

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

Clasquin

Transport Logistique

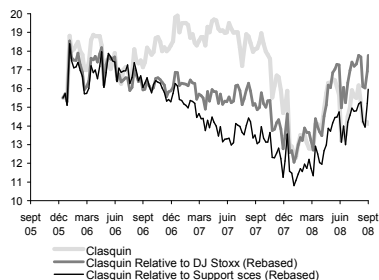
France

Résultats semestriels

Recommandation Accumuler (2)

Cours (29/09/2008) 14.11 EUR

Objectif de cours 17.00 EUR



Reuters : CLAS.PA
Bloomberg : ALCLA FP
Plus haut 12 mois: 18.95
Plus bas 12 mois: 12.00

Ratios Boursiers

	12/06	12/07	12/08e	12/09e
PER	18.1	16.2	10.1	7.1
Rdt net (%)	1.6%	1.6%	2.6%	3.7%
FCF yield (%)	3.6%	5.7%	-2.5%	8.2%
Cours/ANA	3.6	3.3	2.1	1.7
VE/CA	0.4	0.3	0.2	0.2
VE/EBITDA	8.9	8.7	4.3	3.1
VE/ROP courant	12.2	11.7	6.0	4.1

Données par action

EUR	12/06	12/07	12/08e	12/09e
BNP (RNpg C)	0.98	1.14	1.40	2.00
Variation en %	-9.7%	16.5%	23.2%	42.4%
BNP (RNpg)	1.00	1.18	1.45	2.07
Variation en %	-10.1%	18.0%	23.2%	42.4%
Div. Net	0.28	0.29	0.36	0.52
ANA	4.93	5.60	6.76	8.47

Compte de résultat

EUR	12/06	12/07	12/08e	12/09e
CA	106.2	127.5	154.2	173.0
Variation en %	15.0%	20.1%	20.9%	12.2%
ROP courant	3.1	3.3	5.1	7.1
Variation en %	-5.6%	5.1%	54.7%	38.2%
ROP (EBIT)	3.1	3.3	5.1	7.1
RNpg publié	2.2	2.6	3.2	4.6
RNpg corrigé	2.3	2.6	3.2	4.6

Données financières

% et M EUR	12/06	12/07	12/08e	12/09e
ROCE avant IS	30.6%	30.1%	38.0%	42.4%
ROCE après IS	22.5%	22.3%	26.6%	29.7%
ROE	28.5%	22.4%	23.5%	27.1%
FCF	1.4	2.4	-0.8	2.6
Dette nette	-2	-3	-1	-3
Gearing	-15.0%	-22.9%	-9.6%	-17.1%
Dette nette/ebitda	ns	ns	ns	ns
EBITDA/Frais fi	ns	ns	14.6	19.7

Performance

	1 mois	3 mois	12 mois
Perf absolue	-12.7%	-9.8%	-22.0%
Perf. Rel. Indice	1.00	1.03	1.17
Perf. Rel. DJ	1.08	1.19	1.17

Informations Boursières

Capitalisation	31
VE	31
Nb.de titres (M)	2.2
Volume moyen	
OLYMP	34.8%
Flottant	21.1%
Personnes physiques	17.6%
CIC Banque de Vizille	13.5%

Résultat semestriel bon...quid de 2009 ? - Opinion passe à Accumuler (TP: 17€ vs 21€)

ROC S1: 2,54M€, +87% (vs 1.71M€) - Bons chiffres à fin juin compte tenu des nouveaux contrats (bons volumes) et de la montée en puissance des anciens contrats mais aussi de la contribution de Gueppe acquis début 2008 (0,77M€ sur S1) - La question de la visibilité sur les perspectives d'activité (volumes) et de marge est posée: elle nous fait redouter un abaissement des prévisions de résultat 2009e-2010e de 6/10% - Opinion passe à Accumuler avec un objectif de cours diminué par la prise en compte d'un scénario "macro" plus pessimiste et une prime de risque accrue.

Bon premier semestre...

Les chiffres à fin juin sont bons et se caractérisent par 2 éléments marquants: i/ l'intégration de Gueppe (acquis en janvier 2008): nous estimons que la contribution de Gueppe-Clasquin est de 0,77M€, soit presque 70% de la croissance du ROC sur le semestre, soulignant, au passage, le bien fondé de cette acquisition ii/ la poursuite de la croissance (nombre de dossiers: +42% en S1) tandis que la structure de coûts reste pilotée avec attention (les récentes ouvertures de bureaux nous apparaissent correctement "calibrées", les recrutements sont comptés: +14 personnes sur S1 sur le périmètre Clasquin ex-ante, soit +4% sur l'effectif vs +13% sur la MB, soit une bonne maîtrise d'une partie majeure des OpEx).

...et maintenant ?

Le news-flow, à partir de maintenant, devrait être le suivant:

- un bon CA/MB sur T3 compte tenu à la fois de l'intégration de Gueppe et des nouveaux contrats gagnés au cours des derniers mois, notamment en bio-pharmacie. Selon nous, les bonnes performances économiques du groupe devraient aussi être reconduites sur T3, notamment grâce à la baisse des taux de fret (croissance organique d'environ 8-10%e de la MB);

- lors de la réunion tenue à Lyon, la société a indiqué rechercher des opportunités dans le domaine de l'entreposage entre autres en région parisienne, à Marseille et Le Havre. Prochainement, compte tenu de la demande croissante de sa clientèle (de plus en plus de grands comptes), Clasquin devrait annoncer l'extension de ses capacités de stockage temporaire (activité de dock picking) en leasing ou location simple;

- un ralentissement d'activité sur T4 et 2009. C'est en fait le sujet clé à court terme. Compte tenu de la conjoncture, la société a du mal à se prononcer sur des guidances, faisant état d'une visibilité médiocre alors que la base de comparaison 2008 sera plutôt élevée. Nous pensons qu'en dépit de la signature de nouveaux marchés (dans les biens de consommation et les sciences de la vie), Clasquin subira une inflexion sensible de son rythme de croissance. Si les taux de fret réduisent la facture finale des chargeurs, leurs volumes pourraient diminuer.

Jusqu'à présent, nous tablions sur une croissance 2009 de 12%e et +10%e en 2010. Nous pensons qu'un +6/7%e serait plus prudent, compte tenu de la conjoncture. En première approche, notre séquence de ROC serait diminuée de 6/10%e (à valider).

Visibilité fragilisée: nous abaissons notre rating

Le titre a plutôt bien résisté depuis le début d'année.

Sur la base de projections à abaisser (-6/10%e en première approche) et après relèvement de la prime de risque, notre objectif de cours serait désormais proche de 17€ (vs 21€ auparavant). Reste que si le momentum apparaît défavorable, dans l'incertitude, les repères de valorisation sont instables et faussés. Aussi notre objectif de cours n'a-t-il qu'une valeur secondaire, la thématique du "cycle" dominant. Avec l'ajustement de notre TP, notre rating passe à Accumuler et ne peut désormais s'envisager qu'à moyen terme.

Prochain événement: réunion d'analystes ce matin à Paris - CA/MB 9 mois, le.17 Novembre 2008

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.