

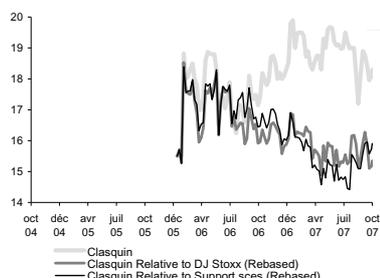
Christophe-Raphael Ganet  
 +33 (0)4 72 68 27 04  
 organet@oddo.fr

## Clasquin

Transport Logistique France

**Reco abaissée Accumuler (2) vs. Achat (1)**

**Cours (01/10/2007) 18,30 EUR**  
**Objectif de cours 19,23 EUR**



Reuters : CLAS.PA  
 Bloomberg :  
 Plus haut 12 mois: 20.0  
 Plus bas 12 mois: 17.2

### Ratios Boursiers

	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
PER	15.8	15.7	13.7	12.2
Rdt net (%)	1.6%	1.6%	1.9%	2.1%
FCF yield (%)	4.5%	4.0%	5.3%	6.3%
Cours/ANA	3.6	3.1	2.6	2.2
VE/CA	0.4	0.3	0.3	0.2
VE/EBITDA	8.3	8.1	6.8	6.0
VE/ROP courant	11.0	10.6	8.4	7.1

### Données par action

EUR	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
BNA (RNpg C)	1.12	1.17	1.34	1.50
Variation en %	3.5%	4.0%	14.5%	12.0%
BNA (RNpg)	1.15	1.21	1.38	1.55
Variation en %	3.2%	5.2%	14.5%	12.0%
Div. Net	0.28	0.30	0.35	0.39
ANA	4.93	5.85	6.93	8.13

### Compte de résultat

EUR	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
CA	106.2	121.0	132.5	143.1
Variation en %	15.0%	14.0%	9.5%	8.0%
ROP courant	3.5	3.6	4.5	5.0
Variation en %	4.3%	5.0%	22.1%	11.6%
ROP (EBIT)	3.4	3.6	4.5	5.0
RNpg publié	2.6	2.7	3.1	3.5
RNpg corrigé	2.6	2.7	3.1	3.5

### Données financières

% et M EUR	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
ROCE avant IS	33.8%	32.3%	35.7%	36.9%
ROCE après IS	25.8%	23.3%	25.0%	25.8%
ROE	32.7%	22.4%	21.6%	20.5%
FCF	1.8	1.6	2.2	2.6
Dette nette	-1.7	-3.1	-4.6	-6.4
Gearing	-15.0%	-23.3%	-29.3%	-34.9%
Dette nette/ebitda	ns	ns	ns	ns
EBITDA/Frais fi	ns	ns	ns	ns

### Performance

	1 mois	3 mois	12 mois
Perf absolue	-3.2%	-3.7%	6.7%
Perf. Rel. Indice	0.93	1.00	0.96
Perf. Rel. DJ	0.99	1.07	0.97

### Informations Boursières

Capitalisation	41
VE	37
Nb. de titres (M)	2.2
Volume moyen OLYMP	2
Flottant	34.8%
Personnes	21.1%
CIC Banque de	17.6%
	13.5%

## Résultat semestriel : abaissement de nos hypothèses

Résultats semestriels affectés par il la mise en service de 2 centres de profit (la filiale canadienne et l'offre Bio-Pharma), iii les effets de structuration, iiiii des coûts non récurrents – Prévisions revues en baisse d'environ 10%e - Opinion passe d'Achat à Accumuler. Dans le même temps notre DCF indique un objectif de cours de 19,2€ vs. 20,5€ auparavant.

## Résultat semestriel en bas de fourchette

### P&L SYNTHETIQUE S1 2007

(M€)	Publiés	Estimations Oddo Midcap	Période Préc.	Publiés /Période préc.
CA	57,2	-	50,6	+18%
MB	12,8	12,8	11,64	+13%
Ebitda	1,95	2,35	1,91	+2%
RO	1,38	1,9	1,59	-13%
% de MB	10,8%	15%	13,7%	-290pb
RNpg	1,03	1,3	1,0	+3%

SOURCE : CLASQUIN – ESTIMATIONS ODDO MIDCAP

Les résultats semestriels font principalement ressortir :

- une marge brute (12,77 M€) caractérisée par une hausse de 13,3% à taux de change constant, soit +9,7% à taux de change courant, et reflétant à la fois la dynamique des échanges avec l'Asie, et la très forte croissance de l'activité maritime, qui pèse 47% dans le CA vs. 40% au S1 2006 (relire notre Daily Briefing du 3/09/2007)
- un **taux d'Ebit/MB moins important que prévu** (10,8% vs. 15% attendus) en raisons : 1/ des coûts de démarrage de 2 centres de profit (ouverture de la filiale au Canada et création d'une offre dédiée aux acteurs de la biopharmacie), estimés à env. 60k€, 2/ des efforts de structuration : i/ effectif : +12% (365 pers.), ii/ recrutement d'un DRH et d'un responsable Sales/Marketing (ex. Saga/SDV), 3/ d'un mix de CA plus favorable au maritime (nombre d'opérations : +30%), traditionnellement moins margé ; 4/ des coûts liés à des projets structurants mais non productifs (honoraires d'étude de passage aux comptes IFRS, audit des systèmes d'information, étude de la mise en place d'un plan d'actionariat pour le personnel étranger, non récurrence de produits divers) pour près de 60k€. Ces « extras costs » sont en principe non récurrents ;
- un **BN qui profite d'une part de la réduction de l'endettement net** (gearing : 12% vs. 17% il y a 12 mois) **et de gains de change** (0,1 M€ sur S1 2007), et d'autre part, à une **baisse du taux apparent d'IS** explicable par une hausse de la part contributive de la zone Asie (Hong-Kong en particulier) moins fiscalisée (IS : >20%) par rapport à la zone France taxée au taux de 33%.
- une **génération de cash-flow toujours sous contrôle** : la CAF a progressé de 11% (1,65 M€, contre 1,49 M€ au S1 2006). Le BFR est contenu à 19,4 jours de CA TTC contre 21,3 jours au 30 juin 2006. L'endettement net lié au financement ponctuel du BFR en fin de mois est de 1,42 M€.

## Baisse de nos projections d'Ebit d'environ 10%e

Nous avons 2 degrés de lecture de cette publication :

- bien que nous les ayons sous-estimées, **les raisons pour lesquelles les marges sont en repli sont connues et correspondent selon nous « au prix de la croissance »**. A sa taille actuelle, Clasquin est évidemment plus sensible à des effets d'investissements du type de ceux consentis à l'ouverture d'une filiale ou à la création d'une nouvelle offre. Néanmoins, ces 2 nouveaux centres de profit semblent se développer de manière satisfaisante au vu du nombre de dossiers traités (nous pensons que ces 2 centres de profit devraient perdre environ 100k€ sur l'ensemble de l'exercice avec probablement un break-even sur la bio-pharmacie) : il n'y a donc pas lieu d'être inquiet ;

- le retard pris par le pointage de la profitabilité à fin juin fait de nos prévisions jusqu'ici travaillées, une fourchette haute (Ebit : 4,08 M€). Dès lors, **nous avons ajusté à la baisse nos projections d'Ebit d'environ 11% sur 2007e et 10% sur 2008e et 2009e.**

**Upside de 6% : opinion passe à Accumuler (vs. Achat)**

**Sur la base de nos prévision ajustées**, l'actualisation de **notre modèle DCF** (nouvelles prévisions, niveau de dette, facteur temps...) **nous conduit à un objectif de 19,2€ contre 20,5€ précédemment.**

**Sur le plan du momentum, cette publication sera neutre voire négative.**

En outre, **le marché attend toujours des opérations de croissance externe** (en France, Belgique, Allemagne, Suisse ?...)

**L'upside étant désormais limité, notre rating passe d'Achat à Accumuler.**

*Prochain événement : réunion d'analystes ce jour (11h00)*

Avertissement : nous attirons l'attention du lecteur sur le fait que Oddo Corporate Finance a conclu un contrat de liquidité avec la société. Dans ce cadre Oddo Midcap s'est engagé à produire et diffuser des analyses financières sur la société, en fonction de l'actualité et au minimum une fois par an, et à les communiquer à la société avant leur diffusion, sans que Oddo Midcap soit en aucune façon tenu par les observations éventuelles de la société. Néanmoins les commentaires contenus dans ce document ne font jamais l'objet d'une telle communication préalable.