

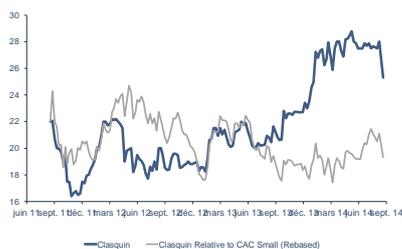
Clasquin

Achat → | Objectif 31.00 EUR

Cours : 25.30 EUR | Potentiel : 23 %

Est.chg	2014e	2015e
BNA	-21.4%	4.0%

Marges sous pression à court terme, mais la stratégie reste offensive

Jeudi 18 Septembre 2014


Données produit			
ALCLA FP ALCLA.PA			
Capitalisation boursière (MEUR)	58		
VE (MEUR)	60		
Extrêmes 12 mois	20.60	-	28.90
Flottant (%)	37.2		
Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	-8.5	-9.6	18.2
Perf. rel. Indice Pays	-12.4	-9.1	7.1
Perf. rel. CAC Small	-11.1	-4.6	-4.5
Comptes	12/14e	12/15e	12/16e
CA (MEUR)	207	215	222
EBITDA (MEUR)	6.3	8.7	9.5
EBIT (MEUR)	4.4	7.1	8.1
RNpg (MEUR)	2.5	4.3	4.8
BNA (EUR)	1.09	1.86	2.10
DNA (EUR)	0.90	1.53	1.73
P/E (x)	23.2	13.6	12.0
P/B (x)	2.6	2.4	2.2
Rendement (%)	3.5	6.0	6.8
FCF yield (%)	2.3	4.9	5.6
VE/CA (x)	0.3	0.3	0.3
VE/EBITDA (x)	9.8	6.9	6.2
VE/EBIT courant (x)	13.3	8.2	7.1
Gearing (%)	18	11	10
Dette nette/EBITDA(x)	0.6	0.3	0.3

Next Events

 18/09/2014 Analysts' meeting
 30/10/2014 Q3 Sales

Les résultats S1 ont été impactés par les investissements

En dépit d'une bonne progression de la marge brute sur le semestre (+4% à taux de change constant à 23.2M€), la rentabilité a été mise sous pression en début d'année, avec un ROC en baisse de 12% à 1.4M€ (nous attendions 1.8M€).

La structure de coûts a été impactée par la fin de la phase d'investissement initiée en 2012, conduisant à une hausse de 2.9% des charges de personnel sur le semestre, et de 5.3% des charges externes.

De plus, la très forte volatilité des taux de fret pénalise l'efficacité opérationnelle, et les niveaux élevés incitent les clients à presser sur les prix et mettre les marges sous pression.

Publication des résultats annuels

	Attendu	Publié	var attendu / publié	N-1
Marge brute	23.2	23.2	-	22.6
ROC	1.8	1.4	-22%	1.6
RN pg	0.8	0.6	-26%	0.7

Source : Oddo Securities ; Société

La stratégie offensive n'est cependant pas remise en cause

La rentabilité du groupe a été affectée sur le semestre par des conditions de marché difficiles sur les taux de fret, avec une MOp de 6.2% vs 7.2% au S1 2013.

Les volumes restent néanmoins très bien orientés (+10% du nombre d'opérations sur la période). Clasquin continue de gagner des parts de marché et conserve une stratégie offensive à la fois commercialement (légère érosion de la marge au dossier) et par acquisition, avec les intégrations simultanées de Garnett aux US (3.6M\$ de marge brute) et de GAF en Allemagne (0.7M€ de marge brute) au T4 2014.

Ces acquisitions, qui ne représentent que 7/8% de la marge brute du groupe, devraient néanmoins avoir un effet relatif sur les marges (Ebit >10% de la marge brute).

Achat maintenu, pour un levier plutôt prévu pour 2015

Nous intégrons ce nouveau périmètre à compter du 01/10/2014, avec un effet relatif estimé à 5% sur les BNA en année pleine.

En revanche, le groupe évoque encore des pressions sur les marges au S2, nous incitant à revoir en baisse notre atterrissage pour l'année, avec une MOp de 9.3% vs 11.4% précédemment, et 9.6% en 2013 (-20% sur BNA 2014, +5% en moyenne sur 2015 et 2016).

Ainsi, le levier sur les marges est selon nous un scénario qui devrait se matérialiser plutôt à compter du S1 2015, basé à la fois sur une dynamique topline solide et une structure de coûts qui devrait maintenant peu évoluer sur les prochains mois. Notre scénario 2015 et au-delà est par conséquent inchangé, avec une Mop de 14.5% à horizon 2016, plus en ligne avec les performances historiques du groupe, qui reste actuellement sur des niveaux historiquement bas.

Opinion Achat reconduite, et TP maintenu à 31€.

Harold De Decker
 +33 (0)4 72 68 27 28
 hdedecker@oddo.fr

Raphaël Hoffstetter
 +33 (0)4 72 68 27 11
 rhoffstetter@oddo.fr

Risque de conflits d'intérêts:

Cette étude a été réalisée par Oddo Securities, division d'Oddo & Cie, société en commandite par actions - Banque agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR). Oddo & Cie et/ou l'une de ses filiales peuvent être en situation de conflit d'intérêts avec un ou plusieurs groupes mentionnés dans la présente publication. Veuillez-vous reporter à la section relative aux conflits d'intérêts à la fin de ce document. Le présent document n'est pas un document contractuel ; il est strictement destiné à l'usage privé du destinataire. Les informations qu'il contient se fondent sur des sources que nous estimons fiables, mais dont nous ne pouvons garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans le document sont le résultat de notre évaluation à la date de la publication. Elles peuvent donc être révisées à une date ultérieure.

ALCLA.PA ALCLA FP Transport Logistique France	Achat					Cours actuel 25.30EUR			
	Upside	22.53%				TP	31.00EUR		
Données par action (EUR)	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13	12/14e	12/15e	12/16e	
BPA corrigé	1.04	1.50	1.33	0.91	0.94	1.09	1.86	2.10	
BPA publié	1.08	1.50	1.33	0.91	0.94	1.09	1.86	2.10	
BPA consensus									
Dividende par action	0.63	1.20	0.75	0.75	0.78	0.90	1.53	1.73	
FCF to equity par action	2.40	0.47	1.36	-0.15	0.96	0.58	1.24	1.40	
Book value par action	7.81	8.86	9.12	9.17	9.14	9.58	10.67	11.38	
Nombre d'actions ordinaires fin de période	2.23	2.31	2.31	2.31	2.31	2.31	2.31	2.31	
Nombre d'actions moyen dilué	2.31	2.27	2.31	2.31	2.31	2.31	2.31	2.31	
Valorisation	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13	12/14e	12/15e	12/16e	
Cours le plus haut	14.0	18.5	29.0	23.0	23.8	28.9			
Cours le plus bas	10.5	13.3	16.4	17.4	18.3	23.0			
(*) Cours de référence	12.5	16.4	21.7	19.5	21.0	25.3	25.3	25.3	
Capitalisation	27.8	37.7	50.0	45.0	48.3	58.4	58.4	58.4	
Endettement net	-5.6	-5.4	-5.8	-0.2	-0.1	4.0	2.9	2.8	
Intérêts minoritaires réévalués	1.6	1.8	1.3	1.1	1.2	0.8	0.8	0.8	
Immobilisations financières réévaluées	1.0	1.2	1.3	1.5	1.4	1.1	0.7	0.3	
Provisions & Provisions à caractère de réserve	2.1	1.0	1.1	1.4	0.2	-0.8	-1.8	-2.8	
VE	24.9	34.0	45.3	45.9	48.2	61.4	59.6	58.9	
P/E (x)	11.9	10.9	16.3	21.4	22.2	23.2	13.6	12.0	
P/CF (x)	5.7	7.0	8.9	13.0	9.7	13.7	10.2	9.6	
Rendement (%)	5.1%	7.3%	3.5%	3.8%	3.7%	3.5%	6.0%	6.8%	
FCF yield (%)	19.3%	2.9%	6.3%	ns	4.6%	2.3%	4.9%	5.6%	
P/B incl. GW (x)	1.59	1.85	2.38	2.13	2.29	2.64	2.37	2.22	
P/B excl. GW (x)	2.07	2.32	2.97	2.82	3.06	3.49	3.04	2.80	
VE/CA (x)	0.22	0.19	0.26	0.25	0.24	0.30	0.28	0.26	
VE/EBITDA (x)	3.9	3.4	5.7	7.6	7.6	9.8	6.9	6.2	
VE/EBIT courant (x)	5.5	5.2	7.8	10.8	10.5	13.3	8.2	7.1	
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n									
Compte de résultat (MEUR)	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13	12/14e	12/15e	12/16e	
CA	115	179	171	185	198	207	215	222	
EBITDA ajusté	6.4	9.9	7.9	6.0	6.3	6.3	8.7	9.5	
Dotations aux amortissements	-1.9	-3.4	-2.1	-1.8	-1.7	-1.7	-1.4	-1.2	
EBIT courant	4.5	6.6	5.8	4.3	4.6	4.6	7.2	8.3	
EBIT publié	4.5	6.5	5.7	4.1	4.5	4.4	7.1	8.1	
Résultat financier	-0.2	-0.7	-0.5	-0.4	-0.4	-0.3	-0.4	-0.4	
Impôt sur les sociétés	-1.5	-2.0	-1.9	-1.4	-1.6	-1.5	-2.4	-2.9	
Quote-part de résultat des sociétés mises en équivalence	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Résultat des activités cédées ou en cours de cession	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Minoritaires	-0.4	-0.4	-0.2	-0.2	-0.3	0.0	0.0	0.0	
RNpg publié	2.4	3.4	3.1	2.1	2.2	2.5	4.3	4.8	
RNCpg ajusté	2.4	3.4	3.1	2.1	2.2	2.5	4.3	4.8	
Bilan (MEUR)	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13	12/14e	12/15e	12/16e	
Survaleurs	4.4	4.4	4.4	5.5	5.6	5.6	5.6	5.6	
Autres actifs incorporels	1.3	1.3	1.6	2.2	2.8	2.8	2.8	2.8	
Immobilisations corporelles	3.5	5.3	5.5	5.8	5.5	10.3	11.7	13.4	
BFR	5.3	5.3	4.8	8.6	8.0	8.3	8.7	9.0	
Immobilisations financières	1.0	1.2	1.3	1.5	1.4	1.1	0.7	0.3	
Capitaux propres pg	17.4	20.1	21.0	21.1	21.1	22.1	24.6	26.2	
Capitaux propres minoritaires	1.6	1.8	1.3	1.1	1.2	0.8	0.8	0.8	
Capitaux propres	19.0	21.9	22.3	22.3	22.2	22.9	25.4	27.0	
Provisions	2.1	1.0	1.1	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2	
Endettement net	-5.6	-5.4	-5.8	-0.2	-0.1	4.0	2.9	2.8	
Tableau de flux (MEUR)	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13	12/14e	12/15e	12/16e	
EBITDA	6.4	9.9	7.9	6.0	6.3	6.3	8.7	9.5	
var.BFR	2.2	-0.3	0.2	-1.6	0.1	-0.4	-0.3	-0.3	
frais financiers & taxes	-1.7	-2.1	-2.0	-1.5	-1.6	-1.5	-2.5	-2.9	
autres	0.2	-2.5	-0.3	-1.1	0.3	-0.5	-0.4	-0.5	
operating Cash flow	7.1	5.1	5.9	1.8	5.1	3.9	5.4	5.8	
CAPEX	-0.9	-3.9	-2.5	-2.2	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	
Free cash-flow	6.2	1.2	3.3	-0.4	2.5	1.3	2.9	3.2	
acquisitions / Cessions	0.0	-0.1	-0.1	0.1	0.2	0.4	0.4	0.4	
Dividendes	-1.5	-1.8	-2.9	-2.1	-2.0	-2.2	-2.1	-3.5	
Var. capitaux propres	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
autres	-2.5	0.7	-0.7	0.3	-0.4	0.0	0.0	0.0	
Var. Endettement net	2.7	0.2	-0.4	-4.4	0.0	-4.1	1.2	0.1	
Croissance marges rentabilité	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13	12/14e	12/15e	12/16e	
Croissance du CA publiée	-24.0%	56.1%	-4.3%	7.7%	7.3%	4.5%	4.0%	3.2%	
Croissance du CA organique	-24.0%	56.1%	-4.3%	7.7%	7.3%	4.5%	4.0%	3.2%	
Croissance de l'EBIT courant	-25.8%	45.3%	-11.5%	-26.6%	7.4%	0.7%	57.1%	14.1%	
Croissance du BPA	-37.8%	43.7%	-11.2%	-31.4%	3.5%	15.4%	70.6%	13.0%	
Marge net ajustée	2.1%	1.9%	1.8%	1.1%	1.1%	1.2%	2.0%	2.2%	
Marge d'EBITDA	5.6%	5.5%	4.6%	3.3%	3.2%	3.0%	4.0%	4.3%	
Marge d'EBIT courant	3.9%	3.7%	3.4%	2.3%	2.3%	2.2%	3.4%	3.7%	
CAPEX / CA	-0.8%	-2.5%	-1.6%	-1.5%	-1.4%	-1.3%	-1.3%	-1.2%	
BFR / CA	4.6%	3.0%	2.8%	4.6%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	
Taux d'IS apparent	35.7%	34.0%	37.1%	36.7%	38.4%	37.4%	36.0%	37.3%	
Taux d'IS normatif	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%			
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique)	7.1	11.6	10.5	9.7	9.0	8.4	7.7	7.5	
ROCE post-tax (taux d'IS normatif)	18.8%	28.5%	23.8%	14.9%	14.0%	12.6%	-	-	
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	25.8%	39.9%	32.8%	20.2%	18.7%	16.3%	-	-	
ROE	14.4%	18.1%	14.9%	10.0%	10.3%	11.6%	18.4%	19.1%	
Ratios d'endettement	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13	12/14e	12/15e	12/16e	
Gearing	-30%	-25%	-26%	-1%	0%	18%	11%	10%	
Dette nette / capitalisation	-0.20	-0.14	-0.12	0.00	0.00	0.07	0.05	0.05	
Dette nette / EBITDA	ns	ns	ns	ns	ns	0.64	0.33	0.29	
EBITDA / frais financiers nets	40.4	67.1	101.3	57.9	105.1	160.0	125.6	168.3	

Risque de conflits d'intérêts:

Oddo et Cie et sa filiale Oddo Corporate Finance ont ensemble conclu un contrat de liquidité avec l'émetteur portant sur un (des) instrument(s) financier(s) de celui-ci.

Disclaimer:

Avertissement relatif à la distribution par Oddo & Cie à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par Oddo Securities (« Oddo Securities »), division d'Oddo & Cie (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO.

Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement.

La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. A la date de publication du présent document, Oddo & Cie et/ou l'une quelconque de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés.

Tous efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Les opinions exprimées dans cette étude reflètent exactement les points de vue personnels de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs concernés et aucune partie de la rémunération de ce dernier n'a été, n'est, ni ne sera directement ou indirectement liée aux opinions spécifiques contenues dans la présente étude. Cette étude ne constitue pas une recommandation personnelle de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconques, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

La déclaration relative aux conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans le présent document peut être consultée sur le site de recherche d'Oddo & Cie.

Avertissement relatif à la distribution par Oddo & Cie à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par Oddo Securities (« Oddo Securities »), division d'Oddo & Cie (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par Oddo Securities Corporation (« OSC »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'OSC ressortissants des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'OSC.

Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement.

La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. A la date de publication du présent document, Oddo & Cie et/ou l'une quelconque de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés.

Tous efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Informations à communiquer conformément aux exigences de la FINRA (Financial Industry Regulatory Authority) :

- Ni OSC, ni ODDO, ni encore Oddo Securities ne détiennent effectivement 1 % ou plus de toute catégorie d'actions ordinaires de la société concernée ;
- A la date de publication de la présente étude, l'analyste d'Oddo Securities n'a pas été informé ni n'a eu connaissance de même qu'il n'a aucune raison d'avoir connaissance d'un quelconque conflit d'intérêts réel et significatif le concernant ou concernant ODDO, Oddo Securities, ou OSC à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- Oddo Securities ou ODDO peuvent, dans les trois prochains mois, percevoir ou réclamer une rémunération au titre de services de banque d'investissement auprès de la société objet de la présente étude, étant entendu qu'OSC ne sera pas partie prenante à de tels accords ;
- Ni OSC, ni ODDO, ni encore Oddo Securities n'ont perçu une rémunération de la part de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois au titre de la fourniture de services de banque d'investissement à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- Ni OSC, ni ODDO, ni encore Oddo Securities n'ont été le chef de file ni le co-chef de file d'une émission de titres par offre publique pour le compte de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- OSC n'est pas teneur de marché (ni ne l'a jamais été) et, en conséquence, n'était pas teneur de marché pour les titres de la société objet de l'étude à la date de publication de cette dernière.

Réglementation AC (Regulation AC) :

OSC est dispensé des obligations de certification au titre de la réglementation AC (Regulation AC) pour la distribution par ses soins à un ressortissant américain aux Etats-Unis de la présente étude préparée par un analyste d'Oddo Securities car ODDO n'a pas de dirigeants ni de personnes exerçant des fonctions similaires ni des salariés en commun avec OSC et OSC conserve et applique des politiques et procédures raisonnablement destinées à l'empêcher, de même que toute personne exerçant le contrôle, tous dirigeants ou personnes exerçant des fonctions similaires, ainsi que des salariés d'OSC, d'influencer les activités de l'analyste d'une société tierce ainsi que le contenu des études préparées par un tel analyste tiers.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis :

Oddo Securities Corp. MEMBER: FINRA/SIPC (U.S. INVESTORS)

Filiale à 100 % d'Oddo & Cie

Philippe Bouclainville, Président (pbouclainville@oddo.com)

150 East 52nd Street

New York, NY 10022

212-481-4002

Vous pouvez consulter les mentions des conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans ce document sur le site de la recherche de Oddo & Cie.