

Kuehne Nagel

Profil de marché

Cours de l'action (CHF)	140
Max / min sur 52 semaines	182 / 129
Capitalisation (milliards CHF)	16.8

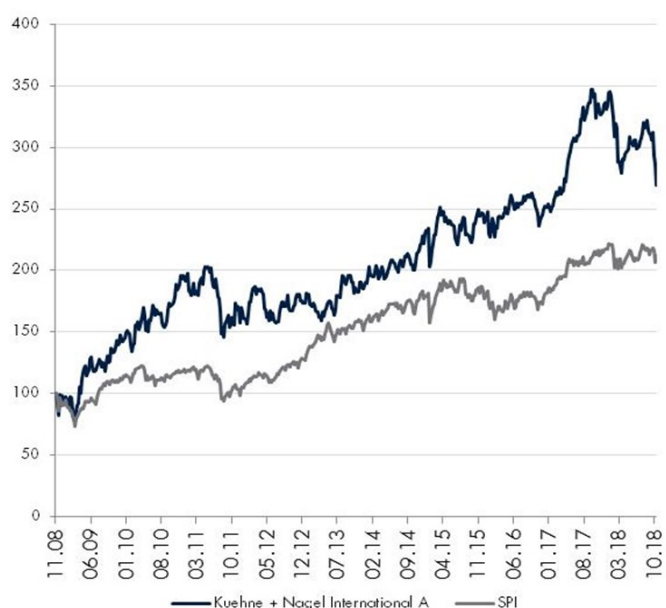
Chiffres clés

	2015	2016	2017	2018e	2019e
BPA (CHF)	5.63	5.69	6.09	5.59	7.08
Croissance		+1.0%	+7.1%	+8.2%	+7.4%
Rdt dividende	3.6%	4.1%	3.3%	4.2%	4.5%
PE	24.2	23.7	28.3	21.2	19.8
EV/EBITDA	15.2	14.2	17.2	13.2	12.3
Marge EBIT	4.2%	4.6%	4.2%	4.2%	4.5%

Résumé

Kuehne Nagel (K+N), est confronté depuis une dizaine d'années à un ralentissement de la croissance de son marché et à une compression de ses marges. La réponse a été, au plan opérationnel, d'améliorer la productivité grâce à l'investissement dans une plateforme informatique performante et, au plan stratégique, de développer des prestations sur-mesure plus complexes et à plus haute valeur ajoutée.

Cette approche a permis d'amortir la pression sur les marges et de dégager une croissance appréciable. Le groupe est néanmoins en train d'infléchir sa politique en développant une plateforme internet dont les axes principaux, diamétralement opposés aux priorités précédentes, sont l'automatisation, la standardisation et la croissance des volumes.



L'enjeu des volumes est probablement la raison pour laquelle, sans attendre la montée en puissance espérée de la plateforme internet, K+N a redoublé ses efforts de croissance organique en relâchant sa discipline financière. Dernièrement, tant la croissance que la pression sur les marges se sont intensifiées. Un bond des volumes pourrait aussi provenir de fusions & acquisitions, une route que K+N s'est dit prêt à emprunter.

La preuve, encore manquante, du succès de la plateforme internet et la création de valeur que devrait dégager le rachat d'un concurrent important constituerait les catalyseurs d'une possible revalorisation du groupe.

Dans le contexte d'un secteur probablement à la veille de grandes transformations, l'évaluation est malaisée. Le ratio EV/EBITDA s'est substantiellement réduit en 2018.

Kuehne Nagel

Jean-Louis Richard, Senior Financial Analyst, CFA, FRM

Novembre 2018

L'agence de voyage des marchandises

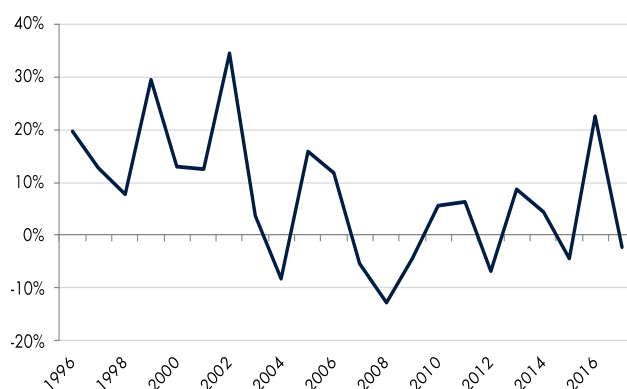
Le transitaire organise le transport des marchandises en offrant l'accès aux moyens de transport, en assurant le passage des biens d'un mode à l'autre (bateau puis camion par exemple) ainsi que les passages en douane. Des points sensibles sont le suivi de la progression du transport, parer aux imprévus et tenir les délais de livraison. Au contraire d'un armateur qui tend à offrir un service de port à port, une société comme K+N se profile sur des routes plus compliquées, en particulier le « porte à porte », où des transferts modaux sont nécessaires. K+N offre un service supplémentaire, la logistique, qui consiste à gérer le stockage pour le compte de clients.

Pratiquement, le transitaire réserve des capacités de transport auprès des armateurs et des compagnies aériennes. La plus grande partie de ces capacités est rapidement contractée par les clients de K+N. Le transitaire tend à réserver des capacités excédentaires que les clients contractent au fur et à mesure à des prix plus élevés. Cela contribue fortement à la marge du transitaire. Enfin, afin de limiter ses risques, le transitaire cherche à contracter les tout derniers volumes dont il a besoin au dernier moment. Une conséquence est que la marge est sous pression dans un épisode de renchérissement du fret. Au contraire, en cas de baisse, la rentabilité est meilleure.

Un élément central de l'efficacité d'un transitaire est son système informatique qui assure le suivi des marchandises et de leur documentation. Plus le processus est digitalisé, moins nombreuses sont les interventions humaines (coups de téléphone, vérifications, tamponnages...), plus ce système est efficace. Sur ce point, K+N se targue d'être à la pointe de la profession.

Fig.1: Variation en % du nombre de containers entrant au port de Los Angeles (Long Beach)

Source: IAM



Toutefois, malgré sa position de leader et d'entreprise la plus rentable de sa catégorie, K+N se trouve dans une situation où la visibilité s'est beaucoup réduite. En effet, le secteur connaît des transformations rapides; l'une d'elles est le ralentissement durable de la croissance.

Croissance allégée, concurrence renforcée

Depuis quelques années, le rythme de croissance du secteur des transports internationaux a connu un changement de régime très net: la croissance des volumes, qui était de l'ordre du double, voire du triple, de celle du PIB mondial, s'est réduite jusqu'à se comparer à cette dernière.

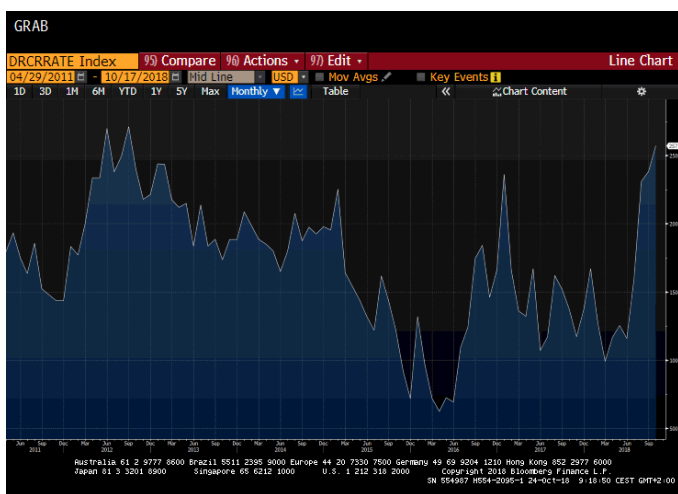
A titre d'illustration, le nombre de containers entrant aux Etats-Unis au port de Los Angeles, l'un des plus importants sur la côte ouest, a crû en moyenne de 14% entre 1996 et 2006 (Fig. 1). Au cours des 11 années suivantes, c'est-à-dire jusqu'à la fin 2017, le rythme n'a

plus été que de 1%.

L'interprétation est que la vague d'externalisation et d'internationalisation des approvisionnements et des processus de production a été très forte jusqu'en 2007. A partir de la crise de 2008, le thème de la mondialisation s'est fortement ému. En 2018, l'Organisation mondiale du commerce (OMC) prévoit une croissance en volume des échanges mondiaux de marchandises de 4.4%. C'est à peine plus que la croissance mondiale que le FMI pronostique à 3.9%.

Fig.2: Prix en dollars du transfert d'un container de 40 pieds de Hong Kong à Los Angeles

Source: Drewry



Ce changement de rythme a pour première conséquence de réduire les perspectives de tous les acteurs de la branche. La deuxième conséquence est une concurrence plus vive.

Les armateurs, qui peinaient à aligner assez de navires dans la phase d'expansion effrénée, ont commandé autant de nouveaux navires que possible. Ils se retrouvent, après la crise, à la tête d'énormes capacités excédentaires.

Dans l'aérien, le surplus d'offre est d'une origine assez différente: l'expansion à marche forcée des compagnies aériennes du Golfe persique avec des avions larges aux soutes plus grandes a débouché sur une

offre pléthorique dans le domaine du fret. Dans les deux cas la conséquence a été identique: un effondrement des prix jusqu'au creux de 2016 (Fig. 2).

Maritime: comment K+N amortit le coup

Pour le transport maritime, le marasme a culminé avec la faillite en septembre 2016 de l'armateur sud-coréen Hanjin (Fig. 3). La disparition du septième opérateur mondial de portes-containers n'a pas permis d'éponger la suroffre dans la mesure où ses navires ont été repris par d'autres exploitants. Néanmoins, un pas supplémentaire a été fait dans la consolidation du secteur.

La rentabilité du transitaire ne dépend normalement pas du niveau du prix du transport. Mais, dans un environnement où les transporteurs ne couvraient plus ou à peine leurs coûts variables, la marge des transitaires était devenue un élément substantiel du coût du transport, donc un enjeu.

Au pire de la crise, pendant l'été 2016, le transport d'un grand container entre Hong Kong et Los Angeles est descendu jusqu'à 623 dollars. Au même moment, K+N facturait 348 francs (355 dollars) par container en moyenne... Autrement dit, les services du transitaire représentaient 36% du coût d'un transport maritime, ce qui paraît disproportionné. A l'heure actuelle, le coût du même transport est remonté à 2571 dollars, tandis

Fig.3: Porte-containers de Hanjin

Source: Wikipedia



Fig.4: Chiffres clé de la division maritime Source: IAM (coûts et montants facturés, profits par container: fin juin. Profits division Maritime et nombre de containers: de janvier à juin)

	2006	2016	2018
Coût container (A) (USD)	nc	623	2571
Facturation K+N (B) (USD)	500	355	220
Variation montant facturé par KN		-29%	-38%
Coût transport (A+B)	nc	978	2791
Part revenant à K+N	nc	36%	8%
Profit op. par container (CHF)	152	111	92
Variation		-27%	-17%
Profit division maritime (mCHF)	259	340	324
Variation profit op. division maritime		31%	-5%
Nbre de containers ('000)	1706	3005	3519
Variation nombre de containers		76%	17%

que le coût moyen des prestations de K+N s'est tassé à 219 francs (220 dollars). La part du coût du transport revenant au transitaire s'est normalisée à 8% (Fig 4).

Les chiffres qui précèdent fournissent un aperçu de l'environnement défavorable dans lequel K+N évolue. Son revenu par container s'est réduit en seulement deux ans de 348 à 219 francs (-38%). L'entreprise a réagi à cette dégradation par des efforts de productivité intenses. Ils lui ont permis de limiter la baisse du profit opérationnel par container de 111 à 92 francs (-17%).

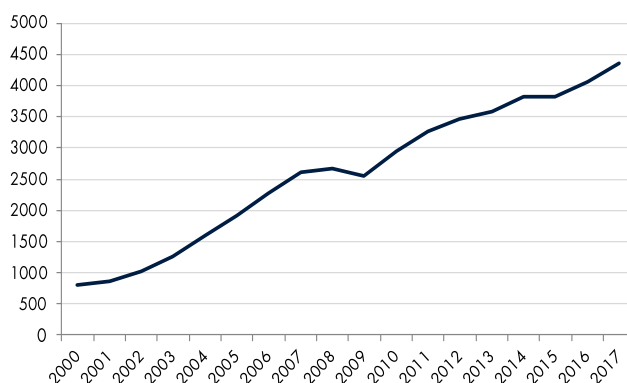
L'approche privilégiée a consisté à élargir l'offre de transports complexes et à plus forte valeur ajoutée. Il s'agit en particulier de la prise en charge des produits frais et de produits pharmaceutiques qui ne doivent pas être exposés à de fortes variations de température. K+N n'a jamais communiqué sur les tarifs de ces prestations ni sur leur contribution chiffrée au résultat.

Un autre facteur d'amortissement de la chute des marges a été la croissance. Elle a été remarquable, comme en atteste la progression de 17% du nombre de containers manipulés entre 2016 et 2018 (Fig. 5). Cette croissance témoigne de la compétitivité de l'entreprise.

La croissance et les efforts de productivité ont permis de préserver en grande partie le profit opérationnel de la division maritime, puisque celui-ci ne concède que -5% sur les 9 premiers mois de 2018 par rapport à la même période deux ans plus tôt.

La pression sur les marges ne date pas de 2016. Dix ans plus tôt, en 2006, le bénéfice opérationnel par container avait culminé à 152 francs. Sur 12 ans, la détérioration de la rentabilité dans le transport maritime est de -39%, c'est-à-dire -27% entre 2006 et 2016, puis encore -17% entre 2016 et 2018. Malgré cette pression considérable,

Fig.5: Nombre de containers transportés (en milliers)
Source: Kuehne Nagel

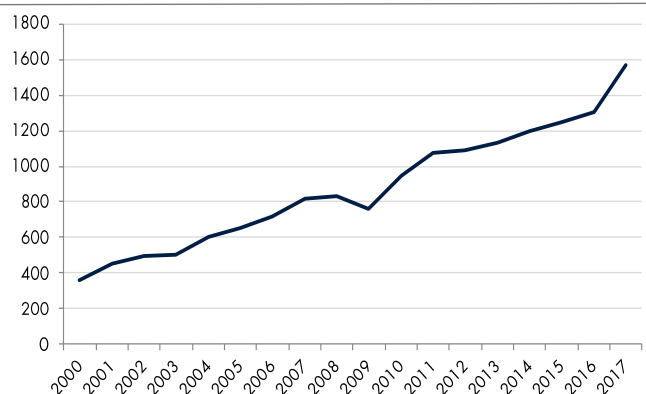


le profit opérationnel de la division a progressé sur 12 ans, en partie grâce au doublement du nombre de conteneurs pris en charge.

L'aérien devient le premier moteur de la croissance

Les tendances dans le transport aérien ne sont pas très différentes: les marges se tassent, le groupe connaît une croissance soutenue et le profit opérationnel progresse année après année.

Fig.6: Volume aérien transporté en tonnes
Source: Kuehne Nagel



La croissance a été en moyenne de 7.5% au cours des 7 dernières années (Fig. 6). Ce rythme aurait été de l'ordre de 6% sans les deux acquisitions réalisées en 2017 dans le domaine du fret aérien de produits frais aux Etats-Unis et au Kenya. La croissance du transport aérien a dépassé celle du secteur maritime (5.7% ces 7 dernières années). Au contraire, ce dernier avait réalisé une croissance annuelle de 18.5% en moyenne avant la crise (2000–2007), contre 12.4% pour l'aérien.

Le tassement de la marge a été moins drastique dans l'aérien que dans le maritime. En effet, entre 2007 et 2018, le recul des montants facturés par unité de volume s'est réduit de -18%; Les gains de productivité n'apparaissent pas avec évidence puisque le profit opérationnel par unité de volume recule de -20%.

Compte tenu de la progression du volume, le bénéfice opérationnel est en hausse non seulement en montant absolu, mais aussi en poids relatif au sein du groupe. L'aérien, qui générait 29% du bénéfice de K+N en 2007, est passé à 36% dix ans plus tard.

La logistique et les transports terrestres en ap- point

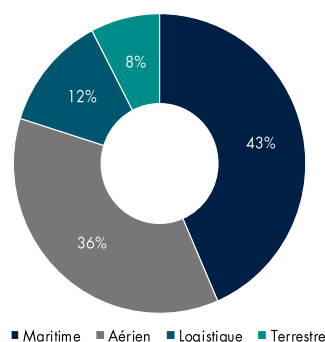
Les deux premières divisions, Maritime et Aérien, sont le cœur de K+N avec respectivement 43% et 36% du résultat opérationnel au cours des 9 premiers mois de 2018 (Fig. 7).

Les deux autres divisions, Logistique (Contract Logistic) et Transports terrestres (Overland) paraissent moins attractives à plus d'un titre: elles mobilisent davantage de capital, dégagent des rentabilités plus faibles et leurs rythmes de croissance sont moindres.

Certains analystes estiment que K+N pourrait procéder à une revue stratégique et opter pour une cession d'une de ces divisions ou des deux. Par exemple, le courtier Bernstein s'interroge: «K+N, ou n'importe quel autre prestataire, peut-il gagner dans une industrie (Logistique) dont les barrières à l'entrée sont basses et où la concurrence s'accroît?»

La marge opérationnelle de la partie logistique n'est que de 2.4% sur les 9 premiers mois de 2018 pour une croissance organique de seulement 0.2%. Les transports

Fig.7: Répartition du bénéfice opérationnel (9 mois, 2018)
Source: IAM



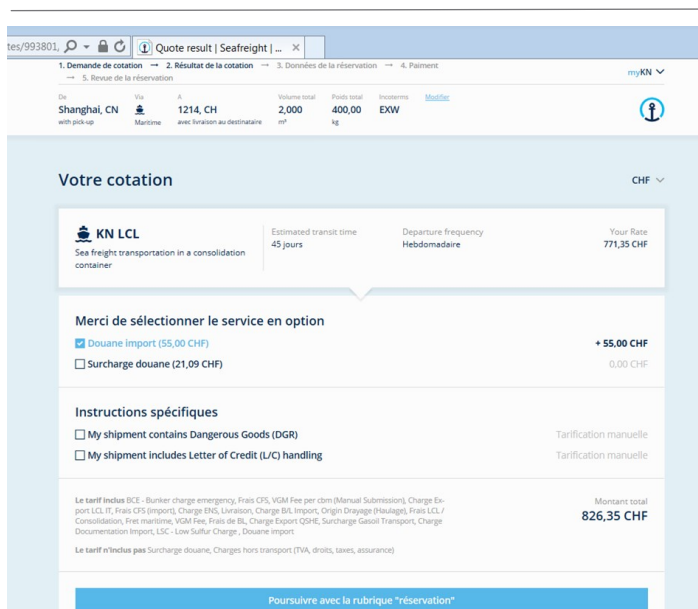
terrestres ont réussi à atteindre 8.9% de croissance au cours des trois premiers trimestres de 2018, mais la rentabilité est demeurée faible avec une marge opérationnelle de 2.2% seulement.

Jusqu'à présent, K+N justifie les investissements dans ces deux divisions par les synergies commerciales qu'elles induisent. En d'autres termes, certains contrats de transport maritime ou aérien ne sont obtenus que grâce à la mise en œuvre des prestations de Logistique ou de Transports terrestres, par exemple un service multimodal de porte à porte. K+N va parfois encore plus loin: le passage d'une marchandise dans l'entrepôt de K+N est mis à profit pour procéder à une transformation ou adaptation. Ce peut-être le changement de la prise électrique au standard du pays destinataire, l'ajout de la notice d'utilisation dans la bonne langue et avec les mises en garde légales. K+N peut aller encore plus loin. L'entreprise cite l'exemple de pare-chocs de voitures qu'elle équipe des capteurs prévus pour l'aide au parking. L'opération se déroule dans un entrepôt au Mexique avant le transfert vers les Etats-Unis.

Les éléments qui précèdent illustrent des aspects de la stratégie de privilégier les services complexes et à haute valeur-ajoutée. Dans le même temps, l'entreprise a lancé un

Fig.8: Capture d'écran d'une réservation sur la plateforme automatisée de K+N

Source: IAM



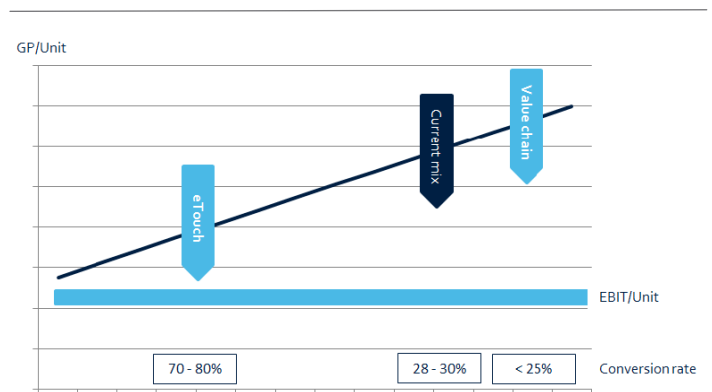
produit diamétralement opposé, une plateforme automatisée de transport de marchandises. Dans ce cas, l'entreprise recherche la standardisation et le volume.

Nouvelle stratégie en ligne

Sur son nouveau portail en ligne eTouch, K+N est allé jusqu'au bout de l'automatisation et de la standardisation: en quelques clics, n'importe qui peut réserver un transport transcontinental par mer ou par air sans aucune intervention humaine (Fig. 8). La réservation n'est pas plus compliquée que celle d'un billet pour un passager en avion.

Fig.9: Positionnement des solutions eTouch et personnalisées

Source: K+N



Le modèle d'affaires consiste à positionner la prestation nettement moins chère qu'une prestation traditionnelle. Mais, compte tenu de l'automatisation, le taux de conversion (marge opérationnelle par rapport à la commission brute touchée par K+N) est de l'ordre de 70% à 80% au lieu de 30% environ en moyenne actuellement dans le groupe (Fig. 9). La plateforme étant capable de traiter des volumes considérables sans beaucoup de coûts fixes supplémentaires, l'enjeu est d'attirer le maximum de volume. On se trouve dans le cas de figure, fréquent sur internet, où le leader du marché tend à rafler toute la mise.

A la mi-2018, K+N réalisait 6% de son volume sur eTouch contre 2% un an plus tôt. La proportion est modeste, mais la progression est vive. On ne sait pas dans quelle mesure les clients de eTouch sont des clients existants ou de nouveaux clients, ni si eTouch fidélise ses utilisateurs; un autre point d'interrogation est la compétitivité des offres



formulées par la plateforme. Les questions sont nombreuses. L'entreprise, plutôt avare en information jusqu'à présent, estime qu'eTouch pourrait réaliser à terme entre 20% et 40% de ses volumes. Autrement dit, il ne s'agit pas d'un service d'appoint, mais d'un élément essentiel de la stratégie du groupe.

K+N semble avoir réalisé que sa spécialisation dans les transports complexes et à haute valeur ajoutée était trop étroite et qu'il était nécessaire de se positionner également comme leader dans le transport standardisé. Ce faisant, K+N cherche aussi à élargir sa clientèle: eTouch s'adresse particulièrement aux PME, alors que, jusqu'à présent, le groupe s'adressait plutôt à une clientèle de grandes sociétés.

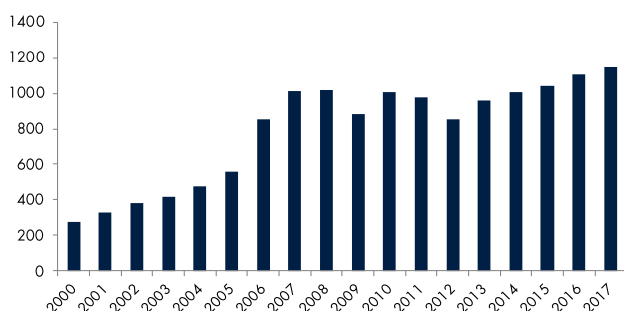
Croissance rapide, mais rentabilité sous pression

L'impact d'eTouch n'est pas encore lisible sur les comptes de l'entreprise. La tendance actuelle est la même que celle, déjà évoquée, d'une croissance forte et d'une rentabilité sous pression.

Pris dans cet effet de ciseaux, K+N a réussi à conserver une trajectoire ascendante pour ses profits: l'EBITDA est en hausse de +6.1% en moyenne depuis 5 ans. Sur 10 ans, ce qui inclut la délicate période de 2007 à 2012, la hausse n'est plus que de +1.3% (Fig. 10). Dans les années à venir, il est vraisemblable que, confronté aux mêmes tendances, le groupe voie son profit progresser à un rythme nettement inférieur à celui de ses volumes.

Fig.10: EBITDA (millions CHF)

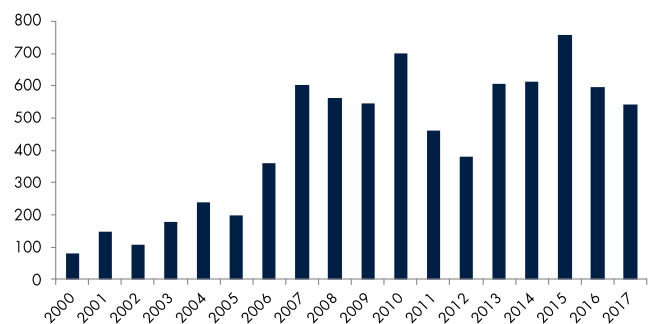
Source: IAM



La prudence dans les projections de profitabilité s'impose d'autant plus que les cash flows libres (FCF), c'est-à-dire les bénéfices effectivement encaissés et disponibles pour financer les dividendes et/ou des acquisitions, sont à la peine. En effet, le FCF est en recul tant par rapport à son niveau d'il y a 5 ans qu'à celui d'il y a 10 ans (Fig 11).

Fig.11: cash flow libre (millions CHF)

Source: IAM



L'interprétation du tassement est que, pour atteindre sa forte croissance, K+N a été contraint d'être plus conciliant sur les conditions de paiement avec ses partenaires. K+N compromettrait sa rentabilité afin de gagner des parts de marché.

La consolidation du secteur: un enjeu brûlant

En tant que leader et groupe le plus rentable de son secteur, K+N est bien placé pour profiter d'une consolidation qui semble imminente.

Cela fait déjà plus d'un an que K+N s'est déclaré prêt à réaliser une acquisition de l'ordre de 4 à 5 milliards, soit un budget conséquent, puisque Panalpina, par exemple, est valorisé 2.9 milliards en bourse et CEVA 1.6 milliard.

Un rapprochement avec l'une de ces entreprises permettrait d'importantes synergies dans la mesure où tout leur trafic pourrait être accueilli sur la plateforme de K+N. Mais, pour le moment, la fondation philanthropique qui contrôle Panalpina ne désire pas vendre la société dont les performances opérationnelles sont pourtant décevantes. Quant à CEVA, son conseil d'administration a

Fig.12: Principaux acteurs de la branche
Source: Kepler Cheuvreux

	CA (USDm)	Nb milliers de contai- ners	% croiss	Air milliers de T	% croiss
DHL	27598	3259	7%	2248	8%
Kuehne Nagel	22574	4355	7%	1570	20%
DB Schenker	18560	2169	8%	1300	10%
Nippon Ex- press	16720	600	9%	835	18%
CH Robinson	14869	698	44%	175	52%
DSV	11374	1390	6%	635	11%
Sinotrans	9530	3360	14%	533	0%
XPO Logisctics	9506	131	0%	73	0%
UPS	7961	600	0%	935	0%
CEVA	6994	729	7%	480	14%
Expeditors	6921	1070	3%	985	13%
DACHSER	6911	522	8%	335	23%
GEODIS	6255	690	0%	300	0%
Hitachi Tpt	5935	500	16%	280	22%
Panalpina	5621	1520	2%	921	0%
Bolloré Log	5012	864	1%	640	13

re poussé une offre de DSV en octobre 2018. Il semble que ce ne soit que partie remise. (Fig. 12). Un passage à l'acte de K+N pourrait être le prélude à une revalorisation du titre.

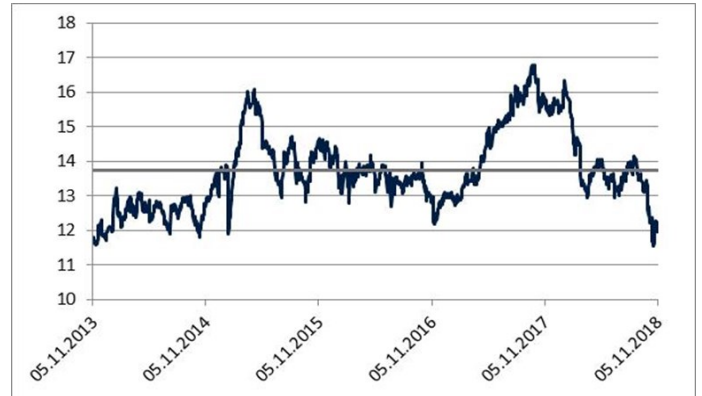
L'effort de croissance de K+N peut être une façon de mettre des concurrents plus faibles sous pression afin de leur forcer la main en vue d'une acquisition. Ce peut aussi être une façon d'attirer les volumes avant le basculement d'une partie de l'activité de l'ensemble de la branche sur des plateformes automatiques. Un succès de K+N dans ce domaine serait une autre cause d'une forte revalorisation du titre.

Evaluation

La probabilité élevée de changements profonds dans un futur proche ne facilite pas l'évaluation. Selon un modèle DCF, peu fiable dans ce contexte, le titre paraît correctement évalué avec pour hypothèses une croissance de 5% et une marge EBITDA de 16.0%. Celle-ci a été de 16.3% en moyenne ces 5 dernières années.

Le ratio EV/EBITDA met en évidence un niveau moyen relativement élevé proche de 14. En 2018, il s'est con-

Fig.13: ratio EV/EBITDA
Source: IAM



tracté autour de 12 (Fig. 13)

Devoir de mémoire & actionariat

En 2015, K+N a accompli son devoir de mémoire en reconnaissant avoir été mêlé, pendant la seconde guerre mondiale, à la spoliation à grande échelle de meubles de familles juives dans toute l'Europe du nord. En outre, en 1932, alors que K+N est encore une entreprise allemande, 45% du capital sont entre les mains d'Adolf Maass. Celui-ci, juif, en est dépossédé puis assassiné à Auschwitz. Les fils du co-fondateur, August Kühne, restent seuls actionnaires. En 1945, ils ont seulement été qualifiés de « mitläufer » (compagnons) du nazisme. Klaus-Michael Kühne, petit-fils du cofondateur, a conduit l'internationalisation de la firme dans les années 1960. En 1969, la direction a déménagé dans le petit village schwytois de Schindellegi où elle se trouve toujours. K+N est coté à Zurich depuis 1994. Klaus-Michael Kühne, sans héritier, a remis sa participation de 53.3% à une fondation philanthropique.

Fig.14: camions K+N dans les années 50
Source: K+N

