

## FLASH VALEUR

### Résultats semestriels

Cours (20/09/2012) : 19.69 EUR

Objectif 26.00 EUR

Potentiel : 32 %

Corporate Gouvernance : -

Capital				
Capitalisation boursière (MEUR)	45			
VE (MEUR)	38			
Nombre de titres	2			
Flottant (%)	37.4%			
Extremes 12 mois	16.40	23.00		
Performance (%)				
	1m	3m	12m	
Performance absolue	7.6	5.2	-11.3	
Perf. Rel. Indice Pays	6.4	-4.3	-30.6	
Perf. Rel. CAC Small	5.1	-0.9	9.6	

Données par action				
	12/11	12/12e	12/13e	12/14e
BNA corrigé (EUR)	1.33	0.88	1.46	2.08
Var (%)	-11.2%	-33.8%	65.2%	42.8%
BNA publié (EUR)	1.33	0.88	1.46	2.08
Dividende (EUR)	0.75	0.48	0.79	1.13

Valorisation				
	12/11	12/12e	12/13e	12/14e
P/E (x)	16.3	22.3	13.5	9.5
Rendement (%)	3.5%	2.4%	4.0%	5.8%
FCF yield (%)	6.3%	4.2%	6.7%	9.0%
P/B (x)	2.38	2.09	1.85	1.57
VE/CA (x)	0.26	0.23	0.20	0.17
VE/EBITDA (x)	5.7	6.8	4.6	3.5
VE/ROC (x)	7.8	10.5	6.1	4.2
VE/CE (x)	2.78	2.40	2.13	1.77

Comptes				
	12/11	12/12e	12/13e	12/14e
CA (MEUR)	171	176	187	197
ROC (MEUR)	5.8	3.9	6.2	7.9
EBIT (MEUR)	5.7	3.9	6.2	7.9
RNpg (MEUR)	3.1	2.0	3.4	4.8
RNpg corrigé (MEUR)	3.1	2.0	3.4	4.8

Profitabilité				
	12/11	12/12e	12/13e	12/14e
ROCE avant IS (%)	35.6%	23.4%	35.7%	43.1%
ROCE après IS (%)	23.8%	15.7%	23.9%	28.9%
ROE (%)	14.9%	9.5%	14.5%	18.0%

Situation Financière				
	12/11	12/12e	12/13e	12/14e
Dette nette (MEUR)	-6	-2	-4	-7
Gearing (%)	-26%	-8%	-15%	-24%
Dette nette/EBITDA(x)	ns	ns	ns	ns

Révisions de nos prévisions				
	2012e		2013e	
	Préc.	Rév.	Préc.	Rév.
CA (MEUR)	178	-1.3%	187	0.1%
ROC (MEUR)	6	-34.8%	7	-7.9%
BNA (EUR)	1.42	-37.9%	1.62	-10.0%

 Grille financière  Dernières publications

 [Odo Equities Website](#)

**Harold De Decker**

+33 (0)4 72 68 27 28 [hdedecker@oddo.fr](mailto:hdedecker@oddo.fr)

**Nabil Masmoudi**

+33 (0)1 44 94 56 24 [nmasmoudi@oddo.fr](mailto:nmasmoudi@oddo.fr)

## Résultats S1 sous pression, mais le pire est derrière

### ROC inférieur à nos attentes à 1.6M€ (vs Oddo 2.5M€e)

Clasquin a publié hier soir des résultats S1 globalement inférieurs à nos attentes. Au-delà de la marge brute, quasi stable à 21.6M€ (déjà publiée), la rentabilité opérationnelle du groupe a été fortement mise sous pression, avec un ROC de 1.6M€, en baisse significative de 34.5%. La Mop ressort à 7.4% de la marge brute, très en dessous du niveau normatif du groupe, au-dessus de 10%.

Le RNpg recule également logiquement, de 43.9% à 0.8M€, avec une légère diminution du résultat financier (-0.2M€ vs -0.15M€ au S1 2011) du fait d'une augmentation du BFR.

### Résultats S1 - Clasquin

(M)	Publié	Estimations Oddo	Période Préc.	Publié / Période préc.
CA	85.5	85.5	85.0	+0.6%
Marge Brute	21.6	21.6	22.0	-1.6%
ROC	1.6	2.5	2.5	-34.5%
RNpg	0.8	1.3	1.4	-43.9%

Source : Clasquin / Estimations Oddo

La structure financière reste saine, avec une dette nette de 2.2M€, soit un gearing toujours sous contrôle de 10.4% au 30/06/2012.

### Pressions importantes sur les marges, mais uniquement à CT

Le point principal de cette publication réside dans la baisse du résultat opérationnel, qui s'explique essentiellement par :

- Une forte progression de la masse salariale, passée de 12.9M€ à 13.7M€ sur les 12 derniers mois, accompagnant le développement du réseau d'agences Clasquin, notamment en Inde, Allemagne, Japon, et Géorgie ;
- Une hausse très forte des taux de fret maritime (X3.3 sur le S1 2012), impliquant un pincement sur les marges au cours de la période ;
- Une politique de gain de part de marché toujours très active, avec des marges plus limitées chez les nouveaux clients sur les premiers mois de collaboration.

Notons cependant que ces éléments restent passagers, les taux de fret maritime étant déjà orientés à la baisse depuis la fin du S1, ce qui devrait jouer a contrario un effet favorable sur les marges au S2, et devrait davantage permettre d'absorber la nouvelle structure de coûts suite aux développements menés en 2011.

### Opinion Achat et TP de 26€ inchangés

En conclusion, les résultats du S2 devraient donc être en progression significative par rapport au S1 avec, au-delà du traditionnel effet saisonnalité, un effet de rattrapage des marges autour des taux de freight.

Le S2 sera également marqué par l'intégration d'Intercargo (MB annuelle supérieure à 2.2M€), société espagnole de freight forwarding positionnée sur la route Europe/Amerique du Sud, qui vient compléter le maillage de Clasquin et qui devrait également avoir un effet vertueux sur les marges au S2 (Mop de 22%).

Par conséquent, ces éléments nous incitent à prévoir un S2 en forte progression, avec un ROC de 2.3M€, soit un Mop de 10.3%.

Bien que le titre puisse être sous pression à court terme, ces résultats ne remettent pas en cause la capacité de Clasquin à gagner des parts de marché dans un environnement dégradé.

Opinion Achat et TP de 26€ maintenus.

Prochain événement : Publication de la marge brute T3 le 30 septembre 2012