (iii) *Kepler Cheuvreux*, dans le cadre de recherches sponsorisées, et (iv) par *Oddo*.

La Figure 9 | Prix cibles et recommandations avant et après l'annonce de l'Opération présente les prix cibles communiqués par les analystes au cours des vingt-quatre derniers mois.

Figure 9 | Prix cibles et recommandations avant et après l'annonce de l'Opération

Clasquin - Analyse de l'objectif de cours des analystes

Date de publication	Société	Reco.	Objectifs de cours	Cours de référence	Potentiel de hausse (baisse)	Prime induite par le prix d'Offre
Post annonce						
18/09/2024	CMCIC	Hold	142,0 €	138,5 €	2,5 %	-
18/09/2024	Oddo	Hold	142,0 €	138,5 €	2,5 %	-
18/09/2024	Portzamparc	Renforcer	142,0 €	138,5 €	2,5 %	-
18/09/2024	Kepler	Hold	142,0 €	138,5 €	2,5 %	-
22/03/2024	Kepler	Hold	142,0 €	125,5 €	13,2 %	-
21/03/2024	CMCIC	Hold	140,0 €	125,5 €	11,6 %	1,5 %
21/03/2024	Portzamparc	Renforcer	139,0 €	125,5 €	10,8 %	2,2 %
13/03/2024	Oddo	Buy	134,0 €	125,5 €	6,8 %	6,0 %
06/12/2023	Portzamparc	Renforcer	136,0 €	125,0 €	8,8 %	4,4 %
06/12/2023	Kepler	Hold	132,0 €	125,0 €	5,6 %	7,6 %
05/12/2023	CMCIC	Buy	140,0 €	88,8 €	57,7 %	1,5 %
05/12/2023	Oddo	Buy	134,0 €	88,8 €	50,9 %	6,0 %
Pré annonce						
05/12/2023	Portzamparc	Buy	96,0 €	88,8 €	8,1 %	47,9 %
05/12/2023	Kepler	Hold	88,0 €	88,8 €	(0,9)%	61,4 %
08/11/2023	CMCIC	Buy	97,0 €	79,4 €	22,2 %	46,4 %
08/11/2023	Oddo	Buy	95,0 €	79,4 €	19,6 %	49,5 %
15/09/2023	CMCIC	Buy	97,0 €	86,0 €	12,8 %	46,4 %
14/09/2023	Portzamparc	Buy	96,0 €	85,0 €	12,9 %	47,9 %
14/09/2023	Kepler	Hold	88,0 €	85,0 €	3,5 %	61,4 %
28/07/2023	CMCIC	Buy	92,0 €	78,6 €	17,0 %	54,4 %
28/07/2023	Oddo	Buy	95,0 €	78,6 €	20,9 %	49,5 %
28/07/2023	Portzamparc	Buy	91,0 €	78,6 €	15,8 %	56,1 %
28/07/2023	Kepler	Hold	84,0 €	78,6 €	6,9 %	69,1 %
22/06/2023	Portzamparc	Buy	89,0 €	73,0 €	21,9 %	59,6 %
13/06/2023	Oddo	Buy	80,0 €	74,8 €	7,0 %	77,5 %
09/06/2023	Portzamparc	Buy	85,0 €	78,0 €	9,0 %	67,1 %
23/03/2023	CMCIC	Buy	90,0 €	58,2 €	54,6 %	57,8 %
23/03/2023	Oddo	Buy	75,0 €	58,2 €	28,9 %	89,4 %
23/03/2023	Kepler	Buy	70,0 €	58,2 €	20,3 %	102,9 %
22/03/2023	Portzamparc	Buy	75,0 €	58,2 €	28,9 %	89,4 %
19/01/2023	CMCIC	Buy	82,0 €	60,0 €	36,7 %	73,2 %
19/01/2023	Kepler	Buy	79,0 €	56,4 €	40,1 %	79,8 %
18/01/2023	Oddo	Buy	75,0 €	56,4 €	33,0 %	89,4 %
18/01/2023	Portzamparc	Buy	79,2 €	56,4 €	40,4 %	79,3 %

Source : Oddo, Kepler Cheuvreux, Portzamparc, CMCIC, communication financière de Clasquin

L'analyse comparée du cours de bourse de la Société et des prix cibles des analystes avant Opération révèle un consensus très souvent à l'achat sur le titre *Clasquin* en affichant, depuis plusieurs années, des prix cibles largement supérieurs au cours de bourse.

Sur les vingt-quatre derniers mois, les analystes ont systématiquement révisé à la hausse leurs objectifs de cours, principalement à la suite des publications de résultats en ligne avec leurs attentes.

Le Prix d'Offre fait ressortir une prime d'environ 51,3% par rapport aux derniers objectifs de cours publiés avant l'annonce de l'Opération le 4 décembre 2023.

4.1.4. Transactions récentes sur le capital

Nous n'avons pas eu connaissance de transaction significative intervenue sur le capital de la Société au cours des douze derniers mois, autre que l'Opération.

Le Prix d'Offre de 142,03 € par action *Clasquin* est identique au prix payé par l'Initiateur pour l'acquisition du Bloc.

De plus, en sa qualité de président de *Clasquin*, M. Revol a une connaissance approfondie du secteur et se trouvait en position d'apprécier en toute connaissance de cause le prix proposé par SAS.

Nous considérons donc que le prix payé pour l'acquisition du Bloc constitue une référence pertinente pour l'analyse du Prix d'Offre.

A titre informatif, en 2023, dans le cadre notamment d'un contrat de liquidité conclu en mars 2019 avec le prestataire *Oddo & Cie* et de contrats d'achat pour la livraison des actions résultant des AGA, *Clasquin* a acquis 38 873 actions pour une valeur unitaire moyenne de 80,88 €. Sur la même période, le Groupe a cédé 24 121 actions pour une valeur unitaire moyenne de 76,34 €.

4.2. Estimation de la Valeur Intrinsèque fondée sur la mise en œuvre des méthodes d'évaluation usuelles

4.2.1. Une démarche d'évaluation en trois étapes qui écarte toute approche directe de la valeur des capitaux propres

Pour l'estimation de la Valeur Intrinsèque, nous avons adopté une démarche d'évaluation en trois étapes, qui consiste à estimer successivement (i) la valeur du portefeuille d'activités (ou « **valeur d'entreprise** »), (ii) la valeur de l'endettement financier net et des actifs et passifs hors exploitation courants, et enfin (iii) par le solde entre ces composantes, la valeur de marché des capitaux propres.

Une telle démarche exclut par construction l'utilisation des méthodes d'évaluation qui visent à déterminer directement la valeur des capitaux propres en une seule étape sans passer par les deux étapes intermédiaires consistant à estimer la valeur d'entreprise et la valeur de l'endettement financier net et des autres éléments d'actifs et passifs hors exploitation. A ce titre, ont donc été écartées d'emblée les deux méthodes fondées respectivement sur l'actualisation d'un flux de dividendes futurs (méthode DDM pour *Discounted Dividends Model*) ou sur l'utilisation du multiple de résultat net (méthode du PER pour *Price Earning Ratio*). Ces deux méthodes sont certes fondées sur un plan purement conceptuel, mais

s'avèrent dans la pratique trop délicates à mettre en œuvre pour fournir une estimation fiable de la valeur des capitaux propres. En effet, la première nécessite de nombreuses hypothèses quant à la structure de financement future de la société évaluée, tandis que la seconde exige notamment une similitude des structures financières entre la société évaluée et les sociétés cotées comparables, rarement rencontrée dans la réalité.

Les méthodes mises en œuvre pour l'évaluation du portefeuille d'activités de *Clasquin* sont donc les trois méthodes usuellement retenues dans le cadre d'une évaluation multicritères, à savoir (i) la méthode DCF (pour *Discounted Cash Flows*), (ii) la méthode des comparaisons boursières et (iii) la méthode des transactions comparables. Pour les raisons exposées plus loin (sections 0 et 4.5), les deux dernières méthodes, qui relèvent de l'approche analogique de l'évaluation, ne permettent pas d'obtenir des résultats suffisamment pertinents pour l'estimation de la Valeur Intrinsèque, en l'absence de société réellement comparable à *Clasquin*.

Avant d'exposer les résultats des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre, nous présentons ci-après les deux autres éléments qui permettent d'estimer la Valeur Intrinsèque de l'action *Clasquin*, à savoir (i) les modalités d'estimation de l'endettement financier net et les autres actifs et passifs hors exploitation courante (section 4.2.2) et (ii) la détermination du nombre d'actions de la Société (section 4.2.3) à la date d'évaluation.

4.2.2. Endettement financier net et autres actifs et passifs hors exploitation courante à la date d'évaluation

L'endettement financier net à soustraire de la valeur d'entreprise pour obtenir la valeur des capitaux propres a été estimé en prenant en compte les éléments listés ci-après. Nos travaux d'évaluation se sont fondés sur le dernier bilan de *Clasquin* disponible, à savoir celui des comptes semestriels à juin 2024.

La date d'évaluation retenue pour l'actualisation des flux dans le cadre de la méthode DCF est par conséquent le 30 juin 2024.

4.2.2.1. Trésorerie (dette) nette estimée au 30 juin 2024 avant application de la norme IFRS 16

La dette financière brute de *Clasquin* au 30 juin 2024 s'élève à 44,3 m€ (hors IFRS 16 et hors dettes liées aux options de ventes accordées aux intérêts minoritaires). Elle est constituée (i) de passifs financiers courants pour un montant de 31,2 m€, (ii) de passifs financiers non courants pour 12,9 m€, (iii) d'autres dettes non courantes pour 0,1 m€ et (iv) 1,3 m€ des dettes locatives (hors IFRS 16).

Les passifs financiers correspondent principalement à des emprunts et concours bancaires et les dettes locatives correspondent à des contrats appartenant à *Timar*.

Après déduction de la trésorerie et équivalents de trésorerie de 45,8 m€, la Société affiche une trésorerie nette au 30 juin 2024 de 0,2 m€.

4.2.2.2. Provisions pour risques non courants

La provision pour retraites et assimilés, nette des actifs de régimes afférents, correspond aux droits acquis par les salariés de *Clasquin* à date. Cette provision (nette de l'impact fiscal) n'a pas été prise en compte dans les flux prévisionnels considérés dans le Plan d'Affaires pour la détermination de la valeur d'entreprise et a donc été intégrée dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres pour un montant de 1,5 m€.

Les provisions non courantes, d'un montant de 5,9 m€, correspondent aux engagements découlant de litiges commerciaux, prud'homaux ou d'autres risques dont l'échéance ou le montant est incertain.

Nous comprenons que ces provisions ne sont pas décaissées sur l'horizon du Plan d'Affaires. Il convient donc de les déduire des éléments de passage pour estimer la Valeur Intrinsèque des actions de la Société.

Ces provisions sont intégrées, nettes des impôts différés actifs associés, pour un montant total de 5,4 m€.

4.2.2.3. Intérêts minoritaires

Clasquin détient des participations majoritaires dans plusieurs sociétés, en particulier *Clasquin USA* (80%), *Intercargo* (85%), *Cargolution* (87%) *Timar* (99%), participations qui sont consolidées par intégration globale.

La valeur des participations ne donnant pas le contrôle a été estimée selon la nature des informations disponibles pour chaque groupe d'entités :

- La valeur induite par les options de vente accordées à certains actionnaires minoritaires.
- Lorsque les actionnaires minoritaires des sociétés du Groupe ont signé un contrat de cession pour céder à *Clasquin* leurs participations, nous avons retenu cette valeur.
- Lorsque les actionnaires minoritaires n'ont pas signé de contrat de cession pour céder leurs participations au sein des sociétés du Groupe, les sociétés ont été évaluées à l'aide d'un multiple d'EBIT induit par les

travaux d'évaluation de *Clasquin* au 30 juin 2024 réalisés à l'aide de la méthode DCF.

- Pour la société *Euphrosine* : les actionnaires minoritaires ont consenti à l'initiateur une promesse de vente de leurs titres, à une valeur estimée à dire d'expert²².

La valeur de l'ensemble des participations ne donnant pas le contrôle a été estimée à 18,3m€.

4.2.2.4. Sociétés mises en équivalence

Clasquin détient des participations minoritaires dans plusieurs sociétés, dans lesquelles elle n'exerce pas le contrôle et qui sont consolidées par mise en équivalence.

La valeur des sociétés mise en équivalence a été estimée à partir de la valeur nette comptable enregistrée au bilan, soit (0,2) m€.

4.2.2.5. Economies d'impôts liées aux déficits fiscaux reportables

La Société ayant enregistré des pertes au cours des années précédentes, le stock de déficits fiscaux reportables s'établit à 2,9 m€ au 30 juin 2024.

Pour estimer les économies fiscales afférentes à ces déficits, nous avons simulé leur utilisation en considérant les résultats imposables futurs de la Société, sans limitation dans le temps et sur la base du taux d'impôt prévalent en France. Etant donné le risque limité de cet actif, la valeur actuelle des économies fiscales a été estimée sur la base d'un taux d'actualisation de 4,25%, soit le taux sans risque augmenté d'une prime de 1,0%. Il en résulte une estimation de la valeur des économies d'impôt de 0,7 m€.

4.2.2.6. Synthèse

Le tableau ci-après fournit une synthèse des éléments pris en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur de marché des capitaux propres.

²² CBRE et RHL International.

Figure 10 | Trésorerie nette et autres passifs (actifs) hors exploitation au 30 juin 2024

En m€	Scénario Bas	Scénario Haut
+ Trésorerie nette	0,2	0,2
- PRC non opérationnelles après impôts au 30 juin 2024	5,4	5,4
- Valeur de marché des intérêts minoritaires au 30 juin 2024	18,3	18,3
+ Valeur des MEE au 30 juin 2024	(0,2)	(0,2)
+ Valeur de marché des déficits reportables au 30 juin 2024	0,7	0,7
= Dette nette ajustée au 30 juin 2024	(23,0)	(23,0)

Sources : Société, Accuracy

4.2.3. Nombre d'actions pris en compte pour le calcul de la valeur unitaire des actions à partir de la valeur estimée des capitaux propres

A la date de l'Opération, le capital de *Clasquin* est composé de 2 329 268 actions.

Ce nombre d'actions doit être ajusté des effets dilutif et relutif liés aux actions auto-détenues et aux actions gratuites indisponibles.

Clasquin a attribué entre le 16 octobre 2019 et le 6 juin 2023 différentes tranches d'actions gratuites (« **AGA** »). Les dates d'acquisition définitives de ces AGA se sont échelonnées entre le 2 mai 2024 et le 6 juin 2024, sous réserve de conditions de présence et de performances.

Les actions gratuites livrées étaient soit des actions auto-détenues, soit des actions acquises sur le marché. Au 30 juin 2024, 1 542 actions, résultant principalement du contrat de liquidité, sont auto-détenues et ont donc été déduites.

Figure 11 | Nombre total d'actions retenu dans nos travaux d'évaluation

Catégories de titres	# d'actions
Actions ordinaires	2 329 268
Actions auto-détenues	(1 542)
Nombre d'actions retenu	2 327 726

Sources : Rapports annuels

Au 30 juin 2024, le nombre d'actions retenu s'établit donc à 2 327 726.

4.3. Estimation de la Valeur Intrinsèque via la méthode DCF

4.3.1. Estimation des flux de trésorerie annuels

Période couverte par le Plan d'affaires

Le Management a réalisé un Plan d’Affaires dans le cadre de l’Opération, couvrant la période 2024-2029 et construit à partir des résultats du premier semestre 2024 et du budget 2024. Le Plan d’Affaires reflète un scénario de retour vers des niveaux de croissance et de profitabilité plus en ligne avec le passé récent, après la performance exceptionnelle enregistrée pendant la pandémie (+60,0% de croissance de la marge brute en 2021 et +14,9% en 2022). Ce plan n’intègre par ailleurs pas de synergies.

Les hypothèses structurantes du Plan d’Affaires sont les suivantes :

- le nombre de dossiers : par son positionnement et ses opérations de croissance externe, *Clasquin* a historiquement affiché une croissance supérieure à celle des volumes d’échanges de marchandises, mesurée par la *World Trade Organisation*. La croissance attendue, en volume, est en ligne avec ces niveaux historiques observés sur la période 2018-2023.
- la valeur ajoutée par dossier : la tendance observée depuis 2023, à savoir un taux de marge par dossier qui diminue légèrement après deux années exceptionnelles, se poursuit sur la période du Plan d’Affaires sans toutefois retrouver les niveaux observés avant la pandémie.
- le ratio de conversion : le résultat opérationnel de la Société progresse sensiblement sur toute la période du Plan d’Affaires pour atteindre en 2029 un ratio de conversion jugé normatif par le Management.

Les autres composantes des flux de trésorerie prévisionnels ont été estimées, soit par la Société, soit par nos soins après échange avec le Management, de la façon suivante :

- Le besoin en fonds de roulement (« **BFR** ») est fortement corrélé à l’activité. Le niveau normatif estimé par le Management à fin 2024 croît ensuite au rythme de la croissance de la marge brute sur la durée du Plan d’Affaires.
- Les investissements, élevés ces dernières années (développement de la plateforme *Live*), baissent en 2024 et se stabilisent sur la période du Plan d’Affaires.
- Le taux d’impôt retenu correspond au taux théorique français 25,8%.

A noter que *Timar*, dernière acquisition en date, a été modélisée séparément du reste de l’activité, les flux générés par l’entité ne suivant pas les mêmes indicateurs que le reste de l’activité. La marge brute associée a été considérée comme stable sur la durée du Plan d’Affaires (au niveau du budget 2024).

Période d'extrapolation (2030-2039)

Au-delà de l'horizon du Plan d'Affaires, nous avons considéré une période d'extrapolation de dix ans, portant ainsi la période de prévisions explicites à quinze années. Le choix de cette période d'extrapolation se justifie par l'existence d'un potentiel de croissance plus élevé au-delà des années couvertes par le Plan d'Affaires.

Sur la durée de la période d'extrapolation, les flux de trésorerie ont été déterminés sur la base des hypothèses suivantes :

- Marge brute : nous avons supposé une décroissance linéaire du taux de croissance entre le taux projeté sur la dernière année du Plan d'Affaires et le taux perpétuel retenu pour l'estimation de la valeur terminale.
- Un risque de détérioration du ratio de conversion résultant d'un contexte de concurrence accrue pouvant tirer les prix et/ou les volumes à la baisse.

Afin de retranscrire ces incertitudes, nous avons modélisé deux scénarios de prévisions ayant des incidences, détaillées ci-après, sur la période d'extrapolation et le flux normatif.

Dans ces deux scénarios, nous avons intégré un ralentissement de la croissance du volume d'activité de *Clasquin* sous la forme d'une diminution linéaire de la croissance de la marge brute sur la période d'extrapolation, pour atteindre un niveau normatif en fin de période égal à 2,25%, égal à notre estimation d'inflation long terme.

Dans le premier scénario, dit « **Scénario Haut** », nous considérons que le ratio de conversion cible estimé par le Management est normatif et est stable au-delà de l'horizon du Plan d'Affaires. Dans le second scénario, dit « **Scénario Bas** », nous retenons une diminution linéaire du ratio de conversion pour atteindre un niveau en fin de période d'extrapolation égal au ratio anticipé pour 2024.

Les autres hypothèses retenues pour la période d'extrapolation sont en ligne avec les hypothèses du Plan d'Affaires.

4.3.2. Détermination d'une valeur terminale

La valeur terminale au terme de l'horizon explicite a été déterminée pour chacun des scénarios grâce à la méthode usuelle consistant à capitaliser, sur un horizon indéterminé, un flux normatif assorti d'un taux de croissance perpétuelle.

Le taux de croissance perpétuelle a été fixé à 2,25%. Ce taux est voisin du taux d'inflation anticipé sur le long terme dans la Zone Euro et est cohérent avec les composantes implicites du taux sans risque prises en compte dans la détermination du taux d'actualisation (cf. section 4.3.3).

Le reste des hypothèses retenues pour la détermination du flux de trésorerie normatif est en ligne avec les hypothèses du Plan d'Affaires et de la période d'extrapolation.

4.3.3. Détermination du taux d'actualisation

La mise en œuvre de la méthode DCF suppose d'actualiser les flux de trésorerie espérés de la Société. Le taux d'actualisation à utiliser, couramment désigné par l'acronyme WACC, peut être estimé de deux manières différentes. Par définition, il correspond au taux de rentabilité exigé sur l'actif économique de l'entreprise (ou « coût d'opportunité du capital ») qui est la source des *free cash-flows* ; par construction, il est aussi égal à la moyenne du coût des capitaux propres et du coût de la dette pondérée par le poids relatif de ces deux sources de financement dans le *pool* de ressources mis à disposition de l'entreprise (soit la définition littérale du WACC ou *Weighted Average Cost of Capital*).

L'approche du coût moyen pondéré du capital est retenue par la plupart des évaluateurs. Elle conduit malheureusement à prendre en compte les effets bénéfiques de la dette (les économies fiscales réalisées au niveau de l'entreprise grâce à la déductibilité des frais financiers) et à ignorer les facteurs moins favorables (fiscalité personnelle, coûts implicites de la dette et notamment la moindre flexibilité financière). Par ailleurs, sur le plan calculatoire, cette approche permet de réduire le WACC pour des leviers financiers croissants, alors que la finance considère depuis les travaux de Modigliani et Miller (1958) que la structure financière n'a pas d'impact sur la valeur de l'actif économique de l'entreprise. Enfin, elle est source d'erreurs et de confusions dans sa mise en œuvre, qui est relativement complexe.

Pour cette raison, nous préférons utiliser l'approche alternative selon laquelle les flux espérés sont actualisés au coût des capitaux propres en l'absence d'endettement (ou « coût d'opportunité du capital »). Ce taux correspond à la rentabilité exigée par les investisseurs sur l'actif économique de l'entreprise. Pour obtenir ce coût d'opportunité du capital, nous estimons le niveau de risque de l'activité en utilisant un cadre méthodologique cohérent, qui ne sous-estime pas les coûts implicites de la dette, et recourons au Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers - MEDAF (ou CAPM pour *Capital Asset Pricing Model*) selon lequel le coût d'opportunité du capital (k_a) est égal à :

$$k_a = R_F + \beta_a \times P_{RM}$$

où : R_F = taux d'intérêt sans risque ou loyer de l'argent

β_a = coefficient bêta de l'activité

P_{RM} = prime de risque moyenne anticipée du marché actions

Nous retenons un taux d'intérêt sans risque (R_F) de 3,25 % et une prime de risque moyenne anticipée du marché actions (P_{RM}) de 5,5%.

La détermination des deux paramètres, R_F et P_{RM} , est détaillée respectivement en Annexe 3 et Annexe 4 de ce rapport.

Coefficient bêta de l'activité (β_a)

L'estimation du coefficient bêta de l'activité s'appuie classiquement sur les coefficients bêta d'un échantillon de sociétés cotées évoluant dans un secteur d'activité comparable à celui de la Société. Le coefficient bêta d'une activité est généralement estimé selon une approche analogique en deux étapes à partir des coefficients bêta des actions de sociétés cotées comparables obtenus par une régression linéaire des rentabilités de ces actions sur la rentabilité d'un indice de marché.

Concrètement, les coefficients bêta des actions des sociétés comparables sont estimés sur une longue période (4 et 5 ans) sur la base de rentabilités mensuelles afin de réduire le « bruit statistique » engendré par des séries d'observations constituées sur des périodes plus courtes. Seuls les coefficients bêta issus de régressions dont le R^2 est supérieur à 15 % sont ensuite retenus. Puis les coefficients bêta ainsi obtenus sont « désendettés » afin d'éliminer l'impact de la structure financière et d'obtenir une fourchette d'estimations du coefficient bêta de l'activité sous-jacente à l'aide de la formule de Harris et Pringle qui reflète une vision prudente des effets bénéfiques de la dette.

Les indices de référence utilisés sont les indices *S&P 500 USA* pour les sociétés américaines, *Eurostoxx 600* pour les sociétés européennes et le *M World Index* pour les autres entreprises, celles-ci étant par ailleurs internationales.

A bien des égards, il est difficile d'identifier des sociétés proches de *Clasquin*, compte tenu de son positionnement de commissionnaire de transport pure 3PL.

Nous avons considéré un échantillon de sociétés comparables (décrit ci-après en section 4.4.2), qui regroupe des acteurs de la logistique présentant une forte activité de transport de marchandise, avec une faible intensité capitalistique. Ces sociétés présentent selon nous les profils d'activités les plus proches de celui de *Clasquin*.

La **Figure** présente les coefficients bêta obtenus pour l'échantillon de sociétés ainsi retenues.

Figure 12 | Échantillons de sociétés comparables – Calcul des coefficients bêta désendettés

				Equity Betas				R ² des equity betas				Betas désendettés			
	Pays	Capi. Boursier (m€)	Flottant	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
DSV A/S	Danemark	29 742	71,3 %	1,3	1,2	1,2	1,1	30,5 %	28,9 %	29,3 %	31,0 %	n.s.	1,1	1,2	1,1
Kuehne + Nagel	Allemagne	31 753	44,6 %	0,8	0,7	1,0	0,9	16,3 %	14,3 %	30,9 %	32,1 %	0,8	n.a.	1,0	0,9
Expeditors	Etats-Unis	16 451	99,2 %	1,1	1,0	1,1	1,0	46,1 %	43,0 %	50,8 %	48,4 %	1,1	1,0	1,1	1,0
C.H. Robinson	Etats-Unis	9 630	99,6 %	0,7	0,6	0,9	0,8	14,5 %	13,7 %	35,1 %	32,2 %	n.a.	n.a.	0,8	0,7
AXO	Etats-Unis	2 869	86,0 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
NTG	Danemark	867	82,9 %	1,8	1,8	2,1	n.a.	26,0 %	24,9 %	33,6 %	n.a.	n.s.	1,6	2,1	n.s.
Logwin	Luxembourg	708		0,0	0,2	0,2	0,4	0,0 %	1,2 %	0,9 %	6,2 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Forward Air	Etats-Unis	470	98,5 %	0,9	0,9	1,1	1,0	5,2 %	7,9 %	17,9 %	19,0 %	n.a.	n.a.	1,0	0,9
Trancom	Japon	351	98,3 %	0,2	0,3	0,3	0,3	1,6 %	3,6 %	5,0 %	6,6 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Moyenne				1,0	0,9	1,1	0,9	26,9 %	25,0 %	36,5 %	35,9 %	0,9 x	1,1 x	1,0 x	0,9 x
Médiane				1,1	1,0	1,1	0,9	26,0 %	24,9 %	35,1 %	40,3 %	1,1 x	1,3 x	1,1 x	0,9 x

Source : Capital IQ au 30 juin 2024

Note* : n.a. correspond aux coefficients bêta dont le R² est inférieur à 15 %.

Note** : Les sociétés grisées ne sont pas prises en compte dans le calcul de la moyenne, médiane et moyenne pondérée.

Au 30 juin 2024, les coefficients bêtas estimés des sociétés l'échantillon analysé sur une période d'estimation longue (5 ans) sont relativement homogènes et compris entre 0,7 et 1,1 avec une moyenne à 0,9.

Nous retenons de cette analyse quantitative un coefficient bêta de l'activité de 1,1, correspondant au haut de la fourchette des estimation susmentionnées. Ce choix est justifié par (i) la taille de *Clasquin*, significativement plus petite que celle des sociétés comparables retenues et par (ii) une activité bien moins diversifiée que celle de ces mêmes sociétés.

Au total, le coût d'opportunité du capital retenu dans nos travaux d'évaluation s'élève à 9,30%, soit :

$$k_a = R_F + [\beta_a \times PRM] = 3,25 \% + [1,1 \times 5,5 \%] = 9,30 \%$$

4.3.4. Résultats de la méthode

La **Figure** présente le calcul de la valeur des capitaux propres de *Clasquin* et l'estimation de la Valeur Intrinsèque qui en résulte.

Figure 13 | Valeur Intrinsèque des capitaux propres de *Clasquin*

En m€	Scénario Bas	Scénario Haut
Valeur des flux actualisés - 2024-2029	91,6	91,6
Valeur des flux actualisés - 2030-2039	91,0	97,3
Valeur Terminale actualisée	93,9	107,7
Valeur d'entreprise	276,4	296,6
Trésorerie nette	0,2	0,2
Provisions non opérationnelles après impôts au 30 juin 2024	(5,4)	(5,4)
Valeur de marché des intérêts minoritaires au 30 juin 2024	(18,3)	(18,3)
Valeur des MEE au 30 juin 2024	(0,2)	(0,2)
Valeur de marché des déficits reportables au 30 juin 2024	0,7	0,7
Dette nette ajustée au 30 juin 2024	(23,0)	(23,0)
Valeur des capitaux propres	253,4	273,6
Nombre d'actions retenu	2 327 726	2 327 726
Valeur par action	108,9	117,5
Prix d'Offre	142,03	142,03
Prime / (Decote)	30,5 %	20,8 %

Source : Management, Accuracy

La méthode DCF fait ressortir une Valeur Intrinsèque des capitaux propres de *Clasquin* au 30 juin 2024, comprise entre 253,4 m€ et 273,6 m€, soit entre 108,9 € et 117,5 € par action.

Sur cette base, le Prix d'Offre de 142,03 € proposé par l'Initiateur extériorise une prime comprise entre 30,5 % et 20,8 % par rapport à l'estimation de la Valeur Intrinsèque issue de la méthode DCF.

A titre informatif, nous avons effectué une analyse de sensibilité sur deux paramètres à même d'impacter les résultats de l'évaluation, à savoir : (i) le ratio de conversion de la marge brute en EBIT normatif et (ii) le taux d'actualisation.

Figure 14 | Analyse de sensibilité

		Valeur par action Ratio de conversion normatif				
		-2,0%	-1,0%	Central	+1%	+2%
Taux d'actualisation	8,3%	122	127	133	138	144
	8,8%	112	117	122	127	132
	9,3%	105	109	113	118	122
	9,8%	98	102	105	109	113
	10,3%	92	95	99	102	106

Source : Accuracy

Le Prix d'Offre, de 142,03 € par action, s'établit au-dessus de la Valeur Intrinsèque dans la quasi-totalité des cas présentés dans cette analyse de sensibilité.

Pour mémoire, l'ensemble de ces valeurs est calculé à partir d'un scénario Management qui prévoit d'atteindre un ratio de conversion jugé normatif en 2029, auquel a été ajoutée une période d'extrapolation de 10 années durant laquelle l'évolution du ratio de conversion a fait l'objet d'une simulation.

Le taux de croissance perpétuelle a été fixé à 2,25% par an, en ligne avec l'hypothèse de taux d'inflation long terme retenue dans les composantes du taux d'actualisation. Pour le calcul de la valeur terminale, nous ne considérons donc pas de croissance de l'activité en termes réels.

Pour information, nous avons également estimé l'impact d'une modification du taux de croissance perpétuelle sur les résultats obtenus en Scénario Haut et Scénario Bas, toutes choses égales par ailleurs. En retenant un taux de croissance perpétuelle de 2,75%, la valeur unitaire des actions de *Clasquin* s'établirait à 109,7 € en Scénario Bas et 118,5 € en Scénario Haut. En retenant un taux de croissance perpétuelle de 1,75%, la valeur unitaire des actions de *Clasquin* s'établirait à 108,2 € en Scénario Bas et 116,7 € en Scénario Haut. Cette analyse de sensibilité est présentée en Annexe 8.

4.4. Estimation de la Valeur Intrinsèque via la méthode des comparaisons boursières

La méthode des comparaisons boursières consiste à déterminer la valeur d'une société par l'observation des multiples sur la base desquels s'échangent les actions de sociétés cotées du même secteur et par l'application de ces multiples aux agrégats correspondants de la société étudiée. Ces multiples sont calculés à partir de la capitalisation boursière de sociétés présentant (i) un profil de risque

(donc un portefeuille d'activités et une exposition géographique) et (ii) une croissance bénéficiaire comparables à ceux de la société évaluée, soit les deux paramètres qui conditionnent au premier chef le niveau des multiples d'EBITDA et d'EBIT.

La pertinence de cette méthode repose entièrement sur la capacité à constituer un échantillon de sociétés comparables en termes de profil de risque, de secteur d'activité, de géographie, de taille et de rentabilité, mais aussi en termes de stabilité et de régularité des niveaux de marges et de croissance sur l'horizon de mise en œuvre de la méthode (en général données prévisionnelles sur deux ou trois ans). Dans le cas de *Clasquin*, la mise en œuvre de la méthode se heurte à deux difficultés majeures : (i) le nombre restreint de sociétés se présentant comme de purs opérateurs externes de logistique de bout en bout (ou 3PL), avec un profil *asset-light* et (ii) une différence marquée entre la Société, acteur de petite taille et spécialisée, et les autres sociétés cotées du secteur, dont la taille et la diversification sont plus importantes.

4.4.1. Choix des multiples pertinents

Afin de mettre en œuvre la méthode des comparaisons boursières, nous avons écarté les multiples de résultat net (PER – *Price Earning Ratio*) qui ne permettent pas de prendre en compte les écarts éventuels de structure financière. Habituellement, de la même manière, nous écartons les multiples de chiffre d'affaires en raison des biais résultant des écarts de rentabilité. En outre, compte tenu de la faible intensité capitalistique du secteur, nous privilégions les multiples d'EBITDA aux multiples d'EBIT. En effet, les multiples d'EBIT peuvent être biaisés par les charges d'amortissement liées aux actifs incorporels reconnus dans le cadre de l'allocation du prix d'acquisition (ou *Price Purchase Allocation*), charges plus ou moins importantes selon le recours à la croissance externe par les sociétés de l'échantillon.

L'EBITDA retenu correspond à l'EBITDA avant application de la norme IFRS 16 (et normes équivalentes). Les agrégats du consensus pour les sociétés comparables ont, le cas échéant, été ajustés pour satisfaire cette définition.

4.4.2. Sélection de l'échantillon de sociétés comparables

Afin de constituer un échantillon de sociétés cotées comparables, nous avons tout d'abord identifié des sociétés ayant une activité similaire à celle de *Clasquin*. Ces sociétés peuvent être regroupées dans les catégories suivantes :

- Les opérateurs de base ou 1PL (« **First Party Logistics Providers** »). Il s'agit d'entreprises manufacturières organisant ces processus et opérations logistiques en interne. Elles réalisent également elles-mêmes

l'ensemble des exigences administratives et opérationnelles connexes (approvisionnement, expédition, interaction client...).

- Les 2PL (« **Second Party Logistics Providers** ») sont des fournisseurs de services de transport spécifiques, tels que le fret aérien, maritime, ferroviaire ou routier ou encore de la location d'actifs de transport pour le compte de tiers : *Union Pacific Corporation, FedEx, MSC*.
- Les 3PL (« **Third Party Logistics Providers** ») sont des opérateurs logistiques fournissant, en plus du transport, des services d'entreposage, de *packaging* et de préparation des commandes : *DSV, Kuehne + Nagel, Expeditors, C.H. Robinson*.
- Enfin, les 4PL (« **Fourth Party Logistics Providers** ») agissent en tant que consultants externes en offrant des services d'optimisation et d'amélioration de la chaîne logistiques, en plus des prestations déjà proposées par un 3PL. Par conséquent, la responsabilité de l'ensemble du processus incombe au 4PL, de la planification initiale à l'exécution : *XPO, GXO, Geodis*.

Les sociétés comparables ont été sélectionnées sur les critères suivants :

Nous avons sélectionné un échantillon composé uniquement de sociétés 3PL opérant en totalité ou de manière significative dans le secteur de la logistique et plus particulièrement du transport de fret aérien, maritime, routier et ferroviaire.

L'échantillon se limite à des sociétés implantées en Europe, en Amérique du Nord et en Asie-Pacifique.

Nous avons sélectionné, dans un premier temps, 9 sociétés listées dans le tableau ci-après et dont l'activité est détaillée en Annexe 5.

La **Figure 15 | Echantillon de sociétés comparables – Caractéristiques opérationnelles** ci-après présente les principales caractéristiques financières des sociétés retenues.

Figure 15 | Echantillon de sociétés comparables – Caractéristiques opérationnelles

Société	Pays	Capi. Boursière (m€)	VE (m€)	CA 2023 (m€)	Ratio EBIT / GP			Ratio GP / CA			Croissance d'EBIT		
					2021A	2022A	2023A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Kuehne + Nagel	Suisse	31 753	30 390	24 770	29,8 %	33,6 %	21,1 %	30,2 %	28,2 %	36,8 %	(12,4)%	5,6 %	4,5 %
DSV A/S	Danemark	29 741	33 298	20 219	43,1 %	48,3 %	40,3 %	20,6 %	22,1 %	29,1 %	(10,6)%	7,2 %	5,8 %
Expeditors	Etats Unis	16 451	15 174	8 680	86,1 %	83,0 %	71,6 %	13,4 %	13,3 %	14,1 %	(6,9)%	3,6 %	5,3 %
C.H. Robinson	Etats Unis	9 630	11 104	16 423	34,3 %	36,3 %	20,4 %	13,6 %	14,5 %	14,8 %	12,8 %	16,0 %	8,0 %
RXO	Etats Unis	2 869	4 161	3 665	24,0 %	23,3 %	9,2 %	17,4 %	19,7 %	18,5 %	(15,2)%	n.a.	n.a.
NTG	Danemark	867	1 026	1 118	36,8 %	38,0 %	33,6 %	20,2 %	19,7 %	22,4 %	(14,5)%	8,5 %	7,9 %
Logwin	Luxembourg	708	348	1 258	62,7 %	60,9 %	56,3 %	8,8 %	8,2 %	18,7 %	n.a.	n.a.	n.a.
Forward Air	Etats Unis	470	2 319	1 279	42,1 %	46,3 %	37,6 %	25,2 %	31,8 %	28,3 %	2,0 %	53,3 %	n.a.
Trancom	Japon	357	208	977	73,9 %	68,0 %	69,7 %	6,8 %	6,6 %	6,3 %	(7,4)%	74,0 %	0,8 %
Moyenne					42,3 %	44,1 %	33,4 %	20,1 %	21,3 %	23,4 %	(6,4)%	15,7 %	6,3 %
Médiane					36,8 %	38,0 %	33,6 %	20,2 %	19,7 %	22,4 %	(10,6)%	7,9 %	5,8 %

Source : Capital IQ - Calcul de la capitalisation boursière au 30/06/2024. Dette nette et ajustements calculés sur la base des dernières données publiées disponibles au 30/06/2024. Données prévisionnelles issues du consensus au 30/06/2024.

Note : Marges d'EBITDA calculées sur la base des EBITDA retraités des éléments relatifs à IFRS 16.

Ce tableau appelle les commentaires suivants :

- Nous avons écarté les sociétés *Logwin* et *Trancom*, car elles sont suivies par un nombre restreint d'analystes financiers, ce qui rend le consensus de prévision peu fiable (un analyste suit la valeur *Logwin* et seulement deux suivent *Transcom*).
- Les sociétés retenues dans l'échantillon affichent des niveaux de capitalisation boursière (entre 470 m€ et 31,8 mds€) significativement plus élevés que celui de *Clasquin*.
- Les ratios de conversion (EBIT / GP) de l'échantillon sont très hétérogènes, variant pour l'année 2023 entre 9% et 72%, et différent pour la plupart significativement des ratios historiques de la Société. Ces différences s'expliquent par (i) des définitions hétérogènes de la marge brute, premier indicateur d'activité de ces sociétés, et (ii) une diversification plus importante du portefeuille d'activités.

4.4.3. Mise en œuvre et résultats de la méthode

Au terme de l'analyse précédente, il s'avère qu'aucune société ne présente un profil de risque et des perspectives de croissance bénéficiaire qui soient raisonnablement comparables à *Clasquin*, si bien que les conditions d'une mise en œuvre fiable de la méthode ne sont pas réunies.

Nous présentons en **Figure 16 | Echantillon de sociétés comparables – Multiples boursiers**, à titre indicatif uniquement, les multiples d'EBITDA, calculés sur la base des éléments suivants :

- Au numérateur, pour le calcul des valeurs d'entreprise : (i) capitalisation boursière au 30 juin 2024, (ii) dette financière nette retraitée de l'impact de la norme IFRS 16.
- Au dénominateur, pour le calcul de l'EBITDA : prévisions d'EBITDA calendarisées, estimées à partir du consensus d'EBITDA des analystes financiers disponible au 30 juin 2024 et ajustées de l'impact de la norme IFRS 16.

La figure 18 présente à titre indicatif les multiples obtenus pour l'échantillon (les résultats sont présentés à titre indicatif en Annexe 8.1.).

Figure 16 | Echantillon de sociétés comparables – Multiples boursiers

Société	Pays	Capi. Boursière (m€)	Dette financière nette (m€)	Autres ajustements (m€)	VE (m€)	CA 2023 (m€)	VE/EBITDA (x)		
							2024	2025	2026
Kuehne + Nagel	Suisse	31 753	(1 338)	(26)	30 390	24 770	14,9 x	14,4 x	13,7 x
DSV	Danemark	29 741	3 518	38	33 298	20 219	13,0 x	12,1 x	11,4 x
Expeditors	Etats-Unis	16 451	(1 279)	2	15 174	8 680	17,3 x	16,4 x	15,8 x
C.H. Robinson	Etats-Unis	9 630	1 474	-	11 104	16 423	17,2 x	15,1 x	14,4 x
RXO	Etats-Unis	2 869	336	957	4 161	3 665	n.a.	22,6 x	18,8 x
NTG	Danemark	867	148	12	1 026	1 118	12,0 x	11,1 x	10,4 x
Logwin	Luxembourg	708	(362)	1	346	1 258	n.a.	n.a.	n.a.
Forward Air	Etats-Unis	470	1 469	379	2 319	1 279	11,3 x	8,0 x	n.a.
Transcom	Japon	351	(106)	(39)	206	977	3,6 x	3,2 x	3,2 x
Moyenne							14,3 x	14,3 x	14,2 x
Médiane							14,0 x	14,4 x	14,4 x

Source : Capital IQ - Calcul de la capitalisation boursière au 30/06/2024. Dette nette et ajustements calculés sur la base des dernières données publiées disponibles au 30/06/2024. Données prévisionnelles issues du consensus au 30/06/2024.

Note* : Multiples d'EBITA calculés sur la base d'un EBITA retraités des éléments relatifs à IFRS 16.

4.5. Estimation de la Valeur Intrinsèque via la méthode des transactions comparables

A la différence des cours boursiers utilisés dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, les prix de transaction utilisés dans la méthode des transactions comparables intègrent généralement une prime de contrôle par rapport à la Valeur Intrinsèque des sociétés acquises, les transactions sélectionnées emportant le transfert du contrôle. Cette prime de contrôle est le reflet de la fraction des synergies que l'acquéreur accepte de concéder aux actionnaires de la cible afin de réaliser la transaction et traduit, le cas échéant, un surplus lié à la détention du contrôle elle-même.

De ce fait, la méthode des transactions comparables ne permet pas *a priori* de donner une estimation de la Valeur Intrinsèque de la société évaluée.

4.5.1. Sélection de l'échantillon

Nous avons constitué un premier échantillon de transactions comparables à *Clasquin* en termes de secteur d'activité, de modèle d'affaires et de géographies sur les cinq dernières années.

Deux filtres ont ensuite été appliqués à cet échantillon :

- Nous avons tout d'abord écarté les transactions intervenues avant la pandémie de Covid-19, considérant que seules les transactions intervenues à compter de 2021 sont à même de rendre compte du contexte économique et concurrentiel prévalant à la date de l'évaluation.
- Nous avons également écarté les sociétés dont l'activité est principalement destinée à la grande consommation (B2C) et celles dont l'activité est destinée à des industries trop spécialisées, comme le transport de colis, par opposition au positionnement relativement généraliste de *Clasquin*.

Nous avons ainsi identifié 14 transactions réalisées depuis la pandémie de Covid-19 :

- Septembre 2024 : *DSV* acquiert *DB Schenker*, entreprise suisse spécialisée en services logistiques et gestion de la chaîne d'approvisionnement pour de nombreux secteurs. *DB Schenker* se distingue par son réseau mondial, des solutions de logistique intégrée et un engagement envers l'innovation et la durabilité.
- Février 2024 : *CMA CGM* acquiert *Bolloré Logistics*, entreprise française spécialisée dans le transport et la logistique faisant partie du Groupe Bolloré.
- Mai 2023 : *Nippon Express* acquiert *Cargo Partner*, entreprise autrichienne spécialisée en services logistiques, incluant le fret aérien, maritime, routier, ainsi que des services d'entreposage et de gestion douanière.
- Mars 2023 : *Geodis* acquiert *trans-o-flex Express*, entreprise allemande de logistique spécialisée dans les services de transport express et de colis spéciaux, avec une expertise particulière pour la santé, en Europe.
- Février 2023 : *CVC* acquiert *Scan Global*, entreprise danoise spécialisée en transport de fret et en logistique contractuelle.
- Décembre 2022 : *MSC SAS* acquiert *Bolloré Africa Logistics*, aujourd'hui *Africa Global Logistics*, entreprise française spécialisée dans les services logistiques, le transport multimodal et la gestion d'infrastructures portuaires sur le continent Africain.

-
- Septembre 2022 : *DB Schenker Logistics* acquiert *USA Truck*, entreprise américaine spécialisée dans le transport et la logistique par camion.
 - Août 2022 : *AP Moller - Maersk* acquiert *LF Logistics*, société localisée à Hong Kong et spécialisée en logistique et gestion de chaîne d'approvisionnement pour une variété de secteurs.
 - Juin 2022 : *AP Moller - Maersk* acquiert *Senator International*, entreprise allemande spécialisée dans le transport international et la logistique multicanal.
 - Novembre 2021 : *Uber Freight* acquiert *Transplace*, entreprise américaine spécialisée dans la gestion de la chaîne d'approvisionnement et les solutions de logistique et transport de fret multicanal.
 - Septembre 2021 : *SF Holding* acquiert *Kerry Logistics Network*, entreprise de logistique basée à Hong Kong, spécialisée dans la gestion de la chaîne d'approvisionnement et les services logistiques intégrés à l'échelle mondiale.
 - Juillet 2021 : *DP World* acquiert *Imperial Logistics*, entreprise sud-africaine spécialisée dans la gestion de la chaîne d'approvisionnement pour différents secteurs.
 - Avril 2021 : *DSV* acquiert *Agility*, entreprise koweïtienne spécialisée en services logistiques intégrés, incluant des services d'expédition de fret aérien, maritime et routier, de la logistique contractuelle et des capacités logistiques spécialisées.
 - Juillet 2021 : *The Jordan Company* acquiert *AIT*, entreprise américaine fournissant des services de gestion des transports, d'expédition de fret et de logistique.

Le tableau ci-après présente les agrégats financiers des sociétés cibles identifiées ci-dessus, ainsi que les multiples d'EBITDA et d'EBIT associés à chaque transaction.

Figure 17 | Transactions comparables

Date	Acheteur	Catégorie d'acheteur	Cible	Description cible	Pays	VE implied (m€)	Marge d'EBITDA	VE / EBITDA (x)	VE / EBIT (x)
sept.-24	DSV	Stratégique	DB Schenker	Entreprise suisse spécialisée en services logistiques et gestion de la chaîne d'approvisionnement pour de nombreux secteurs	Suisse	14 300	10,0 %	7,5 x	12,7 x
févr.-24	CMA CGM	Stratégique	Bolloré Logistics SAS	Entreprise française spécialisée en services logistiques et gestion de la chaîne d'approvisionnement	France	~ 5 000	n.a.	n.a.	16,0 x
janv.-24	Nippon Express	Stratégique	Cargo-Partner	Entreprise autrichienne spécialisée en services logistiques, incluant le fret aérien, maritime, routier, ainsi que des services d'entrepôt et de gestion douanière	Autriche	1 400	n.a.	n.a.	19,7 x
mars-23	GEODIS	Stratégique	trans-o-flex Express	Entreprise allemande de logistique spécialisée dans les services de transport express et de colis spéciaux, avec une expertise particulière pour la santé, en Europe	Allemagne	1 000	11,0 %	16,5 x	41,8 x
févr.-23	CVC Advisers	Financier	Scan Global	Entreprise danoise spécialisée en services logistiques et gestion de la chaîne d'approvisionnement, incluant des solutions de transport international (fret aérien, maritime, routier et ferroviaire) et des services de logistique contractuelle	Danemark	1 392	6,3 %	7,3 x	10,4 x
déc.-22	MSC - SAS	Stratégique	Bolloré Africa Logistics	Entreprise française spécialisée dans les services logistiques, le transport multimodal et la gestion des infrastructures portuaires à travers le continent africain	France	5 700	n.a.	n.a.	13,1 x
sept.-22	DB Schenker Logistics	Stratégique	USA Truck	Entreprise américaine spécialisée dans le transport et la logistique par camion	Etats-Unis	459	10,3 %	6,3 x	11,3 x
août-22	AP Moller - Maersk A/S	Stratégique	LF Logistics	Société basée à Hong Kong et spécialisée en logistique et gestion de chaîne d'approvisionnement pour une variété de secteurs	Hong Kong	3 327	18,1 %	16,0 x	n.a.
juin-22	AP Moller - Maersk A/S	Stratégique	Senator International Spedition	Entreprise allemande spécialisée dans le transport international et la logistique multicanal	Allemagne	556	6,8 %	12,9 x	n.a.
nov.-21	Uber Freight	Stratégique	Transplace	Entreprise américaine spécialisée dans la gestion de la chaîne d'approvisionnement et les solutions de logistique et transport de fret multicanal	Etats-Unis	1 909	n.a.	17,3 x	n.a.
sept.-21	SF Holding	Stratégique	Kerry Logistics Network	Entreprise de logistique basée à Hong Kong, spécialisée dans la gestion de la chaîne d'approvisionnement et les services logistiques intégrés à l'échelle mondiale	Hong Kong	5 726	8,3 %	12,2 x	12,2 x
juil.-21	DP World	Stratégique	Imperial logistics	Entreprise sud-africaine spécialisée en services logistiques et gestion de la chaîne d'approvisionnement, incluant le transport, la distribution, la gestion des entrepôts et des services à valeur ajoutée pour divers secteurs	Afrique du Sud	752	8,8 %	7,9 x	n.a.
août-21	DSV	Stratégique	Agility	Entreprise koweïtienne spécialisée en services logistiques intégrés, incluant des services d'expédition de fret aérien, maritime et routier, de la logistique contractuelle et des capacités logistiques spécialisées	Koweït	4 040	n.a.	19,0 x	37,8 x
mars-21	The Jordan Company	Financier	AIT	Entreprise américaine fournissant des services de gestion des transports, d'expédition de fret et de logistique	Etats Unis	1 011	n.a.	13,4 x	n.a.
Moyenne								12,4 x	19,4 x
Mediane								12,9 x	13,1 x

Sources : Capital IQ, MergerMarket

4.5.2. Résultats de la méthode

Il ressort de nos analyses que l'information publique est relativement limitée et que l'échantillon considéré présente des niveaux de multiple très hétérogènes, sans que l'on puisse expliquer précisément les différences observées.

L'échantillon de transactions ne permet pas de conclure de façon suffisamment fiable sur un multiple d'évaluation pertinent pour estimer la Valeur Intrinsèque de *Clasquin*. Pour ces raisons nous ne présentons les résultats obtenus par la méthode des transactions comparables qu'à titre purement indicatif (en Annexe 8.2).

5. Analyse du rapport d'évaluation élaboré par la Banque présentatrice

Dans le cadre de notre mission, nous avons examiné le rapport d'évaluation élaboré par la Banque présentatrice dans le contexte de l'Offre. Cette analyse nous conduit à formuler les commentaires suivants.

D'un point de vue méthodologique, si la Banque a également adopté une approche d'évaluation multicritères, le panel de références et de méthodes d'évaluation retenues diffère du nôtre.

S'agissant des méthodes d'évaluation, la Banque retient, de même que dans nos travaux, la méthode DCF à titre principal et présente, à titre purement illustratif, les deux méthodes relevant de l'approche analogique, à savoir la méthode des comparaisons boursières et la méthode des transactions comparables qui sont, de notre point de vue, peu fiables dans le cas présent pour les raisons détaillées dans la section précédente.

S'agissant des références d'évaluation, la Banque retient le cours de bourse, les derniers objectifs de cours des analystes avant annonce de l'opération et considère comme pertinente la référence donnée par le prix payé. De notre côté, nous considérons également la référence donnée par le prix payé pour l'acquisition du Bloc, dans la mesure où celui-ci découle d'une négociation menée entre acteurs informés, indépendants et disposant d'une bonne connaissance du secteur. En revanche, nous considérons que le nombre restreint d'analystes financiers suivant la valeur ne permet pas de constituer un échantillon de publications suffisamment important pour former un consensus fiable sur la valeur. De ce fait, nous estimons que les prix cibles des analystes financiers ne peuvent constituer une référence pertinente pour estimer la valeur de la Société. De même, s'agissant du cours de bourse avant annonce de l'Opération, nous considérons que cette référence n'est pas pertinente compte tenu de la faiblesse des volumes échangés (en valeur absolue et en proportion du flottant).

5.1. Modalités de mise en œuvre de la méthode DCF

La mise en œuvre de la méthode DCF par la Banque conduit à une valeur par action comprise entre 112,2 € et 127,5 €, avec une valeur centrale de 119,3 € contre une valeur comprise entre 109,4 € et 118,1 € par action résultant de nos propres travaux (soit un écart d'environ 5,5 € par action en milieu de fourchette).

Cette conclusion, très similaire à la nôtre, repose toutefois sur les modalités de mise en œuvre de la méthode DCF différentes.

- S'agissant des flux de trésorerie futurs, la Banque s'est appuyée sur le plan d'affaires 2024-2029 fourni par l'Initiateur et sur les informations

communiquées dans les dernières notes des analystes financiers couvrant la Société. Ce plan d'affaires intègre des perspectives de croissance de la marge brute plus soutenues que dans le plan d'affaires construit par le Management et utilisé dans nos travaux. Il s'agit là du principal facteur expliquant l'écart d'estimations entre nos travaux.

A l'issue du plan d'affaires, la Banque ne retient pas de période d'extrapolation et estime un flux normatif à l'horizon 2030. De notre côté, nous retenons une période d'extrapolation de dix années avant d'estimer la valeur terminale.

Enfin, pour le calcul de la valeur terminale, la Banque retient un taux de croissance perpétuelle de 2,30% et un ratio de conversion en ligne avec le niveau moyen sur 2024-2029. S'agissant du taux de croissance perpétuelle, notre estimation (2,25%) est très proche de celle de la Banque. En revanche, nous tenons compte de la probable dégradation du ratio de conversion dans un marché fortement concurrentiel. Nous avons donc considéré deux scénarios : un scénario Bas qui intègre l'érosion du ratio de conversion de 2 points et un Scénario Haut où le ratio de conversion est stable sur toute la période.

- S'agissant des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres de la Société, les travaux de la Banque ne présentent pas de différences significatives avec nos travaux. La principale différence tient au fait que la Banque n'intègre pas de réévaluation des déficits reportables dans ses estimations.
- S'agissant du taux d'actualisation, la Banque retient un taux d'actualisation comparable au nôtre (9,2% contre 9,3% pour Accuracy).

5.2. Modalités de mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières

S'agissant de la méthode des comparaisons boursières, la Banque retient un échantillon composé de quatre sociétés cotées actives dans le secteur des services de commission transport (ou *freight forwarding*) et de logistique internationale, dont une société danoise (DSV), une société suisse, Kuehne + Nagel (ensemble le « **Tier 1** »), et deux sociétés américaines (Expeditors et C.H. Robinson, ensemble le « **Tier 2** »). Toutes ces sociétés sont également retenues dans notre échantillon.

La Banque présente à titre purement illustratif une fourchette d'estimations comprises entre 141,7 € et 150,6 € par action, obtenues respectivement à partir de la valeur moyenne des multiples d'EBIT 2024 et d'EBITDA 2025 de l'échantillon Tier 1.

La Banque présente également une approche par les multiples boursiers historiques de *Clasquin* et de ses comparables boursiers. Cette approche consiste à appliquer à l'EBITDA 2024 estimé de *Clasquin*, les multiples d'évaluation de *Clasquin*, ainsi que ceux des sociétés comparables, observés sur une période historique de cinq ans. Sur cette base, la Banque présente, à titre purement illustratif, une fourchette d'estimations comprises entre 89,6 € et 143,2 € par action.

Au total, la Banque estime néanmoins que la pertinence de cette méthode est limitée en raison du nombre élevé de critères différenciant *Clasquin* de ces sociétés (différence de taille, d'exposition géographique, portefeuille de produits, niveau de marge, intensité capitalistique).

Pour notre part, nous nous sommes appuyés sur un échantillon de sept sociétés du secteur qui présentent un profil de faible intensité capitalistique. Au terme de nos analyses (cf. section 4.4.2), nous partageons l'opinion de la Banque qu'aucune des sociétés au sein de l'échantillon n'est suffisamment comparable à *Clasquin* en termes de taille, de perspective de croissance et d'activité. Nous concluons que la méthode des comparaisons boursières ne permet pas de fournir une estimation fiable de la valeur de la Société et nous avons donc écarté les résultats de la méthode.

5.3. Modalités de mise en œuvre de la méthode des transactions comparables

La Banque a retenu un échantillon de neuf transactions dans le domaine des services de commission transport et de logistique internationale, dont les dates d'annonce remontent jusqu'à novembre 2018.

La Banque présente cette méthode à titre purement illustratif en raison (i) d'un manque d'information disponible et de son faible niveau de fiabilité, (ii) de profils d'activité, de taille, de positionnement et de rentabilité différents et (iii) de potentiels rationnels de transaction différents.

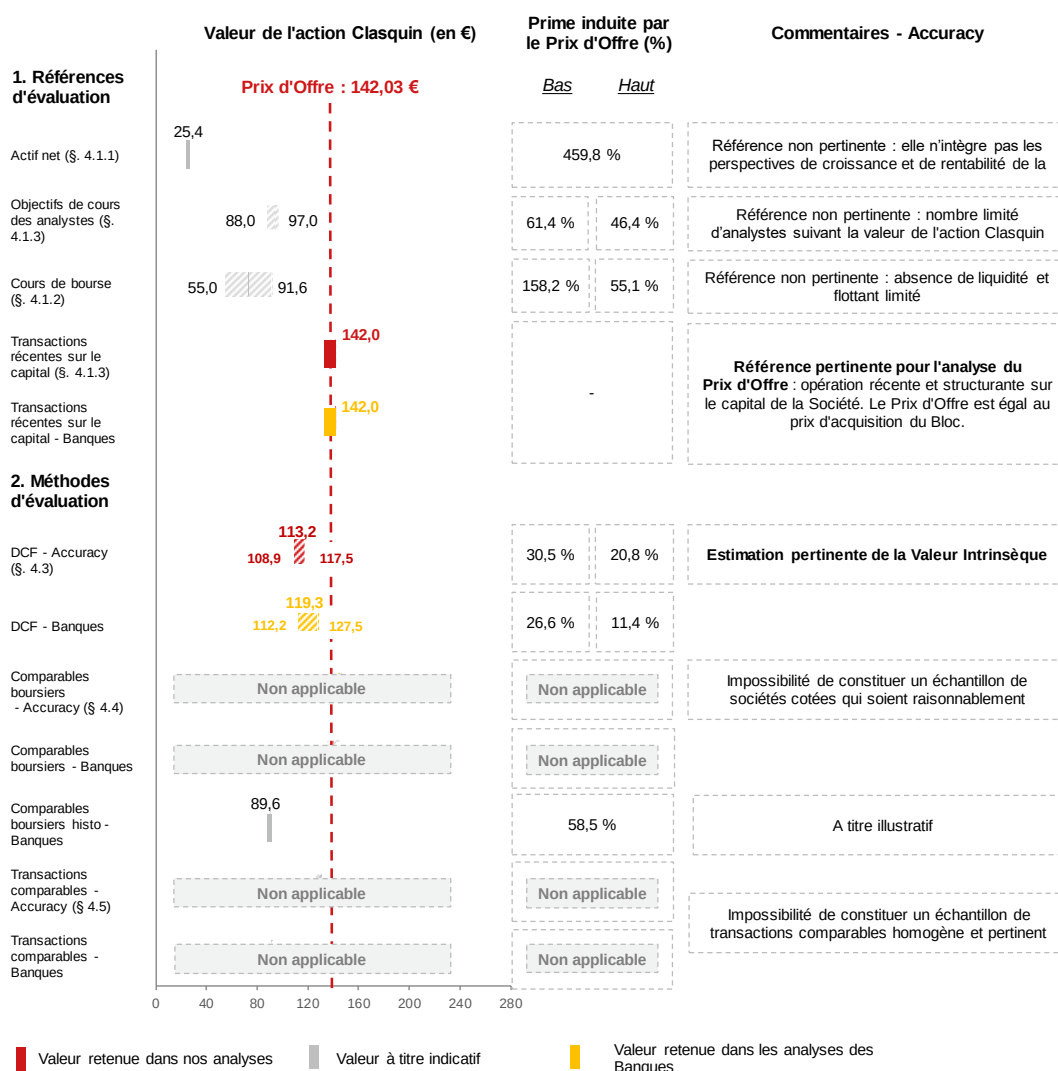
La Banque retient la médiane des multiples d'EBITDA pour l'application de la méthode des transactions comparables (7,7x). Sur cette base, la Banque présente à titre purement illustratif une valeur par action de 90,9 €.

De notre côté, nous avons limité la sélection des sociétés de l'échantillon à des transactions récentes (depuis 2021). A cet égard, les transactions retenues par la Banque, intervenues après 2021 et dont l'information est publique, font toute partie de notre échantillon. Cependant, compte tenu du caractère peu comparable de ces sociétés, nous considérons, comme la Banque, que la méthode des transactions comparables ne permet pas de fournir une estimation fiable de la valeur de la Société.

5.4. Synthèse des estimations obtenues pour la Valeur Intrinsèque de la Société

Le graphique ci-dessous présente de façon synthétique les résultats de notre analyse des différentes références d'évaluation disponibles pour l'action *Clasquin*, ainsi qu'une comparaison avec les résultats obtenus par la Banque.

Synthèses de travaux d'évaluation d'Accuracy et de la Banque présentatrice



6. Conclusion sur le caractère équitable des conditions financière de l'Offre

6.1. Rappel du contexte de notre intervention

Le 30 novembre 2023, l'Initiateur a soumis une offre d'achat non-engageante (« **NBO** ») à M. Yves Revol et à la société *Olymp Omnium Lyonnais de Management et de participations* (« **Olymp** »), actionnaires contrôlant de *Clasquin*. Cette exclusivité a été consentie par les M. Yves Revol et Olymp lors de la contre-signature de la NBO le 4 décembre 2023.

Le 28 mars 2024, M. Yves Revol, Mme Evelyne Revol et Olymp (ensemble les « **Cédants** ») ont conclu un contrat définitif de cession d'actions (le « **Contrat de Cession** »²³) en faveur de *SAS Shipping Agencies Services Sarl* (« **l'Initiateur** ») dont la réalisation est intervenue le 9 octobre 2024, après obtention des autorisations réglementaires usuelles.

En vertu de cet accord, l'Initiateur a acquis 42,06% du capital pour un prix de 142,03€ par action.

Dans le cadre de l'acquisition des 42,06% du capital auprès des Cédants, l'Initiateur a communiqué sa décision de déposer un projet d'Offre Publique d'Achat (« **l'Offre** ») sur le solde du capital de la Société à un prix au moins égal à celui consenti aux Cédants²⁴, soit 142,03 € par action.

L'Initiateur a indiqué son intention de procéder à un retrait obligatoire des actions de la Société dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, les actions non présentées par les actionnaires minoritaires ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société.

Concomitamment, un certain nombre d'accords ont été conclus entre l'Initiateur, les Cédants, certains dirigeants et des actionnaires minoritaires de filiales :

- le Contrat de Cession,
- les accords et en particulier les valeurs retenues par les parties concernant la cession de sociétés immobilières à une société du Groupe MSC par certains actionnaires de la Société,
- des lettres-accords concernant la rémunération de deux principaux dirigeants (les « **Lettres-Accords** »),

²³ Le 1er octobre 2024, Yves Revol a fait donation de 53.581 Actions au fonds de dotation Yves Revol Foundation régi par la loi n° 2008-776 du 4 août 2008.

²⁴ A l'exclusion des actions auto-détenues par la société et des actions gratuites indisponibles à la date de l'Opération

-
- des protocoles d'engagement d'apport à l'Offre entre SAS et certains managers,
 - un mécanisme de liquidité au profit des titulaires d'actions gratuites indisponibles (le « **Contrat de Liquidité** »),
 - le contrat de cession de l'action Clasquin Far East détenue par Yves Revol à la Société,
 - la promesse de vente entre l'Initiateur, Olymp, Hugues Morin et David Canard-Volland relatif à Euphrosine Limited,
 - les pactes d'actionnaires (les « **Pactes d'Actionnaires** ») et les avenants (les « **Avenants** ») aux pactes conclus entre *Clasquin* et les actionnaires minoritaires de certaines entités.

Dans ce contexte, conformément à la réglementation boursière, le Conseil d'Administration de la Société, sur recommandation d'un comité *ad hoc* constitué à cet effet a désigné *Accuracy* le 5 juin 2024 en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Plus précisément, l'intervention d'*Accuracy* est requise au titre de deux dispositions de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF :

- (i) « Les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L.233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance » (alinéa I – 2°) ;
- (ii) « Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée » (alinéa I – 4°).

6.2. Conclusions de nos travaux

Caractère équitable du prix d'Offre

Comme indiqué précédemment, l'Offre fait suite à l'acquisition des actions détenues par les Cédants par l'Initiateur au prix de 142,03 € par action.

Dans ce contexte, le respect de l'équité de l'Offre repose en particulier sur le principe d'égalité de traitement de tous les actionnaires.

Sur cette base, nous pouvons conclure que le Prix d'Offre de 142,03 € par action est équitable pour les actionnaires minoritaires, puisqu'il est égal au prix unitaire négocié avec les Cédants.

Par ailleurs, à la suite des diligences que nous avons réalisées, nous n'avons identifié aucun élément nous conduisant à penser que les accords conclus par

l'Initiateur avec les dirigeants et les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Opération ont biaisé ses conditions financières.

Nous avons porté une attention particulière au mécanisme de liquidité des actions gratuites. Ce mécanisme de liquidité offert aux bénéficiaires des actions gratuites ne confère pas selon nous d'avantage particulier aux détenteurs desdites actions.

Intérêt pour les actionnaires minoritaires d'apporter leurs titres à l'Offre

En vue d'apprécier l'intérêt pour les Actionnaires Minoritaires de présenter leurs actions à l'Offre, nous avons tout d'abord cherché à estimer – de façon usuelle en pareille circonstance – la valeur en *standalone* de la Société (ou Valeur Intrinsèque) à travers une évaluation multicritères.

Le Prix d'Offre extériorise une prime par rapport à nos estimations de la Valeur Intrinsèque de la Société comprise entre +30,5% et +20,8%, niveau de prime qui nous semble confortable au regard des considérations suivantes :

- nos estimations de la Valeur Intrinsèque reflètent un scénario relativement optimiste correspondant au maintien à perpétuité d'un ratio de conversion en ligne avec l'objectif de la Société et un scénario légèrement dégradé où ce dernier est en ligne avec le ratio 2024 anticipé.
- En sa qualité de président de *Clasquin*, M. Revol a une connaissance approfondie du secteur et se trouvait en position d'apprécier en toute connaissance de cause le prix proposé par SAS.

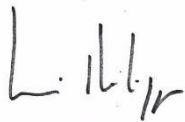
Aucune synergie n'a été quantifiée durant les négociations au niveau de *Clasquin*. Ces éventuelles synergies ne sont d'ailleurs, d'après l'Initiateur, pas garanties même si les deux groupes présentent une complémentarité commerciale par la proximité de leurs activités.

Par ailleurs, étant donné la liquidité réduite du titre, les actionnaires qui décideront d'apporter leurs actions à l'Offre bénéficieront d'une liquidité immédiate sur leurs actions. A cet égard, certains membre clés du management ont fait le choix de céder leurs actions au prix de 142,03 €.

En conclusion, nous confirmons le caractère équitable de l'Offre pour les actionnaires minoritaires de *Clasquin*.

Paris, le 9 octobre 2024

Pour *Accuracy*,



Henri Philippe
Associé



Guillaume Charton
Directeur



Mathilde de Montigny
Directeur

Annexes

Annexe 1.	Lettre de mission.....	61
Annexe 2.	Lettre d'affirmation <i>Clasquin</i>	68
Annexe 3.	Lettre d'affirmation SAS.....	69
Annexe 4.	États financiers consolidés de la Société	71
Annexe 5.	Taux d'intérêt sans risque exigé par les investisseurs (R_F) ..	74
Annexe 6.	Prime de risque de marché anticipée (P_{RM}).....	77
Annexe 7.	Description des sociétés comparables	78
Annexe 8.	Résultats des méthodes par multiples à titre indicatif.....	79
Annexe 9.	Analyse de sensibilité	80

Annexe 1. Lettre de mission



Clasquin

Lettre de mission

Expertise indépendante
dans le cadre de l'offre publique d'achat portant
sur les actions de la Société suivie d'un retrait obligatoire de la
Société, si les résultats de l'Offre le permettent

Juin 2024

Transactions
Disputes
Crises
Decisions



LETTRE DE MISSION

Clasquin
235, cours Lafayette,
F-69451 Lyon - France

A l'attention de Philippe Lons,

Fait à Paris, le 7 juin 2024

Cher Monsieur,

Faisant suite à nos échanges, la présente lettre a pour objet de vous confirmer nos accords relatifs à la réalisation de travaux d'évaluation financière et la rédaction subséquente d'une attestation d'équité pour le compte de votre société (ci-après les « Services »).

L'Annexe A ci-jointe reprenant les conditions de la mission fait partie intégrante desdits accords.

Clasquin SA (ci-après désigné « Clasquin », le « Client » ou la « Société ») et Accuracy seront désignés conjointement comme les « Parties ».

Contexte et objet de la mission

Clasquin est une société de services de commission transport (ou *freight forwarding*) et de logistique internationale. La Société compte plus de 85 bureaux et 1 600 collaborateurs dans le monde pour un chiffre d'affaires 2023 de 562 m€.

Clasquin, introduite en bourse en 2006, est cotée sur *Euronext Growth* à Paris. Elle affichait une capitalisation boursière d'environ 200 m€ au 1er décembre 2023 (soit 85 € par action).

La Société est actuellement contrôlée par M. Revol qui détient directement et indirectement (au travers de société Olymp) 42,1% du capital. Le solde du capital est détenu par les salariés (15,1%) et le flottant.

Mediterranean Shipping Company (« MSC ») est l'un des principaux armateurs de porte-conteneurs et de navires de croisières mondiaux. MSC compte une flotte de 560 navires et plus de 100 000 employés. Il assure également la gestion de terminaux portuaires à Singapour, Long Beach, ou Rotterdam.

Le 4 décembre 2023, la Société a annoncé l'entrée en négociations de M. Revol et Olymp avec Shipping Agencies Services (« SAS »), filiale de MSC, en vue de céder l'intégralité de leurs actions (« l'Opération »).

Le 21 mars 2024, la Société a annoncé qu'un accord avait été trouvé avec M. Revol et Olymp portant sur l'acquisition par SAS de leur participation de 42,06% du capital de Clasquin au prix de 142,03€ par action.

L'Opération reste soumise à un audit de la part de SAS, à l'accord des autorités compétentes (notamment en matière de concurrence) et à la consultation des instances représentatives du personnel.

SAS (« l'Initiateur ») déposera par la suite une offre publique d'achat (« l'Offre ») portant sur le solde des actions qu'elle ne détient pas et entend procéder au retrait obligatoire de la Société, si les résultats de l'Offre le permettent.



Des membres clé de l'équipe de management se sont engagés à apporter leurs actions Clasquin dans le cadre de l'Offre, représentant au total environ 8,5% du capital social.

L'Annexe B ci-jointe présente le programme de travail prévisionnel détaillé tel que nous l'envisageons à ce stade de notre connaissance du dossier.

Fondements réglementaires

La Société est tenue de désigner un expert indépendant dans la mesure où l'Offre est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du conseil d'administration de la Société (article 261-1 I du règlement général de l'AMF), notamment car :

- la Société sera contrôlée au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce de concert par l'Initiateur, avant le lancement de l'Offre (article 261-1 I alinéa 1 du règlement général de l'AMF),
- les dirigeants de la Société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance (article 261-1 I alinéa 2 du règlement général de l'AMF),

Enfin, l'Initiateur a indiqué son intention de procéder à un retrait obligatoire de la Société, si les résultats de l'Offre le permettent, ce qui rend également obligatoire la désignation d'un expert indépendant (article 261-1 II du règlement général de l'AMF).

Nous comprenons qu'il s'agit des seules motivations identifiées à ce jour pour la nomination d'un expert indépendant dans le contexte de l'offre. En particulier, vous n'avez pas identifié de transactions connexes ou d'autres catégories de titres que les actions qui seraient concernées par l'Offre.

Dans ce contexte, l'expert devra s'assurer que les conflits d'intérêts éventuels n'ont pas biaisé les conditions financières de l'Offre. Il devra également s'assurer que le prix d'offre est un prix d'indemnisation équitable dans le contexte d'un éventuel retrait obligatoire.

Déclaration d'indépendance

En conformité avec l'alinéa II de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF (nouveau titre VI relatif à l'expertise indépendante), Accuracy atteste « l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission ».

Cette déclaration d'indépendance concerne également M. Bruno Husson, associé honoraire d'Accuracy, en charge du contrôle qualité.

Produit fini

Nos travaux vous seront restitués sous la forme d'un rapport en français détaillant notre opinion sur l'équité des conditions financières de l'Offre envisagée.

Ce rapport d'expertise sera conforme à l'instruction n°DOC-2006-08 du 25 juillet 2006 de l'AMF relative à l'expertise indépendante telle que modifiée le 10 février 2020 ainsi qu'à la recommandation n°DOC-2006-15 du 28 septembre 2006 de l'AMF telle que modifiée le 10 février 2020 sur l'expertise financière indépendante, et comprendra notamment les éléments suivants :

- une présentation synthétique d'Accuracy,
- la liste des missions d'expertise effectuées par le cabinet au cours des vingt-quatre derniers mois,
- un rappel du contexte de l'Offre, une analyse des motifs ayant requis l'intervention d'un second expert indépendant et des implications éventuelles sur les contours de notre mission,
- la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF,
- la rémunération perçue dans le cadre de notre mission,
- une description détaillée des diligences mises en œuvre pour accomplir notre mission, dont notamment le programme de travail détaillé, le calendrier de l'étude, la liste des personnes rencontrées, les sources d'information utilisées et le personnel associé à sa réalisation,
- notre propre estimation de la valeur des actions ordinaires de Clasquin, en *stand alone*, c'est-à-dire en dehors de tout effet attendu du rapprochement potentiel avec l'initiateur, selon une approche multicritères,



-
- une analyse des synergies (positives et négatives) anticipées du rapprochement de la Société avec l'Initiateur,
 - une analyse critique des travaux d'évaluation effectués par le ou les conseils de l'initiateur dont la banque présentatrice,
 - le cas échéant, notre analyse et appréciation des observations écrites effectuées par les actionnaires de la Société et nos réponses à ces observations,
 - notre conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, au regard des motifs ayant requis l'intervention d'un expert indépendant,
 - une description de la mission, du rôle et des diligences effectuées par la personne en charge du contrôle qualité de notre rapport d'expertise.

Ce rapport vous sera présenté au stade de projet pour être discuté et finalisé à la suite de vos commentaires. Il sera ensuite présenté au Conseil d'administration de la Société et pourra être rendu public dans la note en réponse relative à l'Offre conformément au règlement général de l'AMF.

Le contrôle qualité de nos travaux sera réalisé par M. Bruno Husson, associé honoraire d'Accuracy.

M. Husson n'est plus salarié d'Accuracy. Il sera rémunéré sur la base du temps passé pour ses diligences dans le cadre d'une facturation ponctuelle. Il pourra faire appel autant que de besoin à d'autres consultants d'Accuracy dans le cadre de sa mission de contrôle, en particulier si la complexité des modèles d'évaluation mis en œuvre dans le cadre de la mission le nécessite.

Le contrôle qualité réalisé sous la direction de M. Bruno Husson interviendra en plusieurs temps :

- entretiens au démarrage de la mission portant sur le contexte et les caractéristiques de l'Offre, afin de délimiter les difficultés et zones de risques éventuelles,
- relecture critique du rapport pouvant conduire à modifier ou approfondir certaines analyses.

Les modèles d'évaluation mis en œuvre dans le cadre de la mission (modèle DCF en particulier) feront également l'objet d'une revue analytique par un consultant qui n'a pas participé à la mission.

Calendrier

Conformément à l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, notre mission d'expertise indépendante requiert un délai suffisant pour formuler notre opinion, délai qui ne peut être inférieur à vingt jours de négociation.

À ce stade, nous comprenons que le calendrier de l'Opération est soumis à l'obtention des autorisations des autorités réglementaires compétentes qui devraient intervenir d'ici la fin de l'année.

Nos travaux pourraient débiter immédiatement.

Notre projet de rapport sera ensuite finalisé à la suite de vos commentaires et nous ferons nos meilleurs efforts afin que sa version définitive soit disponible quelques jours avant le Conseil d'Administration de la Société devant rendre son avis motivé sur l'Offre (date non encore connue à ce jour).

Limites de notre intervention

Nous attirons votre attention sur le fait que nos travaux seront fondés sur les informations communiquées par la Société (états financiers historiques, budgets et prévisions) et ce sans vérification de ces informations de notre part.

Équipe et moyens matériels

Henri Philippe, Associé de notre société en charge de l'activité évaluations et attestations d'équité, supervisera la réalisation de l'ensemble de la mission. Il sera assisté par Mathilde de Montigny et

Guillaume Charton, *Directors*, ainsi que par une équipe de consultants spécialisés dans ce type de mission.

À titre indicatif, et compte tenu de notre connaissance actuelle du dossier et du calendrier fixé pour la réalisation de notre mission, nous anticipons une répartition des heures de travail comme présentée dans le tableau suivant.

Répartition estimée des heures de travail

	Semaine 1	Semaine 2	Semaine 3	Semaine 4	Total
Partner/Director	10	10	20	20	60
Manager	40	40	40	40	160
Analyste	40	40	40		120
Total					340
Revue qualité					
Partner / Director	4	4	4	8	20
Total (y/c revue qualité)					360

Un CV résumé des différents intervenants sur la mission est présenté en annexe.

En outre, *Accuracy* confirme disposer des moyens matériels nécessaires pour mener à bien une telle mission d'expertise indépendante. En particulier, *Accuracy* dispose :

- d'un accès aux bases de données financières suivantes : *S&P Capital IQ, Bloomberg, Thomson Reuters* ;
- d'un accès à des bases de données d'études académiques.

Honoraires

Notre rémunération prendra la forme d'honoraires forfaitaires d'un montant de 105 000 (cent cinq mille) euros hors taxes, frais et débours divers (ces derniers s'élèvent à six pour cent de nos honoraires hors taxes).

Ces honoraires et les frais associés seront payables à la remise de notre attestation d'équité finale à la Société.

Ces honoraires prennent en compte le coût de la revue qualité.

Le montant d'honoraires a été établi sur la base du temps requis par les diligences nécessaires à la conduite de ce type de mission et la rédaction d'un rapport dans les délais susmentionnés.

Dans l'hypothèse où la mission d'*Accuracy* se prolongerait au-delà du calendrier susmentionné et/ou dans le cas où une modification significative des principales caractéristiques de l'Offre conduirait *Accuracy* à réaliser des travaux complémentaires (par exemple, dans le cas où d'autres catégories de titres seraient visées par l'Offre), les Parties conviennent de fixer d'un commun accord un budget additionnel d'honoraires. Ce budget sera fondé sur la base du temps passé au taux horaire habituellement pratiqué chez *Accuracy* dans ce type de mission en fonction de la séniorité des personnes concernées.

Sur la base de l'équipe mentionnée plus haut, nous estimons le coût hebdomadaire d'une semaine additionnelle à 25 000 euros, hors taxes et frais.

Conflit d'intérêts

En acceptant les termes de la présente lettre, vous reconnaissez nous avoir demandé expressément de fournir les prestations qui y sont décrites et vous renoncez par avance à toute réclamation fondée

sur des allégations de conflit d'intérêts en relation avec la Société et les prestations pour lesquelles elle a engagé AA. Nous nous réservons le droit de mettre fin à tout moment à notre mission dans le cas où nous jugerions que certaines circonstances ne nous permettent pas de poursuivre nos travaux de manière objective.

Intégralité de l'accord

Les Services seront fournis en vertu des dispositions de la présente lettre et de l'annexe A ci-jointe qui fait partie intégrante de la lettre de mission. Cette lettre ainsi que son annexe décrivent l'intégralité de nos accords relatifs aux Services. Elles remplacent et annulent toutes propositions, correspondances et accords antérieurs, qu'ils soient écrits ou oraux, entre les Parties. Les accords entre le Client et Accuracy contenus dans la présente lettre et son annexe ci-jointe demeureront applicables après la réalisation ou la résiliation de la présente mission. Dans le cas d'un conflit entre les dispositions de la présente lettre et l'une quelconque des dispositions figurant en annexe A ("les conditions de la mission"), les dispositions de l'annexe A prévaudront.

Valeur relative de la lettre de mission

Chaque Partie Concernée reconnaît qu'elle souscrit à la présente lettre de mission sur la base des accords et déclarations contenus aux présentes et à ses propres fins et non pour le bénéfice d'un tiers quelconque n'étant pas expressément identifié aux présentes.

Incessibilité

Chaque Partie Concernée à la présente lettre s'interdit de céder, transférer ou vendre, directement ou indirectement, à un tiers quelconque, toutes créances, qu'elle pourrait avoir à l'encontre d'une autre Partie Concernée, découlant de la présente lettre de mission.

Intuitu personae

La présente lettre de mission est conclue intuitu personae. Aucune des Parties Concernées n'est autorisée à céder ou sous-traiter tout ou partie des obligations qui lui incombent au titre de la présente lettre de mission sans l'accord exprès et préalable des autres Parties Concernées.

Droit applicable

Les Parties Concernées entendent que d'éventuels désaccords ou litiges qui viendraient à les diviser quant à la validité, l'application ou l'interprétation de la présente lettre de mission, soient résolus conformément aux dispositions de droit français.

Litiges

Les Parties conviennent de soumettre tout différend qui ne serait pas réglé à l'amiable entre elles à la compétence exclusive du Tribunal de Commerce de Paris, même en cas d'appel en garantie ou de pluralité de défendeurs. Cette attribution de compétence s'applique également en matière de référé.



Nous vous remercions de nous confirmer votre accord sur ce qui précède en nous retournant un des deux exemplaires signés de la présente lettre.

Nous sommes honorés de votre confiance et vous assurons de notre volonté de tout mettre en œuvre pour continuer à la mériter.

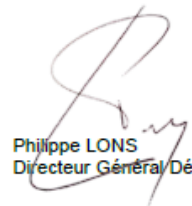
Veuillez croire, cher Monsieur, à l'expression de nos sentiments distingués,

Accuracy

Henri PHILIPPE
Associé

Lu et approuvé à la date de la présente lettre :

Clasquin


Philippe LONS
Directeur Général Délégué



Annexe 2. Lettre d'affirmation *Clasquin*



M. Henri PHILIPPE
Accuracy
16, avenue Matignon
75008 Paris

Lyon, le 8 octobre 2024

Monsieur,

Votre société a été désignée par *Clasquin* (la « Société », « *Clasquin* ») afin d'émettre une attestation d'équité dans le cadre du projet d'offre publique d'achat initié par *SAS Shipping Agencies Services Sarl* (« SAS » ou « l'Initiateur ») sur les titres *Clasquin* (« l'Offre »).

Nous vous confirmons par la présente qu'il n'existe pas, à notre connaissance, d'accord conclu entre l'Initiateur, d'une part, et d'autres actionnaires de la Société, d'autre part, hormis ceux communiqués dans le cadre de l'Offre. Lesdits accords ne comportent, selon nous, aucune disposition inhabituelle de nature à remettre en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires de la Société.

Nous vous confirmons que toutes les informations utiles pour servir les objectifs de votre mission vous ont été communiquées. En particulier, nous vous confirmons que les données prévisionnelles de la Société présentées dans le plan d'affaires qui vous a été communiqué ont été établies sous notre responsabilité. Ce plan d'affaires reflète un scénario de retour vers des niveaux de croissance et de profitabilité plus en ligne avec le passé récent, par rapport à la performance exceptionnelle enregistrée en 2022.

A notre connaissance, il n'existe, à ce jour, aucun élément susceptible de remettre en cause ces prévisions. Toutefois, l'évolution de l'environnement de la Société est susceptible d'avoir un impact sur ces prévisions, à la hausse comme à la baisse.

Nous vous confirmons qu'à la date de l'Offre, le capital de la Société est composé de 2.329.268 actions. En outre, nous vous confirmons qu'à la date de l'Offre, il n'existe aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société. Après exclusion des 1.542 actions en auto-détention, le nombre d'action *Clasquin* s'établit à 2.327.726 actions.

En outre, lecture faite de votre rapport, nous vous confirmons que nous n'avons connaissance d'aucun fait ou circonstance significatif qui pourrait rendre vos travaux inexacts, trompeurs ou inappropriés.

Veuillez agréer, Monsieur, l'expression de nos sentiments les meilleurs.

DocuSigned by: Philippe Lons
Philippe Lons
07430C46830E4B5
Directeur Général Délégué, Clasquin

CLASQUIN SA

Immeuble Le Rhône-Alpes - 235 cours Lafayette - 69 451 LYON Cedex 06 - FRANCE
Tél : +33 (0)4 72 83 17 00 - Fax : +33 (0)4 72 83 17 17 - <http://www.clasquin.com>
Société anonyme au capital de 4.658.536€ - EORI N° FR 959 503 087 RCS LYON - Code NACE 5229 B
Commissionnaire en Douane Agréé N° 5120 - Opérateur Economique Agréé N° FR00000555

Annexe 3. Lettre d'affirmation SAS

SAS Shipping Agencies Services Sarl
Société à Responsabilité Limitée
L-1840 Luxembourg, 11 Boulevard Joseph II
R.C.S. Luxembourg : B 113456

M. Henri PHILIPPE

Accuracy

16, avenue Matignon
75008 Paris

Paris, le 9 octobre 2024

Monsieur,

Votre société a été désignée par *Clasquin* (la « **Société** », « **Clasquin** ») afin d'émettre une attestation d'équité dans le cadre du projet d'offre publique d'achat initié par *SAS Shipping Agencies Services Sarl* (« **SAS** » ou « **l'Initiateur** ») sur les titres *Clasquin* (« **l'Offre** »).

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur des titres détenus directement et indirectement par M. Yves Revol et sa société *Olymp* (ci-après les « **Cédants** »). En vertu de cet accord, l'Initiateur a acquis 979 800 actions représentant 42,06% du capital de la Société pour un prix de 142,03 € par action.

Nous vous confirmons que l'Initiateur n'a procédé à aucune acquisition d'actions de la Société au cours des douze derniers mois précédant la réalisation de l'acquisition des actions détenues par les Cédants.

Nous vous confirmons qu'aucune synergie n'a été quantifiée lors des négociations précédant la transaction, bien que les deux groupes présentent une complémentarité commerciale. Ces synergies ne sont toutefois pas garanties et n'ont par conséquent pas conditionné la réalisation de l'Offre. Nous vous confirmons que la prime extériorisée reflète principalement une stratégie de protection d'un actif de taille significativement supérieure à *Clasquin*.

A l'exception (i) du Contrat de Cession du Bloc, (ii) des Protocoles d'engagement d'apport à l'Offre entre SAS et certains managers, (iii) du Contrat de Liquidité au profit des titulaires d'actions gratuites, (iv) des accords concernant la cession de sociétés immobilières par les Cédants et certains managers et (v) des lettres-accords concernant la rémunération de deux dirigeants et actionnaires cédant leurs actions, nous vous confirmons par la présente qu'il n'existe aucun autre accord conclu entre l'Initiateur, d'une part, et d'autres actionnaires de la Société, d'autre part. Par ailleurs, lesdits accords ne comportent, selon nous, aucune disposition inhabituelle de nature à remettre en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires de la Société. Plus particulièrement :

- L'acquisition de SCI auprès des Cédants, de certains managers et de *Clasquin* s'est faite à la valeur de marché à dire d'expert dont les rapports vous ont été communiqués.
- Les rémunérations *post closing* ajustées à la hausse ne comprennent aucun complément de prix ou mécanisme assimilé et correspondent aux pratiques de marché.

Nous vous confirmons que l'Initiateur n'a pas vocation à céder le contrôle de la Société dans un avenir proche. L'Initiateur a l'intention d'accompagner le développement de *Clasquin* dans le cadre de son intégration au sein de *SAS Shipping Agencies Services Sarl*. Pour autant, il n'est pas envisagé de procéder à une fusion de l'Initiateur avec la Société, la Société devant continuer d'opérer ses activités avec ses équipes et sous les marques du Groupe.

Concernant le retrait obligatoire, si à l'issue de l'Offre nous ne sommes pas en mesure de procéder au retrait obligatoire, nous vous confirmons nous réserver le droit de déposer une nouvelle offre publique suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire.

Veuillez agréer, Monsieur, l'expression de nos sentiments les meilleurs.



Emmanuel Réveillaud

Manager de SAS Shipping Agencies Services Sarl

Annexe 4. États financiers consolidés de la Société

Figure 20 | Compte de résultat hors IFRS 16

<i>en m€</i>	déc.-19 Réel	déc.-20 Réel	déc.-21 Réel	déc.-22 Réel	déc.-23 Réel
Chiffre d'affaires	331,3	392,0	752,2	877,1	562,1
Coûts des ventes	(254,5)	(315,8)	(630,3)	(737,1)	(419,0)
Marge brute	76,7	76,2	121,9	140,0	143,1
Autres produits des activités ordinaires	0,2	0,4	0,5	1,1	1,2
Autres achats et charges externes	(17,0)	(15,9)	(20,9)	(27,3)	(34,9)
Impôts et taxes	(0,7)	(0,7)	(0,8)	(1,4)	(1,3)
Dépenses de personnel	(48,2)	(46,2)	(65,8)	(76,2)	(77,7)
EBITDA	11,0	13,8	34,9	36,2	30,4
Dotations nettes aux amortissements et aux provisions	(2,8)	(4,1)	(7,6)	(3,6)	(3,3)
Autres produits courants	0,3	(0,2)	0,1	0,8	1,9
EBIT courant	8,5	9,5	27,4	33,4	29,0
Autres produits opérationnels	0,0	0,1	0,2	1,4	1,0
Autres charges opérationnelles	(0,4)	(0,2)	(0,4)	(0,8)	(1,2)
EBIT	8,1	9,4	27,2	34,0	28,9
<i>en % de la marge brute</i>	<i>10,6 %</i>	<i>12,4 %</i>	<i>22,3 %</i>	<i>24,3 %</i>	<i>20,2 %</i>
Résultat financier	(0,5)	(1,5)	(1,9)	(1,0)	(1,2)
Coût de l'endettement financier net	(0,2)	(0,8)	(0,8)	(0,6)	(0,8)
Autres produits financiers	1,2	0,4	0,7	2,2	1,4
Autres charges financières	(1,5)	(1,0)	(1,7)	(2,5)	(1,8)
Résultat des sociétés mises en équivalence	0,0	0,1	(0,1)	-	0,0
Impôts sur les bénéfices	(3,2)	(2,6)	(6,2)	(9,0)	(7,7)
Résultat net consolidé	4,5	5,4	19,0	24,0	20,0
Participations ne donnant pas le contrôle	(0,6)	(0,3)	(1,5)	(1,9)	(1,7)
Résultat net - Part du groupe	3,9	5,1	17,5	22,1	18,3

Source : Rapports annuels, analyses Accuracy

Figure 18 | Bilan économique hors IFRS 16

<i>en m€</i>	déc.-19 Réel	déc.-20 Réel	déc.-21 Réel	déc.-22 Réel	déc.-23 Réel
Goodwill	24,5	23,7	26,7	29,8	31,0
Immobilisations incorporelles	6,2	5,9	5,6	5,0	5,1
Immobilisations corporelles	5,5	4,7	6,1	9,3	19,8
Immobilisations financières	1,0	1,0	0,9	1,2	1,5
Autres actifs non courants	-	0,5	-	-	-
Actif immobilisé	37,1	35,8	39,3	45,4	57,4
Créances clients	79,8	88,3	180,2	115,9	102,5
Dettes fournisseurs	(73,0)	(86,3)	(126,7)	(89,6)	(75,3)
Autres actifs courants	16,6	34,9	18,5	8,9	13,7
Autres dettes courantes	(15,7)	(17,8)	(35,2)	(32,4)	(31,4)
BFR	7,7	19,1	36,8	2,7	9,6
Provisions courantes	-	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,5)
Impôts différés	1,1	0,7	0,9	1,9	(0,1)
Créance (dette) d'impôt courant	0,8	(0,1)	(4,3)	(5,0)	(0,0)
Capitaux employés	46,7	55,4	72,6	44,8	66,3
Capital social	4,6	4,6	4,6	4,7	4,7
Prime d'émission	5,1	5,1	5,1	6,1	6,1
Réserves	8,5	12,3	12,2	20,2	26,8
Résultat net	3,9	5,1	17,5	22,1	18,3
Capitaux propres	22,1	27,1	39,3	53,1	56,0
Dette financière	47,1	48,5	59,7	35,4	45,2
Disponibilités	(28,5)	(25,8)	(37,4)	(56,0)	(51,9)
Dette financière nette	18,6	22,7	22,3	(20,6)	(6,7)
Dette locative	-	-	-	-	1,4
Intérêts minoritaires	4,9	4,0	6,3	7,4	8,7
Provisions pour risques et charges	-	-	-	-	-
Provisions non courantes	1,1	1,6	4,6	4,9	7,0
Comptes de régularisation	-	-	-	-	-
Capitaux investis	46,7	55,4	72,6	44,8	66,3

Source : Rapports annuels, analyses Accuracy

Figure 19 | Tableau de flux de trésorerie

<i>en m€</i>	déc.-19 Réel	déc.-20 Réel	déc.-21 Réel	déc.-22 Réel	déc.-23 Réel
EBIT	8,1	9,4	27,2	34,0	28,9
D&A yc provisions	2,5	2,8	5,6	3,3	3,7
Autre produits et charges cash et non-cash	(0,2)	(0,5)	(0,3)	(0,4)	0,6
Variation du BFR	5,6	(11,6)	(17,8)	35,2	(1,2)
CIT	(3,2)	(2,6)	(6,2)	(9,0)	(7,7)
Impôts et taxes	0,5	1,3	3,8	(0,4)	(5,0)
Flux de trésorerie opérationnel	13,3	(1,3)	12,3	62,8	19,4
Acquisitions / cessions d'immobilisations	(2,5)	(1,5)	(2,7)	(5,7)	(2,5)
Var. périmètre	(7,1)	0,2	0,6	(2,1)	(8,4)
Flux de trésorerie d'investissement	(9,6)	(1,3)	(2,1)	(7,8)	(10,9)
Free cash flow	3,8	(2,6)	10,2	55,0	8,5
Dividendes	(1,7)	(0,6)	(3,2)	(9,0)	(16,1)
Variation de dette financière	18,0	5,6	(2,8)	(19,9)	(6,0)
Variation d'actifs financiers	0,1	(0,0)	0,0	(0,2)	(0,1)
Transaction entre le Groupe et les intérêts minoritaires	0,1	(1,8)	0,4	(0,3)	(2,2)
Intérêts financiers	(0,2)	(0,7)	(0,8)	(0,6)	(0,7)
Acq. de titres auto-détenus	-	-	(0,8)	(1,0)	(1,4)
Augmentation / diminution de capital	-	-	-	1,1	-
Flux de trésorerie de financement	16,3	2,5	(7,2)	(30,0)	(26,5)
Forex	0,2	(0,8)	1,1	0,0	(1,1)
Reclassement de trésorerie active	-	-	-	-	-
Variation de trésorerie nette	20,2	(0,9)	4,1	25,0	(19,1)

Source : Rapports annuels

Annexe 5. Taux d'intérêt sans risque exigé par les investisseurs (R_F)

La crise financière de 2007-2009 et la crise des dettes publiques en Europe ont ouvert une période de volatilité inhabituelle des taux de rendement servis par les emprunts d'État.

Peu après le début de la crise, la Fed et la Banque Centrale Européenne ont rapidement baissé leurs taux d'intérêt indicateurs (à près de 0%), entraînant une chute des rendements actuariels des obligations d'État. La crise des dettes souveraines a ensuite marqué une certaine polarisation au sein de la zone euro avec (i) d'un côté une baisse des taux de rendement dans les pays considérés comme « sûrs » en termes de risque de crédit (*flight-to-quality*) et (ii) de l'autre une forte hausse des taux de rendement dans les pays tels que la Grèce, l'Irlande, l'Espagne, l'Italie ou le Portugal.

En outre, afin de soutenir leurs économies, la Fed, suivie par la BCE, a eu recours à l'injection massive de capitaux via le rachat d'instruments financiers (*quantitative easing* ou QE). Conséquence directe de cette politique, les taux de rendement des obligations souveraines ont enregistré une forte baisse jusqu'à extérioriser des niveaux inférieurs aux perspectives d'inflation.

Si une telle situation peut s'envisager à court/moyen terme, elle n'est pas acceptable sur le long terme, car elle viendrait remettre en question la notion même de valeur temporelle de l'argent (ou « *time value of money* ») à la base des modèles d'évaluation usuels. Dans un tel contexte, nous considérons que les rendements actuariels observés sur les obligations d'État ne constituent pas une référence de taux sans risque satisfaisante et préconisons, depuis 2012, de recourir à une approche normative de détermination du taux sans risque nominal, dérivée de l'équation de Fisher :

Taux sans risque (nominal) = taux d'intérêt réel + inflation attendue à long terme

Le début de l'année 2022 marque cependant un point d'inflexion majeur des politiques monétaires des banques centrales. En effet, la reprise économique au sortir de la crise sanitaire ainsi que le conflit Ukrainien ont provoqué le retour d'une inflation plus élevée et moins transitoire que prévu. Afin d'endiguer le risque de développement d'une spirale « prix-salaires » dans un contexte de tensions sur le marché du travail, les banques centrales ont entamé en 2022 un cycle de resserrement monétaire de forte ampleur, marquant la fin des politiques expansionnistes observées depuis la crise financière de 2007-2009. Conséquence du resserrement monétaire engagé, les taux de rendement actuariels des obligations d'État se sont fortement appréciés depuis le début de l'année 2022, opérant un retour vers la moyenne historique après près d'une décennie de taux d'intérêt anormalement bas.

Dans un contexte de forte variabilité des taux d'intérêt et constatant que, malgré la hausse observée depuis le début de l'année 2022, les taux réels servis par les obligations d'État à 10 ans de la zone euro demeurent proches de zéro, nous maintenons notre préconisation de recourir à une approche normative.

L'approche normative préconisée consiste ainsi à estimer, d'une part, le taux d'intérêt réel et, d'autre part, un taux d'inflation attendu à long terme cohérent avec celui retenu pour l'estimation du taux de croissance perpétuel.

S'agissant du taux d'intérêt réel, nous retenons un taux d'intérêt réel exigé par les investisseurs sur une maturité courte de 1,0%, en ligne, par exemple, avec le rendement moyen des bons du Trésor observé sur la période 1900-2023 par *Dimson, Marsh et Staunton*²⁵ au Canada (1,4 %), en Grande-Bretagne (1,1 %) et aux États-Unis (0,6 %). Ces quelques références excluent volontairement les pays européens (Allemagne, France et Italie notamment) où le taux de rentabilité moyen est négatif, l'évolution du taux d'inflation sur la période considérée ayant parfois réservé de bien mauvaises surprises aux épargnants.

S'agissant du taux d'inflation anticipé dans la zone euro, le taux d'inflation observé depuis la création de la zone Euro n'a qu'en de très rares exceptions dépassé l'objectif de 2,0%²⁶ fixé par la BCE. Ce niveau d'inflation limité s'expliquait essentiellement par (i) une mondialisation croissante des échanges et le rôle toujours plus important joué par la Chine dans la production de biens consommés en Europe, (ii) un marché du travail relativement sage dans un contexte de croissance économique modérée et de gains de productivité.

Nous considérons cependant que ces facteurs pourraient être remis en cause et que l'inflation anticipée à moyen long terme pourrait être plus élevée que par le passé. En effet, la mondialisation pourrait connaître une phase de reflux, sous l'effet d'un phénomène de relocalisation de la production, dicté par des considérations de souveraineté économique et/ou géopolitique ou encore des impératifs environnementaux. De plus, les évolutions démographiques et sociétales pourraient introduire un nouveau rapport de force sur le marché du travail se traduisant par une plus forte progression des salaires qu'auparavant. Pour ces deux raisons, nous considérons que l'objectif de 2,0%²⁷ fixé par la BCE est désormais conservateur et retenons un taux d'inflation légèrement plus élevé à 2,25%.

²⁵ *Crédit Suisse Global Investment Return Yearbook* (Édition 2023), Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton.

²⁶ Particulièrement sur la base du taux d'inflation dit « noyau dur » ou « core », qui exclut les fluctuations liées à l'énergie, l'alimentation et le tabac, jugé par la BCE comme plus représentatif de l'évolution structurelle des prix.

²⁷ BCE, Déclaration relative à la stratégie de politique monétaire de la BCE, 8 juillet 2021

Ce niveau est en ligne avec le taux d'inflation prévu par la BCE²⁸ pour l'année 2024 et reste dans le bas de fourchette des références actuellement disponibles pour la zone Euro :

- swap d'inflation 5 ans dans 5 ans : 2,5% à fin Juin 2023,
- point mort d'inflation : 2,9%²⁹ en France et 2,4%³⁰ en Allemagne à fin juin 2023,
- prévision d'inflation établie par la BCE : 3,0% en 2024 et 2,2% en 2025³¹,
- prévision d'inflation à moyen terme tirée de l'enquête des prévisionnistes professionnels conduite par la BCE de 2,2%³²,
- consensus d'inflation Bloomberg pour la zone Euro de 2,2% en 2025³³,

Sur ces bases, notre estimation du taux d'inflation à long terme pour la zone euro s'élève à 2,25%.

Au total, le taux d'intérêt sans risque (R_F) retenu dans le cadre de cette approche normative s'établit à 3,25 % (soit : 1,0 % + 2,25 %).

²⁸ BCE, Prévisions économiques trimestrielles, juin 2022.

²⁹ Calculé par différence entre les rendements actuariels des obligations indexées et non indexées de maturité proche de 10 ans.

³⁰ Calculé par différence entre les rendements actuariels des obligations indexées et non indexées de maturité proche de 10 ans.

³¹ Projections macroéconomiques des services de la BCE pour la zone euro, juin 2023.

³² BCE, *Survey of professional forecasters*, juin 2023.

³³ Bloomberg au 30 juin 2023.

Annexe 6. Prime de risque de marché anticipée (P_{RM})

S'agissant de la prime de risque de marché (P_{RM}), nous nous référons à nouveau aux travaux de *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton* qui s'appuient sur une approche dite « historique ajustée ». En effet, les deux approches traditionnellement utilisées pour estimer la P_{RM} (approche historique et approche prospective) ne permettent pas d'obtenir des estimations suffisamment fiables et cohérentes dans le temps de la prime de risque moyenne anticipée sur le marché actions.

Dans l'édition 2024 du *UBS Global Investment Return Yearbook*, *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton* se fondent ainsi sur 124 années de données pour estimer à 5,0% la P_{RM} (par rapport à un taux sans risque basé sur les bons du Trésor).

Bien que cette estimation soit cohérente avec l'estimation obtenue dans leur étude initiale de 2006, nous estimons que la stabilité de la P_{RM} estimée depuis le début des années 2000 peut être questionnée au regard des trois considérations suivantes.

- En premier lieu, après la fin de la guerre froide et l'avènement d'une mondialisation heureuse, les attentats du 11 septembre 2001 ont marqué un vrai changement dans la perception du risque géopolitique par les investisseurs, la visibilité offerte par la pérennité supposée de l'opposition Est-Ouest ayant fait place au sentiment d'insécurité provoqué par un multilatéralisme jugé incontrôlable.
- En deuxième lieu, la crise financière et boursière d'octobre 2008 a mis en lumière un risque systémique qui vient clairement limiter l'intérêt de la diversification internationale en termes de réduction du risque.
- En troisième lieu, alors qu'elle aurait dû favoriser la consommation et l'investissement en actifs risqués, la persistance de taux d'intérêt très bas en Europe et même l'avènement de taux d'intérêt négatifs ont paradoxalement provoqué une nette augmentation de l'épargne en actifs sûrs, ce qui traduit chez les investisseurs une peur indubitable du futur et un degré d'aversion pour le risque particulièrement élevé.

Au vu de ces éléments, il nous semble plausible que le mouvement de baisse enregistrée par la prime exigée observée sur la deuxième moitié du siècle dernier se soit inversé au début des années 2000 (augmentation de la prime de risque).

Cette hypothèse nous conduit donc à retenir une P_{RM} légèrement plus élevée que celle estimée par *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton*. La prime de risque de marché retenue s'élève ainsi à 5,5 %.

Annexe 7. Description des sociétés comparables

Figure 20 | Description des sociétés comparables

Société	Pays	Description de l'activité
Set 1 - Asset light		
DSV A/S		Créée en 1976, DSV A/S propose des solutions logistiques intégrées et des services de transport terrestre, aérien et maritime, ainsi que de logistique contractuelle dans plus de 80 pays. L'entreprise possède notamment son propre fret routier.
Kuehne + Nagel International AG		Kuehne + Nagel International AG, ainsi que ses filiales, propose des solutions logistiques intégrées axées sur les services de gestion de la chaîne d'approvisionnement basés sur les technologies de l'information à des clients dans divers secteurs à travers le monde. Elle opère à travers 850 sites dans environ 100 pays.
Expeditors International of Washington, Inc.		Fondée en 1979, le 3PL Expeditors International est une entreprise mondiale de logistique offrant des services de transport aérien, maritime, terrestre et de courtage en douane, avec une présence dans plus de 100 pays et une expertise en gestion de la chaîne d'approvisionnement intégrée.
C.H. Robinson Worldwide, Inc.		Fondée en 1905, l'entreprise est un leader mondial en logistique et courtage de fret, opérant à l'échelle internationale avec une présence dans plus de 120 pays, offrant des solutions de transport terrestre, maritime, aérien et de gestion de la chaîne d'approvisionnement.
RXO, Inc.		RXO, Inc gère une plateforme de transport intermédiaire, caractérisée par une technologie de pointe et un modèle d'entreprise léger en actifs. La composante principale de l'entreprise est son activité de courtage de camions. Les opérations de l'entreprise comprennent également trois services de transport intermédiaire léger en actifs, tous complémentaires à son activité de courtage de camions : le transport géré, la dernière étape de livraison et l'expédition de marchandises.
NTG Nordic Transport Group A/S		NTG Nordic Transport Group A/S, à travers ses filiales, propose des services de commission de transport légers en actifs par route, rail, air et mer dans plusieurs pays dont le Danemark, la Suède, les États-Unis, l'Allemagne et la Finlande. La société adopte un modèle d'entreprise axé sur la technologie.
Logwin AG		Logwin AG est une entreprise internationale spécialisée dans la logistique et les solutions de transport, particulièrement aérien. Elle offre une gamme de services logistiques intégrés à travers le monde, comprenant le transport de marchandises par voie terrestre, maritime et aérienne, ainsi que des solutions personnalisées pour la gestion de la chaîne d'approvisionnement.
Forward Air Corporation		Forward Air Corporation est une société spécialisée dans le transport de fret et la logistique et offre une gamme de services de transport de marchandises, y compris le transport aérien, le transport terrestre et des solutions de logistique intégrées. Elle dessert une clientèle diversifiée à travers les États-Unis.
Trancom Co., Ltd.		Trancom Co., Ltd. est une entreprise japonaise qui propose une gamme étendue de services de logistique et de transport. Spécialisée dans le stockage, la distribution et l'expédition de marchandises, Trancom offre des solutions de logistique intégrée.

Source : sites sociétés

Annexe 8. Résultats des méthodes par multiples à titre indicatif

Annexe 8.1. Résultat de la méthode des comparables boursiers

A titre indicatif, l'application de la méthode, sur la base de la médiane et de la moyenne des multiples d'EBITDA 2024, fait ressortir une fourchette d'estimations de la Valeur Intrinsèque de Clasquin comprises entre 143,5 € et 146,9 € par action.

Annexe 8.2. Résultat de la méthode des transactions comparables

A titre indicatif, l'application de la méthode fait ressortir, sur la base de la médiane et de la moyenne des multiples d'EBITDA 2024, une fourchette d'estimations de la Valeur Intrinsèque de Clasquin comprises entre 126,0 € et 131,4 € par action.

Annexe 9. Analyse de sensibilité

La **Figure** présente une analyse de la sensibilité de la valeur par action (i) au taux de croissance perpétuelle et (ii) au taux d'actualisation retenu.

Figure 21 | Analyse de sensibilité

Scénario Haut : ratio de conversion normatif identique à l'estimation du Management en fin de Plan d'Affaires

		Taux de croissance long terme				
		1,8 %	2,0 %	2,3 %	2,5 %	2,8 %
Taux d'actualisation	8,3%	137	137	138	139	140
	8,8%	126	126	127	128	128
	9,3%	117	117	118	118	118
	9,8%	109	109	109	110	110
	10,3%	102	102	102	102	103

Scénario Bas : ratio de conversion normatif identique aux niveaux attendus pour l'année 2024

		Taux de croissance long terme				
		1,8 %	2,0 %	2,3 %	2,5 %	2,8 %
Taux d'actualisation	8,3%	126	126	127	128	129
	8,8%	116	117	117	118	118
	9,3%	108	108	109	109	110
	9,8%	101	101	102	102	102
	10,3%	95	95	95	95	96

Source : Analyses Accuracy

