

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

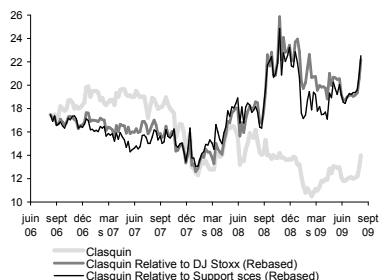
Transport Logistique

France

Reco abaissée Alléger (3) vs Accumuler (2)

Cours (03/09/2009) 14,00 EUR

Objectif de cours 11,00 EUR



Reuters : CLAS.PA
Bloomberg : ALCLA FP
Plus haut 12 mois: 16.00
Plus bas 12 mois: 10.51

Ratios Boursiers

	12/07	12/08	12/09e	12/10e
PER	16.2	7.0	10.3	9.9
Rdt net (%)	1.6%	3.0%	1.9%	2.0%
FCF yield (%)	6.5%	14.2%	11.5%	6.0%
Cours/ANA	3.3	1.9	1.7	1.6
VE/CA	0.3	0.2	0.2	0.2
VE/EBITDA	8.7	3.8	4.8	4.5
VE/ROP courant	11.8	5.5	7.8	7.4

Données par action

EUR	12/07	12/08	12/09e	12/10e
BNA (RNpg C)	1.14	2.06	1.36	1.41
Variation en %	2.0%	79.7%	-34.0%	4.1%
BNA (RNpg)	1.18	2.13	1.40	1.46
Variation en %	3.1%	79.7%	-34.0%	4.1%
Div. Net	0.30	0.43	0.27	0.29
ANA	5.60	7.44	8.06	8.89

Compte de résultat

EUR	12/07	12/08	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	4.0	4.2
Variation en %	-4.9%	81.3%	-32.9%	4.3%
ROP (EBIT)	3.3	6.0	4.0	4.2
RNpg publié	2.6	4.7	3.1	3.3
RNpg corrigé	2.6	4.7	3.1	3.3

Données financières

% et M EUR	12/07	12/08	12/09e	12/10e
ROCE avant IS	30.2%	39.8%	21.2%	21.3%
ROCE après IS	22.4%	29.4%	14.8%	14.9%
ROE	22.5%	32.6%	18.1%	17.2%
FCF	2.7	4.6	3.7	2.0
Dettes nette	-3	-1	-3	-4
Gearing	-23.1%	-4.4%	-13.7%	-16.7%
Dettes nette/ebitda	ns	ns	ns	ns
EBITDA/Frais fi	ns	67.9	54.9	62.4

Performance

	1 mois	3 mois	12 mois
Perf absolue	16.5%	7.1%	-14.3%
Perf. Rel. Indice	1.09	0.90	1.31
Perf. Rel. DJ	1.20	0.93	1.25

Informations Boursières

Capitalisation	31
VE	32
Nb.de titres (M)	2.2
OLYMP (holding)	35.0%
Flottant	33.2%
Yves REVOL	12.1%
CIC Banque de Vizille	9.0%

CA et marge brute S1 en ligne mais S2 plus difficile qu'attendu – Alléger vs. Accumuler

Clasquin a publié un CA S1 de 52,1 M€ en baisse de 27,6% et en ligne avec nos attentes (52,6 M€). Le CA subit les effets de la baisse des taux de fret et de la fuel surcharge. La marge brute est également conforme à nos prévisions à 16,6 M€ (baisse de 7,9% à tcc) vs. 16 M€e. Si le point bas est probablement atteint, la reprise s'annonce plus poussive que prévu au S2 qui devrait connaître une légère amélioration d'activité mais avec une MB toujours sous pression dans un contexte de guerre des prix. Nous révisons en baisse nos BNA 09 et 10 de respectivement 30% et 31%. Nous dégradons en Alléger. TP 11 € vs. 13 €.

Un S1 en ligne avec nos attentes ...

Clasquin a publié un CA S1 de 52,1 M€ en baisse de 27,6% et en ligne avec nos attentes (52,6 M€). La marge brute est également conforme à nos prévisions à 16,6 M€ (baisse de 7,9% à tcc) vs. 16 M€e.

CA S1 09

(M€)	Publiés	Estimations Ododo Midcap	Période Préc.	Publiés /Période préc.
CA	52,1	52,6	71,9	-27,6%
MB	16,6	16,0	17,5	-4,9%

SOURCE : CLASQUIN – ESTIMATIONS ODDO MIDCAP

... mais une deuxième moitié d'exercice plus difficile qu'attendu

A la fin du T1, Clasquin s'attendait à une reprise progressive de l'activité (nombre de dossiers) dès le T2 à la lumière des premiers signaux positifs macroéconomiques. Or l'atonie de l'activité observée au T1 s'est poursuivie puisque le nombre de dossiers a fléchi de 12,1% au T2 (-12,5% au T1).

De plus, l'augmentation de la marge au dossier observée au T1 ne s'est pas reproduite au T2 dans un contexte de forte pression sur les prix. La MB a ainsi chuté de 12,4% au T2, soit légèrement plus que la baisse du nombre de dossiers (-12,1%).

Sur la deuxième moitié de l'exercice, le profil de reprise de l'activité devrait être nettement plus lent qu'anticipé dans un contexte de forte baisse du transport aérien (-25%) et maritime (-10%) de marchandise. L'entreprise tablait, à la fin du T1, sur un retrait de 6 à 7% du nombre d'opérations en 2009 vs. 2008. Compte tenu des 12,3% de chute au S1 et des perspectives plus moroses pour le S2 (en particulier au T3), nous estimons que le nombre d'opérations devrait plutôt reculer de 11% environ.

Par ailleurs, nous pensons qu'en dépit de la poursuite de la dynamique positive du mix de prestations, la MB devrait continuer à souffrir au S2 de la guerre des prix et de la remontée des taux de fret. Nous attendons ainsi un repli de 10,1% de la MB au S2 (17,1 M€), tenant compte à la fois d'une légère reprise au T4 et d'un effet de base défavorable sur la deuxième moitié de l'année.

Révision significative de nos estimations – Alléger vs. Accumuler

Alors que le management tablait, à la fin du T1, sur le maintien de la compétitivité sur l'ensemble de l'exercice 2009, il estime désormais que les performances au S2 devraient être à minima celles du S1.

Cette guidance plus prudente, soutenue par une vision plus pessimiste de l'activité au S2, nous amène à revoir sensiblement à la baisse nos prévisions de résultats. Intégrant le plan de réduction des coûts (RAP) en cours, nos estimations de BNA 2009 et 2010 sont revues respectivement de -30% et -31%. Notre TP est ajusté à 11 € vs. 13 €.

Si le positionnement de Clasquin nous semble toujours aussi pertinent, notamment par rapport aux transporteurs classiques, nous estimons que les deux prochaines publications devraient peser sur le momentum du titre. Nous adoptons une opinion Alléger vs. Accumuler.

Prochain événement : Résultats S1 le 24 septembre 2009

PRODUCTION ET DIFFUSION DE LA RECOMMANDATION

ODDO & CIE EST AGREE PAR LE COMITE DES ETABLISSEMENTS DE CREDIT ET DES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT (CECEI) ET EST REGULE PAR L'AUTORITE DE MARCHES FINANCIERS (AMF).

LES INFORMATIONS CONTENUES DANS CETTE ANALYSE FINANCIERE PROVIENNENT DE SOURCES PUBLIQUES SOIGNEUSEMENT SELECTIONNEES. MALGRE LA REALISATION DE TOUTES LES DILIGENCES REQUISES POUR S'ASSURER QUE CES INFORMATIONS SONT EXACTES AU MOMENT DE LEUR PUBLICATION, AUCUNE DECLARATION DE GARANTIE N'EST FAITE QUANT A LEUR EXACTITUDE. CE DOCUMENT EXPRIME L'OPINION DE ODDO & CIE A LA DATE DE CELUI-CI, CETTE OPINION PEUT ETRE MODIFIEE A TOUT MOMENT SANS PREAVIS.

L'ANALYSE FINANCIERE A ETE ELABOREE CONFORMEMENT AUX DISPOSITIONS REGLEMENTAIRES VISANT A PROMOUVOIR L'INDEPENDANCE DES ANALYSES FINANCIERES, L'ANALYSTE ETANT SOUMIS A L'INTERDICTION D'EFFECTUER DES TRANSACTIONS SUR L'INSTRUMENT CONCERNE AVANT LA DIFFUSION DE LA COMMUNICATION.

UN DISPOSITIF DE « MURAILLES DE CHINE » (BARRIERE A L'INFORMATION) A ETE MISE EN PLACE AFIN D'EVITER LA DIFFUSION INDUE D'UNE INFORMATION CONFIDENTIELLE ET DE PREVENIR ET GERER LES SITUATIONS DE CONFLITS D'INTERETS. ELLES PEUVENT ETRE DETAILLEES SUR DEMANDE AUPRES DU RESPONSABLE DE LA CONFORMITE.

CE DOCUMENT S'ADRESSE EXCLUSIVEMENT AUX CLIENTS DE ODDO & CIE, IL EST COMMUNIQUE A TITRE INFORMATIF ET NE PEUT ETRE DIVULGUE A UN TIERS SANS LE CONSENTEMENT PREALABLE DE ODDO & CIE.

LE PRESENT DOCUMENT N'EST PAS ET NE SAURAIT ETRE TENU POUR UNE OFFRE DE VENTE OU LA SOLLICITATION D'UNE OFFRE D'ACHAT OU DE SOUSCRIPTION A UN INVESTISSEMENT QUEL QU'IL SOIT.

LES PERFORMANCES PASSES NE GARANTISSENT PAS LES PERFORMANCES FUTURES.

LES ANALYSTES ET LES PERSONNES CONCERNEES S'ABSTIENNENT D'EXECUTER DES TRANSACTIONS PERSONNELLES OU DES OPERATIONS POUR LE COMPTE DE TOUTE AUTRE PERSONNE, Y COMPRIS ODDO & CIE, CONCERNANT DES INSTRUMENTS FINANCIERS SUR LESQUELS PORTE L'ANALYSE FINANCIERE, OU TOUT AUTRE INSTRUMENT LIE LORSQU'ILS ONT CONNAISSANCE DE LA DATE PROBABLE DE DIFFUSION ET DU CONTENU SI CETTE CONNAISSANCE N'EST PAS ACCESSIBLE AU PUBLIC OU AUX CLIENTS ET NE PEUT PAS ETRE AISEMENT DEDUITE DE L'INFORMATION DISPONIBLE ET S'ABSTIENNENT D'AGIR AUSSI LONGTEMPS QUE LES DESTINATAIRES DE L'ANALYSE FINANCIERE N'ONT PAS EU UNE OPPORTUNITE RAISONNABLE D'AGIR SUR LA BASE DE L'INFORMATION. 313-27

MENTION DES CONFLITS D'INTERETS

VOUS POUVEZ CONSULTER LES DISCLOSURES DE TOUTES LES SOCIETES MENTIONNEES DANS CE DOCUMENT SUR LE SITE DE LA RECHERCHE DE [ODDO & CIE](#).