

Clasquin

Transport Logistique - France

Introduction sur Alternext d'Euronext Paris

Cours : 14.5 EUR*
13 Janvier 2006
Objectif de cours : 16.9 EUR
CAC 40 4 890
DJ STOXX50 : 3 429

Ratios Boursiers

	12/06e	12/07e
PER	13.4	10.9
Rdt net (%)	1.5	1.9
P/CF	9.3	8.2
Cours/ANA	2.8	2.3
VE/CA	0.3	0.2
VE/EBE	6.1	5.0
VE/ROP	7.8	6.1

Données par action

EUR	12/04	12/05e	12/06e	12/07e
BNA (RNpg C)	0.57	0.89	1.08	1.33
Variation en %		56.8%	21.9%	22.4%
BNA (RNpg)	0.60	0.92	1.12	1.37
Variation en %		54.0%	21.2%	22.4%
Div. Net	0.06	0.18	0.22	0.27
CAF	1.15	1.47	1.56	1.76
ANA	1.42	2.22	5.10	6.24

Compte de résultat

EUR	12/04	12/05e	12/06e	12/07e
CA	70.6	92.0	104.8	115.3
Variation en %	8.5%	30.2%	13.9%	9.9%
ROP	2.1	3.1	3.7	4.5
Variation en %	84.5%	50.5%	18.9%	21.5%
RNpg publié	1.1	1.8	2.5	3.1
RNpg corrigé	1.2	1.8	2.5	3.1

Données financières

% et M EUR	12/04	12/05e	12/06e	12/07e
ROCE (avant IS)	31.7%	46.9%	45.8%	45.8%
ROE	77.6%	50.7%	32.0%	24.2%
EFN/CP	87.2%	18.6%	-33.7%	-40.6%
EFN	2	1	-4	-6

Informations Boursières

Capitalisation	32
Nombre de titres	2.23
OLYMP	34.8%
Flottant	21.1%
Personnes	17.6%
CIC Banque de	13.5%

* Données calculées sur un cours de milieu de fourchette de 14,5€

Clasquin : « elle a tout d'une grande » !

Commissionnaire en transports, et spécialisé dans l'overseas (fret maritime et aérien), Clasquin détient un fort positionnement concurrentiel dans la gestion des flux logistiques entre la France et l'Asie. Nous pensons que le groupe est en mesure de délivrer une croissance de son Ebit de 17%/an d'ici 2008.

Extraordinaire dynamisme des flux de marchandises : un contexte mondial porteur pour Clasquin

Au cours de la période 1996-2004, les importations entre la France et l'Asie ont quasiment doublé, passant de 23,3 Md€ à 46,1 Md€. Dans le même temps, les exportations de France vers l'Asie ont affiché une croissance de +30% (26,6 Md€ vs. 20,3 Md€). En outre, les autres régions du monde n'ont pas été en reste, avec par exemple, des flux en croissance de près de 50% entre la France et l'Amérique au cours de la même période 1996-2004. Ce trend est soutenu par la plus grande mondialisation des échanges (mouvement de délocalisation, « repolarisation » des zones de consommation émergentes, évolution démographique...). Compte tenu de la taille du marché (env. 200 Md€) et de sa vocation mondiale, les leaders sont bien entendu des géants, globaux par nature. Pourtant, des acteurs de taille moyenne peuvent tirer leur épingle du jeu dès lors qu'ils arrivent à concilier standardisation des process avec personnalisation de l'offre, et qu'ils maîtrisent les trois facteurs clefs de succès, à savoir : les hommes, le réseau international, le système d'information.

Une parfaite maîtrise des facteurs clefs de succès et de leviers économiques définissant une croissance anticipée à deux chiffres

Si Clasquin apparaît bien comme une PME, il n'en demeure pas moins que le management a su se doter d'une structure solide et efficiente, répondant avec pertinence aux besoins du marché : i) véritable clef de voûte de la culture Clasquin, la gestion des ressources humaines est au centre de l'organisation de l'entreprise et a permis de constituer des équipes très bien formées (approche multiculturelle, 90% des salariés sont bilingues et de formation supérieure) et stables (faible turnover), ii) Clasquin est le seul acteur français de cette taille à posséder une réel réseau international intégré (présence dans 14 pays au travers de 33 bureaux), iii) enfin, Clasquin a réalisé un effort financier important au cours de la période 2000-2004 afin de se doter d'un outil informatique efficace, permettant notamment de répondre aux attentes des clients en termes de suivi et traçabilité des marchandises. Ainsi, Clasquin détient-il aujourd'hui une structure performante et optimisée, prête à délivrer sur la période 2005-2008 une forte croissance de l'activité et de la rentabilité. Le premier semestre a permis une croissance des ventes de 30% et un gain de marge courante de près de 400pb. Pour la période 2006-2008, nous tablons prudemment sur une croissance moyenne des ventes de 11%/an et une hausse de l'Ebit de 17%/an.

Une valorisation attrayante

Sur la base de notre scénario prévisionnel, la valeur des fonds propres pré-money ressort autour de 32/36 M€, selon que l'on retient la méthode des DCF (taux d'actualisation de 12%) ou la méthode des comparables boursiers. En milieu de fourchette, le prix d'introduction ménagerait un upside d'au moins 17% par rapport à une valeur d'équilibre de 16,9€. Observons cependant que ce niveau de valorisation n'intègre pas un catalyseur potentiel lié à d'éventuelles opérations de croissance externe, une piste évoquée de manière récurrente depuis 2 ans par le management, et crédibilisée par le renforcement des capitaux propres.

Laurent Gautheron
lgautheron@oddo.fr
+33 (3) 4 72 68 27 11

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

NOS RECOMMANDATIONS BOURSIERES

Nos recommandations boursières reflètent la performance **ABSOLUE** attendue sur chaque valeur en monnaie locale à un horizon de 12 mois.

Achat (1) : performance **ABSOLUE** attendue supérieure à 15%

Accumuler (2) : performance **ABSOLUE** attendue comprise entre 0 et 15%

Alléger (3) : baisse **ABSOLUE** attendue comprise entre 0 et -15%

Vente (4) : baisse **ABSOLUE** attendue de plus de 15%

Sommaire

▶ principales caractéristiques de l'opération	5
▶ synthèse	6
Thèse d'investissement	6
▶ clasquin : « elle a tout d'une grande » !	8
Un développement historique très structuré	8
La force d'un réseau international intégré	10
Un modèle économique efficient... et sécurisant	13
▶ Un marché de l'overseas durablement dynamique	16
Un contexte mondial particulièrement porteur	16
Un marché pluriel aux nombreuses barrières à l'entrée	19
L'overseas, un marché où se côtoient petits et géants	20
Quelle place pour les petits acteurs ?	22
▶ 2006-2008 : une dimension nouvelle	24
Le périmètre organisationnel et géographique vient d'entamer un cycle de croissance forte...	24
...et les perspectives demeurent intactes	26
▶ Valorisation : valeur d'équilibre à au moins 16,9€	30
Convergence des méthodes vers un minimum de 16,9€ par titre	30
Valorisation par DCF : 32 M€	31
Valorisation par comparables boursiers : 36 M€	32

PRINCIPALES CARACTERISTIQUES DE L'OPERATION

Composition du capital

STRUCTURE ACTIONNAIRE (en % des actions)

	Avant IPO	Après IPO	Ap. IPO+extension
Public	0,0%	21,1%	22,3%
Y.Revol	13,6%	11,6%	11,6%
Olymp	44,4%	34,8%	34,4%
Salariés	0,0%	1,4%	1,4%
CIC Banque de Vizille	15,8%	13,5%	13,5%
Personnes physiques	26,2%	17,6%	16,8%

SOURCE : CLASQUIN-CIC-ODDO

Nombre d'actions proposées au marché

2 230 000 actions ordinaires seront admises sur le marché d'Alternext d'Euronext Paris :

- 330 000 actions nouvelles par augmentation de capital, dont 32 000 actions réservées aux salariés,
- 172 414 actions existantes par cession,
- 25 862 actions existantes en cas d'exercice de la clause d'extension.

Structure du placement

OPO : 20% maximum du nombre total d'actions offertes

Garantie de bonne fin (CIC Banque de Vizille)

Fourchette de prix :

OPO PG

13,5€ / 15,5€

Offre réservée aux salariés : 10,8€-12,4€

Principales dates du calendrier

Ouverture de l'OPO	19 janvier
Ouverture du Placement global	19 janvier
Ouverture de l'Offre réservée aux salariés	19 janvier
Clôture de l'OPO et l'Offre réservée aux salariés	30 janvier
Clôture du Placement global	31 janvier
Allocation des actions (PG)	31 janvier
Fixation du Prix de l'Offre /Communiqué	31 janvier
Première cotation sur Alternext	31 janvier
Communiqué du dimensionnement final de l'Offre	1 ^{er} février
Premières négociations sur Alternext des actions	1 ^{er} février
Règlement-livraison du PG et de l'OPO	3 février

SYNTHESE

Le commissionnement de transport bénéficie à plein de la croissance des échanges commerciaux mondiaux...

...et Clasquin apparaît très bien placé pour en profiter...

...notamment parce qu'il a trouvé une dimension et des structures dont le calibrage...

Thèse d'investissement

Un contexte mondial particulièrement porteur

Le processus de mondialisation des économies (mouvement de délocalisation, repolarisation des zones de consommation émergentes, évolution démographique...) nourrit une croissance des flux de marchandises d'environ 6/7% par an, et constitue le moteur principal du commerce mondial. Dans le fret aérien comme dans le fret maritime, cette tendance se prolongerait selon les estimations de l'OCDE qui anticipe une croissance annuelle moyenne de 6% pour le fret aérien (sachant que la zone la plus dynamique sera évidemment l'Asie) et de 8% pour le maritime.

Bien évidemment, ce contexte de mondialisation est extrêmement bénéfique à l'ensemble des acteurs intervenant dans la gestion des opérations d'import / export, que ce soit les transporteurs proprement dits, mais également les commissionnaires de transport tels que Clasquin, dont le rôle consiste à concevoir, organiser et coordonner l'ensemble de la chaîne logistique, documentaire et réglementaire, afin de permettre à un client d'acheminer des marchandises du point de départ au point d'arrivée. D'ailleurs, au titre du 1^{er} semestre 2005, les ventes ont crû de près de 30% alors que l'exercice 2004 avait déjà enregistré une progression d'environ de 9%.

Le commissionnement de transport est un métier pluriel, faisant appel à des compétences extrêmement variées et techniques, où les barrières à l'entrée sont nombreuses. Ainsi, lorsque l'on évolue sur un marché éminemment mondial, global, aux exigences de savoir-faire multiples et techniques, on observe naturellement des phénomènes de taille, du fait notamment de la concentration des clients qui recherchent, dans le cadre de leurs activités, des prestataires à leur image, globaux et mondiaux.

Mais, résumer la problématique sectorielle à l'effet de taille serait réducteur ; dans les activités de services, la qualité, les facteurs de facilitations mises en œuvre (liquidation douanière pour le compte de ses donneurs d'ordres) et la réactivité constituent des facteurs évidents de différenciation. La taille ne fait donc pas tout, et des acteurs de taille plus modeste, délivrant une prestation de qualité sur des segments particuliers (spécialisation sur un pays, ou sur un mode de transport par exemple) peuvent tirer leur épingle du jeu. En outre, tous les donneurs d'ordres ne sont pas globaux, et ne nécessitent pas de sous-traitants globaux.

Clasquin : une structure opérationnelle solide...

Si le développement du groupe Clasquin a été relativement spectaculaire de par l'importance du changement de stature en l'espace de vingt ans, il n'en demeure pas moins qu'il a été également durable, réfléchi et maîtrisé.

Aujourd'hui, le groupe est doté d'une structure opérationnelle solide avec i/ un personnel compétent et fidélisé (80% du personnel est bilingue et l'ancienneté moyenne est d'une dizaine d'années malgré une faible moyenne d'âge), ii/ des structures opérationnelles (réseau intégré : bureaux, outils informatiques).

Le positionnement historique de Clasquin sur les échanges France/Asie et Asie/France s'avère particulièrement pertinent ces dernières années, puisqu'il s'agit du segment de marché le plus dynamique et sur lequel Clasquin a su se construire une réputation et une légitimité forte. Sur la base de la « surface logistique » actuelle, Clasquin est capable d'absorber un doublement au moins de sa taille sans perturber ses charges de structure.

2006-2008 une nouvelle ambition

Au cours des 10 dernières années, Clasquin a réalisé de bonnes performances économiques : croissance moyenne du CA de +11% sur la période 1994-2004, et croissance moyenne de l'Excédent Brut d'Exploitation de +35% sur la même période (croissance soutenue et profitable). De telles performances s'expliquent également par une bonne maîtrise des principaux facteurs clefs de succès (équipes performantes, détention d'un réseau international intégré organisé et outillé) et des effets de seuils sensibles, nés des investissements réalisés entre 2000 et 2003.

...autorisent désormais une croissance forte des résultats. L'Ebit devrait en effet croître de +17%/an au cours des prochains exercices

Ayant effectivement fourni des efforts financiers importants tout au long de la période 2000-2004, (autofinancement de son système d'information et recrutements de cadres), Clasquin détient désormais une structure optimisée et solide, prête à délivrer croissance et résultats sur un marché particulièrement porteur. Le 1^{er} semestre 2005 en illustre cette aptitude : CA +30%, RCAI : +94%.

Clasquin vise une croissance moyenne annuelle à 2 chiffres d'ici 2008. La direction projette en effet de se développer selon 3 axes : i) renforcer sa présence internationale par l'ouverture de 11 nouveaux bureaux, ii) intensifier ses efforts commerciaux à destination de segments à plus forte valeur ajoutée (approche produits : luxe, pharmacie, vins et spiritueux ou approche services avec le développement de l'export aérien par exemple), iii) anticiper et accompagner le développement des flux imports de l'Asie par la création d'une équipe dédiée à la prospection auprès d'importateurs chinois sur les segments du luxe, de la pharmacie et de la cosmétique.

Pour la période 2006-2008, nous tablons prudemment sur une croissance moyenne des ventes de 11%/an et une hausse de l'Ebit de 17%/an. Le management de Clasquin envisage également de se développer par croissance externe. Pour notre part, nous n'avons pas intégré ce levier dans nos prévisions, compte tenu de son caractère incertain. En revanche, nos simulations indiquent que de telles opérations pourraient à la fois améliorer la faculté du groupe à accompagner ses donneurs d'ordres et alimenter la progression des résultats.

Une valorisation attrayante

Sur la base de nos projections, d'un taux d'actualisation de 12%, et d'une croissance à l'infini de 1,5%, nous valorisons les fonds propres (pré-money) de Clasquin à 32,1 M€ (soit 16,9€/action).

Selon la méthode des comparables boursiers et après avoir intégré une décote liée à la taille, la valorisation (pré-money) de Clasquin ressort à 35,8 M€ (18,8€/action), mais l'échantillon de comparables présente en réalité des caractéristiques peu similaires à celles de Clasquin.

Notre valeur d'équilibre correspondra donc à un minimum de 16,9€ par titre.

Sur la base du milieu de fourchette, le titre présente un potentiel d'appréciation de 17% par rapport à une valorisation d'équilibre d'au moins 16,9€/action

CLASQUIN : « ELLE A TOUT D'UNE GRANDE » !

*Un développement
logique et graduel pour
constituer un groupe :*

*- largement tourné vers
l'Asie*

*- capable d'appréhender
l'overseas aérien ou
maritime*

Un développement historique très structuré

1959, naissance d'un commissionnaire lyonnais

Créée en 1959 à Lyon (et émanant d'une société lyonnaise de transit international créée en 1864), la société Clasquin est devenue au fil des ans un acteur local bien implanté auprès de petites sociétés de la région. Sa taille était alors modeste (1,5 M€ de CA au début des années 80), mais Clasquin bénéficiait d'une image de marque qualitative. En 1983, l'entreprise connaît un virage déterminant : Yves Revol, alors Directeur Commercial de la société, opère un MBO aux côtés de trois collaborateurs, et devient l'actionnaire principal de Clasquin. Dès lors, l'entreprise émerge véritablement sur le marché de l'overseas et devient, en l'espace de 20 ans, l'un des principaux acteurs français.

Un décollage en cinq phases

➤ 1983/1990 : l'heure de la spécialisation

Dès son arrivée à la tête de l'entreprise, Yves Revol, conscient qu'il était nécessaire de détenir un positionnement concurrentiel fort sur un petit segment de marché afin de gagner en légitimité, choisit de spécialiser Clasquin sur l'export aérien au départ de la France vers l'Asie-Pacifique¹.

C'est alors un véritable septennat de croissance forte, puisque l'entreprise, qui ne comptait qu'un seul bureau à Lyon, ouvrira un bureau à Paris, puis tour à tour, 9 délégations commerciales : Tokyo, Osaka, Séoul, HongKong, Taiwan, Sydney, Melbourne, Singapour, Bangkok.

C'est ainsi qu'en l'espace de 7 ans, Clasquin conquiert sa légitimité en devenant l'un des leaders de la gestion des flux aériens sur l'axe France / Asie-Pacifique.

➤ 1991/1993 : l'élargissement de l'offre par le maritime

Capitalisant sur un positionnement concurrentiel gagné sur les flux aériens France / Asie-Pacifique, Clasquin décide d'élargir son champ d'action en intégrant à son offre l'overseas maritime tant en import qu'en export, et naturellement, toujours sur l'Asie-Pacifique.

Cet élargissement est stratégiquement très intéressant car il permet, outre de bénéficier d'un relais de croissance, de sécuriser l'activité en étant présent sur deux modes de transport complémentaires, et sur deux activités très synergiques (l'import et l'export), répondant à des cycles et des facteurs différents, notamment sur le plan des impacts monétaires (sur les exportations françaises en Asie), et des éventuelles hausses du pétrole (sur le fret aérien). Le fret maritime représente aujourd'hui environ 33% des flux traités par Clasquin.

¹ Observons que le groupe Norbert Dentressangle a suivi le même type de démarche stratégique en se spécialisant sur les flux routiers trans-Manche

- *structuré et intégré*

➤ 1994/1999 : la période de consolidation

Après cette véritable métamorphose, le management du groupe, mis en place par Yves Revol, a choisi de stabiliser les structures de l'entreprise en transformant les délégations commerciales en bureaux opérationnels. Le changement consiste à doter chaque entité de moyens humains propres désormais, sur un plan commercial, mais également comptable, informatique et décisionnel.

EFFORTS DE STRUCTURATION

	1983	1990	2005
Effectifs	15	95	303
Nombre de bureaux	1	9	33

SOURCE : CLASQUIN-ESTIMATIONS ODDO

Durant cette période de consolidation, seront également créées de nouvelles filiales aux Etats-Unis, en Italie et en Espagne. Clasquin détient alors un réel réseau intégré et crédible.

➤ 2000/2003 : implémentation de l'outil informatique

Compte tenu de la création d'un réseau intégré significatif (33 bureaux en propre vs. 5 pour des concurrents comme Activair ou Fatton), il est très vite apparu nécessaire, et même stratégique, de posséder un outil informatique capable d'offrir toute l'information attendue par les clients (notion de traçabilité en temps réel), mais aussi d'assurer un reporting rapide et cohérent de l'ensemble des bureaux opérationnels.

Le groupe se dote alors de différents outils de système d'information propres² et autofinance, sur la période, 3 M€ d'investissements informatiques (logiciels d'exploitation : réservation, airline-bill / facturation, e-tracing, reporting / gestion, numéros de commandes), ce qui représente un effort significatif à l'échelle du groupe. Au 30 juin, figurent au bilan des logiciels (développés en interne) pour environ 3,7 M€ bruts.

Grâce à ses systèmes d'information, le management dispose d'un « flash » 2 jours après la fin de chaque mois (reporting de CA / MB), et de son RCAI non audité en 3 semaines.

➤ 2004-2008 : le renforcement du capital... et une reprise de la croissance

Après avoir conquis une légitimité sur les flux France / Asie-Pacifique, après avoir créé un réseau international crédible, avoir sensiblement renforcé les équipes, et avoir mis en place un système d'information efficace, il ne restait plus à l'équipe Clasquin que de renforcer sa structure capitalistique pour être à même de profiter pleinement de toute opportunité de croissance, tant interne qu'externe. En août 2004, l'arrivée de CIC Banque de Vizille au capital de Clasquin a permis l'injection de 1,5 M€ (+0,5 M€ d'OC), soit un doublement des fonds propres. A cette occasion, les actionnaires historiques ont également apporté 0,5 M€ de nouveaux fonds propres.

Cette entrée au capital a permis à Yves Revol et son équipe de lancer le business plan 2008, projet entièrement dédié au couple croissance / rentabilité. Et avec l'exercice 2005, nous comprenons que la société envisage une croissance soutenue, aussi bien en termes de CA que de marge brute.

² Aeolus – Orchid – E-Tracing

*Un réseau intégré
permet de mieux
maîtriser ses « trades »*

La force d'un réseau international intégré

Si le développement du groupe Clasquin est relativement spectaculaire de par l'importance du changement de statut en l'espace de 10 ans (CA multiplié par 4), il n'en demeure pas moins qu'il a été également durable, réfléchi et maîtrisé. La croissance ne s'est pas faite au détriment de la rentabilité (Ebit/MB : env. 1% en 1994 et 14,5% en 2005e). Le groupe est doté d'une structure solide, et l'offre commerciale régulièrement enrichie, ce qui constitue un gage de pérennité.

Une structure opérationnelle solide

➤ Un personnel fidélisé et bien formé

Depuis de nombreuses années Clasquin privilégie le recrutement de collaborateurs de niveau BAC + 3 et au-delà (90% du personnel sont issus de l'enseignement supérieur), tous multilingues (80% du personnel est bilingue et dix langues sont quotidiennement utilisées dans le groupe), ayant des connaissances techniques mais aussi des capacités de conception.

Il apparaît clairement que Yves Revol a su fédérer autour de lui une équipe expérimentée dans le secteur et extrêmement fidèle : la majeure partie des cadres dirigeants du groupe ont souvent débuté leur carrière au sein des anciennes antennes commerciales créées en Asie, et possèdent donc une ancienneté d'une vingtaine d'années environ. On peut citer à titre d'exemple Philippe Lons (vice-président du groupe). Cela démontre également la capacité de Yves Revol à avoir su détecter les talents et à les avoir conservés dans l'entreprise en les faisant eux aussi évoluer au rythme de Clasquin.

Cette gestion des ressources humaines a subsisté au fil des nombreux développements, et apparaît désormais comme l'une des valeurs du groupe. Ainsi, l'acquisition de nouvelles compétences est tout à fait valorisée (chaque opérateur passe ainsi du maritime à l'aérien, de l'import à l'export), et les promotions internes sont largement favorisées. Alors que la moyenne d'âge est d'environ 30 ans, l'ancienneté moyenne est de 8 ans !³

➤ Un fort sentiment d'appartenance à un groupe

L'autre force de la structure est le niveau d'intégration des différents bureaux étrangers. En effet, le management a su donner l'autonomie locale nécessaire au bon développement commercial des différentes entités, tout en opérant un reporting serré et efficace, permettant à la direction générale de connaître en quasi temps réel leurs performances commerciales et financières (suivi des contrats mais aussi des marges de chaque contrat). Enfin, chaque bureau travaille en réseau avec les autres bureaux du groupe, chacun d'entre eux étant considéré comme un client à part entière.

Clasquin a ainsi évité l'écueil d'avoir des structures locales juxtaposées, sans réelle dynamique de groupe. Bien au contraire, l'équipe de direction a su lier enracinement local et culture de groupe en plaçant à la tête de chaque bureau opérationnel « un couple » managérial constitué d'un ressortissant local et d'un manager français expatrié. On rejoint là le savoir-faire du groupe en termes de gestion des ressources humaines.

³ turn-over : <5%

Une offre de services à forte valeur ajoutée

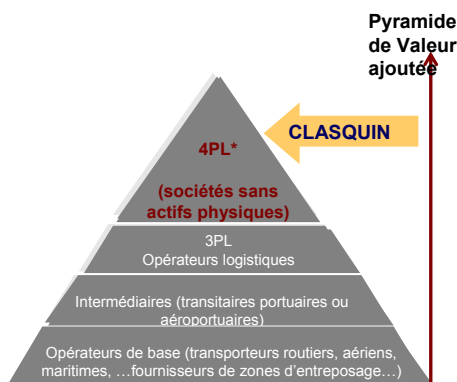
La stratégie du groupe est depuis bien des années tournée vers un enrichissement permanent de l'offre de services. C'est ainsi que Clasquin est passé d'un statut de simple commissionnaire (gestion du fret maritime France/Asie-Pacifique) à celui d'acteur généraliste de l'overseas (réseau international intégré, fret maritime et aérien, prise en charge éventuelle des opérations de stockage, etc.).

Cette culture du service à forte valeur ajoutée a même amené l'équipe de direction de Clasquin à créer et diffuser auprès de ses principaux clients un bulletin hebdomadaire de veille informative (informations concernant les grèves dans certains ports, veille concernant les procédures et quotas douaniers, etc.).

Ne détenant aucun actif dans le cadre de ses activités, Clasquin se situe fort logiquement en haut de l'échelle de valeur ajoutée du secteur de l'overseas, dans la catégorie des prestataires 4PL (Fourth Party Logistics Provider).

ECHELLE DE VALEUR AJOUTÉE / INTERVENANTS DE L'OVERSEAS

Un business model à forte valeur ajoutée



PL : Fourth Party Logistics Provider
Source : Les Echos / Merrill Lynch

SOURCE : SOCIETE

Une PME à dimension internationale...

Une architecture d'organisation dessinée pour servir les grandes zones d'échange de marchandises

Comme nous l'avons vu précédemment, la détention d'un réseau propre constitue une barrière à l'entrée pour tout nouvel entrant, mais c'est également l'un des principaux facteurs clefs de succès, le réseau intégré étant gage de sécurité accrue dans le suivi des marchandises et de proximité vis-à-vis des clients étrangers.

Aujourd'hui, Clasquin est la seule PME sur son secteur en France à détenir un réseau intégré crédible, structuré autour de 33 bureaux implantés dans 14 pays sur 4 continents.

Les plus gros bureaux sont la France, Hong-Kong/Chine, le Japon et les USA. Les plus petits sont ceux de la Thaïlande, la Corée ou la Malaisie. Les grands axes sont : France-Japon qui traite beaucoup de flux exports et la France-Chine/HongKong, qui traite davantage de flux imports. Enfin, HongKong/Chine, l'Espagne et la France enregistrent, dans la période récente, les plus forts taux de croissance.

Concernant ses partenaires-transporteurs, Clasquin traite une grande partie de ses flux avec de grandes firmes comme Cathay Pacific, MSC ou encore P&O. Contrairement à une idée reçue, les prix du fret ne sont pas très différents selon la taille des intervenants car i/ ils sont négociés pour chaque « trade », ii/ la visibilité sur les achats de capacités de transport n'est pas assez « longue » pour permettre des achats réguliers. Dès lors, les prix du fret dépendent uniquement des taux d'occupation spot des « core-carriers ».

CARTES DES IMPLANTATIONS

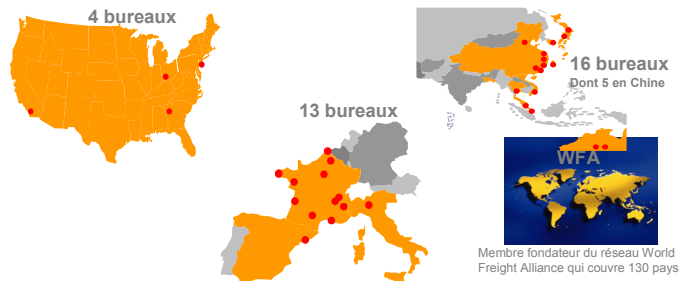
Le réseau

Un solide réseau de bureaux opérationnels intégrés qui assure une proximité clients :

- bureau de support
- bureau commercial

Un précurseur : dès 1983, CLASQUIN se positionne en spécialiste sur l'axe France-Asie
En 1993, le Groupe s'implante aux USA

- 14 filiales soit 33 bureaux CLASQUIN dans le monde présents sur 4 continents
- Un réseau d'agents (WFA) couvrant le reste du monde

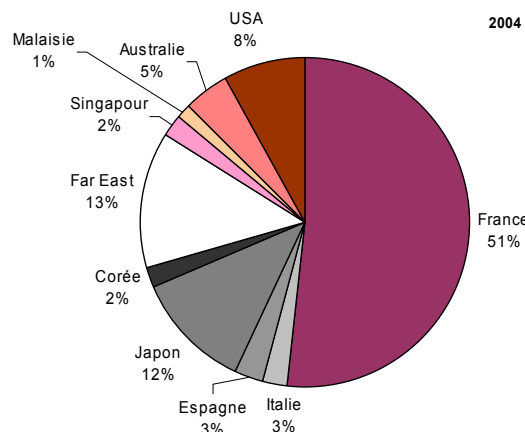


SOURCE : SOCIETE

*... et des partenariats
pour étendre encore plus
son champ d'intervention*

Compte tenu de sa taille, le groupe n'a pas les moyens de posséder une présence exhaustive mondiale. Aussi, le management a-t-il décidé de concentrer ses ressources sur ses marchés phares que sont l'Asie, et, dans une moindre mesure, les Etats-Unis et l'Europe. Ainsi, pour contrecarrer son absence sur des zones telles que l'Amérique du Sud et l'Afrique, Clasquin s'est également lancé dans une politique d'alliances au sein du réseau WFA (Worldwide Freight Alliance) dont il est l'un des membres fondateurs, ce qui lui permet, à moindres frais, d'avoir une présence commerciale dans 130 pays. Globalement, cette ouverture internationale, obtenue tant par son réseau intégré que par sa politique d'alliances, lui permet d'avoir une répartition quasiment égale de sa marge brute commerciale entre France et étranger.

CONTRIB. DES DIFFERENTES ZONES DANS LA MARGE BRUTE COMMERCIALE (BASE 2004)



SOURCE : SOCIETE

Un modèle économique efficient... et sécurisant

Un positionnement pertinent et durable

*Un positionnement
géographique concordant
avec les zones de
croissance de demain*

Le choix stratégique et fondateur, décidé dès 1983 par Yves Revol, de se développer sur l'Asie Pacifique, se révèle être depuis quelques années le bon choix... voire le meilleur qu'il ait pu faire. En effet, alors que les échanges mondiaux augmentent chaque année, il apparaît aujourd'hui nettement que la zone la plus dynamique en matière d'échanges internationaux est, et sera pour de nombreuses années, l'Asie, avec comme véritable locomotive la Chine (15% de la marge brute 2005e), tout en sachant que les autres pays de la région (Corée, Taiwan, etc.) ne sont pas en reste en termes de croissance économique.

Aujourd'hui, Clasquin est considéré en Europe et en Asie comme l'un des véritables spécialistes de l'overseas pour les flux France/Asie, Europe/Asie, mais également Asie/France et Asie/Europe. Or, détenir une véritable légitimité en Asie se révèle être une extraordinaire barrière à l'entrée, informelle certes, mais bien réelle, de par le temps nécessaire à se faire accepter puis référencer par les clients asiatiques.

Un fonds de commerce « informel » mais pérenne

*Des relations
commerciales souples
mais durables*

Si le métier de l'overseas est technique et très juridique, les us et coutumes de la profession veulent qu'aucun contrat de prestations de services ne soit signé, et donc renouvelé formellement, entre un donneur d'ordres et son prestataire. Les renouvellements sont donc tacites et oraux. Néanmoins, les conventions qui lient Clasquin à ses clients lui permettent de répercuter les phénomènes de variations monétaires⁴, les prix du carburant (taxe particulière dite « fuel surcharge ») ou de tarifs Fret avec un décalage de quelques jours. Clasquin ne possède par conséquent pas de contrats écrits le liant à ses clients. En revanche, afin d'appréhender la récurrence de son activité, nous présentons ci-dessous l'ancienneté observée chez les 20 premiers clients Clasquin (représentant 30% du CA global du groupe).

ANCIENNETE DES 20 PREMIERS CLIENTS DU GROUPE CLASQUIN

TOP 20 clients	Ancienneté	Secteur d'activité
Asahi Beer (2000)	5 ans	Vins & spiritueux
Carrefour Asie(1996)	9 ans	Grande distribution
Casino (1989)	16 ans	Grande distribution
Cosmelor (1995)	10 ans	Cosmétique / pharmaceutique
Cuno (1995)	10 ans	Biens d'équipement
Danfoss (1995)	10 ans	Biens d'équipement
Gerflor (1993)	12 ans	Biens d'équipement
Geydon (1995)	10 ans	Biens de consommation
GSA (2000)	5 ans	Textile
Imaje (1997)	8 ans	Biens d'équipement
La Redoute (2002)	3 ans	Textile
Leroy Merlin (1995)	10 ans	Grande distribution
Mango (2002)	3 ans	Textile
Mercator (2004)	1 an	Divers
Mermet (2000)	5 ans	Textile
Michelin (2002)	3 ans	Biens d'équipement
Mitsui & Co (2004)	1 an	Textile
Priminter (1990)	15 ans	Articles promotionnels
Salomon (2000)	5 ans	Biens de consommation
Serpie (1995)	10 ans	Articles promotionnels

SOURCE : CLASQUIN

Il ressort ainsi que l'ancienneté moyenne est de sept ans et demi, validant pleinement la récurrence du fonds de commerce, et ce, malgré le caractère peu formel des liens commerciaux unissant Clasquin à ses clients.

⁴ ventes à l'export en euro ou en USD pour le fret – ventes à l'import dans la devise locale ou en USD

*Très faible intensité
capitalistique*

Un métier très peu capitalistique...

En tant que prestataire de services, Clasquin ne détient aucun actif lié à son activité, les navires et avions étant détenus par les transporteurs, et les locaux de stockage par les logisticiens. De ce point de vue, Clasquin apparaît clairement comme une entreprise de services.

Fort logiquement, la firme se situe comme nous l'avons vu précédemment en haut de l'échelle de valeur ajoutée du secteur.

En revanche, l'activité de Clasquin révèle une relative saisonnalité (S1 : 46% de la MB – S2 : 54% de la MB). Cela influe naturellement sur le niveau de dette nette qui, si elle se situe en moyenne à un niveau normatif proche de 0 M€, n'en fluctue pas moins chaque mois de 2,5 M€ (situation d'endettement) à -2,5 M€ (situation de cash), en fonction du paiement de la TVA à l'import notamment (TVA payable le 25 de chaque mois) et des droits de douanes que Clasquin paye pour le compte de ses clients avant, bien évidemment, de les percevoir de ses clients. Ainsi, il existe des « à-coups » de trésorerie au mois le mois.

A noter que la récurrence d'un besoin en fonds de roulement négatif n'est que faciale et résulte du recours au factoring à hauteur de 12 M€ environ au 30 juin.

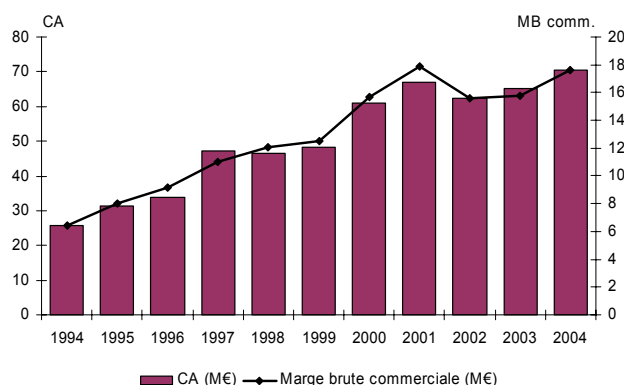
Des performances maintenues sur les dix dernières années !

Nous avons précédemment utilisé le terme « maîtrisé » pour définir le développement affiché par Clasquin ces vingt dernières années. Il n'y a pas de meilleure illustration que l'évolution du chiffre d'affaires et de la marge brute, puis de la marge brute d'exploitation, pour relever la constance aussi bien de la croissance de l'activité que de la rentabilité.

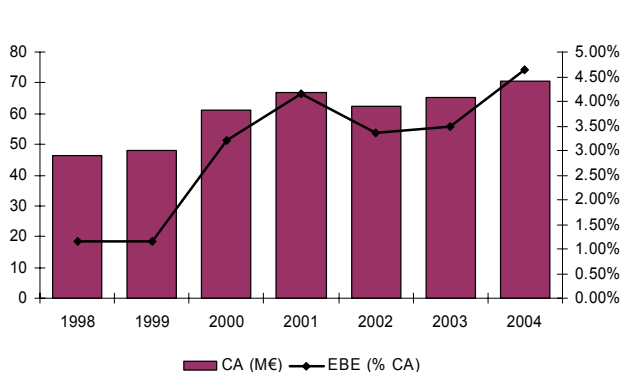
*Une croissance
historique forte*

Le taux moyen de croissance annuelle (TMCA) ressort ainsi sur la période 1994-2004 à 11% pour le chiffre d'affaires, et à 35% pour l'EBE sur la période 1998-2004.

EVOL. DU CA ET DE LA MARGE BRUTE COMMERCIALE



EVOL. COMPAREE DU CA ET DE LA MARGE BRUTE D'EXPLOITATION

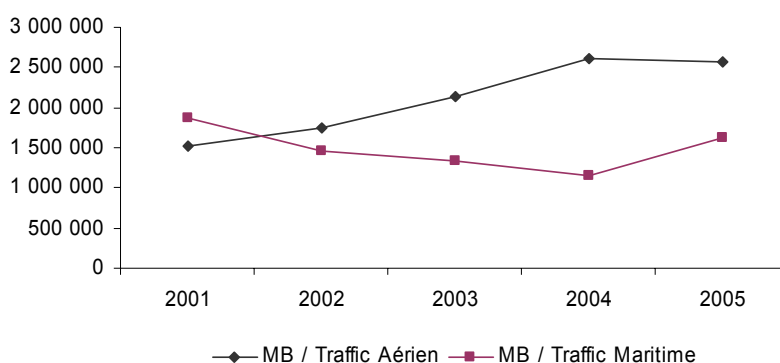


SOURCE : DOUANES FRANÇAISES

On notera en outre, que la corrélation entre l'évolution du chiffre d'affaires et de l'EBE est forte, illustrant ainsi les effets leviers potentiels sur les résultats de toute accélération de l'activité.

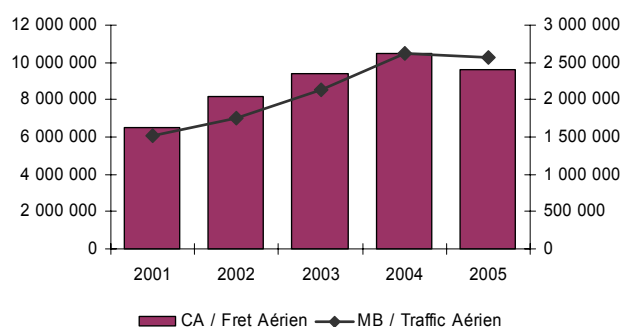
Enfin, il est important de noter que la croissance globale affichée par Clasquin, tant en termes d'activité que de résultats, se retrouve de façon équilibrée entre le fret maritime et le fret aérien, excluant tout risque lié à un effet mix-produit. Mieux, il apparaît que ces deux activités liées l'une à l'autre et sensibles à des facteurs différents, offrent globalement une défense contre une « cyclicité » marquée. On retiendra également, qu'à l'instar de ce qui se passe au niveau consolidé, la Marge brute est étroitement corrélée à l'évolution du chiffre d'affaires, validant i) le fait que la croissance est synonyme de rentabilité pour les deux activités du groupe, ii) le savoir-faire des équipes de Clasquin en matière d'achats de capacités de transport, malgré les fluctuations saisonnières des prix de fret maritime et de fret aérien.

EVOLUTION COMPAREE DU CA FRET MARITIME / FRET AERIEN

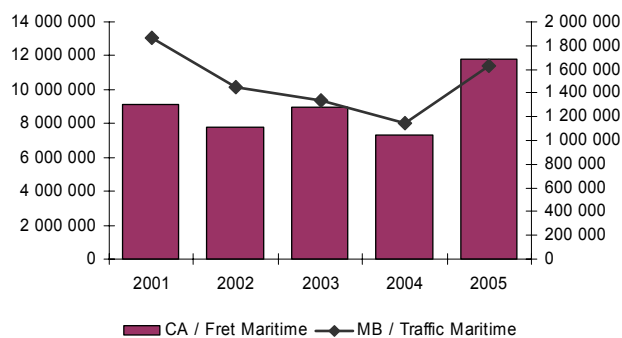


SOURCE : CLASQUIN FRANCE (CHIFFRES ISSUS DU BUREAU DE LYON SAINT EXUPERY)

EVOLUTION COMPAREE DU CA ET DE LA MB / FRET AERIEN



EVOLUTION COMPAREE DU CA ET DE LA MB / FRET MARITIME



SOURCE : CLASQUIN FRANCE (CHIFFRES ISSUS DU BUREAU DE LYON SAINT EXUPERY)

UN MARCHÉ DE L'OVERSEAS DURABLEMENT DYNAMIQUE

Un marché de 200 Md€

Un contexte mondial particulièrement porteur

Mondialisation et délocalisations sont les deux catalyseurs

Au-delà des clivages politiques, voire philosophiques, l'internationalisation des économies engendre naturellement une croissance forte des flux de marchandises entre pays, régions et continents.

EVOLUTION DU COMMERCE MONDIAL DE MARCHANDISES (1994-2004)

Années	PIB mondial	Exportations de marchandises
1994	2,1%	9,0%
1995	2,2%	7,0%
1996	3,4%	5,0%
1997	3,7%	10,1%
1998	2,1%	4,4%
1999	3,0%	4,4%
2000	4,0%	10,4%
2001	1,6%	-0,5%
2002	2,0%	3,5%
2003	2,8%	5,0%
2004	4,0%	9,0%
Moyenne	2,8%	6,1%

SOURCE : OMC

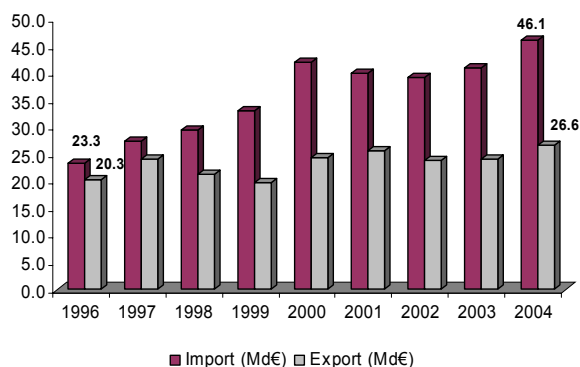
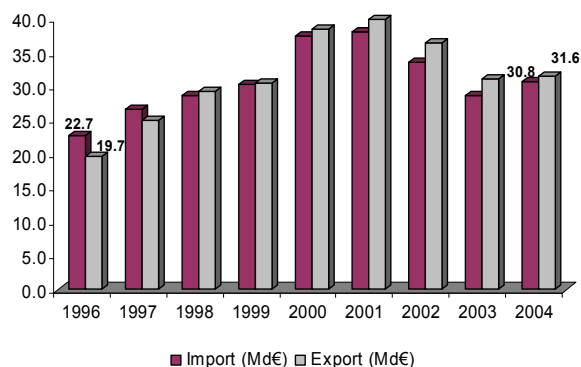
Aujourd'hui, le marché mondial du fret aérien atteint 90 Md\$ et celui du fret maritime 115 Md\$.

On peut citer, à titre d'exemple, l'intégration de pays tels que la République Tchèque ou de la Pologne au sein de l'Union Européenne, une intégration ayant amené une croissance annuelle des flux de marchandises transportées entre ces pays et l'UE de 10% environ, de par le jeu de l'implantation de firmes occidentales dans ces anciens pays de l'Est.

Compte tenu de l'extraordinaire croissance économique de l'Asie, cette zone apparaît comme un véritable moteur pour les échanges mondiaux. Toutefois, la croissance de ceux-ci s'observe sur l'ensemble des zones.

*Le premier des vecteurs
de croissance :
l'évolution des échanges
commerciaux avec l'Asie*

On notera, en outre, que la répartition des échanges entre import et export évolue bien entendu en fonction des parités monétaires, et de plus en plus selon les coûts de production (essentiellement coûts de main d'œuvre). Cela explique l'explosion des importations en provenance de l'Asie.

EVOLUTION DES ECHANGES FRANCE / ASIE

EVOLUTION DES ECHANGES FRANCE / AMERIQUE


SOURCE : DOUANES FRANÇAISES

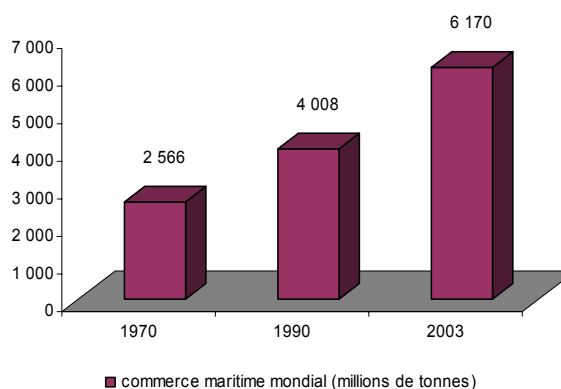
Une croissance forte, partagée entre aérien et maritime

Il est intéressant de noter que cette forte croissance se traduit tant dans l'évolution du fret aérien que maritime. Ainsi, à long terme, les estimations faites par l'OCDE font ressortir une croissance annuelle moyenne de 6% pour le fret aérien (sachant que la zone la plus dynamique sera évidemment l'Asie) et de 8% pour le maritime.

EVOLUTION DU FRET AERIEN MONDIAL (2004-2008)

	Croissance 2004 (rappel)	Croissance 2004-2008
Atlantique Nord	8,5%	4,8%
Trans-Pacifique	10,3%	4,6%
Europe / Asie / Pacifique	11,4%	7,0%
Europe / Moyen Orient	7,8%	6,1%
Europe / Afrique	7,4%	5,6%
Asie / Pacifique (intra zone)	12,0%	6,1%
Europe (intra zone)	7,8%	5,7%
Amérique / Caraïbes (intra zone)	4,4%	3,7%
Total International	10,1%	6,0%

SOURCE : IATA

EVOLUTION OBSERVEE SUR LE FRET MARITIME MONDIAL (1970-2003)


SOURCE : OCDE

Bien évidemment, ce contexte de mondialisation est extrêmement bénéfique à l'ensemble des acteurs intervenant dans la gestion des opérations d'import / export, que ce soit les transporteurs proprement dits, mais également les commissionnaires de transport tels que Clasquin, dont le rôle consiste à concevoir, organiser et coordonner l'ensemble de la chaîne logistique, documentaire et réglementaire, afin de permettre à un client d'acheminer des marchandises du point de départ au point d'arrivée.

Les commissionnaires de transport sont ainsi de véritables architectes de réseaux d'acheminement proposant des solutions globales clefs en main, mais aussi des maîtres d'œuvre chargés de gérer les solutions logistiques proposées aux clients.

*Les atouts d'un
commissionnaire :
connaissance technique,
système d'information
très évolué et réseau
d'acheminement maîtrisé*

Un marché pluriel aux nombreuses barrières à l'entrée

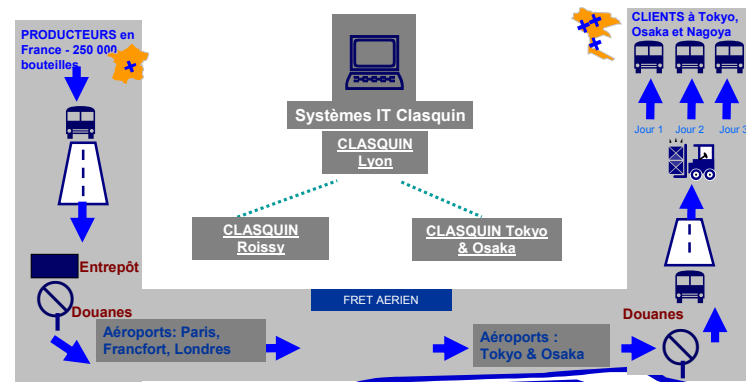
Un commissionnaire de transport est amené à évoluer dans des univers très différents (maritime, aérien, routier) marqués par des us et coutumes très forts, nécessitant des équipes dédiées et spécialisées. Les compétences à maîtriser dans le domaine de l'overseas sont dès lors nombreuses et les savoir-faire techniques, voire complexes, élevant ainsi des barrières à l'entrée certaines :

- nécessité de maîtriser des connaissances aussi étendues que pointues (règlementations locales / internationales, droits douaniers, droit des assurances, gestions des règlements internationaux, réservation et achat de capacités de transport...),
- obligation de détenir un système d'information sophistiqué permettant la traçabilité des marchandises, ceci, depuis la prise en charge jusqu'au règlement,
- nécessité de détenir un réseau international intégré de façon à mieux maîtriser la qualité des prestations (traçabilité et garantie de délais) de la collecte de la marchandise à sa livraison, et de bénéficier d'une réelle proximité vis-à-vis des clients étrangers.

ETAPES DE LA PRISE EN CHARGE D'UNE MARCHANDISE

Une offre client sur mesure

- Organisateur de transports internationaux
Un exemple : la livraison du Beaujolais Nouveau au Japon, le 3^{ème} jeudi de novembre



SOURCE : SOCIETE

Certains acteurs (c'est le cas de Clasquin) sont également commissionnaires en douane, c'est-à-dire qu'ils se chargent en nom propre et pour le compte de leurs clients de toutes les démarches administratives douanières (rédaction des déclarations douanières, information des nomenclatures, établissement des bases tarifaires des droits et taxes, contrôle physique des marchandises), un acte tout à fait engageant pour le commissionnaire. Au-delà d'une profession strictement encadrée sur un plan législatif, il s'agit là d'une expertise particulière, synonyme de barrière forte et d'avantage concurrentiel important (gain de temps et simplification pour le client) à qui peut y accéder.

Un paysage concurrentiel dominé par des géants...

L'overseas, un marché où se côtoient petits et géants

Logiquement, lorsque l'on évolue sur un marché éminemment mondial, global, et aux savoir-faire multiples, on observe naturellement une prime à la taille, du fait notamment de la concentration des clients qui recherchent dans le cadre de leurs activités des prestataires à leur image, globaux et mondiaux.

A l'échelle de la planète, le marché est estimé à environ 200Md€ (90Md€ pour l'aérien et environ 115Md€ pour le maritime).

FRET AERIEN : DONNEES DE MARCHE

Agrégats de marché	
Marché français	900 M€
Principaux aéroports de fret dans le monde en 2003	Memphis : 3,36M de tonnes
	Hong-Kong : 2,63M de tonnes
	Tokyo : 2,13M de tonnes
Nombre d'avions tout-cargo dans le monde	1 550
Valeur du commerce mondial transitant par fret aérien	47%
Volume du commerce mondial transitant par fret aérien	3%
Marché mondial	90 Md€

SOURCE : SNAGFAA-IATA

Le marché de l'overseas est donc dominé par de très grands acteurs réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 15 milliards de dollars. Il s'agit i) des intégrateurs américains tels que UPS, Federal Express, ii) des postes européennes (Deutsche Post / DHL-Danzas, la poste hollandaise / TNT...), iii) des chemins de fer européens, Deutsche Bahn par exemple. Ces géants ont naturellement une approche globale.

Derrière ces géants se positionnent des acteurs de moindre taille mais réalisant tout de même un chiffre d'affaires dépassant le milliard de dollars. Cette catégorie se subdivise quant à elle en deux segments : i) les acteurs diversifiés, souvent issus du transport routier et ayant intégré des activités de commissionnement de transport (overseas ou forwarding) par complément, ne détenant pas de réseau international propre et s'appuyant sur des alliances commerciales (Geodis, Ziegler, Robinson ou ABX par exemple), ii) les « pure-players », spécialisés sur l'overseas et détenant un réseau international intégré (Panalpina, SDV, Kuhne & Nagel, Expeditors,...).

Viennent ensuite les entreprises de taille moyenne, dont le CA est supérieur à 50 M\$. Là aussi, la segmentation entre acteurs diversifiés et « pure-players » se vérifie avec les mêmes particularités que celles évoquées précédemment, mais avec un manque notoire et plus aigu encore de réseau international intégré (Daher, Balguerie, Fatton⁵, Activair⁶...). Le groupe Clasquin appartient à cette catégorie d'entreprises moyennes, mais apparaît comme étant le seul acteur français, voire européen, à être indépendant et spécialisé dans l'overseas. C'est également l'un des seuls acteurs de cette taille à posséder un véritable réseau intégré à l'échelon international...

Enfin, l'environnement concurrentiel présente une cohorte de microsociétés, essentiellement des transitaires présents dans les ports et les aéroports, gérant des flux purement locaux, des flux ne nécessitant pas de réseau. Le fonctionnement de ces très petites sociétés repose beaucoup sur l'intuitu personae, grâce à une très grande proximité personnelle entre leurs dirigeants et le responsable export par exemple d'un client quasi unique.

⁵ 4 bureaux à l'international

⁶ 5 bureaux

MAPPING DU SECTEUR CONCURRENTIEL

Un positionnement concurrentiel favorable

- **Seule PME multinationale Pure Player de l'overseas**



SOURCE : SOCIETE

*...mais ouvert pour des
prestataires de services
customisés*

Quelle place pour les petits acteurs ?

A chacun sa taille, à chacun sa cible

Résumer la problématique sectorielle à l'effet de taille serait toutefois réducteur, car il s'agit d'activités de services, où la notion de qualité et de réactivité est centrale. Or, la taille ne fait pas tout, et des acteurs de taille très modeste mais délivrant une prestation de qualité sur des segments particuliers (spécialisation sur un axe-pays ou sur un mode de transport par exemple) peuvent tirer leur épingle du jeu, notamment sur les services (conseil sur les formalités, documentations, destinations ad hoc). En outre, tous les donneurs d'ordres ne sont pas globaux, et ne nécessitent pas de sous-traitants globaux.

Un subtil équilibre entre proximité - internationalisation et standardisation - personnalisation

En réalité, les activités d'overseas exigent des qualités presque antinomiques de la part des prestataires : à la fois être acteurs de proximité (gage de réactivité) tout en étant internationaux, ils doivent être en mesure de fournir des prestations répondant à des process standardisés pour une plus grande sécurité des opérations, tout en proposant des solutions sur-mesure à haut degré de personnalisation (destinations customisées, reporting d'acheminement, conseils douanes...).

Clasquin peut se distinguer en sortant des catalogues proposés par les grands transporteurs dont les « lignes » de trafic obéissent essentiellement à une logique de massification (acheminement plus fin et plus customisé). De même, Clasquin adresse beaucoup de PME nécessitant une réactivité exemplaire et des délais plus courts... moyennant quoi, Clasquin trouve une frange de clientèle intéressée par la réactivité et des délais maîtrisés.

Nous pensons que les acteurs ayant une taille suffisante pour rentabiliser un réseau en propre, mais ayant dans le même temps la capacité à s'adapter pleinement aux contraintes de leurs clients (notamment interconnexion des systèmes d'information), sont les entreprises de taille moyenne (CA compris entre 50 M\$ et 1 Md\$), car elles offrent probablement le meilleur compromis entre la taille et l'adaptabilité de leurs structures.

Des entreprises moyennes, au cœur du marché

En outre, nous estimons que ce sont ces acteurs qui se trouvent au cœur même du marché de l'overseas, répondant à la demande la plus large, avec des clients cibles allant de la PME régionale au grand donneur d'ordres international. Seule la frange des clients véritablement globaux (Microsoft par exemple) leur échappe.

A noter, qui plus est, que le potentiel de croissance est certainement davantage à rechercher auprès de PME innovantes et émergentes qu'auprès de clients globaux, qui commercent à l'échelon planétaire depuis des décennies. Un tel positionnement laisse a priori un « pricing power » plus favorable que sur les très grands comptes où la massification des flux pèse sur les prix de facturation pour les transporteurs.

*La concentration reste
un axe d'évolution du
secteur*

Un contexte concurrentiel offrant de nouvelles opportunités

Deux paramètres d'ordre sectoriel devraient par ailleurs dégager des poches de croissance :

- **la disparition d'acteurs de taille moyenne** : sur un marché mondial dominé par des acteurs globaux, un acteur de taille moyenne (CA compris entre 50 M\$ et 1 Md\$) se doit, pour exister et se développer, de posséder un réseau en propre. Or, de nombreuses entreprises moyennes n'ont pas fait ce choix ou n'avaient pas les moyens d'investir dans la création d'un réseau d'agences, et disparaissent purement et simplement du marché de l'overseas. Pour Clasquin, ces disparitions sont synonymes de conquête potentielle de nouvelles parts de marché ;
- **la concentration entre géants** : parallèlement aux disparitions de certains acteurs, on a assisté ces dernières années à un phénomène de concentration entre acteurs géants, donnant lieu à des méga fusions telles que le rachat de Danzas, d'Exel et de Airborne par Deutsche Post, ou encore celui de Fritz par UPS, ou encore de Bax Global par Schenker.

Si ce processus de concentration répond aux exigences de quelques donneurs d'ordres mondiaux, il crée souvent dans le même temps des perturbations profondes (difficultés liées à l'intégration de systèmes d'informations très différents, d'où coexistence fréquente de deux systèmes, restructuration des équipes, etc.) au sein même des acteurs ainsi rapprochés.

Dès lors, des entreprises de taille plus modeste arrivent régulièrement à conquérir de nouvelles parts de marché auprès de donneurs d'ordres dont la taille ne nécessite pas de traiter obligatoirement leurs opérations d'import/export avec des prestataires globaux et mondiaux.

2006-2008 : UNE DIMENSION NOUVELLE

Le calibrage des structures de Clasquin optimise sa profitabilité

Le périmètre organisationnel et géographique vient d'entamer un cycle de croissance forte...

Des investissements déjà largement réalisés

Métier peu consommateur de capitaux, l'overseas n'exige des investissements que dans 3 postes stratégiques : i) les ressources humaines (recrutements et formations), ii) le réseau intégré, iii) l'informatique.

Sachant que Clasquin a d'ores et déjà largement investi dans les ressources humaines (303 personnes en 2005e vs. 15 en 1983, recrutement récemment d'une responsable de la communication, d'une directrice des ressources humaines et d'un responsable juriste), dans son réseau intégré (33 bureaux, présence dans 14 pays), et dans son système d'information (3 M€ d'investissements autofinancés), les investissements à venir sont modestes et se limitent à l'ouverture de 10 nouvelles agences (budget estimé à quelques dizaines de milliers d'euros puisque limité à la location de bureaux, les investissements humains ayant déjà été réalisés), et à des investissements d'entretien de l'outil informatique (env. 850 K€ par an).

Les prochains recrutements porteront vraisemblablement sur un directeur commercial (afin de segmenter encore plus finement ses marchés), un contrôleur financier interne, et plus tard (d'ici 2 ans), un directeur des opérations.

A noter que les structures actuelles peuvent, sans investissement nouveau important, répondre facilement à une croissance annuelle de l'activité comprise entre 10% et 20% d'ici à au moins 2010.

EFFORTS D'INVESTISSEMENTS

en M€	2001	2002	2003	2004	2005e	2006e
Investissements	1,2	1,0	0,8	0,6	1,1	1,0

SOURCE : ESTIMATIONS ODDO MIDCAP

EVOLUTION DES EFFECTIFS

	2002	2003	2004	2005e	2006e
Effectifs	223	231	270	303	332

SOURCE : ESTIMATIONS ODDO MIDCAP

Enfin, nous estimons à environ 2,4 M€e les frais de siège (dont 1 M€ imputable aux frais de personnel).

*Clasquin : déjà prêt à
délivrer croissance et
profitabilité*

Une structure ayant d'ores et déjà fait ses preuves

Les facturations (119,8 M€ en 2004) sont supérieures au CA puisqu'elles incluent i/ les prestations pour les opérations de fret aérien et maritime, de douane et d'assurances, ii/ les liquidations douanières (droits de douane refacturés aux clients). Le chiffre d'affaires figurant dans notre compte de résultat ne comprend que les produits constatés une fois la prestation exécutée. Il nous semble dès lors plus opportun de rapporter les différents agrégats à observer à la marge brute.

Sur l'ensemble de l'exercice 2004, la marge brute commerciale (CA-frais de transport) a connu une croissance de 11,4% à 17,56 M€ alors que l'Ebitda affichait une hausse de 44% à 3,27 M€, tirant parti d'un premier franchissement de seuil (baisse relative du poste achats et charges externes : 23,3% vs. 25% de la marge brute commerciale - baisse du poste frais de personnel à 55,1% vs. 57,5%). Cette évolution s'est d'ailleurs poursuivie au 1^{er} semestre 2005, Clasquin affichant une croissance de 26% de sa marge brute commerciale et de 85% de son Ebit.

COMPARATIF DES RESULTATS S1 2004 / S1 2005

(M€)	2004		2005e	
	S1	en %	S1	en %
CA consolidé	32,34		41,90	
Variation / n-1			29,6%	
Frais de transport	24,31	75,1%	31,78	75,8%
Marge Brute	8,04	100%	10,13	100%
Achats et charges externes	1,91	23,7%	2,33	23,1%
Frais de personnel	4,50	56,0%	5,47	54,0%
Autres charges	0,22	2,8%	0,26	2,5%
Impôts & taxes	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Ebitda	1,41	17,5%	2,07	20,4%
DAP	0,59		0,54	
Ebit	0,82	10,2%	1,53	15,1%
Résultat financier	-0,17		-0,27	
RCAI	0,65	8,1%	1,26	12,5%
Résultat exceptionnel	-0,05		-0,15	
IS	0,05	7,6%	0,33	26,2%
Minoritaires			0,00	
RNPG	0,56	6,9%	0,78	7,7%

SOURCE : CLASQUIN – ODDO MIDCAP

Au 1^{er} semestre 2005, la forte croissance des ventes (+29,5%) a amplifié largement celle de l'exercice 2004. Ces très bonnes publications crédibilisent donc réellement nos projections. Nous analysons cette tendance au travers de :

- la forte croissance des échanges mondiaux ;

EVOLUTION ECHANGES FRANCE / ASIE

(M€)	T1 2005	T2 2005	juillet 2005	août 2005
Import	12,1	12,5	4,3	4,5
Export	7,3	7,7	2,8	2,1

SOURCE : DOUANES FRANCAISES

- la remobilisation des équipes managériales de chaque bureau sur la fonction commerciale. En effet, après 3 années d'efforts de structuration (mise en place d'outils, de système back-office...), les dirigeants de filiales (près de 34 personnes) ont pu « revenir » au développement et à la prospection. Cette orientation est particulièrement nette pour les bureaux de Hong-Kong/Chine, de l'Espagne ou de la France.

De ce point de vue, nos projections pour l'année qui vient de se clore nous apparaissent prudentes.

*Capitaliser sur le
positionnement
historique et intensifier
sa présence sur les axes
de croissance des flux
de marchandises Est-
Ouest*

...et les perspectives demeurent intactes

Clasquin bénéficie aujourd'hui d'un positionnement concurrentiel très attrayant sur l'un des segments les plus porteurs du marché global de l'overseas. Les taux de croissance annuels y seront les plus élevés d'ici 2008, tant pour le fret aérien (+7%⁷) que pour le fret maritime (env. +8%⁸).

Un scénario intégrant 2 principaux leviers

Sur les prochains exercices, Clasquin bénéficiera de :

De la croissance des volumes : nous avons ainsi retenu une croissance du CA 2006 de 13,9%, puis de 9,9% sur 2007, 9,5% sur 2008 et 9% sur 2009, estimant prudemment que la progression affichée par Clasquin convergera à long terme (au-delà de 2009) vers celle de son marché.

Les sous-jacents de ces projections sont :

- Le renforcement de la présence de Clasquin sur les flux Est-Ouest par l'implantation :
 - 1- de bureaux supports, de manière à intensifier sa proximité vis-à-vis de ses clients locaux (Chine : Tianjin, Dalian, Xiamen - Japon : Nagoya / Inde : New Delhi),
 - 2- et de bureaux de développement en Amérique du Nord (Montréal, Dallas et Chicago) et en Europe (Francfort, Strasbourg et Anvers) ;
- Le développement de segments à forte valeur ajoutée selon :
 - 1- une approche produit (spécialisation sur les secteurs du luxe, de la pharmacie, des vins et spiritueux), au travers de la création récente d'équipes dédiées ;
 - 2- une approche service (développement de l'export aérien, développement de l'overseas selon une approche « one stop shop », et développement du maillage du transport en surface) ;
- Le net accroissement des flux de marchandises qu'entraîne le profond mouvement de délocalisation. A titre d'illustration, le Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis prévoit qu'en 2007, les échanges de biens marchands⁹ devraient croître de près de 15% et la plus forte zone de croissance doit rester l'Asie (env. +20%). Pour cette raison, les équipes commerciales ont décidé d'intensifier la prospection auprès des importateurs chinois.

Des effets de fixité des coûts : nous pensons que l'un des principaux postes sur lequel Clasquin devrait connaître un effet de seuil est celui des achats et charges externes (loyers, télécoms, frais de déplacement), des dépenses mieux amorties par l'effet de taille. Ce poste doit selon nous passer de 26,3% de la MB en 2004 à 22,3% au cours de la période 2005-2009e. En outre, nous estimons que les frais de structure reproduisent environ les 2 tiers de la variation de la marge brute et que les coûts variables évoluent avec la marge brute. Enfin, les dotations aux amortissements diminueront tant en poids relatif dès 2006 (4,5% de la MB vs. 5,4% en 2005), pour se stabiliser à un niveau de 1,0 M€ par an (soit 3,8% en 2007, 3,4% en 2008 et 3,1% en 2009) en raison de la tombée d'amortissements relatifs aux investissements de la période 1999-2001.

⁷ Source : OCDE

⁸ Source : OCDE

⁹ L'OMC précise que les produits manufacturiers représentent près de 73% du commerce mondial)

Nous envisageons une progression annuelle de l'Ebit d'au moins 17% d'ici à 2008e

A partir de 2006, les capex devraient se limiter à des investissements marginaux de maintenance et d'accompagnement (1 M€e).

En dépit d'une inflation naturelle que nous estimons à 2/2,5%, les frais de personnel devraient connaître en 2005 le rétablissement de l'intéressement (impact : env. 400 K€ sur S2), qui avait été interrompu à la suite de l'échec des négociations avec le Comité d'Entreprise en S1 2004. Au-delà, nous avons tablé des hypothèses d'ouvertures de bureaux nouveaux et une inflation salariale modeste (+2%e à bureaux constants à partir de 2007).

Au total, les efforts de structuration entrepris au début des années 2000 et la « stabilisation » du réseau (consolidation du dispositif d'agences) doivent permettre d'asseoir une progression annuelle de l'Ebit d'au moins 17% d'ici à 2008e, principalement fondée sur des effets de volume.

Observons en outre que la société est soumise à un impôt réduit en raison :

- de reports déficitaires : actifs d'impôts différés (0,3 M€) nés de la fermeture de la filiale hollandaise en 1999 (ce report sera apuré à fin 2005) ;
- d'une « imposition non française », c'est-à-dire à des niveaux de taxation inférieurs aux 34% français (eg. 27% à Singapour ; 17% à HongKong...).

Selon nos projections, Clasquin ne devrait pas acquitter d'IS supérieur à 30% du RCAI.

Après une année 2005 très dynamique en termes de croissance de l'activité (CA 05e : +30%e), nous estimons que Clasquin bénéficiera des facteurs porteurs dont nous venons de détailler le contenu (le groupe devrait surperformer son secteur compte tenu de son positionnement et de sa taille encore réduite).

Nos projections sont assises sur une croissance entièrement organique.

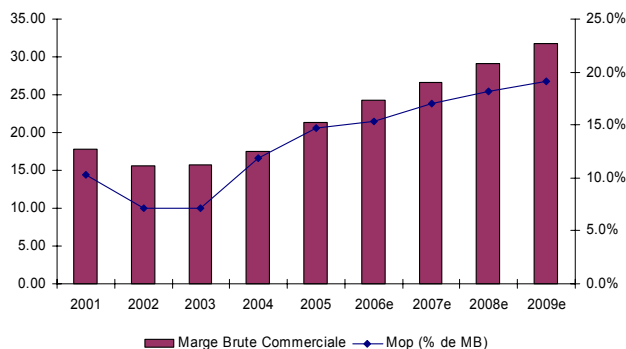
COMPTE DE RESULTAT PREVISIONNEL SYNTHETIQUE

(M€)	2005e	2006e	2007e	2008e
CA consolidé	92,0	104,8	115,3	126,2
Frais de transport	70,8	80,6	88,6	97,0
Marge Brute	21,3	24,2	26,6	29,1
Frais de personnel	11,7	13,6	14,9	16,2
Ebitda	4,3	4,8	5,5	6,3
DAP	1,2	1,1	1,0	1,0
Ebit	3,1	3,7	4,5	5,3
RCAI	2,7	3,6	4,4	5,2
Résultat exceptionnel	-0,2	0,0	0,0	0,0
IS	0,8	1,1	1,3	1,6
Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0
RNPG	1,8	2,5	3,1	3,6

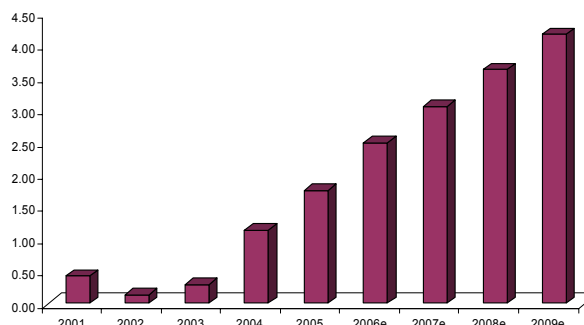
SOURCE : ESTIMATION ODDO MIDCAP

Notre scénario nous conduit ainsi à anticiper un effet de seuil tout à fait attrayant, avec une accélération forte des différents résultats.

EVOLUTION DE LA MARGE OPERATIONNELLE (%) / MARGE BRUTE COMMERCIALE (2004-2009^E)



EVOLUTION DU RNPDG (2001-2009^E)



SOURCES : CLASQUIN. ESTIMATIONS ODDO MID CAP

Structure financière

Les principales caractéristiques du bilan peuvent se résumer à :

- une intensité capitalistique très réduite dans la mesure où les actifs se limitent aux agencements et au matériel informatique.
- une dette modérée en raison du recours au factoring (retraité dans nos comptes). Le financement du groupe repose sur des emprunts moyen terme (0,6 M€), sur des contrats de crédits-bails (0,95 M€) portant sur le matériel informatique et sur un contrat d'affacturage utilisé comme un véritable outil de gestion pour couvrir les variations du BFR. Le BFR subit des oscillations significatives au cours de l'année au gré des opérations de trafic, mais surtout en raison des dates mensuelles de règlement à l'administration des douanes (droits de douane et TVA : environ 4 M€ actuellement), et au Cargo Accounting Settlement System, soit les compagnies aériennes. A l'occasion de ces opérations et de ces dates de règlement, le BFR enregistre des amplitudes significatives. Ces variations ponctuelles du BFR sont couvertes par un contrat de factor qui permet au groupe de disposer d'une réserve de liquidités. Aussi, le besoin en fonds de roulement négatif apparent est-il négatif en raison de ce recours permanent au factoring (12 M€ à fin juin 2005). En réalité, hors effet factoring, les délais de paiement des clients se situeraient autour de 60-70 jours et les délais fournisseurs à 60 jours d'achats. Notre bilan prévisionnel retient l'hypothèse que ces niveaux devraient peu évoluer.
- une génération de cash-flow en croissance régulière compte tenu de l'amélioration parallèle des résultats et de la tenue des investissements (cf. tableaux suivants) ;
- les capex concernent en effet des investissements de consolidation et d'amélioration des outils d'information actuels. Après une forte croissance sur la période entre 1999 et 2001 durant laquelle le groupe a redéployé son système d'information pour pouvoir accompagner les exigences de son développement, ces investissements seront limités à 1 M€ dans un avenir proche.

Un bilan sain

BILAN PREVISIONNEL : PRINCIPAUX POSTES

(M€)	2005e	2006e	2007e	2008e
Actifs	2,6	2,9	3,1	3,4
BFR	3,4	5,8	6,4	7,1
Total Actif	6,8	9,4	10,3	11,3
Fonds Propres	4,2	11,4	13,9	17,0
Dette Nette	0,8	-3,9	-5,7	-7,9
Total Passif	6,8	9,4	10,3	11,3

SOURCE : ESTIMATION ODDO MIDCAP

*Une génération de cash
en voie d'accélération*

ELEMENTS DE CASH-FLOWS

(M€)	2005e	2006e	2007e	2008e
Ebitda	4,3	4,8	5,5	6,3
Cash-flow libre	2,3	0,2	2,4	2,9
Cash-flow opérationnel	4,0	1,4	3,6	4,0
ROE	50%	32%	24%	24%
ROCE (après IS)	38%	31%	34%	36%

SOURCE : ESTIMATION ODDO MIDCAP

*Croissance externe : un
potentiel bonus de
croissance future*

Acquisitions : un facteur d'accélération non intégré, mais probable

Les dirigeants de Clasquin annoncent depuis 2 ans dans leurs rapports annuels leur volonté de réaliser une ou des opérations de croissance externe, en fonction des opportunités. La crédibilité de ces annonces nous paraît d'ailleurs renforcée depuis l'entrée au capital de CIC Banque de Vizille, et s'inscrit dans le projet d'entrée en bourse de Clasquin.

Néanmoins, par souci de prudence, nous avons choisi de ne pas intégrer d'opération(s) de croissance externe dans nos prévisions ci-dessus, prévisions servant de base à la valorisation du groupe.

En tout état de cause, nous jugeons comme parfaitement crédible, voire prévisible, une acquisition significative ou deux acquisitions moyennes à l'échelle de Clasquin, acquisition(s) qui pourrai(en)t représenter, selon notre scénario médian, une marge brute additionnelle de 6 M€, avec intégration au prorata temporis, et un niveau de rentabilité égal à celui observé chez Clasquin (Ebit rapporté à la MB de plus de 12% en 2006e). Cela représenterait alors un véritable catalyseur en termes de valorisation pour Clasquin avec un Ebit publié 2007e supérieur à 5 M€ (15% de mieux que les 4,5 M€ que attendons à cet horizon).

VALORISATION : VALEUR D'EQUILIBRE A AU MOINS 16,9€

Convergence des méthodes vers un minimum de 16,9€ par titre

Nous avons basé notre évaluation sur une double approche.

Les méthodes de calcul retenues correspondent à celles utilisées habituellement pour ce genre d'exercice, à savoir une analyse des comparables boursiers et une actualisation des cash-flows futurs.

Dans tous nos calculs, nous avons raisonné sur la base d'une dette nette retraitée à 2,5 M€ et d'une augmentation de capital de 5 M€.

Les 2 méthodes convergent pour indiquer une valeur d'équilibre par titre au moins égale à 16,9€ par titre.

*Une valeur d'équilibre
déterminée aux
alentours de 16,9€/titre*

SYNTHESE DES METHODES D'EVALUATION

Méthodes	Valorisation fonds propres	Valeur par titre
Multiples de comparables	35,8 M€	18,8€
DCF	32,1 M€	16,9€

SOURCE : ESTIMATIONS ODDO MIDCAP

Une valorisation de 16,9€ par titre nous semble juste. Ce niveau de valorisation présenterait un potentiel de 17% par rapport au milieu de fourchette indicatif d'introduction.

Sur la base de cet objectif de cours de 16,9€, les multiples implicites ressortent à :

MULTIPLES IMPLICITES

(M€)	P/E		VE/CA		EV/EBIT	
	2006e	2007e	2006e	2007e	2006e	2007e
CLASQUIN **	15,1x	12,3x	0,34x	0,31x	11,3x	9,5x
Comparables étrangers	20,2x	17,4x	0,4x	0,4x	12,6x	10,9x
Univers Oddo midcap*	16,9x	14,6x	0,91x	0,84x	11,1x	9,6x

* 150 VALEURS MIDCAP

SOURCE : JCF, BLOOMBERG, ESTIMATIONS ODDO MIDCAP

** CES CHIFFRES S'ENTENDENT POST-MONEY, C'EST-A-DIRE APRES HYPOTHESE D'AUGMENTATION DE CAPITAL DE 5 M€. NOUS AJUSTERONS CES MULTIPLES APRES REALISATION DE L'OPERATION D'INTRODUCTION SUR ALTERNEXT

Valorisation par DCF : 32 M€

*DCF : un objectif de
16,9€/titre*

L'utilisation de la méthode du DCF a été retenue sur la base des critères suivants :

- taux d'actualisation : 12%,
- un niveau de marge d'Ebit sur Marge Brute normatif et conservateur à 17,5% à partir de 2010,
- un taux d'IS qui, prudemment, redevient normatif à partir de 2010,
- croissance à l'infini : 1,5%.

La principale problématique réside dans le traitement de la dette dans la mesure où la société a recours au factoring. Pour se prêter à l'exercice du DCF, nous avons retenu une dette normative de 2,5 M€ déterminée à la fois par la dette factor et sur la base d'une dette recalculée à partir des frais financiers 2005 estimés à 200 K€ (hypothèses : taux d'intérêt de 5% et diminution de la charge financière au 2^{ème} semestre - augmentation des frais financiers de seulement 67 K€ vs. 133 K€ au 1^{er} semestre), soit environ 5 M€. Ce niveau nous paraît raisonnable compte tenu du désendettement progressif qu'il nous semble correct d'anticiper au regard de l'amélioration des résultats.

DISCOUNTED CASH-FLOWS : PRINCIPAUX PARAMETRES

(M€)	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Marge Brute	21,3	24,2	26,6	29,1	31,8	34,3	36,0	37,8	39,3
Croissance de la MB	21,1%	13,9%	9,9%	11,5%	10,0%	8,0%	5,0%	5,0%	4,0%
EBIT	3,1	3,7	4,5	5,3	6,1	6,0	6,3	6,6	6,9
Ebit / MB	14,7%	15,4%	17,0%	18,2%	19,1%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
Variation du BFR	0,5	-2,4	-0,6	-0,7	-0,8	0,5	0,5	0,5	0,5
DAP Nettes	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Investissements	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2
IS	0,8	1,1	1,3	1,6	1,8	1,9	1,9	2,0	2,1
Taux d'IS	30%	30%	30%	30%	30%	34%	34%	34%	34%
Cash-flows	1,8	5,1	3,8	4,4	5,1	3,6	3,7	3,9	4,0
Cash-Flows actualisés	Na	4,6	3,1	3,2	3,3	2,0	1,9	1,8	1,6

ESTIMATIONS ODDO MIDCAP

Discounted Cash Flow 2014	4,1
Valeur terminale	39
Valeur terminale actualisée	14,0
Total DCF actualisés	21,4
Valeur terminale actualisée	14,0
Valeur d'entreprise Totale	35,4
Dette nette	2,5
Provisions	0,8
Valeur Fonds Propres pré-money	32,1

ESTIMATIONS ODDO MIDCAP

Avant augmentation de capital, la valorisation d'équilibre pré-money de Clasquin ressortirait à 32,1 M€, soit 16,9€ par action.

Valorisation par comparables boursiers : 36 M€

*Comparables : un
objectif de 18,8€/titre*

Afin de donner des repères de valorisation à Clasquin par rapport à des acteurs midcap français présentant une certaine proximité sectorielle, nous avons fait figurer dans le tableau des comparables boursiers les 3 acteurs français du transport et de la logistique (Geodis, Norbert Dentressangle, Stef TFE).

COMPARABLES BOURSIERS

Transport et Logistique Overseas	Capi.	PE			EV/EBITDA			EV/CA			EV/EBIT		
		05e	06e	07e	05e	06e	07e	05e	06e	07e	05e	06e	07e
Transport & Logistique France													
Stef TFE	521	15,8x	14,4x	13,2x	5,9x	5,4x	5,1x	0,42x	0,40x	0,42x	10,0x	9,3x	7,8x
Geodis	703	22,9x	14,3x	12,2x	6,0x	5,3x	5,1x	0,27x	0,26x	0,25x	12,4x	9,8x	8,6x
Norbert Dentressangle	497	17,0x	13,1x	11,0x	5,7x	4,8x	4,5x	0,48x	0,42x	0,40x	13,1x	10,3x	8,7x
Médiane Transport & Logistique		17,0x	14,3x	12,2x	5,9x	5,3x	5,1x	0,42x	0,40x	0,40x	12,4x	9,8x	8,6x
Valo. implicite pour Clasquin	-		36 M€	38 M€	-	23 M€	25 M€		40 M€	43 M€		34 M€	36 M€
Comparables étrangers													
Panalpina	1 573	18,4x	14,6x	13,0x	10,3x	8,7x	7,7x	0,33x	0,29x	0,27x	13,5x	11,0x	9,7x
Expeditors Int. Washing	6 014	36,4x	32,1x	27,7x	20,4x	18,3x	16,0x	1,74x	1,56x	1,35x	22,6x	20,3x	17,0x
EGL Inc	1 175	28,3x	22,4x	19,2x	9,7x	8,6x	7,6x	0,41x	0,38x	0,34x	13,4x	12,1x	10,3x
CH. Robinson Worldwide Inc	5 218	31,2x	27,8x	24,7x	17,8x	15,6x	13,6x	1,07x	0,95x	0,84x	18,8x	16,4x	14,9x
Kuhne & Nagel AG	5 750	22,6x	18,0x	15,7x	14,7x	10,3x	9,3x	0,60x	0,47x	0,52x	18,0x	13,0x	11,6x
Médiane Comparables	-		22,4x	19,2x		10,3x	9,3x		0,47x	0,52x		13,0x	11,6x
Médiane hors Expeditors	-		20,2x	17,4x		9,5x	8,5x		0,4x	0,4x		12,6x	10,9x
Valo. implicite pour Clasquin	-		40 M€	43 M€		34 M€	35 M€		33 M€	37 M€		35 M€	37 M€

SOURCE : JCF-BLOOMBERG, SOCIETES

Toutefois, concernant cet échantillon de valeurs françaises, nous attirons l'attention sur le fait que les métiers mais aussi les modèles économiques (organisation et outils, facteurs clés de succès ou intensité capitalistique) sont différents et non comparables à Clasquin. De même, les ROCE sont très inférieurs à ceux de Clasquin (ROCE : env. 38%)

COMPARAISON DE RATIO RETURN ON CAPITAL EMPLOYED – VALEURS FRANÇAISES

Sociétés	ROCE 2005
Geodis	7,4%
GND	8,0%
Stef TFE	8,0%
Clasquin	38,0%*

* : RETRAITE DU FACTOR

SOURCE : JCF

A titre de repère, l'application des ratios des valeurs françaises du secteur Transport et Logistique conduirait à une fourchette de 23-44 M€e pour les fonds propres de Clasquin, soit, en médiane, 35,8 M€e ou 18,8€/action.

Aussi, avons-nous retenu différents acteurs (principalement anglo-saxons) qui eux sont réellement comparables à Clasquin sur un plan opérationnel. Seule la taille les distinguent de Clasquin : l'ensemble de ces comparables se situent au-delà du milliard d'euros de capitalisation boursière. Selon ce benchmark, et sur la base des ratios 2006e et 2007e (multiples médians de résultats et valeur d'entreprise), notre valorisation pré-money des fonds propres ressort - après application d'un discount arbitraire de 20% compte tenu de la différence de taille entre Clasquin et ses comparables – à 35,8 M€ hors Expeditors.

COMPARAISON DE RATIO RETURN ON CAPITAL EMPLOYED – VALEURS ETRANGERES

(M€)	ROCE 2004	MOp. en % du CA
Clasquin	36,0%	2,9%
Panalpina	14,9%	2,5%
Expeditors Int. Washing	22,0%	7,3%
EGL Inc	9,2%	3,0%
CH. Robinson Worldwide Inc	23,0%	5,1%
Kuhne & Nagel AG (€)	20,9%	3,5%

SOURCE : BLOOMBERG

Panalpina, est une société suisse spécialisée dans le fret aérien (50,4% de son CA) et maritime (34,3%). Elle offre également une activité de gestion de la supply-chain (15,2%). Le groupe, qui est entré en bourse en septembre dernier, a vu son dirigeant démissionner début janvier 2006, suite à la découverte de manipulations comptables dans la filiale de fret aérien. Cette malversation a amené le groupe à revoir à la baisse ses résultats. Le résultat d'exploitation 2005, estimé à 181 MCHF a été amputé de 22 MCHF (14 M€) et celui 2004, publié au printemps dernier (152,9 MCHF), de 11 MCHF.

Expeditors International Wash Inc. est un groupe américain qui emploie 9 455 personnes dans 170 agences à travers le monde. Cette société dispose d'une offre globale de services dans le domaine de la commission de transport. 57% de son activité est réalisée en Asie.

L'américain **EGL Inc.**, a réalisé 2 741 MUSD de CA dans la commission de transport. Il opère sur tous les continents à travers 400 filiales et emploie plus de 8 000 employés. Son activité se répartit de la manière suivante : services aérien (65%), services douaniers (21%) et fret maritime (14%).

C.H. Robinson Worldwide Inc., est également un acteur américain qui offre des prestations de transport multimodal et des solutions logistiques. Le groupe emploie 5 600 personnes dans 195 agences.

Le groupe suisse **Kuhne & Nagel** est un opérateur global de transport (maritime, aérien, terrestre et ferroviaire) et de logistique. Il emploie plus de 23 000 personnes sur quelques 600 sites dans 96 pays. Il est l'un des leaders mondiaux du transport et de la logistique, occupant notamment la première place dans le fret maritime et figurant parmi les cinq plus importants opérateurs dans le fret aérien. Kuhne & Nagel a conclu au mois d'octobre dernier un accord de reprise d'ACR Logistics pour 440 M€. Basé à Paris, ce groupe emploie environ 15 000 personnes sur 140 sites dans 11 pays, et gère 2,2 millions de m² d'entrepôts. L'an dernier, son résultat opérationnel s'est élevé à 60 M€ pour un chiffre d'affaires de 1,2 Md€, soit une marge opérationnelle de 5%.

Si l'on se réfère au comparable le plus proche, Panalpina (introduit à la bourse de Zurich en septembre 2005), la valorisation ressortirait à des niveaux moins flatteurs : entre 28 et 30 M€ sur la base des multiples 2006e et 2007e. Néanmoins, en dépit d'un avantage de taille (capitalisation boursière de 1,6 Md€), les perspectives de Clasquin nous paraissent plus robustes :

- au niveau de la croissance du CA : +11% attendus en 2005 pour Panalpina vs. +30% attendus pour Clasquin,
- au niveau de la rentabilité : marge opérationnelle de 2,6%e en 2005 pour Panalpina vs. 3,0%e pour Clasquin.

Dès lors, nous retenons les multiples de Panalpina comme des repères planchers.

Clasquin

Données par action	12/01	12/02	12/03	12/04	12/05e	12/06e	12/07e
BNA dilué av.GW et élém. non récurrents (RNpg C)	0.24	0.08	0.17	0.57	0.89	1.08	1.33
Variation						21.9%	22.4%
BNA dilué (RNpg)	0.23	0.07	0.16	0.60	0.92	1.12	1.37
Dividende net	0.00	0.00	0.00	0.06	0.18	0.22	0.27
CAF/action	0.73	0.59	0.77	1.15	1.47	1.56	1.76
Actif net/action	0.16	0.16	0.16	1.42	2.22	5.10	6.24
Nombre d'actions existantes (M)					1.900	2.230	2.230
Nombre d'actions dilué (M)					1.976	2.306	2.306

Compte de résultat (M EUR)	12/01	12/02	12/03	12/04	12/05e	12/06e	12/07e
Chiffre d'affaires	66.8	62.4	65.1	70.6	92.0	104.8	115.3
Variation		-6.6%	4.4%	8.5%	30.2%	13.9%	9.9%
Excédent brut d'exploitation	2.8	2.1	2.3	3.3	4.3	4.8	5.5
EBITDA/CA	4.2%	3.3%	3.5%	4.6%	4.6%	4.6%	4.8%
Résultat opérationnel	1.8	1.1	1.1	2.1	3.1	3.7	4.5
ROP/CA	2.8%	1.8%	1.7%	2.9%	3.4%	3.5%	3.9%
Résultat financier	-0.8	-0.5	-0.3	-0.3	-0.4	-0.2	-0.2
Résultat exceptionnel	-0.4	-0.4	-0.3	-0.4	-0.2	0.0	0.0
Impôt société	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.8	-1.1	-1.3
Survaleur	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Mises en équivalence	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intérêts minoritaires	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
RNpg	0.4	0.1	0.3	1.1	1.8	2.5	3.1
RNpg Corrigé (en M EUR)	0.4	0.2	0.3	1.2	1.8	2.5	3.1

Tableau de financement (M EUR)	12/01	12/02	12/03	12/04	12/05e	12/06e	12/07e
Flux d'exploitation	1	-2	6	2	3	1	3
Capex	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Cash flow libre	1	-3	5	2	2	0	2
Invest. en titres (net)	0	0	0	0	0	0	0
Total flux d'investissements	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Dividendes (yc mino)	0	0	0	0	0	0	0
Nouveaux fonds propres	0	0	0	2	0	5	0
Flux de financement	0	0	0	3	0	5	0
Var.de la trésorerie (dette) nette	1	-2	5	3	2	5	2

Bilan (M EUR)	12/01	12/02	12/03	12/04	12/05e	12/06e	12/07e
Incorporels	2	2	2	1	2	2	2
Immobilisations Corporelles	1	1	1	1	1	1	1
Immobilisations financières	0	0	0	0	0	0	0
BFR	1	-1	3	3	3	6	6
Total actif	5	2	7	7	7	9	10
Capitaux propres groupe	0	0	0	3	4	11	14
Capitaux propres minoritaires	0	0	0	0	0	0	0
Provisions	1	1	1	1	1	1	1
Endettement financier net	3	1	5	2	1	-4	-6
Total passif	5	2	7	6	7	9	10

Rentabilité	12/01	12/02	12/03	12/04	12/05e	12/06e	12/07e
ROCE (avant IS)		30.9%	25.0%	31.7%	46.9%	45.8%	45.8%
ROE		50.3%	ns	77.6%	50.7%	32.0%	24.2%
EFN/CP		128.1%	ns	87.2%	18.6%	-33.7%	-40.6%