

Olivier Becker
+33 (0)4 72 68 27 28
obecker@oddo.fr

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

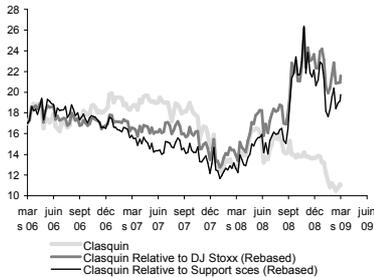
Clasquin

Transport Logistique

France

Résultats annuels

Recommandation Accumuler (2)
Cours (30/03/2009) 11.00 EUR
Objectif de cours 11.00 EUR



Reuters : CLAS.PA
Bloomberg : ALCLA FP
Plus haut 12 mois : 16.89
Plus bas 12 mois : 10.51

Ratios Boursiers

	12/07	12/08e	12/09e	12/10e
PER	16.2	7.0	6.6	6.2
Rdt net (%)	1.6%	3.0%	3.3%	3.5%
FCF yield (%)	6.5%	14.6%	17.5%	12.1%
Cours/ANA	3.3	1.9	1.3	1.2
VE/CA	0.3	0.2	0.2	0.2
VE/EBITDA	8.7	3.8	3.0	2.7
VE/ROP courant	11.8	5.5	4.7	4.2

Données par action

EUR	12/07	12/08e	12/09e	12/10e
BNA (RNpg C)	1.14	2.06	1.68	1.77
Variation en %	2.0%	79.7%	-18.4%	5.4%
BNA (RNpg)	1.18	2.13	1.73	1.83
Variation en %	3.1%	79.7%	-18.4%	5.4%
Div. Net	0.30	0.43	0.36	0.38
ANA	5.60	7.44	8.39	9.50

Compte de résultat

EUR	12/07	12/08e	12/09e	12/10e
CA	127.5	150.9	130.3	139.8
Variation en %	20.1%	18.4%	-13.7%	7.3%
ROP courant	3.3	6.0	5.1	5.4
Variation en %	-4.9%	81.3%	-15.3%	5.7%
ROP (EBIT)	3.3	6.0	5.1	5.4
RNpg publié	2.6	4.7	3.9	4.1
RNpg corrigé	2.6	4.7	3.9	4.1

Données financières

% et M EUR	12/07	12/08e	12/09e	12/10e
ROCE avant IS	30.2%	39.9%	26.7%	27.0%
ROCE après IS	22.4%	29.6%	18.7%	18.9%
ROE	22.5%	32.6%	21.9%	20.4%
FCF	2.7	4.8	4.5	3.1
Dette nette	-3	-1	-3	-5
Gearing	-23.1%	-4.4%	-17.1%	-23.5%
Dette nette/ebitda	ns	ns	ns	ns
EBITDA/Frais fi	ns	67.9	66.7	76.3

Performance

	1 mois	3 mois	12 mois
Perf absolue	-1.8%	-19.6%	-14.1%
Perf. Rel. Indice	1.00	0.93	1.55
Perf. Rel. DJ	0.97	0.99	1.88

Informations Boursières

Capitalisation	25
VE	24
Nb.de titres (M)	2.2
OLYMP (holding)	35.0%
Flottant	33.2%
Yves REVOL	12.1%
CIC Banque de Vizille	9.0%

Bon résultat 2008 - Début d'année 2009 difficile - TP ajusté à 11€ vs. 12€

ROC 2008 : 6,1 M€, +65,4% (vs. 5,1M€e) - Bonne résistance de la MOp. sur S2 (ROC/MB : 18% vs 14% en 2007): i/ bonne gestion de la marge par dossier (MB/dossier : 280€ sur S2 vs. 221€ sur S1), ii/ maîtrise des OpEx, iii/ contribution de Gueppe acquis début 2008 - Structure financière saine (DN : -0,7M€ vs. 17,2M€ de FP) - Pas de guidance mais début d'année difficile marqué par une baisse du volume d'opérations effectuées que nous évaluons à -10/-12%e - Estimations quasi inchangées mais 2009 sera, selon nous, une année de transition - TP passe de 12€ à 11€.

Chiffres 2008 un peu supérieurs a nos attentes

Le ROC 2008 se situe au-dessus de notre attente comme le montre le tableau suivant :

RESULTATS 2008

(M€)	Publiés	Estimations Oddo Midcap	Période Préc.	Publiés /Période préc.
Marge brute	37,2		26,5	+40%
ROC	6,1	5,1	3,7	+65%
BNpg	3.9	2,9	2,6	+51%

SOURCE : CLASQUIN- ESTIMATIONS ODDO MIDCAP

Les chiffres 2008 se caractérisent par i/ l'intégration réussie de Gueppe repris tout début 2008 (contribution de 6,6M€ au niveau de la MB), ii/ un ROC/MB 2008 voisin de 16,1% vs 12,4% en 2007, tendant à démontrer que Clasquin "convertit" bien ses opérations, ce qui est confirmé par la MB/opération (cf. supra), iii/ une structure financière toujours saine : une position de cash net de 0,7M€ (vs 2,3M€) pour 17M€ de fonds Propres (vs 12,7M€ à fin 2007), un BFR sous contrôle (10,4 j. de facturations), des CapEx en phase avec l'activité.

Un dividende de 0,43€/action (vs 0,30€ en 2007) sera proposé à l'AG du 16 juin 2009 (paiement le 26/06/2009).

Analyse des éléments communiqués hier soir

Sur la base de la réunion tenue hier soir à Lyon, nous pouvons formuler 4 commentaires :

- Le niveau de ROC se situe au-delà de nos attentes, ce qui tient essentiellement à i/ l'augmentation de la MB par opération (252€ vs 223€ en 2007 / effet volume par "trade"), témoignant d'un bon pricing power et/ou de la souplesse des solutions offertes par Clasquin, ii/ l'intégration de Gueppe (ROC 08: 1,7M€e), dont le bien-fondé souligne la grande sélectivité du management en matière de croissance externe. Sur S2 2008, le ROC/MB est resté assez élevé à 18% (+420pb), la marge de Gueppe demeurant toujours importante (3,3M€ au S2 08 vs 3,2M€ en S1 08). Hors Gueppe, Clasquin fait progresser son ROC de 20% (4,4M€) tandis que sa MB croît de 15,5% (30,7M€) ;
- La structure financière permet de traverser la crise, d'autant que Clasquin n'a pas de besoin d'investissement majeur (certains projets sans "return" immédiat sont même décalés) ;
- Compte tenu de son équilibre bilanciel, Clasquin se dit à l'écoute de toute opportunité d'acquisition, mais de nos échanges avec la société, nous ne ressentons pas que la conjoncture a particulièrement nourri le deal-flow ou qu'elle a un dossier très avancé. De même, sa prudence historique nous inviterait à ajouter que le cash management sera encore plus aigu en 2009, limitant d'autant la probabilité de voir naître une acquisition à brève échéance ;
- La société ne s'est pas livrée à l'exercice des guidances. Toutefois, le début d'année ferait ressortir une baisse du nombre d'opérations logistiques d'environ 15% si nous comprenons correctement les éléments de tendance fournis par le management.

Flash valeur

Néanmoins, les efforts commerciaux de Clasquin visant à améliorer la taille des opérations amortissent la baisse des échanges (cf. Les dernières données et statistiques du Commerce Mondial à -9%): au-delà des effets calendaires (-2 jours ouvrés sur janvier et février et +2 jours sur mars par rapport à 2008), Nous estimons que la MB pourrait reculer d'au moins 10% environ (CA: -25%/-30%e compte tenu des baisses du gasoil et des taux de fret), mais la MB/dossier devrait continuer d'augmenter.

Compte tenu du plan d'ajustement des OpEx décidé fin 2008 (plan "RAP" / économies visées en année pleine: 1M€ av. IS), et de la conquête de nouveaux clients en 2008 (effet de ramp-up en 2009) et de l'optimisation des achats, nous situons désormais la MB à env. 36M€ (soit une révision en baisse de 3%e) et le ROC 2009 à 5,1M€e (inchangé).

En tout état de cause, les 3 premiers mois de 2009 confirment que l'exercice en cours sera clairement un exercice transitoire, moyennant quoi les résultats seront en baisse faciale, mais la captation de nouveaux clients (cf. CA dédié à la Pharmacie, prospects significatifs en voie de transformation...) reste bonne et autorise le management à une certaine sérénité.

A titre d'illustration, la société indique qu'après la forte accélération de la dégradation enclenchée au T3 2008, elle "semble percevoir que le niveau d'activité se stabilise et que le point bas pourrait être atteint" en mars 2009... Mais l'effet calendaire perturbe à nos yeux une lecture trop optimiste de ces propos.

2009, année de transition

Après ajustement de nos prévisions (-3/0%e en première approche), notre DCF (Wacc: 12,9% - g: 3% - MOp. à terme: 2,6%) indique un objectif de cours de 11€.

Dès lors, notre opinion Accumuler ne peut que se justifier i/ en relatif par rapport au secteur (Clasquin devant sans doute surperformer son marché), ii/ par une vraie résistance des marges brutes par dossier corrélativement au cost control des OpEx, rassurant pour les résultats (ce point est important car nous pouvions redouter une dégradation de la MB/dossier compte tenu de la montée en charge des grands comptes dans les volumes de Clasquin, ce ne semble pas le cas à ce stade), iii/ dans une optique moyen terme, iv/ un scénario spéculatif.

Prochain événement: réunion d'analystes ce jour - CA T1 2009, le 14 mai 2009

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.