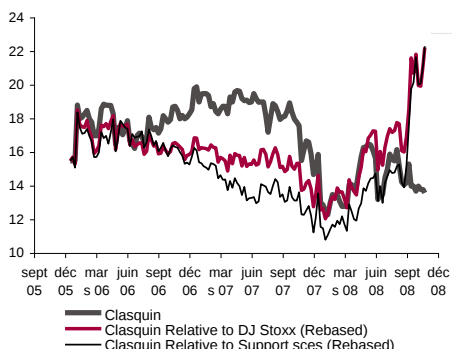




Cours : **13.60 EUR**

19 Novembre 2008

Objectif de cours : 16.20 EUR

DJ Stoxx 194
DJ STOXX50 : 3 510
Reuters : CLAS.PA
Bloomberg : ALCLA FP

Ratios Boursiers

	12/07	12/08e	12/09e	12/10e
PER	16.2	10.3	10.0	9.4
Rdt net (%)	1.6%	2.6%	2.7%	2.9%
FCF yield (%)	6.5%	-2.3%	7.1%	6.2%
Cours/ANA	3.3	2.0	1.8	1.5
VE/CA	0.3	0.2	0.2	0.2
VE/EBITDA	8.7	4.4	3.9	3.6
VE/ROP courant	11.8	6.2	5.8	5.3

Données par action

EUR	12/07	12/08e	12/09e	12/10e
BNA (RNpg C)	1.14	1.32	1.36	1.44
Variation en %	17.0%	15.2%	2.9%	6.4%
BNA (RNpg)	1.18	1.36	1.40	1.49
Variation en %	18.4%	15.2%	2.9%	6.4%
Div. Net	0.30	0.35	0.36	0.39
ANA	5.60	6.67	7.71	8.84

Compte de résultat

EUR	12/07	12/08e	12/09e	12/10e
CA	127.5	154.8	165.9	177.8
Variation en %	20.1%	21.4%	7.2%	7.2%
ROP courant	3.3	4.8	4.9	5.2
Variation en %	5.1%	46.2%	2.4%	5.6%
ROP (EBIT)	3.3	4.8	4.9	5.2
RNpg publié	2.6	3.0	3.1	3.3
RNpg corrigé	2.6	3.0	3.1	3.3

Données financières

% et M EUR	12/07	12/08e	12/09e	12/10e
ROCE avant IS	30.2%	30.4%	23.3%	23.0%
ROCE après IS	22.4%	21.3%	16.3%	16.1%
ROE	22.5%	22.2%	19.5%	18.0%
FCF	2.7	-0.7	2.2	1.9
Dette nette	-2.9	3.4	2.1	1.0
Gearing	-23.1%	22.9%	11.9%	5.0%
Dette nette/ebitda	ns	0.5	0.3	0.1
EBITDA/Frais fi	ns	14.1	15.4	16.8

Performance

	1 mois	3 mois	12 mois
Perf absolue	-2.9%	-12.5%	-19.0%
Perf. Rel. Indice	1.07	1.26	1.48
Perf. Rel. DJ	1.17	1.71	1.91

Informations Boursières

Capitalisation	30
VE	29
Nb.de titres (M)	2.2
OLYMP (holding)	34.8%
Flottant	21.1%
Personnes	17.6%
CIC Banque de	13.5%

Clasquin

Transport Logistique - France

Recommandation :

Accumuler (2)

Le cycle ou l'Asie ?

Enjeu 2009: mieux résister au cycle que le secteur du transport

Activités et marchés

Clasquin est acteur **de la commission de transport aérien** (38%e de la MB) et **maritime** (env.37%e de la MB) et de la logistique overseas. Avec le (judicieux) rachat de Gueppe (env.9M€ de CA – transport et logistique) en janvier 2008, Clasquin est, dans une certaine mesure, sorti de son profil de pure player. Présent sur les 4 continents avec un réseau intégré composé de 36 bureaux dans le monde (dont 22 overseas), Clasquin organise les flux « import et export » de ses clients. Dans un contexte d'échanges internationaux moins dynamique, le positionnement historique du groupe sur la zone Asie/Pacifique (env. 1/3 de ses opérations) doit permettre « d'amortir » l'effet de cycle. Ses concurrents sont des groupes comme Panalpina, SDV, UTI, DHL, Kuhne&Nagel, Expeditors.

Stratégie et perspectives

Le schéma stratégique de Clasquin se définit autour i/ d'une offre de services customisés de haut niveau, ii/ d'une capillarité de réseau suffisante pour accompagner ses donneurs d'ordres dans le monde entier, iii/ une vraie agilité commerciale et organisationnelle (réactivité, qualification des équipes commerciales et managériales). Clasquin continuera de bénéficier de facteurs porteurs compte tenu de la croissance en Asie. Grâce à **l'enrichissement de son offre** (recrutement de nouvelles compétences sur le secteur de la Santé), et grâce à **l'accroissement de sa force de vente et à l'extension de son réseau, la croissance devrait en effet se tenir autour des +5%e en 2009**. Reste que le business devrait rester tendu une fois la baisse des taux de fret stabilisée. A long terme, les structurations commerciales - recrutements, renforcement des bureaux existants ou ouvertures de nouvelles représentations sont le principal vecteur de développement de Clasquin.

Faits récents et prévisions

La société a publié une MB T3 à +53% (9,9M€) révélant surtout i/ des gains de nouveaux marchés, ii/ que 40% de la croissance provient de Gueppe-Clasquin. Nos prévisions sont depuis plus prudentes et retiennent un taux de croissance de 33% pour 2008e (soit une MB T4 à env. 19M€) et env. +7,5% en 2009. Fin octobre, le concurrent Panalpina a revu ses guidances 2008 et s'est abstenu de fournir de guidances pour 2009. T4 sera encore correcte (effet baisse des taux de fret), au-delà, les volumes vont retomber.

Enjeux / Thèmes à aborder à l'occasion du Midcap Event

5 thèmes importants à aborder selon nous : 1/ la sensibilité à la conjoncture (perception des volumes et échanges de marchandises, négociations prix avec les clients du groupe, sécurisation du crédit clients-fournisseurs), et éléments tangibles de mesure des échanges actuels avec l'Asie pour Clasquin, 2/ la flexibilité des coûts et les éventuelles sources d'ajustements à une conjoncture défavorable, 3/ ambition, objectifs précis, les moyens en matière d'actifs, 4/ la croissance externe : i/ intégration de Gueppe / synergies 1 an après le rachat, ii/ ambitions en matière d'acquisitions nouvelles pour les 12/18 prochains mois, iii/ deal flow et moyens de financement, 5/ la question de la taille critique ie. la possibilité d'accéder à des volumes d'affaires plus importants (MB moyenne/dossier : 230K€) sans détériorer ses marges, ni devenir plus « capital intensive » et ne pouvoir se développer qu'avec des actifs physiques propres à la logistique de flux de marchandises (entrepôts, camions, hommes..), au risque de voir sa prestation se «commoditiser».

Christophe-Raphael Ganet

+33 (0)4 72 68 27 04

crganet@oddo.fr

Clasquin

Données par action	12/03	12/04	12/05	12/06	12/07	12/08e	12/09e	12/10e
BNA dilué et élém. non récurrents (RNpg C)	0.17	0.57	1.08	0.98	1.14	1.32	1.36	1.44
Variation	110.4%	238.9%	91.3%	-9.7%	17.0%	15.2%	2.9%	6.4%
BNA dilué (RNpg)	0.16	0.60	1.11	1.00	1.18	1.36	1.40	1.49
Variation	125.1%	284.0%	85.4%	-10.1%	18.4%	15.2%	2.9%	6.4%
Dividende net	0.00	0.00	0.23	0.28	0.30	0.35	0.36	0.39
CAF/action	0.77	1.15	1.57	1.48	1.64	2.19	2.40	2.57
Actif net/action	0.16	1.42	2.54	4.93	5.60	6.67	7.71	8.84
Nombre d'actions existantes (M)	1.900	1.900	1.900	2.230	2.230	2.230	2.230	2.230
Nombre d'actions dilué (M)	1.900	2.053	1.976	2.306	2.306	2.306	2.306	2.306

Compte de résultat (M EUR)	12/03	12/04	12/05	12/06	12/07	12/08e	12/09e	12/10e
Chiffre d'affaires	65.1	70.6	92.3	106.2	127.5	154.8	165.9	177.8
Variation	4.4%	8.5%	30.7%	15.0%	20.1%	21.4%	7.2%	7.2%
EBITDA	2.3	3.3	4.3	4.3	4.5	6.8	7.3	7.8
EBITDA/CA	3.5%	4.6%	4.7%	4.1%	3.5%	4.4%	4.4%	4.4%
ROP courant	1.1	2.1	3.3	3.1	3.3	4.8	4.9	5.2
Variation	0.3%	84.5%	60.4%	-5.6%	5.1%	46.2%	2.4%	5.6%
ROP courant / CA	1.7%	2.9%	3.6%	3.0%	2.6%	3.1%	3.0%	2.9%
ROP (EBIT)	1.1	2.1	3.3	3.1	3.3	4.8	4.9	5.2
ROP (EBIT) / CA	1.7%	2.9%	3.6%	2.9%	2.6%	3.1%	3.0%	2.9%
Résultat financier	-0.3	-0.3	-0.4	0.0	0.2	-0.5	-0.5	-0.5
Résultat courant avant impôt	0.8	1.7	2.9	3.1	3.5	4.3	4.5	4.8
Variation	31.1%	111.1%	68.3%	6.9%	12.0%	23.4%	2.9%	6.4%
Impôt société	-0.2	-0.2	-0.6	-0.8	-0.9	-1.3	-1.3	-1.4
Mises en équivalence	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intérêts minoritaires	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
RNpg	0.3	1.1	2.1	2.2	2.6	3.0	3.1	3.3
RNpg Corrigé	0.3	1.2	2.1	2.3	2.6	3.0	3.1	3.3
Variation	110.4%	266.2%	84.2%	5.3%	17.0%	15.2%	2.9%	6.4%

Tableau de financement (M EUR)	12/03	12/04	12/05	12/06	12/07	12/08e	12/09e	12/10e
Total flux d'exploitation	6	2	7	3	4	1	5	5
dont variation du BFR	4	0	4	-1	0	-4	-1	-1
Capex	-1	-1	-1	-1	-1	-2	-3	-3
Cash flow libre (FCF)	5	1	6	1	3	-1	2	2
Invest. en titres (net)	0	0	0	0	0	5	0	0
Total flux d'investissements	-1	-1	-1	-1	-1	3	-3	-3
Dividendes (yc mino)	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1
Nouveaux fonds propres	0	3	0	4	0	0	0	0
Total flux de financement	0	4	0	4	-1	-1	-1	-1
Autres Flux	0.0	-2.0	-0.4	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.0
Var.de la trésorerie (dette) nette	5	3	5	6	2	4	1	1

Bilan (M EUR)	12/03	12/04	12/05	12/06	12/07	12/08e	12/09e	12/10e
Incorporels	2	1	1	1	2	2	3	3
Immobilisations Corporelles	1	1	1	1	1	1	1	2
Immobilisations financières	0	0	0	0	0	5	5	5
BFR	3	2	6	7	7	10	11	12
Total actif	7	6	10	11	11	20	22	24
Capitaux propres groupe	0	3	5	11	12	15	17	20
Capitaux propres minoritaires	0	0	0	0	0	0	0	0
Provisions	1	1	1	1	1	1	2	2
Endettement financier net	5	2	4	-2	-3	3	2	1
Total passif	7	6	10	11	11	21	22	23

Ratios	12/03	12/04	12/05	12/06	12/07	12/08e	12/09e	12/10e
FCF yield				3.6%	6.5%	-2.3%	7.1%	6.2%
ROCE (avant IS)	25.0%	33.0%	41.9%	30.6%	30.2%	30.4%	23.3%	23.0%
ROCE (après IS)	18.2%	29.5%	33.5%	22.5%	22.4%	21.3%	16.3%	16.1%
ROE	105.3%	77.6%	57.0%	28.5%	22.5%	22.2%	19.5%	18.0%
Dette nette/ebitda	2.3	0.6	0.9	ns	ns	0.5	0.3	0.1
EBITDA sur Frais fi	8.2	10.7	11.9	ns	ns	14.1	15.4	16.8