

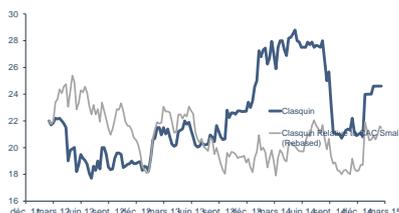
# Clasquin

**TOP PICKS**
**Achat → | Objectif 30.00 EUR vs 29.00 EUR ↗**

Cours : 24.60 EUR | Potentiel : 22 %

	Est.chg	2014e	2015e
BPA		10.2%	5.1%

## Potentiel confirmé de très fort rebond des résultats 2015 / TP 30€ vs. 29€

**Jeudi 19 Mars 2015**


### ROC 2014 supérieur aux attentes à 4.3 M€ (vs. 4 M€e)

Au titre de son année 2014, Clasquin publie des **résultats annuels légèrement supérieurs à nos attentes**. Pour une marge brute (déjà publiée) en hausse de 6.3%, le résultat opérationnel affiche un repli de 6% à 4.3M€, à comparer à notre estimation de 4 M€e. Enfin, le résultat net ressort en recul de 3% à 2.1 M€ (vs. 1.9 M€e).

Clasquin termine l'exercice avec une **dette nette largement inférieure à nos estimations** à 0.7 M€ (vs. 4.5 M€). La baisse marquée - et inattendue - du BFR aura finalement permis de compenser l'impact des 2 petites acquisitions finalisées sur le S2. Un dividende de 0.8€ (vs. 0.69€) est proposé à la prochaine AG (rendement de 3%).

### Clasquin – Résultats annuels 2014

	Publié	Attendu	N-1	Var.
CA	211.5	211.5	198.1	+6.7%
ROC	4.3	4.0	4.6	-6.0%
RN pg	2.1	1.9	2.2	-3.5%

Source : Oddo Securities ; Clasquin

### Confirmation du scénario de forte amélioration des résultats 2015...

Sans surprise, l'**absence de levier lié à la marge brute au S1** (taux de fret maritime alors élevés et volatils) pénalisent les résultats sur l'ensemble de 2014, avec, en outre, l'effet année pleine des recrutements effectués depuis mi-2013 et l'enregistrement de certains coûts exceptionnels. **Le S2 marque néanmoins une inflexion : l'amélioration de la marge au dossier au T4 permettant d'afficher une hausse du ROC sur ce semestre (+26% au T4).**

Au-delà de l'effet de base que procure 2014, le groupe confirme son objectif de **croissance très forte de l'activité et des résultats en 2015**. Notre scénario est ainsi confirmé compte tenu :

- de la normalisation des taux de fret en maritime depuis octobre (cf. remontée de la marge au dossier déjà constatée au T4) ;
- d'un nombre d'opérations surperformant un marché attendu en croissance (maritime en progression de 3/4%e pour un marché en aérien de +2/3%e) ;
- de la stabilisation des opex après une période de renforcement de la structure ;
- de la disparition des one off de 2014 et de la diminution des pertes de certaines filiales.

### ... à laquelle s'ajoutera encore l'effet relutif de LCI : Achat fort maintenu

Nos prévisions (EBIT +52% yoy) n'intègrent pas la contribution de la société LCI (6.8 M€ de marge brute), le closing de l'acquisition étant prévu le 31 mars. **A nos estimations s'ajoutera donc l'effet relutif potentiellement important (>10%e) de cette acquisition, structurante opérationnellement** (entrée sur la route France Maghreb).

**Achat fort maintenu** (la valeur figure dans notre liste de convictions Nextcap). TP 30€ vs. 29€ (dette nette revue en baisse, séquence d'EPS en hausse de 5%).

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

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

#### Données produit

**ALCLA FP | ALCLA.PA**

Capitalisation boursière (MEUR)	57
VE (MEUR)	55
Extrêmes 12 mois	20.30 - 28.90
Flottant (%)	37.2

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	0.4	12.9	-9.0
Perf. rel. Indice Pays	-4.2	-4.0	-25.2
Perf. rel. CAC Small	-3.6	-2.6	-13.7

Comptes	12/14e	12/15e	12/16e
CA (MEUR)	212	227	238
EBITDA (MEUR)	6.1	7.7	8.6
EBIT courant (MEUR)	4.3	6.4	7.5
RNpg (MEUR)	2.1	3.6	4.3
BPA (EUR)	0.92	1.58	1.89
DNA (EUR)	0.80	1.21	1.45
P/E (x)	27.7	15.6	13.0
P/B (x)	2.7	2.4	2.2
Rendement (%)	3.1	4.9	5.9
FCF yield (%)	6.8	4.5	5.4
VE/CA (x)	0.3	0.2	0.2
VE/EBITDA (x)	9.7	7.2	6.3
VE/EBIT courant (x)	13.6	8.6	7.2
Gearing (%)	3	-1	-3
Dette nette/EBITDA(x)	0.1	ns	ns

#### Next Events

29/04/2015	Q1 Sales
28/08/2015	H1 Sales

#### 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**

Upside 21.95%

Cours actuel 24.60EUR

TP 30.00EUR

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	0.92	1.58	1.89
BPA publié	1.08	1.50	1.33	0.91	0.94	0.92	1.58	1.89
BPA consensus								
Dividende par action	0.63	1.20	0.75	0.75	0.78	0.80	1.21	1.45
FCF to equity par action	2.40	0.47	1.36	-0.15	0.96	1.74	1.10	1.33
Book value par action	7.81	8.86	9.12	9.17	9.14	9.42	10.32	11.13
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
<b>Valorisation</b>	<b>12/09</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14e</b>	<b>12/15e</b>	<b>12/16e</b>
Cours le plus haut	14.0	18.5	29.0	23.0	23.8	28.9	24.8	
Cours le plus bas	10.5	13.3	16.4	17.4	18.3	20.3	20.8	
(*) Cours de référence	12.5	16.4	21.7	19.5	21.0	25.6	24.6	24.6
Capitalisation	27.8	37.7	50.0	45.0	48.3	59.0	56.7	56.7
Endettement net	-5.6	-5.4	-5.8	-0.2	-0.1	0.7	-0.2	-0.7
Intérêts minoritaires réévalués	1.6	1.8	1.3	1.1	1.2	1.1	1.0	1.0
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	59.0	55.2	54.0
P/E (x)	11.9	10.9	16.3	21.4	22.2	27.7	15.6	13.0
P/CF (x)	5.7	7.0	8.9	13.0	9.7	12.9	10.0	9.3
Rendement (%)	5.1%	7.3%	3.5%	3.8%	3.7%	3.1%	4.9%	5.9%
FCF yield (%)	19.3%	2.9%	6.3%	ns	4.6%	6.8%	4.5%	5.4%
P/B incl. GW (x)	1.59	1.85	2.38	2.13	2.29	2.72	2.38	2.21
P/B excl. GW (x)	2.07	2.32	2.97	2.82	3.06	3.60	3.07	2.80
VE/CA (x)	0.22	0.19	0.26	0.25	0.24	0.28	0.24	0.23
VE/EBITDA (x)	3.9	3.4	5.7	7.6	7.6	9.7	7.2	6.3
VE/EBIT courant (x)	5.5	5.2	7.8	10.8	10.5	13.6	8.6	7.2
<i>(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n</i>								
<b>Compte de résultat (MEUR)</b>	<b>12/09</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14e</b>	<b>12/15e</b>	<b>12/16e</b>
CA	115	179	171	185	198	212	227	238
EBITDA ajusté	6.4	9.9	7.9	6.0	6.3	6.1	7.7	8.6
Dotations aux amortissements	-1.9	-3.4	-2.1	-1.8	-1.7	-1.8	-1.3	-1.1
EBIT courant	4.5	6.6	5.8	4.3	4.6	4.3	6.4	7.5
EBIT publié	4.5	6.5	5.7	4.1	4.5	4.2	6.4	7.5
Résultat financier	-0.2	-0.7	-0.5	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3
Impôt sur les sociétés	-1.5	-2.0	-1.9	-1.4	-1.6	-1.5	-2.2	-2.5
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	-0.3	-0.3	-0.3
RNpg publié	2.4	3.4	3.1	2.1	2.2	2.1	3.6	4.3
RNCpg ajusté	2.4	3.4	3.1	2.1	2.2	2.1	3.6	4.3
<b>Bilan (MEUR)</b>	<b>12/09</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14e</b>	<b>12/15e</b>	<b>12/16e</b>
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	10.0	11.1	12.5
BFR	5.3	5.3	4.8	8.6	8.0	5.3	5.7	6.0
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	21.7	23.8	25.7
Capitaux propres minoritaires	1.6	1.8	1.3	1.1	1.2	1.1	1.0	1.0
Capitaux propres	19.0	21.9	22.3	22.3	22.2	22.8	24.8	26.7
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	0.7	-0.2	-0.7
<b>Tableau de flux (MEUR)</b>	<b>12/09</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14e</b>	<b>12/15e</b>	<b>12/16e</b>
EBITDA	6.4	9.9	7.9	6.0	6.3	6.1	7.7	8.6
var.BFR	2.2	-0.3	0.2	-1.6	0.1	2.6	-0.4	-0.3
frais financiers & taxes	-1.7	-2.1	-2.0	-1.5	-1.6	-1.5	-2.2	-2.5
autres	0.2	-2.5	-0.3	-1.1	0.3	-0.1	0.2	0.1
operating Cash flow	7.1	5.1	5.9	1.8	5.1	7.2	5.3	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	4.7	2.7	3.3
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	-2.3	-3.2
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	-0.8	0.9	0.5
<b>Croissance marges rentabilité</b>	<b>12/09</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14e</b>	<b>12/15e</b>	<b>12/16e</b>
Croissance du CA publiée	-24.0%	56.1%	-4.3%	7.7%	7.3%	6.8%	7.3%	5.0%
Croissance du CA organique	-24.0%	56.1%	-4.3%	7.7%	7.3%	6.8%	7.3%	5.0%
Croissance de l'EBIT courant	-25.8%	45.3%	-11.5%	-26.6%	7.4%	-5.1%	48.3%	16.6%
Croissance du BPA	-37.8%	43.7%	-11.2%	-31.4%	3.5%	-2.3%	70.7%	19.7%
Marge net ajustée	2.1%	1.9%	1.8%	1.1%	1.1%	1.0%	1.6%	1.8%
Marge d'EBITDA	5.6%	5.5%	4.6%	3.3%	3.2%	2.9%	3.4%	3.6%
Marge d'EBIT courant	3.9%	3.7%	3.4%	2.3%	2.3%	2.1%	2.8%	3.1%
CAPEX / CA	-0.8%	-2.5%	-1.6%	-1.5%	-1.4%	-1.3%	-1.2%	-1.2%
BFR / CA	4.6%	3.0%	2.8%	4.6%	4.0%	2.5%	2.5%	2.5%
Taux d'IS apparent	35.7%	34.0%	37.1%	36.7%	38.4%	37.0%	35.5%	35.0%
Taux d'IS normatif	34.3%	34.3%	34.3%	34.3%	34.3%	34.3%	34.3%	34.3%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique)	7.1	11.6	10.5	9.7	9.0	9.3	9.3	9.1
ROCE post-tax (taux d'IS normatif)	18.5%	27.9%	23.4%	14.6%	13.7%	12.5%	-	-
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	25.3%	39.1%	32.1%	19.8%	18.3%	16.5%	-	-
ROE	14.4%	18.1%	14.9%	10.0%	10.3%	9.9%	16.0%	17.6%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>12/09</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14e</b>	<b>12/15e</b>	<b>12/16e</b>
Gearing	-30%	-25%	-26%	-1%	0%	3%	-1%	-3%
Dette nette / capitalisation	-0.20	-0.14	-0.12	0.00	0.00	0.01	0.00	-0.01
Dette nette / EBITDA	ns	ns	ns	ns	ns	0.12	ns	ns
EBITDA / frais financiers nets	40.4	67.1	101.3	57.9	105.1	1007.3	1919.5	-1321.8

## Historique des recommandations et des objectifs de cours sur les 12 derniers mois

Date	Recomm.	Objectif (EUR)	Cours (EUR)
18/03/15	Achat	30.00	24.60
20/02/15	Achat	29.00	24.60
31/10/14	Achat	27.50	21.00

### 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 New York (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY.

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 ONY, 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 ONY 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'ONY ne sera pas partie prenante à de tels accords ;
- Ni ONY, 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 ONY, 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 » ;
- ONY 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) :

ONY 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 ONY et ONY 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'ONY, 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 New York MEMBER: FINRA/SIPC (U.S. INVESTORS)  
Filiale à 100 % d'Oddo & Cie  
Philippe Bouclainville, Président (pbouclainville@oddonny.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.