


NEUTRE

OBJECTIF : 0,89€ (vs 0,54€)  -9%

FOCUS PLANETART

## LA CASH MACHINE FREEPRINTS / PHOTOBOOKS

**PlanetArt a franchi un cap en 2016/17 en atteignant 90m€ de CA et l'équilibre opérationnel après seulement 4 ans d'existence. Cette filiale, autonome financièrement, a les moyens d'augmenter significativement ses investissements marketing, ce qui représente, selon nous, le scénario le plus créateur de valeur. D'autant plus que le potentiel du marché demeure considérable (doublement attendu sur les 2/3 prochaines années aux US et en Europe) et qu'une expansion en Asie est à l'étude (Inde ou Chine ?). Nous relevons notre objectif de cours à 0,89€ (vs 0,54€) mais maintenons notre recommandation à NEUTRE après la forte appréciation du titre depuis le début d'année (+99%).**

Johann Carrier  
+33 1 44 88 77 88

[jcarrier@invest-securities.com](mailto:jcarrier@invest-securities.com)

Maxime Dubreil  
+33 1 44 88 77 98

[mdubreil@invest-securities.com](mailto:mdubreil@invest-securities.com)

### La success story PlanetArt : 90m€ de CA et à l'équilibre opérationnel en 4 ans

En l'espace de 4 ans, Claranova a constitué un acteur majeur de l'impression digitale avec une position de leader aux Etats-Unis et en Europe sur le mobile. Fort d'une base clientèle de 8,4m (85% dans le mobile), Le CA 2016/17 de PlanetArt ressort à 89m€, en croissance annuelle moyenne de +77% sur les 4 dernières années. Cet exercice marque un tournant dans le développement de cette filiale qui a atteint l'équilibre opérationnel (EBITDA -0,3m€) et devient autonome financièrement pour assurer son développement.

### Des moyens pour alimenter une forte croissance créatrice de valeur

A partir du cash généré par l'activité, le management va pouvoir arbitrer sur les montants à investir en marketing. Afin d'évaluer la politique d'investissement à privilégier, nous présentons 2 scénarios qui nous permet de conclure que la maximisation de la création de valeur passe par la poursuite d'investissements marketing soutenus. Ce scénario permet d'envisager une croissance annuelle moyenne du CA 2016/20e de +50% (vs +33% pour l'autre scénario) et d'une génération de FCF plus importante sur la période (FCF cumulés de 60,9m€ vs 52,6m€).

### Un marché historique encore considérable et l'Asie en ligne de mire

Dans un marché récent (2014), le taux d'équipement en applications d'impression photos se limite à 8%/9% en Europe et aux US. Le potentiel de croissance demeure considérable avec, à minima, un doublement du marché dans les 2/3 ans. PlanetArt nourrit également de fortes ambitions en Asie avec un développement anticipé au T2 2018, vraisemblablement en Chine ou en Inde. Nous attendons l'officialisation pour intégrer l'Asie, dont la contribution au CA est estimé à 20m€ en 2018/19e et l'équilibre opérationnel atteint l'exercice suivant.

### Un objectif relevé à 0,89€ mais une opinion maintenue à NEUTRE

Après prise en compte des perspectives de développement de PlanetArt, nous révisons sensiblement en hausse la valeur de cet actif (+60%). Cela se traduit par une appréciation de +30% de notre SOP à 391m€ (0,99€) et un relèvement de notre objectif à 0,89€ (vs 0,54€) après prise en compte d'une décote de -10%.

en € / action	2016/17	2017/18e	2018/19e
BNA dilué	-0,02	0,01	0,05
var. 1 an	n.s.	n.s.	+341,2%
Révisions	+0,0%	-20,4%	+46,6%

au 30/06	2016/17	2017/18e	2018/19e
PE	n.s.	93,6x	21,2x
VE/CA	0,57x	1,85x	1,29x
VE/EBITDA	n.s.	56,9x	12,7x
VE/EBITA	n.s.	61,7x	12,9x
FCF yield*	n.s.	1,2%	5,6%
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.

\* FCF opérationnel fiscalisé avant BFR rapporté à la VE

Informations clés	
Cours actuel (€)	0,98
Nb d'actions (m)	393,3
Capitalisation (m€)	383
Capi. flottante (m€)	310
ISIN	FR0004026714
Ticker	CLA-FR
Secteur DJ	Technology Services

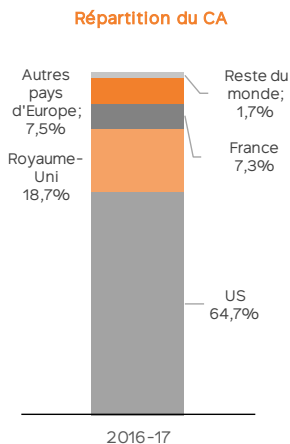
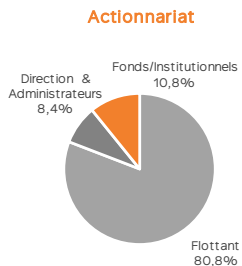
	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	+103,5%	+105,3%	+99,0%
Variation relative	+96,4%	+95,7%	+92,5%

Source : Factset, estimations Invest Securities

## THESE D'INVESTISSEMENT

Sous l'impulsion du nouveau management, une stratégie a été élaborée depuis 2013 en recentrant l'activité sur 3 métiers : 1) PlanetArt dans l'impression digitale de photos (web et mobile), 2) myDevices dans l'Internet des Objets, 3) Avanquest Software dans la distribution de logiciels. Concomitamment, le management a mené un programme de cessions des activités non «core» et procédé à une profonde restructuration. Le nouveau groupe est aujourd'hui restructuré et en ordre de marche, ce qui se matérialise par une amélioration de la profitabilité et une forte génération de FCF pour alimenter la croissance.

## DONNÉES FINANCIÈRES



### Prochains événements

07/02/2018 : CA S1  
28/03/2018 : Résultats S1  
15/05/2018 : CA T3  
08/08/2018 : CA 2017/18  
02/10/2018 : Résultats 2017/18  
07/11/2018 : CA T1

Données par action	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18e	2018/19e	2019/20e
BNA publié	-3,50	-1,84	-0,03	-0,08	-0,03	0,01	0,06	0,10
<b>BNA corrigé dilué</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,43</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,01</b>	<b>0,05</b>	<b>0,07</b>
Ecart /consensus	+2,1%	n.s.	+56,3%	-30,4%	-22,3%	ns	+206,5%	nd
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Ratios valorisation	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18e	2018/19e	2019/20e
P/E	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	93,6x	21,2x	13,4x
VE/CA	0,37x	0,36x	0,25x	0,21x	0,57x	1,85x	1,29x	0,88x
VE/EBITDA	10,4x	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	56,9x	12,7x	7,2x
VE/EBITA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	61,7x	12,9x	7,2x
FCF yield op. avt BFR	0,4%	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	1,2%	5,6%	10,1%
FCF yield opérationnel	6,8%	n.s.	n.s.	n.s.	2,3%	2,9%	7,9%	12,9%
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

NB : les ratios sont calculés sur le cours moyen annuel pour les exercices terminés

Valeur d'Entreprise (m€)	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18e	2018/19e	2019/20e
Cours en €	0,53	0,46	0,24	0,10	0,24	0,98	0,98	0,98
Capitalisation	10,0	10,7	48,3	35,3	91,2	374,9	384,1	384,1
Dettes Nette	24,2	18,0	-23,9	-9,8	-16,0	-29,9	-62,4	-108,9
Valeur des minoritaires	1,2	1,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Provisions/ quasi-dettes	3,3	1,7	1,6	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2
+/- corrections	-1,1	-0,9	-3,0	-1,1	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
<b>Valeur d'Entreprise (VE)</b>	<b>37,5</b>	<b>30,7</b>	<b>22,9</b>	<b>25,2</b>	<b>74,8</b>	<b>344,6</b>	<b>321,2</b>	<b>274,8</b>

Compte résultat (m€)	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18e	2018/19e	2019/20e
CA	100,2	85,7	93,1	117,4	130,2	186,3	248,7	311,9
var.	-1,1%	-14,5%	+8,7%	+26,1%	+10,9%	+43,1%	+33,5%	+25,4%
EBITDA	3,6	-2,1	-8,5	-10,7	-4,9	6,1	25,2	38,2
<b>EBITA</b>	<b>-1,2</b>	<b>-5,9</b>	<b>-11,5</b>	<b>-16,1</b>	<b>-5,8</b>	<b>5,6</b>	<b>24,9</b>	<b>37,9</b>
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+346%	+52%
EBIT	-65,4	-39,4	4,1	-26,1	-10,1	5,5	24,8	37,8
Résultat financier	-1,5	-1,4	1,1	-1,7	-0,9	0,1	0,2	1,0
IS	0,9	-2,9	-0,6	-0,8	-0,4	0,0	0,0	0,0
SME+Minoritaires	0,3	0,0	-8,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
RN pdg publié	-65,7	-43,8	-3,4	-28,6	-11,0	5,6	25,1	38,8
<b>RN pdg corrigé</b>	<b>-1,2</b>	<b>-9,9</b>	<b>-20,9</b>	<b>-17,0</b>	<b>-5,8</b>	<b>4,0</b>	<b>18,1</b>	<b>28,6</b>
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+357%	+59%

Tableau de flux (m€)	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18e	2018/19e	2019/20e
EBITDA	3,6	-2,1	-8,5	-10,7	-4,9	6,1	25,2	38,2
IS théorique / EBITA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,7	-7,0	-10,1
Total capex	-3,5	-3,4	-4,4	-0,9	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
<b>FCF op. net IS avt BFR</b>	<b>0,1</b>	<b>-5,5</b>	<b>-13,0</b>	<b>-11,6</b>	<b>-5,1</b>	<b>4,1</b>	<b>17,9</b>	<b>27,9</b>
Variation BFR	2,4	3,8	2,5	2,5	6,8	6,1	7,5	7,7
<b>FCF op. net IS après BFR</b>	<b>2,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>-10,5</b>	<b>-9,1</b>	<b>1,7</b>	<b>10,2</b>	<b>25,5</b>	<b>35,5</b>
Acquisitions/cessions	0,0	2,9	10,8	-0,4	3,6	0,0	0,0	0,0
Variation de capital	0,2	8,5	31,2	-3,1	1,9	2,1	0,0	0,0
Dividendes versés nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres dont correction IS	-5,6	-3,5	10,3	-1,5	-1,1	1,7	7,1	10,9
<b>Free cash-flow publié</b>	<b>-2,8</b>	<b>6,2</b>	<b>41,8</b>	<b>-14,1</b>	<b>6,2</b>	<b>13,9</b>	<b>32,6</b>	<b>46,4</b>

Bilan	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18e	2018/19e	2019/20e
Actifs immobilisés	69,7	31,2	15,7	3,0	2,0	1,8	1,8	1,9
dont incorporels/GW	58,9	22,8	4,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	-5,3	-9,0	-10,3	-10,0	-16,5	-22,5	-30,1	-37,7
Capitaux Propres groupe	35,7	1,3	29,3	2,1	1,2	8,8	33,9	72,7
Minoritaires	1,2	1,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Provisions	3,3	1,7	1,6	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Dettes fl. nette</b>	<b>24,2</b>	<b>18,0</b>	<b>-23,9</b>	<b>-9,8</b>	<b>-16,0</b>	<b>-29,9</b>	<b>-62,4</b>	<b>-108,9</b>

Ratios financiers (%)	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18e	2018/19e	2019/20e
EBITDA/CA	3,6%	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	3,3%	10,1%	12,3%
EBITA/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	3,0%	10,0%	12,2%
RN corrigé/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	2,1%	7,3%	9,2%
ROCE	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-26,9%	-88,2%	-105,7%
ROE corrigé	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	45,0%	53,5%	39,4%
DN/FP	67,8%	1417,1%	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
DN/EBITDA (en x)	6,7x	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-4,9x	-2,5x	-2,8x

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

## SOMMAIRE

<b>1 – PlanetArt : leader de l'impression photos sur mobile en 4 ans</b>	<b>p.5</b>
1.1 PlanetArt : du web mais surtout du mobile	p.6
1.2 Un modèle économique maîtrisé	p.7
1.3 Un business de 90m€ de CA à l'équilibre opérationnel	p.10
<b>2 – La maximisation de la valeur passe par la croissance</b>	<b>p.11</b>
2.1 Quelle stratégie de développement et avec quels moyens ?	p.12
2.2 Deux scénarios de développement pour le mobile to print	p.13
2.3 Des moyens financiers pour faire plus ?	p.15
<b>3 – Une ambition mondiale avec l'Asie en ligne de mire</b>	<b>p.16</b>
3.1 Amérique du nord : un marché considérable aux mains du duopole Shutterfly/PlanetArt	p.18
3.2 Europe : un marché hétérogène mais toujours en forte croissance	p.19
3.3 L'Asie : le nouvel eldorado ?	p.23
<b>4 – PlanetArt : 75% de la Valorisation de Claranova</b>	<b>p.27</b>
4.1 PlanetArt : une valorisation cible de plus de 300m€	p.28
4.2 myDevices : une EV de 30m€	p.29
4.3 Avanquest Software : une EV de 40m€ obtenue par DCF	p.31
4.4 Un ANR de 0,99€ et un objectif de 0,89€ après décote	p.32
<b>Avertissement</b>	<b>p.33</b>

# 1 – PLANETART : LEADER DE L'IMPRESSION PHOTOS SUR MOBILE EN 4 ANS

## 1.1 – PlanetArt : du web mais surtout du mobile

p.5

- 1.1.1 Web to print : un challenger centré sur les Etats-Unis via 5 marques distinctes
- 1.1.2 Mobile to print : l'impression photos/albums sur mobile
- 1.1.3 Des applications plébiscitées par les utilisateurs

p.5  
p.6  
p.7

## 1.2 – Un modèle économique maîtrisé

p.7

- 1.2.1 Un business model éprouvé
- 1.2.2 Un véritable leadership dans le mobile
- 1.2.3 Une base clientèle significative
- 1.2.4 Synthèse PlanetArt

p.7  
p.8  
p.9  
p.9

## 1.3 – Un business de 90m€ de CA à l'équilibre opérationnel

p.10

- 1.3.1 Etape 1 : un business à forte croissance à l'équilibre opérationnel
- 1.3.2 Etape 2 : quelle stratégie de développement et avec quels moyens ?

p.10  
p.10

## 1 – PlanetArt : leader de l'impression photos sur mobile en 4 ans

PlanetArt regroupe les activités web et mobile de création et d'impression photos et livres photos. Dans le web, cette filiale fait figure de challenger face aux géants Shutterfly et Cimpres (VistaPrint) mais détient le leadership dans le mobile à travers ses application FreePrints et FreePrints Photobooks.

En l'espace de 4 ans, Claranova a constitué un acteur majeur de l'impression digitale avec une position de leader aux Etats-Unis et en Europe sur le mobile. Fort d'une base de 8,4m de clients (dont 85% dans le mobile), PlanetArt a atteint un CA de 89m€ sur l'exercice 2016/17, en croissance moyenne annuelle de +77% sur les 4 dernières années. Cet exercice marque un tournant dans le développement de cette filiale qui a atteint l'équilibre opérationnel (EBITDA de -0,3m€) et devient autonome financièrement pour assurer son développement (fin du cash burn).

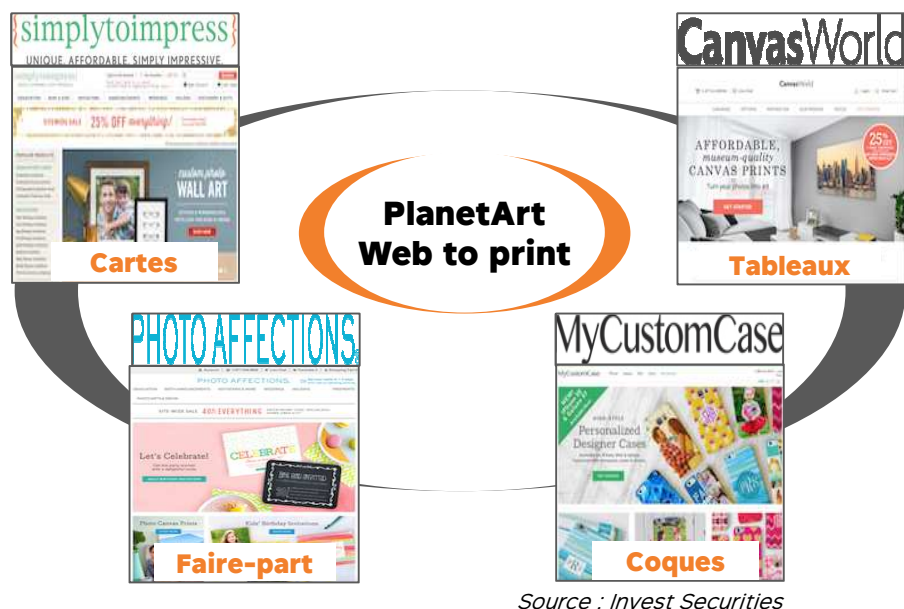
### 1.1 PlanetArt : du web mais surtout du mobile

#### 1.1.1 Web to print : un challenger centré sur les Etats-Unis via 4 marques distinctes

Claranova a capitalisé sur son expertise acquise dans le domaine des logiciels de graphisme pour proposer une offre complète d'outils de création et d'impression à travers quatre marques ayant leur site internet dédié :

- **Simplytoimpress** : cartes personnalisables avec du texte et des photos,
- **PhotoAffections** : faire-part de mariages, naissances...
- **CanvasWorld** : impressions de photos sur toiles,
- **MycustomCase** : personnalisation de coques de protection pour smartphone.

4 sites web dédiés  
à la personnalisation  
de cartes ou d'objets  
avec des photos



L'activité web to print est essentiellement réalisée aux Etats-Unis, et plus marginalement en Grande Bretagne avec le site Simplytoimpress.

## 1 – PlanetArt : leader de l'impression photos sur mobile en 4 ans

### 1.1.2 Mobile to print : l'impression photos/albums sur mobile

- **FreePrints** : une application leader sur le marché de l'impression photos

Claranova a été l'un des précurseurs à décliner son savoir-faire acquis dans le web sur le mobile. L'application FreePrints, lancée fin 2013 aux Etats-Unis, permet de commander des photos à partir de son smartphone pour quelques euros.

L'application bénéficie d'une très bonne ergonomie facilitant la sélection des photos et la retouche d'images (rognier, recadrer, agrandir, pivoter).

FreePrints est disponible sur iOS et android aux Etats-Unis (fin 2013) en Grande Bretagne (fév. 2014), en France (fév. 2014), en Allemagne (fév. 2014), en Italie (juin 2014), en Espagne (sept. 2017) et en Irlande (sept. 2017).

#### FreePrints : parcours utilisateur



Source : Claranova

45 tirages 10x15cm  
par mois  
pour 5,99€

- **Photobooks** : une application dédiée à la création de livres photos

En 2016, Claranova a lancé l'application FreePrints Photobooks centrée sur la création de livres photos. L'élargissement de l'offre permet d'accroître la monétisation de la base clients constituée à travers FreePrints et d'augmenter le panier moyen avec un impact positif sur la marge.

FreePrints Photobooks a été lancé aux Etats-Unis et en Grande Bretagne en avril 2016, puis en France en décembre 2016 et plus récemment en Allemagne et en Italie.

#### Photobooks : parcours utilisateur



Source : Claranova

Un livre photo 15x20 cm  
de 20 pages par mois  
pour 7,99€



## 1 – PlanetArt : leader de l'impression photos sur mobile en 4 ans

### 1.1.3 Des applications plébiscitées par les utilisateurs

Outre leur importance en terme de référencement, les avis et notations utilisateurs jouent un rôle majeur dans l'acceptation par un nouveau client d'installer une application. Dans son registre, Freeprints est plébiscitée par ses utilisateurs en récoltant de très nombreux avis positifs publiés sur l'Apple store et Google Play (android).

Notation FreePrints et Photobooks sur Apple Store et Google Play



Source : Apple store, Google Play

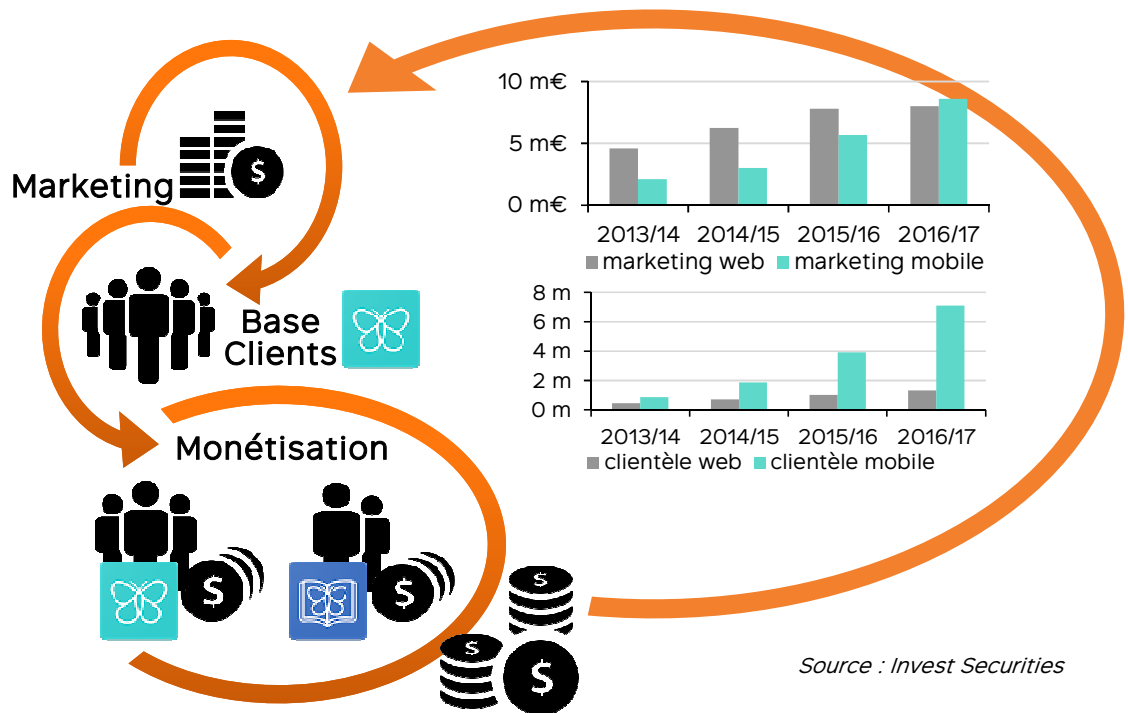
D'excellentes notations qui facilitent le référencement dans les stores

### 1.2 Un modèle économique maîtrisé

#### 1.2.1 Un business model éprouvé

Le modèle économique de PlanetArt s'appuie sur la faculté à constituer une solide base clientèle à travers des investissements marketing soutenus, de fournir des interfaces ergonomiques et appréciées des utilisateurs, dans le but de monétiser son audience et de fidéliser les clients.

Business model du print



Source : Invest Securities

Un coût d'acquisition client de quelques euros

70% à 85% du CA provient de clients existants

2 applications complémentaires exploitées auprès d'une même clientèle

Le coût d'acquisition d'un client FreePrints s'élève à quelques euros selon Claranova (3€/3,5€ est.) et cet investissement est amorti en l'espace d'un an. La supériorité du modèle économique du mobile par rapport au web réside dans le fait que les clients mobile reviennent de manière récurrente sur des cycles de vie de plusieurs années (vs 1 à 2 ans pour le web concentré autour des fêtes de fin d'année). Dans le mobile, en fonction des trimestres (ie investissements marketing), 70% à 85% des revenus viennent des clients existants et chaque commande génère une marge brute positive.

## 1 – PlanetArt : leader de l'impression photos sur mobile en 4 ans

### 1.2.2 Un véritable leadership dans le mobile

- **Le web to print : une offre peu différenciante, dominée par de grands acteurs**

Le marché du web to print se caractérise par de nombreux acteurs intégrés offrant généralement une large gamme de produits. La différenciation est quasi-inexistante et les prix proposés sont assez homogènes (hors offres promotionnelles). Le marché est dominé par 2 acteurs, un américain et un européen, et un 3<sup>ème</sup> challenger allemand Cewe, qui bénéficient d'économies d'échelle importantes sur leurs achats.

Cimpress (propriétaire de Vistaprint) : groupe coté au Nasdaq (market cap de 3,7Md\$), centré sur l'Europe, ayant réalisé un CA 2017 de 1,3Md\$ (+7%).

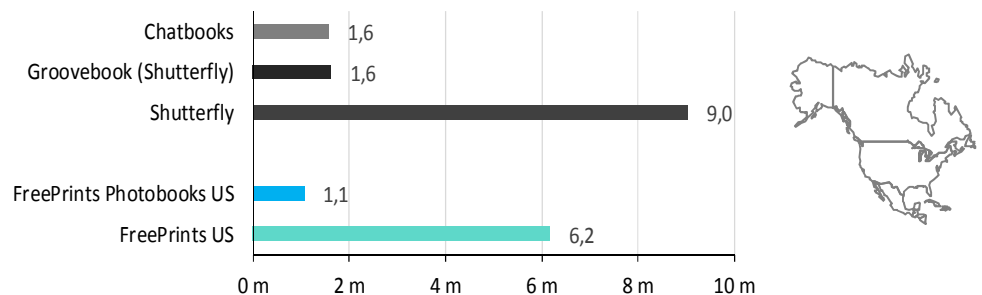
Shutterfly : également coté au Nasdaq (market cap de 1,7Md\$), a publié un CA 2015 de 1,1Md\$ (+7%) plutôt centré sur les Etats-Unis.

Cewe : groupe coté en Allemagne (market cap de 0,6Md€) ayant réalisé un CA 2016 de 0,6Md\$ (+7%) en Europe.

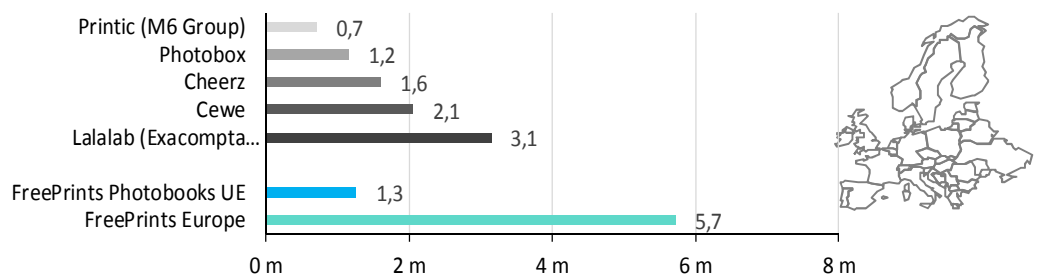
- **Le mobile to print : un positionnement en rupture par rapport à la concurrence**

Les applications PlanetArt sont positionnées sur un modèle low cost (offre le plus de photos de qualité pour moins cher) avec des prix d'appels agressifs. PlanetArt a opté pour une offre de « pure player » avec 2 applications spécialisées dans l'édition de photos avec FreePrints et le livre photos avec FreePrints Photobooks. Les applications concurrentes sont, pour la plupart, positionnées sur une offre multi-services intégrant : édition de photos, albums, posters, tableaux, goodies... PlanetArt dispose au 1<sup>er</sup> janvier 2018 d'une base d'applications installées estimée à 14,2m répartie de manière équilibrée entre les Etats-Unis et l'Europe. La production est organisée en mode Fables (contrairement à Shutterfly, Cewe, Cimpress...) avec des volumes d'impression significatifs (plus de 1Md de photos imprimées en 4 ans).

#### Parc installé d'applications d'impression photos/Albums au 1<sup>er</sup> janvier 2018



En Amérique du nord, Freeprints arrive en 2<sup>ème</sup> position des applications installées pour l'impression de photos derrière Shutterfly et en 3<sup>ème</sup> position dans les livres photos toujours derrière Shutterfly et Chatbooks.



Source : androidrank, Invest Securities

En Europe, sur un marché plus fragmenté, Freeprints est le leader dans l'impression de photos et de livres photos.

Au total, entre les Etats-Unis et l'Europe, la base installée d'applications est estimée à 14,2m, dont près de 12m pour FreePrints et 2,3m pour FreePrints Photobooks.

FreePrints : 14,2m d'applications installées aux US et en Europe

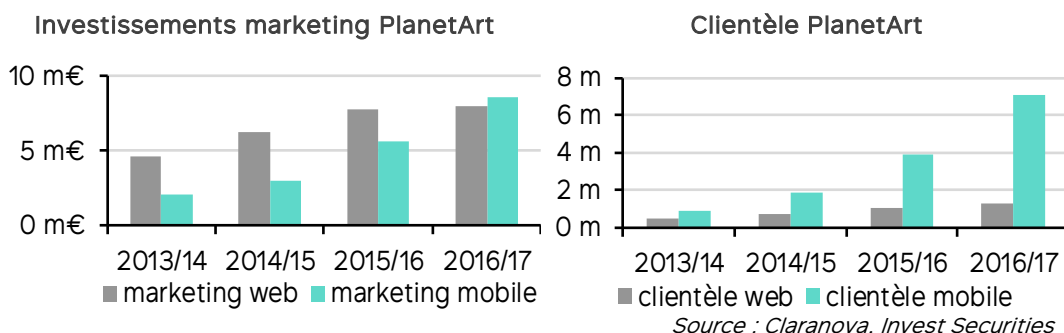


## 1 – PlanetArt : leader de l'impression photos sur mobile en 4 ans

### 1.2.3 Une base clientèle significative

Le groupe a investi en marketing dans ses différents sites et applications pour acquérir des clients. La levée de fonds de juin 2015 répondait en partie à cet objectif, avec une somme de 17m€ consacrée aux dépenses marketing (75% est.) et le solde en R&D (25% est.) sur l'exercice 2015/16. Sur les 4 derniers exercices, nous estimons les investissements marketing à 46m€, répartis à hauteur de 46% dans le mobile et 54% dans le fixe. Ces investissements ont permis de constituer une base clientèle estimée de 1,3m de clients dans le web et de 7,1m de clients dans le mobile à fin juin 2017.

8,4m de clients dont  
7,1m à travers les  
applications mobiles



### 1.2.4 Synthèse PlanetArt

	PlanetArt		
	Web to print	Mobile to print	
Sites et applications	4 sites dédiés	FreePrints	FreePrints Photobooks
<b>Positionnement</b>			
Produits / services	Cartes, tableaux, goodies	Impressions photos	Livres photos
Plateforme	web	Apple iOS/ Google android	
Localisation	US, UK	US, UK, France, Italie, Allemagne, Espagne, Irlande	
Clientèle cible	Femmes au foyer +40 ans	Femmes 25-40 ans	
<b>Chiffres</b>			
CA 2016/17e	31m€	40m€	17m€
Croissance future	↗	↗↗↗	↗↗↗
Marge Brute	50%	30%	45%
<b>Caractéristiques</b>			
Positionnement concurrentiel	Challenger face aux leaders du secteur (Vistaprint, Shutterfly...)	Leader Pure Player	Leader Pure Player
Forces / atouts		- Base clientèle - Modèle économique - Notation application	- Modèle économique - Conversion de la base FreePrints en clients Photobooks

Source : Invest Securities

## 1 – PlanetArt : leader de l'impression photos sur mobile en 4 ans

Une véritable success story en l'espace de 4 ans...

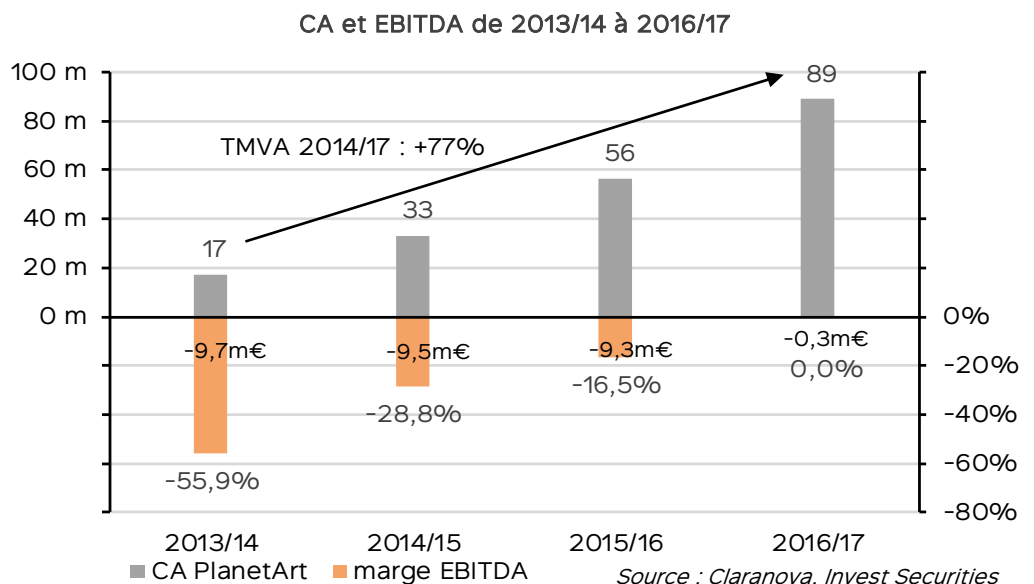
Des choix stratégiques structurants à faire pour le développement futur

### 1.3 Un business de 90m€ de CA à l'équilibre opérationnel

#### 1.3.1 Etape 1 : un business à forte croissance à l'équilibre opérationnel

En l'espace de 4 ans, Claranova a constitué un acteur majeur de l'impression digitale avec une position de leader aux Etats-Unis et en Europe sur le mobile à travers FreePrints et FreePrints Photobooks.

Fort d'une base clientèle de 8,4m (dont 85% dans le mobile), PlanetArt a atteint un CA de 89m€ sur l'exercice 2016/17, en croissance moyenne annuelle de +77% sur les 4 dernières années. Cet exercice marque un tournant dans le développement de cette filiale qui atteint l'équilibre opérationnel (EBITDA de -0,3m€).



#### 1.3.2 Etape 2 : quelle stratégie de développement et avec quels moyens ?

PlanetArt est désormais une filiale complètement autonome d'un point de vue juridique mais surtout financier. L'atteinte de l'équilibre opérationnel sur le dernier exercice permet désormais à PlanetArt d'autofinancer son développement (fin du cash burn).

Le management va devoir prendre des décisions stratégiques structurantes pour le développement futur de ses activités et les moyens qu'il pense engager.

Nous tenterons de répondre à ces questions dans la partie suivante de l'étude.

## 2 – LA MAXIMISATION DE LA VALEUR PASSE PAR LA CROISSANCE

<b>2.1 – Quelle stratégie de développement et avec quels moyens ?</b>	<b>p.12</b>
2.1.1 Web to print : un développement plus opportuniste que stratégique	p.12
2.1.2 Mobile to print : à la croisée des choix stratégiques	p.13
<b>2.2 – Deux scénarios de développement pour le mobile to print</b>	<b>p.13</b>
2.2.1 Deux scénarios en termes d'investissements marketing	p.13
2.2.2 Des impacts différents sur le P&L	p.13
2.2.3 FCF : la magie des business avec un BFR négatif	p.14
2.2.4 Le scénario 2 privilégié car davantage créateur de valeur	p.15
<b>2.3 – Des moyens financiers pour faire plus ?</b>	<b>p.15</b>
2.3.1 Un excédent de FCF	p.15
2.3.2 Une trésorerie renforcée par l'entrée de minoritaires	p.15

## 2 – La maximisation de la valeur passe par la croissance

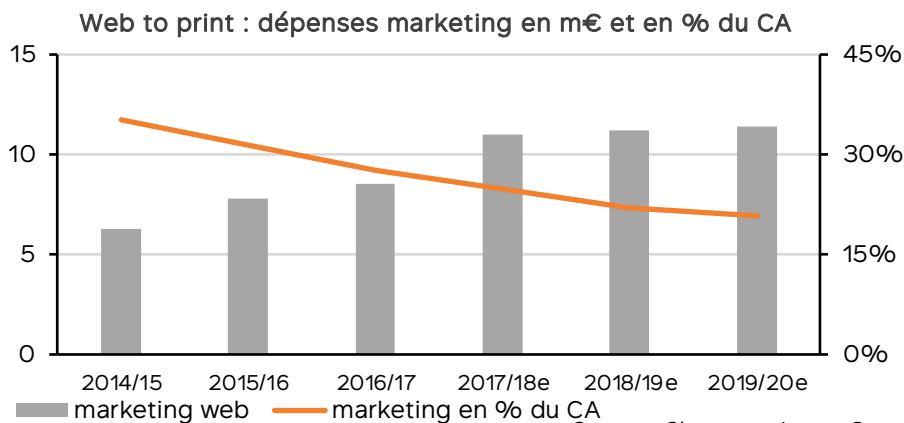
Au cours de l'exercice 2016/17, PlanetArt a franchi un cap en étant financièrement autonome. Nous estimons que le management devrait privilégier le développement des activités mobile to print qui recèlent le potentiel le plus important et dans lesquelles PlanetArt dispose d'un véritable avantage concurrentiel. Le développement du web to print nous apparaît en revanche moins stratégique et plus opportuniste.

A partir du cash généré par l'activité, le management va pouvoir arbitrer sur les montants à investir en marketing dans le mobile. Afin d'évaluer la politique d'investissement à privilégier, nous présentons ci-après 2 scénarios dont l'étude nous amène à la conclusion que la maximisation de la création de valeur passe par la poursuite d'investissements marketing soutenus. En effet, ce scénario permet d'envisager une croissance du CA de +50% en rythme annuel sur la période 2016/20e (vs +33% pour l'autre scénario) et de dégager davantage de FCF (FCF cumulés de 60,9m€ vs 52,6m€).

### 2.1 Quelle stratégie de développement pour quels moyens ?

#### 2.1.1 Web to print : un développement plus opportuniste que stratégique

Eu égard à la position de challenger de PlanetArt dans le web et compte tenu de la nature du business (faible récurrence des clients et forte saisonnalité de l'activité), nous estimons que le développement de cette activité n'est pas prioritaire. En revanche, PlanetArt, en fonction de ses disponibilités financières sur le dernier trimestre de l'année civile, pourrait saisir l'opportunité d'investir de manière plus importante dans la mesure où le retour sur investissement est relativement rapide.



A fin 2017, Claranova dispose d'importantes disponibilités provenant de son activité (FCF >0) mais aussi de l'entrée de minoritaires dans PlanetArt en septembre 2017 (11,4m€ pour 5,8% du K). Dès lors, nous pensons que PlanetArt pourrait augmenter ses investissements marketing sur l'exercice en cours à environ 11m€ (vs 8,5m€ en 2016/17), soit 25% du CA (vs 27% en 2016/17). Sur les 2 exercices suivants, nous tablons sur une quasi-stabilité des dépenses marketing à un peu plus de 11m€, faisant passer la part des dépenses marketing à 21/22% du CA.

#### Web to print : CA, Marge Brute et EBITDA

en m€ (30/06)	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18e	2018/19e	2019/20e
CA Web to Print	17,8	24,8	31,0	44,5	51,1	55,0
var.	+27,1%	+39,3%	+25,0%	+43,6%	+14,9%	+7,6%
-clientèle web to print	0,7	1,0	1,3	1,8	2,2	2,6
Marge brute	8,0	12,2	16,1	23,6	27,6	29,7
var.	nd	+51,7%	+32,7%	+46,3%	+17,0%	+7,6%
Opex	-13,8	-15,8	-16,7	-21,0	-21,4	-21,9
var.	nd	+14,9%	+5,8%	+25,5%	+1,8%	+2,5%
dont frais marketing web	-6,3	-7,8	-8,5	-11,0	-11,2	-11,4
EBITDA	-5,7	-3,7	-0,6	2,6	6,2	7,8
var.	ns	ns	ns	ns	ns	ns

Source : Claranova, Invest Securities

## 2 – La maximisation de la valeur passe par la croissance

Dans ce contexte, le CA 2017/18e devrait croître sensiblement (+43,6%) à 44,5m€ et permettre de dégager un EBITDA positif (1m€ att.). Sur les 2 exercices suivants, la croissance devrait être moindre mais la rentabilité plus élevée (baisse du marketing en % du CA) avec une marge d'EBITDA qui passerait de 2,3% en 2017/18e à 8,7% en 2019/20e.

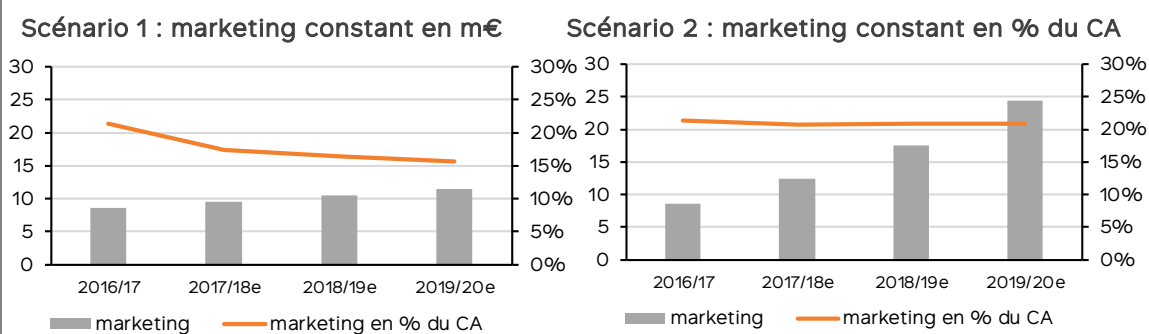
### 2.1.2 Mobile to print : à la croisée des choix stratégiques

Les activités mobile sont celles qui recèlent le potentiel le plus important et dans lesquelles PlanetArt dispose d'un véritable avantage concurrentiel. A partir du cash généré par l'activité, le management va pouvoir arbitrer sur les montants à investir en marketing pour assurer son développement. Afin d'évaluer la politique d'investissement à privilégier, nous présentons ci-après 2 scénarios de développement.

### 2.2 Deux scénarios de développement pour le mobile to print

#### 2.2.1 Deux scénarios en termes d'investissements marketing

Le montant des investissements marketing est la variable qui impacte le plus le compte de résultat.



Source : Invest Securities

Nous retenons 2 scénarios distincts en termes d'investissements marketing :

- Scénario 1 : un niveau d'investissement marketing quasi-stable (+10% en rythme annuel) en montant nominal sur la période 2017/20e voisin de 10/11,4m€, correspondant à environ 16% du CA FreePrints.
- Scénario 2 : un niveau d'investissement marketing en progression de +40% en rythme annuel sur la période 2017/20e (8,6m€ en 2016/17 à 24,4m€ en 2019/20e), soit un niveau constant en % du CA FreePrints (21% du CA).

#### 2.2.2 Des impacts différents sur le P&L

##### mobile to print : CA, Marge Brute et EBITDA

Compte résultat (m€)	Scénario 1				Scénario 2			
	2016/17	2017/18e	2018/19e	2019/20e	2016/17	2017/18e	2018/19e	2019/20e
CA mobile to print	57,8	90,8	115,2	131,8	57,8	98,2	143,3	196,2
-CA FreePrints	40,4	54,7	63,5	73,7	40,4	60,3	83,7	117,0
-CA Photobooks	17,4	36,1	51,7	58,2	17,4	37,9	59,6	79,2
<b>var.</b>	<b>+81%</b>	<b>+57%</b>	<b>+27%</b>	<b>+14%</b>	<b>+81%</b>	<b>+70%</b>	<b>+46%</b>	<b>+37%</b>
-clientèle mobile to print	7,1	10,7	14,8	19,5	7,1	11,7	18,1	26,9
- dont Freeprints	6,3	9,1	12,1	15,3	6,3	10,0	15,0	21,9
- dont Photobooks	0,8	1,6	2,7	4,2	0,8	1,7	3,1	5,0
<b>Marge brute</b>	<b>23,2</b>	<b>33,9</b>	<b>43,7</b>	<b>50,2</b>	<b>23,2</b>	<b>36,8</b>	<b>54,2</b>	<b>74,7</b>
<b>var.</b>	<b>+173%</b>	<b>+46%</b>	<b>+29%</b>	<b>+15%</b>	<b>+173%</b>	<b>+59%</b>	<b>+47%</b>	<b>+38%</b>
Opex	-22,6	-25,2	-27,2	-28,7	-22,6	-30,9	-40,4	-53,1
<b>var.</b>	<b>+58,5%</b>	<b>+10,8%</b>	<b>+7,5%</b>	<b>+5,7%</b>	<b>+58,5%</b>	<b>+34,8%</b>	<b>+32,2%</b>	<b>+32,7%</b>
marketing	8,6	9,5	10,4	11,4	8,6	12,5	17,5	24,4
<b>EBITDA</b>	<b>0,6</b>	<b>8,7</b>	<b>16,5</b>	<b>21,5</b>	<b>0,6</b>	<b>5,9</b>	<b>13,8</b>	<b>21,6</b>
<b>var.</b>	<b>ns</b>	<b>+1315%</b>	<b>+90%</b>	<b>+30%</b>	<b>ns</b>	<b>+864%</b>	<b>+133%</b>	<b>+56%</b>

Source : Invest Securities

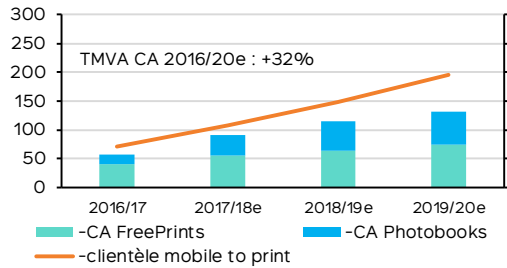
Croissance : avantage  
au scénario 2

Sans surprise, avec des investissements marketing plus élevés, le scénario 2 permet de développer davantage la base clients et in fine, d'alimenter une croissance plus forte du CA. Dans le cas du scénario 2, la croissance du CA sur la période 20016/20e ressort à +50% en rythme annuel vs +32% dans le cas du scénario 1.

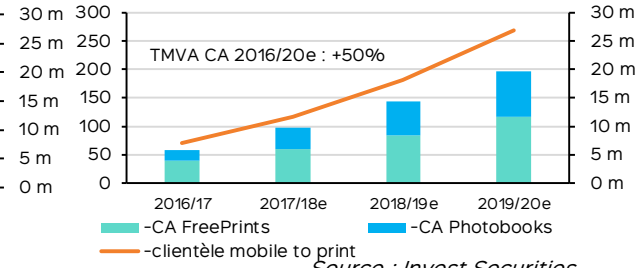
## 2 – La maximisation de la valeur passe par la croissance

Profitabilité : égalité de nos 2 scénarios en année 3

Scénario 1 : CA et base clientèle



Scénario 2 : CA et base clientèle



Source : Invest Securities

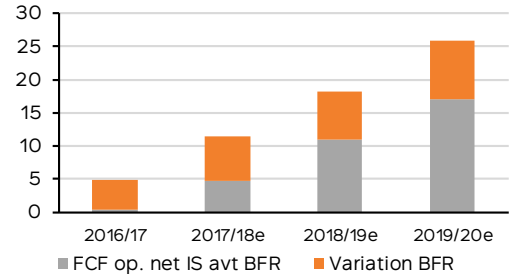
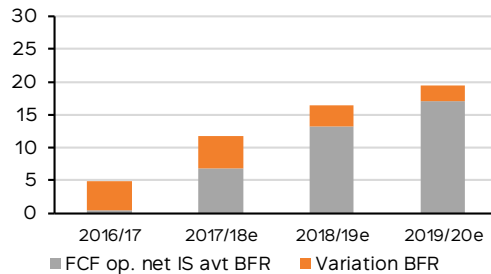
Les investissements marketing représentent une charge significative qui pèse à court terme sur la profitabilité. Dès lors, le niveau d'EBITDA est bien plus élevé pour notre scénario 1 sur les 2 premières années. Toutefois, l'écart se réduit dans le temps permettant ainsi d'afficher un niveau d'EBITDA identique aux 2 scénarios en 2019/20e.

### 2.2.3 FCF : la magie des business avec un BFR négatif

#### mobile to print : FCF

Tableau de flux (m€)	Scénario 1						Scénario 2					
	2016/17	2017/18e	2018/19e	2019/20e	2016/17	2017/18e	2018/19e	2019/20e				
EBITDA	0,6	8,7	16,5	21,5	0,6	5,9	13,8	21,6				
IS théorique / EBITA	-0,1	-1,7	-3,3	-4,3	-0,1	-1,2	-2,8	-4,3				
Total capex	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1				
<b>FCF op. net IS avt BFR</b>	<b>0,4</b>	<b>6,9</b>	<b>13,1</b>	<b>17,1</b>	<b>0,4</b>	<b>4,6</b>	<b>11,0</b>	<b>17,1</b>				
Variation BFR	4,5	4,9	3,3	2,4	4,5	6,7	7,2	8,8				
<b>FCF op.net IS après BFR</b>	<b>4,9</b>	<b>11,7</b>	<b>16,5</b>	<b>19,5</b>	<b>4,9</b>	<b>11,4</b>	<b>18,2</b>	<b>25,9</b>				

Source : Invest Securities

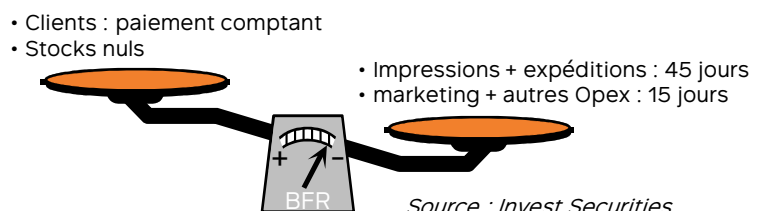


Source : Invest Securities

Quel que soit le scénario retenu, la génération de FCF est similaire sur l'exercice 2017/18e même si la nature de ces flux diffère. Dans le cas du scénario 1, les FCF sont majoritairement alimentés par l'EBITDA et, dans une moindre mesure, par la variation de BFR (BFR négatif). C'est exactement le cas inverse pour le scénario 2. A partir de l'exercice 2018/19e, le scénario 2 prend l'avantage en terme de génération de FCF.

Le business de PlanetArt se caractérise par un BFR négatif dans la mesure où les clients paient comptant et que les stocks sont nuls, tandis que PlanetArt paie ses fournisseurs et règle ses autres charges dans un délai estimé entre 15 et 45 jours.

#### Mobile to print : schématisation du BFR



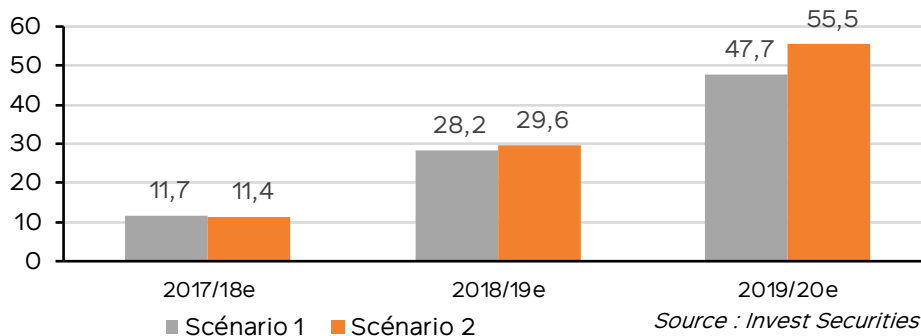
Source : Invest Securities



## 2 – La maximisation de la valeur passe par la croissance

FCF : avantage au scénario 2

FCF cumulés sur la période 2017/20e



Sur la période 2017/20e, la génération de FCF cumulée tourne à l'avantage du scénario 2 avec un montant global de 55,5m€ vs 47,7m€ dans le cas du scénario 1.

### 2.2.4 Le scénario 2 privilégié car davantage créateur de valeur

On constate que : (i) la croissance n'est pas consommatrice de cash, bien au contraire (BFR négatif), (ii) le montant d'EBITDA dans les 2 scénarios tend à l'identique en année 3, et (iii) la génération de FCF est supérieure pour le scénario 2 dans la durée.

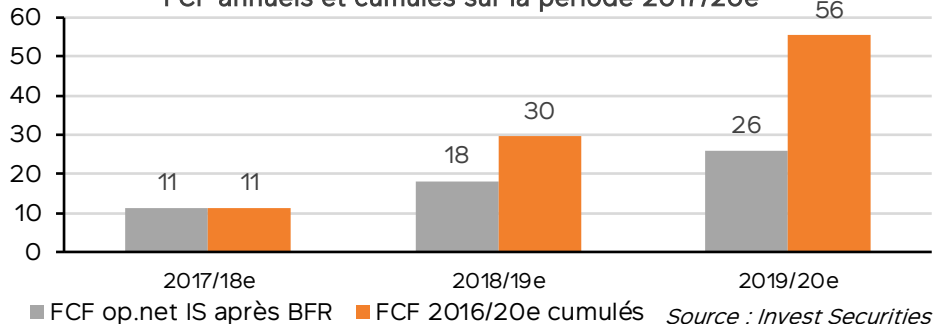
Le scénario 2 est donc celui que l'on privilégie. D'une manière générale, ce type d'activité est valorisé sur la base de multiples de CA. Privilégier le scénario 2 permet d'accroître la création de valeur.

## 2.3 Des moyens financiers pour faire plus ?

### 2.3.1 Un excédent de FCF

Sur la base de notre scénario (2), PlanetArt serait en capacité d'extérioriser un excédent de FCF significatif en dépit d'une politique d'investissements marketing soutenue.

FCF annuels et cumulés sur la période 2017/20e



A la fin de l'exercice 2016/17, nous estimons la génération de FCF pour la partie mobile de PlanetArt à 4,9m€. Comme nous l'avons vu précédemment, cette génération de FCF va s'accroître à un rythme annuel estimé à près de +50% entre 2016 et 2020e. Sur cette période, PlanetArt disposerait d'un montant cumulé de 60,9m€ (4,9m€ + 56m€).

### 2.3.2 Une trésorerie renforcée par l'entrée de minoritaires

- Des minoritaires apportent 11,4m€ en échange de 5,8% du capital

En septembre 2017, Claranova a annoncé l'entrée d'actionnaires minoritaires (5,8% du capital) au sein de PlanetArt pour un montant de 11,4m€ (lequel pourra être porté à 15m€). Bien que les nouveaux entrants ne soient pas tous nommés, il s'agit principalement d'acteurs industriels à l'image de Cap Investissement, family office du Groupe Riccobono, industriel dans le domaine de l'impression.

## 2 – La maximisation de la valeur passe par la croissance

L'Asie comme  
prochain terrain de jeu  
de PlanetArt

Des minoritaires, à  
priori, passifs

- **Le financement des minoritaires aurait vocation à accélérer le développement**

Lors de la présentation des résultats S1 2016/17 (30 mars), le management avait, pour la 1<sup>ère</sup> fois, émis l'idée de dupliquer son modèle dans d'autres pays. Cette orientation stratégique semble confirmée par les propos du CEO, Pierre Cesarini, qui indique : « après avoir démontré au S1 que PlanetArt pouvait être rentable, Claranova réfléchit à l'accélération de son déploiement sur de nouveaux pays afin de rapidement prendre de nouvelles parts de marché et conforter ainsi sa position de leader ».

Depuis, le management a manifesté sa volonté de développer son activité sur un 3<sup>ème</sup> continent, l'Asie. Il semblerait que cette zone géographique soit le prochain terrain de jeu de PlanetArt.

- **Quels apports/intérêts de ces nouveaux actionnaires ?**

Dans le cadre de sa nouvelle architecture juridique, avec la filialisation de ses activités en 3 entités distinctes (PlanetArt, myDevices et Avanquest Software), Claranova a plus de latitude au sein de chacune de ses filiales. Au moins 2 minoritaires (Semtech et un autre acteur qui pourrait être Dr. Peng ou Sprint) sont entrés au cours de l'année 2017 au capital de myDevices. Au-delà de l'apport financier, pour une filiale en situation de cash burn, ces nouveaux actionnaires jouent également un rôle de partenaire dans le développement de myDevices.

Dans le cas de PlanetArt, il semblerait que la contribution de ces actionnaires ne se limite qu'à un apport financier. En effet, même si Groupe Riccobono évolue dans le domaine de l'impression, son activité, exclusivement en France, semble assez éloignée de l'impression photos.

Au-delà des partenaires choisis, la question du timing interroge également puisque, comme évoqué précédemment, PlanetArt dégage désormais un niveau de FCF excédentaire significatif qui aurait pu lui permettre de se développer financièrement seul.

## 3 – UNE AMBITION MONDIALE AVEC L'ASIE EN LIGNE DE MIRE

<b>3.1 – Amérique du nord : un marché considérable aux mains du duopole Shutterfly/PlanetArt</b>	<b>p.18</b>
3.1.1 Un marché nord américain au potentiel encore considérable	p.18
3.1.2 Un marché dominé par le duopole Shutterfly/PlanetArt	p.19
<b>3.2 – Europe : un marché hétérogène mais toujours en forte croissance</b>	<b>p.19</b>
3.2.1 Europe : un équipement équivalent aux US mais de fortes disparités par pays	p.19
3.2.2 Europe : un intensité concurrentielle très différente suivant les pays	p.21
<b>3.3 – L'Asie : le nouvel Eldorado ?</b>	<b>p.23</b>
3.3.1 Trois catégories de pays éligibles aux ambitions asiatiques	p.23
3.3.2 Asie : quels moyens pour quels résultats ?	p.25

### 3 – Une ambition mondiale avec l’Asie en ligne de mire

PlanetArt a été l’un des 1<sup>ers</sup> acteurs à se positionner sur le marché de l’impression photos mobile en 2014. A ce jour, il détient des positions de leader sur les marchés américains et européens. Dans ces 2 zones géographiques le taux moyen d’équipement en applications d’impression photos se limite à 8%/9% du marché cible (vs 16% dans les pays plus matures). Le potentiel de croissance demeure considérable avec, à minima, un doublement possible du marché actuel au cours des 2/3 prochaines années

PlanetArt nourrit également de fortes ambitions en Asie avec un développement que nous attendons au T2 2018. La Chine, précédée par une implantation à Hong Kong ou Singapour, et l’Inde font, selon nous, figure de favoris pour entamer ce développement.

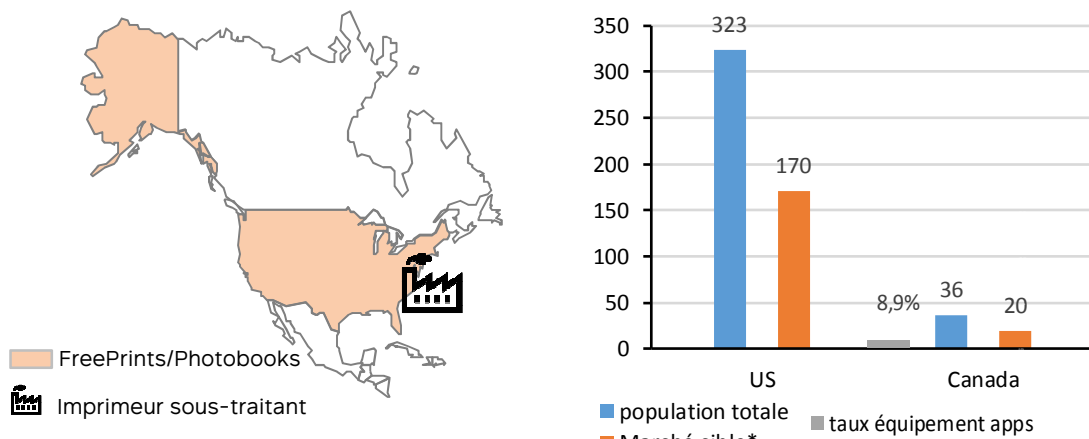
L’Asie pourrait générer un CA de 20m€ en 2018/19 et près de 50m€ l’année suivante, lui permettant, à cette échéance, d’être à l’équilibre opérationnel.

#### 3.1 US : un marché considérable aux mains du duopole Shutterfly/PlanetArt

##### 3.1.1 Un marché nord américain au potentiel encore considérable

En Amérique du nord, PlanetArt est présent aux Etats-Unis, lui permettant d’adresser un marché cible de 170m d’utilisateurs. A court/moyen terme, PlanetArt pourrait se positionner sur le marché canadien (20m d’utilisateurs est.).

Présence PlanetArt et marché en Amérique du nord



Source : Claranova, Invest Securities, Banque mondiale \* 80% (taux équipement smartphone est.) de la population âgée de 15 à 64 ans

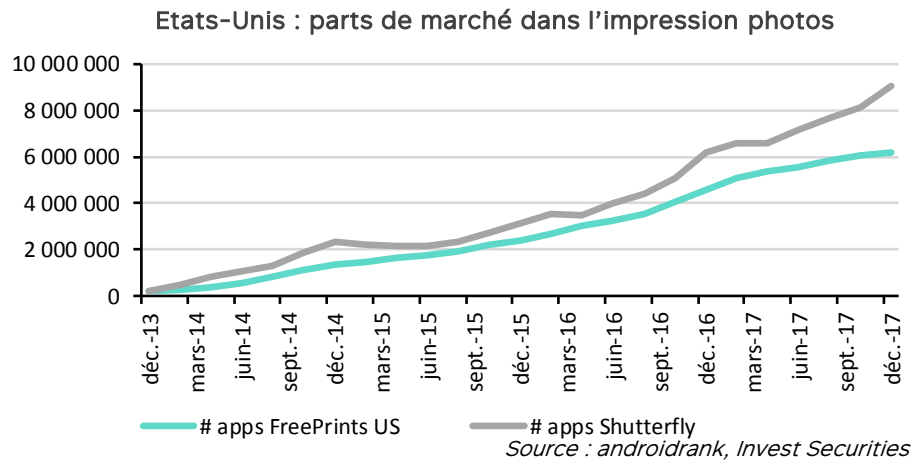
Un marché qui devrait doubler à CT

Actuellement, le taux d’équipement en applications d’impression photos de notre marché cible (80% de la pop âgée de 15 à 64 ans) est estimé à seulement 8,9% (15,1m). Ce niveau est près de deux fois inférieur à celui observé sur des marchés plus matures comme la France et le UK. Dès lors, un doublement du marché américain au cours des prochaines années est tout à fait envisageable.

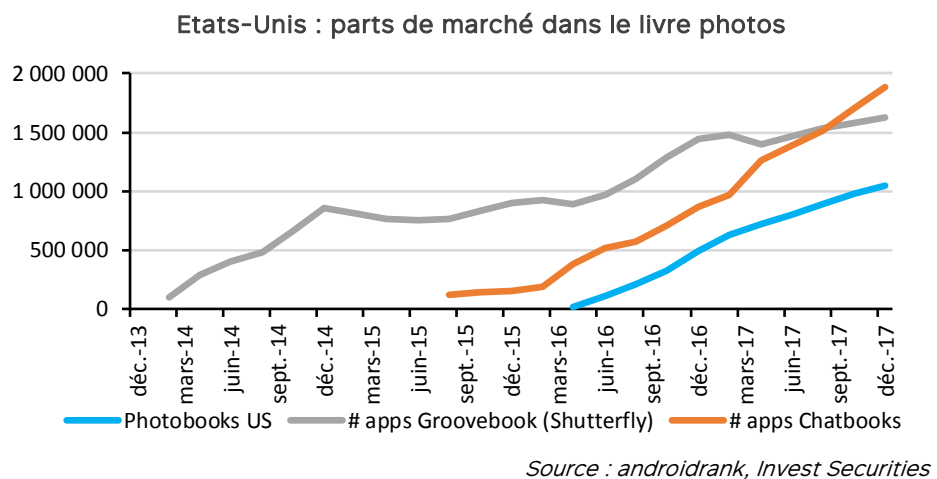
### 3 – Une ambition mondiale avec l'Asie en ligne de mire

#### 3.1.2 Un marché dominé par le duopole Shutterfly/PlanetArt

Le marché américain des applications d'impression photos est dominé par un duopole composé de Shutterfly et PlanetArt. Ces 2 acteurs ont été les premiers à se positionner sur ce marché au début de l'année 2014. A fin 2017, la part de marché de Shutterfly sur notre population cible est estimée à 5,0% et celle de FreePrints à 3,6%.



La configuration est similaire dans le domaine des applications de livre Photos avec la présence de Groovebook (Shutterfly) et FreePrints Photobooks arrivé 2 ans après sur ce marché (2016 vs 2014). Un 3<sup>ème</sup> acteur significatif, Chatbooks, complète ce trio avec un business model différent basé sur une formule d'abonnement mensuel.



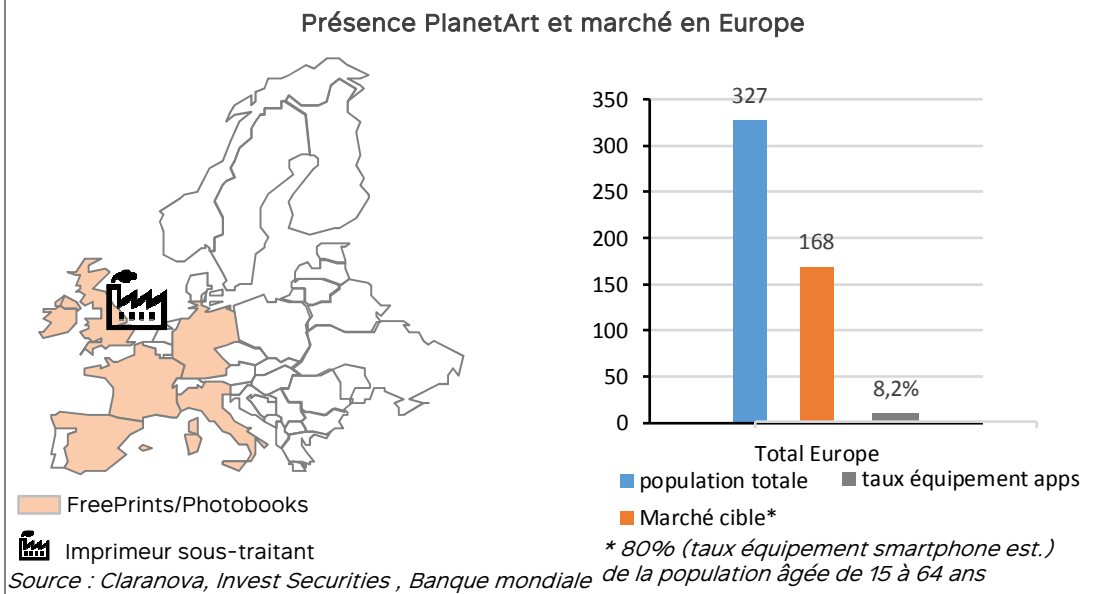
#### 3.2 Europe : un marché hétérogène mais toujours en forte croissance

##### 3.2.1 Europe : un équipement équivalent aux US mais de fortes disparités par pays

Pris dans son ensemble, l'Europe présente un marché cible (168m d'utilisateurs) et un taux d'équipement (8,2%) similaires à ceux observés en Amérique du nord (170m, 8,6%). Toutefois, on observe de fortes disparités entre les différents pays européens.

### 3 – Une ambition mondiale avec l'Asie en ligne de mire

Un taux d'équipement de 8,2% similaire aux US

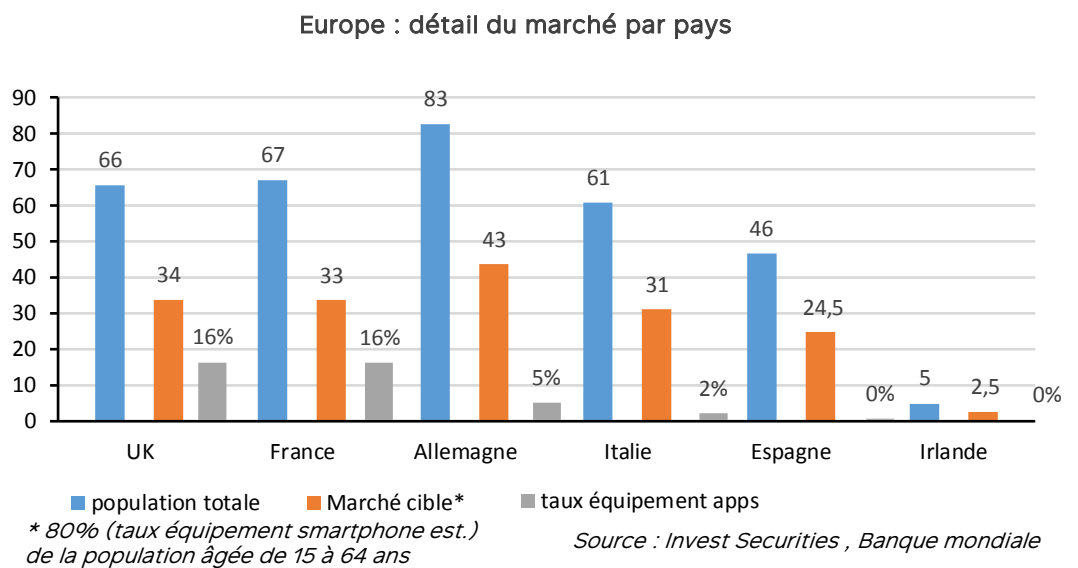


Avec un taux estimé à 16%, la Grande Bretagne et la France sont les pays où les applications photos sont les plus développées. Malgré tout, la croissance des installations d'applications dans ces 2 pays reste forte, suggérant que ce marché recèle un potentiel encore important et qu'il n'a pas encore atteint un plafond.

En revanche, les autres pays européens sont très peu ou nettement moins bien équipés, comme l'Allemagne avec seulement 5%.

Contrairement à ses concurrents, PlanetArt est présent sur l'ensemble des pays. Cette couverture est, selon nous, un atout dans la mesure où elle permet d'allouer les dépenses marketing sur les marchés les plus compétitifs.

UK et France les pays les plus équipés





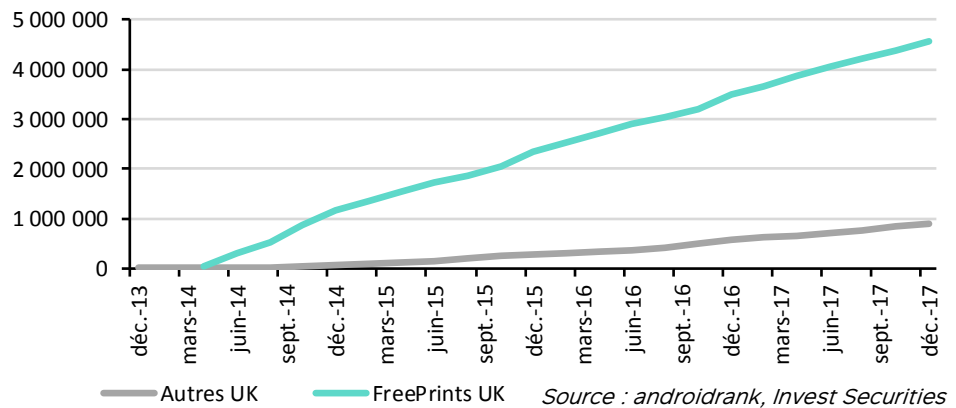
## 3 – Une ambition mondiale avec l'Asie en ligne de mire

### 3.2.2 Europe : un intensité concurrentielle très différente suivant les pays

#### • UK : un marché dominé par PlanetArt

Le marché de la Grande Bretagne est largement dominé par Freeprints qui s'arroge plus de 80% du marché selon nos estimations. Aucun acteur significatif local n'émerge et la concurrence provient essentiellement d'entreprises françaises.

UK : parts de marché des applications d'impression photos

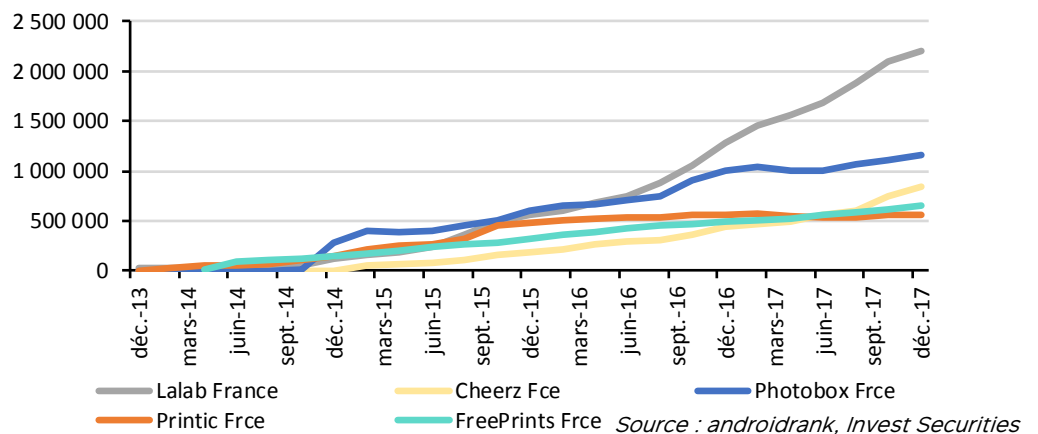


PlanetArt écrase la concurrence au UK, pays qui concentre l'essentiel de ses investissements marketing

#### • France : un marché très fragmenté

Le marché français est particulièrement fragmenté avec près de 5 acteurs significatifs. Lalab (Photoweb) et Photobox dominent le marché, suivi d'un trio composé de Cheerz, FreePrints et Printic. Nous anticipons une consolidation du secteur et la disparition probable à court terme de Printic, dont l'installation de nouvelles applications marque le pas depuis plusieurs mois.

France : parts de marché des applications d'impression photos



En dépit d'investissements limités en Europe continentale, PlanetArt fait mieux qu'exister....

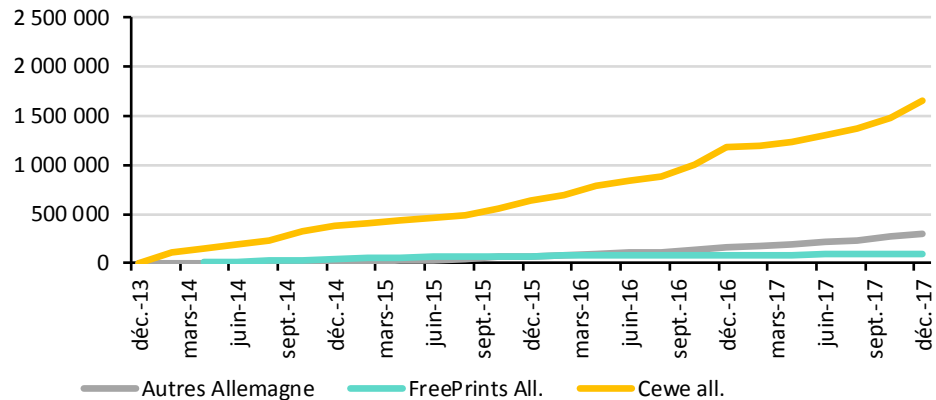
#### • Allemagne : un marché dominé par Cewe

A l'image d'un Lalab ou Photobox en France, Cewe, qui partage le même mode d'organisation (Web et mobile), domine le marché allemand. La concurrence est essentiellement le fait d'acteurs français comme Lalab et Cheerz. FreePrints, pour lequel ce marché n'est pas encore clé, détient une part de marché limitée.

... et conserve d'importants relais de croissance sur ces marchés

### 3 – Une ambition mondiale avec l'Asie en ligne de mire

Allemagne : parts de marché des applications d'impression photos



Source : androidrank, Invest Securities

#### 3.2 L'Asie : le nouvel Eldorado ?

##### 3.2.1 Trois catégories de pays éligibles aux ambitions asiatiques

La détermination de la nouvelle zone à conquérir doit prendre en considération les prérequis suivants :

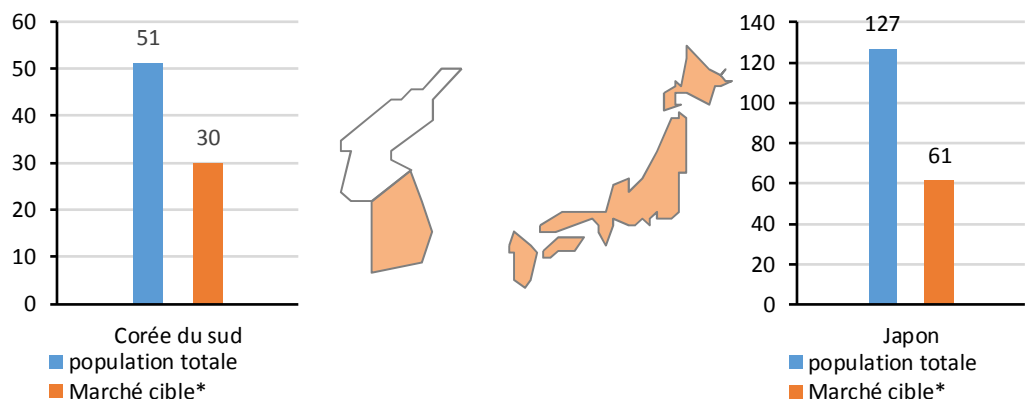
- Une classe moyenne significative,
- Une connexion aux réseaux 3G/4G,
- Des moyens de paiement digitaux (CB, paiements mobile...),
- Un partenaire/fournisseur dans l'impression,
- Un sous-traitant logistique pour les livraisons.

Sur cette base là, nous avons identifié 3 typologies de pays asiatiques éligibles à un développement des solutions FreePrints/Photobooks.

##### • Les pays « matures » : Corée du sud, Japon

Le Japon (127m d'habitants) et, dans une moindre mesure, la Corée du sud (51m) disposent d'un marché relativement profond. Le marché cible pour ces 2 pays est estimé à près de 91m d'utilisateurs se répartissant pour les 2/3 au Japon et 1/3 en Corée du sud.

Japon et Corée du sud population et marché cible estimé



\* 80% (taux équipement smartphone est.) de la population âgée de 15 à 64 ans

Source : Banque mondiale

## 3 – Une ambition mondiale avec l'Asie en ligne de mire

Japon et Corée du sud : des marchés pertinents mais un risque d'exécution lié à une concurrence d'acteurs locaux

### Analyse SWOT : Japon/Corée du sud

#### FORCES

- Infrastructures réseaux et logistique.

#### FAIBLESSES

- Marchés traditionnellement assez fermés aux technologies étrangères.

#### OPPORTUNITES

- Forte appétence pour la photo,

#### MENACES

- Concurrence d'acteurs locaux ?

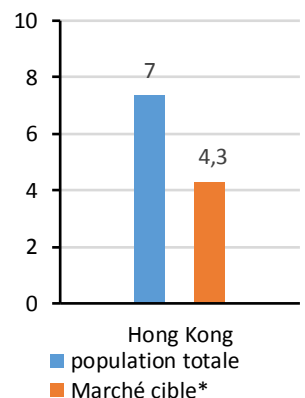
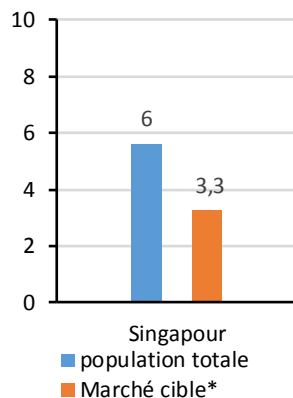
Japon et Corée du sud offrent un marché adressable significatif avec une population relativement bien équipée en smartphones et ne posant pas de problèmes spécifiques en termes de monétisation des services. Les habitudes de consommation de ces populations devraient être également assez proches de celles observées en Amérique du nord et en Europe.

En revanche, ces pays sont traditionnellement fermés aux technologies étrangères et les services digitaux de photos, assez prisés dans ces pays, laissent augurer d'une forte concurrence d'acteurs locaux.

#### • Les cités Etats : Singapour, Hong Kong

Avec une population totale inférieure à 10m d'habitants, ces cités Etats n'offrent pas un marché très important. En revanche, un développement sur l'une de ces 2 zones permettrait de préparer un écosystème PlanetArt asiatique, notamment dans le choix des partenaires industriels et logistiques, et de tirer des enseignements sur les modes de consommation des populations locales. Un développement dans une cité Etat en général, et Hong Kong en particulier, serait une étape préalable à une ambition d'envergure sur le marché chinois.

#### Singapour et Hong Kong population et marché cible estimé



\* 80% (taux équipement smartphone est.) de la population âgée de 15 à 64 ans

Source : Banque mondiale

Singapour ou Hong Kong comme tête de pont pour conquérir le marché chinois ?

### Analyse SWOT : Singapour/Hong Kong

#### FORCES

- Infrastructures réseaux et logistique.

#### FAIBLESSES

- Marchés relativement étroits.

#### OPPORTUNITES

- Tête de pont pour préparer une entrée sur le marché chinois.

#### MENACES

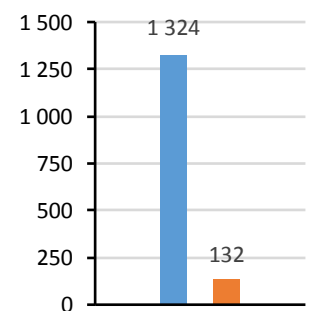
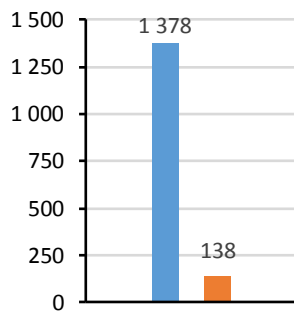
## 3 – Une ambition mondiale avec l'Asie en ligne de mire

### • Les pays continents : Chine/Inde

Avec des populations de plus de 1,3Md d'habitants, l'Inde et la Chine font figure d'eldorado. Toutefois, les marchés cibles de ces 2 pays devraient se concentrer sur les classes moyennes et supérieures, soit un marché estimé à environ 130m pour chacun de ces 2 pays (10% de la population totale).

Bien que disposant d'un potentiel similaire, ces 2 marchés présentent toutefois des caractéristiques propres à prendre en considération dans l'hypothèse d'un développement local.

Chine et Inde population et marché cible estimé



Chine  
■ population totale  
■ Marché cible\*

Inde  
■ population totale  
■ Marché cible\*

\* Classes moyennes et supérieures estimées à 10% de la population totale

Source : Banque mondiale

### Analyse SWOT : Chine

#### FORCES

- Marché cible de plus de 100m d'utilisateurs et forte croissance éco.

#### FAIBLESSES

- Nécessité d'avoir un partenaire local.
- Services postaux peu fiables, nécessitant un prestataire logistique.

#### OPPORTUNITES

- Montée en puissance d'une classe moyenne.

#### MENACES

- Codes sociaux différents représentant un risque d'exécution.

Le marché chinois offre un potentiel considérable mais non dénué de risques dans l'exécution. Une approche pragmatique serait, comme évoqué précédemment, d'envisager un développement en 2 temps avec : 1) une 1<sup>ère</sup> phase d'apprentissage avec un investissement à Hong Kong par exemple, 2) une 2<sup>ème</sup> phase de développement sur les principales zones urbaines chinoises.

### Analyse SWOT : Inde

#### FORCES

- Marché cible de plus de 100m d'utilisateurs et forte croissance éco.

#### FAIBLESSES

- Services postaux peu fiables, nécessitant un prestataire logistique.

#### OPPORTUNITES

- Montée en puissance d'une classe moyenne.
- Accélération des moyens de paiement digitaux sous l'impulsion de l'Etat.

#### MENACES

- Codes sociaux différents représentant un risque d'exécution.

Chine un marché prometteur mais au risque d'exécution élevé

## 3 – Une ambition mondiale avec l'Asie en ligne de mire

Inde : un market timing intéressant avec la digitalisation des moyens de paiement

Dans un pays encore peu bancarisé, la démonétisation géante intervenue fin 2016 (remplacement des billets de 500 et 1000 roupies, soit 86% du papier monnaie) a fait basculer le pays à marche forcée vers les transactions numériques. Le marché du paiement mobile connaît un essor considérable dans ce pays. Cette caractéristique offre une opportunité intéressante pour développer et monétiser des applications sur smartphone.

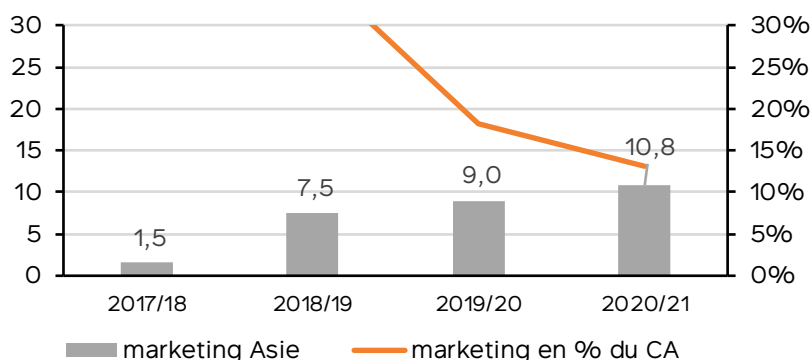
### 3.3.2 Asie : quels moyens pour quels résultats ?

#### • Dépenses marketing

Comme évoqué précédemment, PlanetArt dispose de moyens importants pour ses ambitions asiatiques. Nous estimons que la société pourrait consacrer un montant en marketing de 18m€ sur les 2 prochaines années.

Lors de différentes présentations, le management a évoqué un déploiement en Asie au cours de ce semestre. Nous simulons ci-après l'impact financier d'un développement en Asie. Ces contributions seront intégrées à nos estimations une fois que l'officialisation de cette implantation sera effective.

PlanetArt Asie : dépenses marketing en m€ et en % du CA



Source : Invest Securities

Nous attendons l'officialisation d'une implantation asiatique pour l'intégrer dans nos estimations

#### • Une contribution au CA non négligeable dès 2018/19e

Sur la base du business model développé aux US et en Europe et en écartant tout risque d'exécution, la contribution de PlanetArt Asie au CA global pour dépasser 20m€ sur 2018/19e et près de 50m€ l'année suivante

PlanetArt Asie : CA, Marge Brute et EBITDA

en m€ (30/06)	2017/18e		2018/19e		2019/20e		2020/21e	
CA PlanetArt Asie	1,5		20,4		49,4		82,1	
-CA FreePrints	1,5		18,2		37,7		53,8	
-CA Photobooks	0,0		2,1		11,7		28,3	
<b>var.</b>			<b>+1259%</b>		<b>+142,2%</b>		<b>+66,2%</b>	
-clientèle FreePrints	0,5		2,9		5,8		9,1	
-clientèle Photobooks	0,0		0,1		0,6		1,4	
<b>-Total clientèle</b>	<b>0,5</b>		<b>3,1</b>		<b>6,4</b>		<b>10,6</b>	
Marge brute	0,4	29%	6,0	29%	15,3	31%	27,8	34%
<b>var.</b>			<b>ns</b>		<b>+156%</b>		<b>+82%</b>	
Opex	-2,7	-177%	-12,6	-62%	-15,1	-31%	-17,8	-22%
<b>var.</b>			<b>+373,9%</b>		<b>+20,2%</b>		<b>+18,0%</b>	
dont frais marketing	-1,5		-7,5	-41%	-9,0	-24%	-10,8	-20%
EBITDA	-2,2	-148%	-6,6	-32,4%	0,2	0,4%	10,0	12,2%
<b>var.</b>			<b>ns</b>		<b>ns</b>		<b>ns</b>	

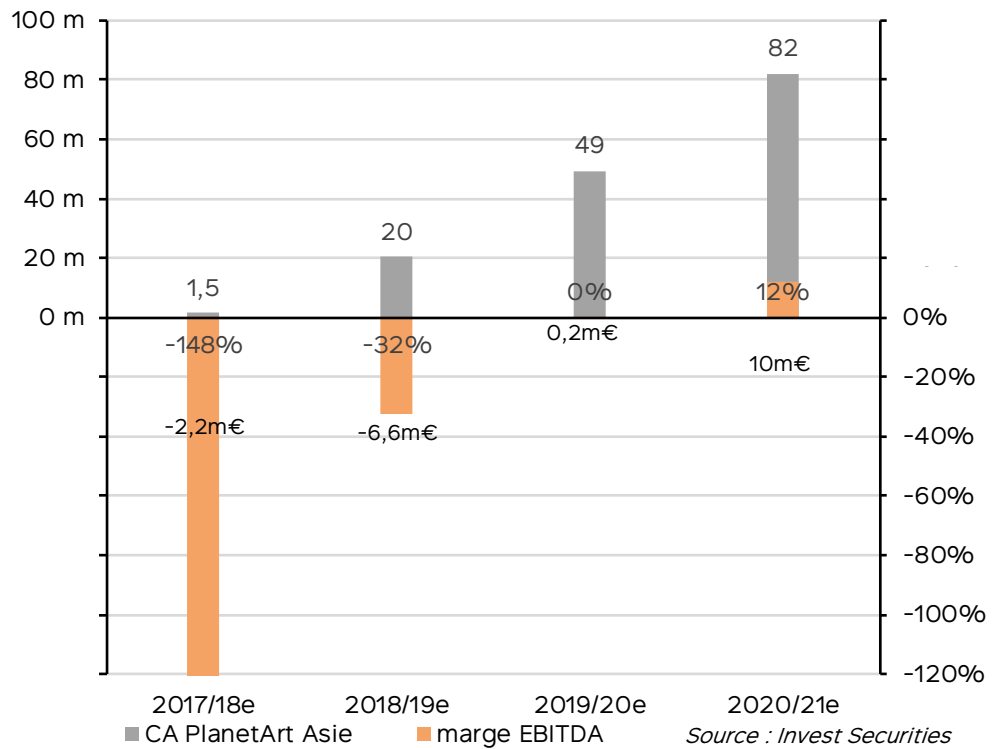
Source : Invest Securities

### 3 – Une ambition mondiale avec l'Asie en ligne de mire

- **Equilibre opérationnel visé en 2 ans**

Notre scénario de développement vise un équilibre opérationnel au bout de 2 ans, soit en 2019/20e. Sur cette période, le coût net des développements asiatiques avoisinerait 9m€.

CA et EBITDA de 2017/18e à 2020/21e



EBITDA breakeven  
atteint en l'espace de  
2 ans



## 4 – PLANETART : 75% DE LA VALORISATION DE CLARANOVA

<b>4.1 – PlanetArt : une valorisation cible de plus de 300m€</b>	<b>p.28</b>
4.1.1 Enseignements des comparables cotés	p.28
4.1.2 Enseignements de valorisation sur la base des multiples de transactions	p.29
4.1.3 PlanetArt valorisé 312m€ sur la base des multiples d'entrée des minoritaires	p.29
<b>4.2 – myDevices : une EV de 30m€</b>	<b>p.29</b>
4.2.1 Un business en devenir encore difficile à valoriser	p.29
4.2.2 La valorisation fixée par l'entrée de minoritaires pour « pricer » cet actif	p.30
<b>4.3 – Avanquest Software : une EV de 40m€ obtenue par DCF</b>	<b>p.31</b>
4.3.1 Hypothèses retenues dans le cadre de notre valorisation par DCF	p.31
4.3.2 Une EV de 40m€, soit 0,10€ par titre	p.31
<b>4.4 – Un ANR de 0,99€ et un objectif de 0,89€ après décote</b>	<b>p.32</b>
4.4.1 Une EV globale de 358m€, soit 0,91€ par titre	p.32
4.4.2 Une valeur des capitaux propres de 391m€ et un objectif fixé à 0,89€	p.32

## 4 – PlanetArt : 75% de la Valorisation de Claranova

Pour apprécier la valeur des 3 métiers, notre approche se fonde sur une valorisation par somme des parties. Après prise en compte du business model de PlanetArt et de ses perspectives de développement, nous révisons sensiblement en hausse la valeur de cet actif (+60%) et plus marginalement celle d'Avanquest Software (+12%). En revanche, nous attendons la confirmation de la monétisation des services de myDevices pour revaloriser cette division.

Au final, la valeur des capitaux propres ressort à 391m€ (0,99€), en hausse de +30%, et notre objectif ressort à 0,89€ (vs 0,54€) après prise en compte d'une décote de holding de -10%. Cet objectif fait ressortir des multiples 2017-18e et 2018/19e d'EV/CA de respectivement 1,7x et 1,2x. Après la forte appréciation du titre (+99%) enregistrée depuis le début de l'année, le titre ressort correctement valorisé, nous conduisant à maintenir notre opinion NEUTRE sur la valeur.

### 4.1 – PlanetArt : une valorisation cible de plus de 300m€

#### 4.1.1 Enseignements des comparables cotés

Les principales sociétés cotées dont l'activité est proche de celle de PlanetArt sont les leaders du secteur : Shutterfly, Cimpres (Vistaprint) et Cewe. Les multiples moyens de valorisation ressortent à 1,4x le CA 2017/18e et 1,2x le CA 2018/19e. Au sein de cet échantillon, on remarque que la société affichant la plus forte croissance est aussi la mieux valorisée (Cimpres TMVA 2017/19e de +9%, valorisé 1,8x EV/CA 2017/18e), et inversement (CeweTMVA 2017/19e de +4%, valorisé 1,0x EV/CA 2017/18e).

Echantillon de comparables dans le secteur du print

Comparables	Capi (m€)	Cours (€)	var. ytd	EV/CA		TMVA CA 17-19e	TMVA EBITDA 17-19e
				17/18e	18/19e		
Shutterfly	1 376	41,9	+1%	1,4x	1,2x	+5%	+11%
CEWE	672	90,8	+3%	1,0x	0,9x	+4%	+4%
Cimpres	3 306	106,5	+7%	1,8x	1,6x	+9%	+23%
<b>Médiane</b>				<b>1,4x</b>	<b>1,2x</b>	<b>+5%</b>	<b>+11%</b>

Source : Factset, Invest Securities

Sur la base de ces multiples, la valeur d'entreprise pour 100% de PlanetArt ressort à 218m€, soit 0,55€ par titre.

Valorisation PlanetArt vs comparables	CA 17/18e	CA 18/19e	Valorisation en m€	€/titre
Agrégats PlanetArt	143	194		
<b>VE implicite vs comparables</b>	<b>202</b>	<b>234</b>	<b>218</b>	<b>0,55</b>

Source : Factset, Invest Securities

Selon nous, cette approche ne valorise qu'imparfaitement PlanetArt dont le business model différent (forte proportion du mobile) permet d'extérioriser une croissance significativement supérieure (TMVA 2017/19e de +48%) à celle des entreprises de notre échantillon (TMVA 2017/19e de +4%). Dès lors, la valorisation obtenue par cette approche s'apparente à un minimum.

Une valorisation plancher de 218m€ obtenue par l'approche des comparables cotés

## 4 – PlanetArt : 75% de la Valorisation de Claranova

### 4.1.2 Enseignements de valorisation sur la base des multiples de transactions

Le print est un secteur où les opérations M&A sont fréquentes, initiées principalement par les 2 leaders du secteur (Shutterfly et Cimpres). Ces opérations répondent davantage à une logique de concentration pour les activités web et de développement pour les activités mobiles.

#### Opérations capitalistiques dans le secteur du print

web						
Date	Cible	Acquéreur	Activités	Prix	EV/CA	
janv. 2014	Photoweb	Exacompta/Clairef.	Impression photos online	28m€	1,1x	
avr. 2015	FL Print	Cimpres	Impression online (easyflyer.fr)	6m\$	1,1x	
avr. 2015	Exaprint	Cimpres	Impression online	103m\$	1,7x	
					<b>moyenne</b>	<b>1,3x</b>
mobile						
Date	Cible	Acquéreur	Activités	Prix	EV/CA	EV/CA n+1
nov. 2014	Groovebook	Shutterfly	Application de livre photos	14,5m\$	4,0x	
sep. 2017	<b>PlanetArt</b>	Intérêts minoritaires	5,8% du K pour 11,4m€	<b>11,40 €</b>	<b>2,2x</b>	<b>1,6x</b>
					<b>moyenne</b>	<b>3,1x</b>

Source : Factset, Invest Securities

Dans ce contexte, la moyenne des acquisitions dans le secteur du web to print ressort à 1,3x l'EV/CA, assez proche des multiples observés sur notre échantillon de comparables.

Les acquisitions dans le mobile to print sont plus rares (moins d'acteurs) et les informations plus confidentielles. En novembre 2014, Shutterfly a racheté Groovebook pour 14,5m€, valorisant la start-up 4,0x son EV/CA. Nous estimons que ce multiple est particulièrement (trop ?) élevé, mais il permet de souligner que l'activité mobile doit se valoriser en intégrant une prime sur le web.

### 4.1.3 PlanetArt valorisé 312m€ sur la base des multiples d'entrée des minoritaires

En septembre 2017, l'entrée des minoritaires au sein du capital de PlanetArt, s'est opérée sur la base de multiples de 2,2x le CA 2016/17 et 1,6x le CA 2017/18e (valorisation post-money fully-diluted de 196,4m€). Ces multiples offrent une prime de +50% sur les acteurs cotés, niveau qui nous semble mieux refléter le potentiel des activités mobile.

Nous retiendrons donc cette approche pour valoriser PlanetArt, dont l'EV pour 100% du capital (hors implantation en Asie) s'élève à 312m€, soit 0,79€/titre (294m€, 0,75€/titre pour 94,2% du capital).

#### EV PlanetArt sur la base des multiples d'entrée des minoritaires

Valorisation 100% de PlanetArt	CA 17/18e	Sales 18/19e	Valorisation in m€	€/titre
Multiples EV/CA	<b>2,2x</b>	<b>1,6x</b>		
Agrégats PlanetArt	143	194		
<b>VE implicite</b>	<b>316</b>	<b>308</b>	<b>312</b>	<b>0,79</b>

Source : Factset, Invest Securities

Un développement en Asie, en ligne avec nos estimations, permettrait, en première approche, de revaloriser le titre Claranova de 0,05€ à court terme avec un potentiel d'ici 1 à 2 ans de 0,25€ par titre.

## 4.2 – myDevices : une EV de 30m€

### 4.2.1 Un business en devenir encore difficile à valoriser

Cette filiale, positionnée sur le prometteur marché de l'IoT, ne dégage pas encore de revenus et de résultats significatifs pour estimer sa valeur potentielle.

myDevices gagne malgré tout en maturité, en se situant sur la phase 3 de notre modèle de développement, avec la monétisation prochaine de services.

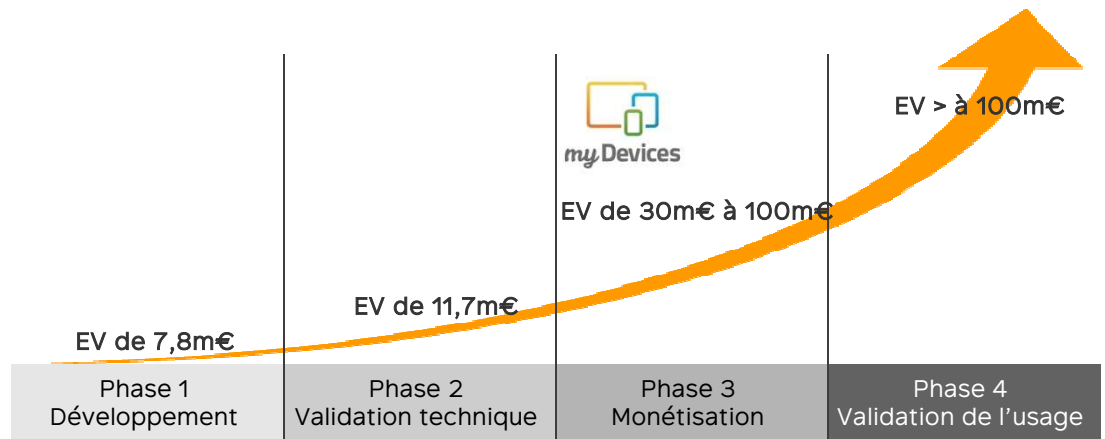
La valorisation du mobile doit intégrer une prime par rapport au web...

... qui ressort à +50% sur la base des multiples payés par les minoritaires de PlanetArt

4 – PlanetArt : 75% de la Valorisation de Claranova

myDevices entre dans la phase 3 de développement avec un début de monétisation attendu sur le S1 2018

Illustration des 4 phases de développement de myDevices



Source : Invest Securities

• Phase 1 : développement : EV de 7,8m€

Cette période de développement a été valorisée sur la base des coûts engagés estimés pour le développement de la plateforme. Pour ce faire, la groupe dispose d'une trentaine de développeurs dont le coût unitaire annuel estimé est de 130k€. La phase de développement ayant durée 2 ans, notre valorisation pour la phase 1 ressort à 7,8m€.

• Phase 2 : validation technique : EV de 11,7m€

La communauté Cayenne, qui éprouve quotidiennement la robustesse de la plateforme, et les divers partenariats signés sont des preuves que la plateforme est complètement opérationnelle. Pour cette phase, nous valorisons myDevices comme si ce dernier avait développé la plateforme pour un tiers. Dans ce cas, le prix de vente de ce service intègre les coûts de développement plus la marge du groupe évaluée à 50%. A travers cette approche, l'EV de myDevices s'élève à 11,7m€.

• Phase 3 : commercialisation/monétisation : EV de 30m€ à 100m€

Au cours des 2 derniers mois, myDevices a annoncé des partenariats avec les opérateurs chinois Dr. Peng (4<sup>ème</sup> opérateur chinois) et américain Sprint (4<sup>ème</sup> opérateur US). Ces opérateurs vont notamment commercialiser des solutions IoT clés en main sur leur marché respectif. Cette étape marque le début de la monétisation du service myDevices et ouvre la voie à une revalorisation de ce business à moyen terme. Nous attendons que le groupe communique de manière plus détaillée sur l'envergure de ces partenariats pour entamer une revalorisation de cette division.

4.2.2 La valorisation fixée par l'entrée de minoritaires pour « pricer » cet actif

En 2017, deux actionnaires minoritaires (Semtech et un opérateur chinois) sont entrés au capital de myDevices sur la base d'une valorisation post-money fully-diluted de 31,3m\$ (29,8m€ est). A la suite de cette opération, nous estimons que Claranova contrôle encore 80% du capital.

Une revalorisation de myDevices envisageable dès que la monétisation sera effective

EV myDevices sur la base du montant valorisé par l'entrée de minoritaires

Valorisation 100% de myDevices	CA 17/18e	Sales 18/19e	Valorisation en m€	€/titre
Multiples EV/CA	7,5x	2,6x		
Agrégats myDevices	4,0	11,7		
<b>VE implicite</b>	<b>29,8</b>	<b>29,8</b>	<b>29,8</b>	<b>0,08</b>

Source : Factset, Invest Securities

## 4 – PlanetArt : 75% de la Valorisation de Claranova

### 4.3 – Avanquest Software : une EV de 40m€ obtenue par DCF

#### 4.3.1 Hypothèses retenues dans le cadre de notre valorisation par DCF

Pour notre valorisation par DCF, nous intégrons les hypothèses suivantes :

- L'évolution du CA attendue sur la période 2017 à 2020e reflète le repositionnement du groupe sur la distribution online et la généralisation du business model par abonnement. La croissance atteint un sommet à +13% en 2021e avant de décélérer progressivement jusqu'en 2026e à 1,5%,
- Une amélioration progressive de la marge d'EBITDA jusqu'à atteindre un top de 12% en 2020e, marge qui se maintient à ce niveau jusqu'en 2025e avant de retomber à 10% sur notre dernière année,
- Un niveau de Capex limité dans la mesure où cette activité ne devrait plus capitaliser d'investissements R&D,
- Un BFR négatif (entre 1,5 et 2 mois de CA), propre à cette activité,
- Un taux d'IS de 30% considéré comme un niveau normatif pour le groupe.

#### Valorisation par la méthode du DCF

Modèle DCF	16/17	17/18e	18/19e	19/20e	20/21e	21/22e	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e	26/27e
CA	38,5	39,6	42,6	46,1	52,0	57,6	62,4	66,3	68,8	69,8	70,9
var.	ns	+2,9%	+7,5%	+8,1%	+13,0%	+10,7%	+8,4%	+6,1%	+3,8%	+1,5%	+1,5%
EBITDA ajusté	0,0	1,0	2,5	4,2	6,2	6,9	7,5	8,0	8,3	8,4	7,1
marge EBITDA ajusté	0,0%	2,6%	6,0%	9,1%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	10,0%
Capex	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
en % du CA	-0,3%	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Amortissements	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
en % du CA	-1,1%	-0,5%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
BFR	-4,8	-5,0	-5,7	-6,5	-7,8	-9,1	-10,3	-10,9	-11,3	-11,5	-11,7
BFR en jours de CA	-46	-46	-49	-52	-55	-57	-60	-60	-60	-60	-60
Taux IS	-30%	-30%	-30%	-30%	-30%	-30%	-30%	-30%	-30%	-30%	-30%
<b>Synthèse</b>											
EBITDA	0,0	1,0	2,5	4,2	6,2	6,9	7,5	8,0	8,3	8,4	7,1
Impôts	0,0	-0,3	-0,7	-1,2	-1,8	-2,0	-2,2	-2,3	-2,4	-2,5	-2,1
Capex	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Variation BFR	nd	0,2	0,7	0,8	1,2	1,3	1,2	0,6	0,4	0,2	0,2
<b>FCF op. après BFR</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>2,4</b>	<b>3,7</b>	<b>5,5</b>	<b>6,0</b>	<b>6,4</b>	<b>6,1</b>	<b>6,1</b>	<b>5,9</b>	<b>5,0</b>
<b>FCF op. actualisé</b>		<b>0,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,6</b>

Source : Invest Securities

#### Coût moyen pondéré du capital

OAT 10 ans	0,80%
Prime de risque	5,88%
Beta	2,00
<b>Coût du capital</b>	<b>12,6%</b>
Coût de la dette	4,5%
Levier financier	0%
Taux d'imposition	30,0%
<b>WACC</b>	<b>12,6%</b>

Afin d'actualiser nos FCF, nous retenons un WACC de 12,6% basé sur :

- Un taux de l'OAT 10 ans français de 0,80%,
- Une prime de risque des marchés actions de 5,86%,
- Un beta de 2x,
- Un levier financier nul.

#### 4.3.2 Une EV de 40m€, soit 0,10€ par titre

Sur la base de notre approche par DCF, nous estimons l'EV d'Avanquest Software à 40m€.

Valorisation Avanquest Software	en m€	€/titre*
Flux 2018-27e	25,3	0,07
Valeur terminale	15,0	0,04
<b>Valeur entreprise Totale</b>	<b>40,3</b>	<b>0,10</b>

Source : Invest Securities

## 4 – PlanetArt : 75% de la Valorisation de Claranova

### 4.4 – Un ANR de 0,99€ et un objectif de 0,89€ après décote

#### 4.4.1 Une EV globale de 358m€, soit 0,91€ par titre

La somme des EV des 3 entités du groupe s'élève à 358m€, soit 0,91€ par titre, porté par la valorisation de PlanetArt (82% de l'EV totale).

#### Valorisation par somme des parties

ANR	CA (m€)		EBITDA (m€)		Critères Valorisation	EV/CA 17/18e implicite	EV/CA 18/19e implicite	%	Valorisation		
	17/18e	18/19e	17/18e	18/19e					en m€	€/titre	% ANR
<b>PlanetArt</b>	143	194	11,4	23,0	Multiples entrée minoritaires sep. 2017	2,2x	1,6x	94%	294	0,75	75%
<b>myDevices</b>	4,0	11,7	-3,4	2,6	Base valo entrée minoritaires juil. 2017	6,0x	2,0x	80%	23,8	0,06	6%
<b>Avanquest Software</b>	40	43	1,0	2,5	Valorisation par DCF	1,0x	0,9x	100%	40	0,10	10%
<b>Total actifs exploitation</b>	<b>186</b>	<b>249</b>	<b>9,1</b>	<b>28,1</b>		<b>1,9x</b>	<b>1,4x</b>		<b>358</b>	<b>0,91</b>	<b>92%</b>
Trésorerie nette	Valeur bilantielle fin 2016/17								16,0	0,04	4%
Cash minoritaires 2017/18	PlanetArt / myDevices S2 2017								14,6	0,04	4%
Stock-Options									2,1	0,01	1%
Provisions quasi-dettes	Valeur bilantielle fin 2016/17								-0,2	0,00	0%
<b>Actifs/passifs quasi-liquides</b>									<b>32</b>	<b>0,08</b>	<b>8%</b>
<b>Valorisation totale</b>						<b>Nbre de titres (en m)</b>	<b>394</b>		<b>391</b>	<b>0,99</b>	<b>100%</b>

<b>Objectif cours après décote</b>	<b>10%</b>	<b>0,89</b>
------------------------------------	------------	-------------

Source : Invest Securities

#### 4.4.2 Une valeur des capitaux propres de 391m€ et un objectif fixé à 0,89€

##### • Retraitement sur l'EV

En plus des éléments habituels (Dette nette et autres provisions), le retraitement de la VE intègre :

- Le cash découlant de l'entrée des minoritaires sur le S2 2017 dans PlanetArt (11,4m€) et myDevices (3,2m€),
- Le cash (2,1m€) lié à l'exercice des stock-options au cours de l'automne.

Au global, la somme des actifs quasi-liquides s'élève à 32m€, soit 0,08€ par titre.

##### • Un objectif fixé à 0,89€, intégrant une décote de holding de -10%

Compte tenu de la diversité des 3 métiers du groupe et l'absence de synergies entre eux nous laisse à penser qu'une décote de holding s'impose à Claranova. Nous avons fixé une décote de -25% lors de l'initiation de la société en mai 2016. Depuis, la société affiche un excellent track record ayant notamment permis à 2 des 3 entités de dégager un EBITDA positif. Pour cette raison, nous abaissons cette décote à -10% vs -25%. Au final, notre valorisation ressort à 0,89€ par titre.

##### • Un potentiel limité après la forte appréciation du titre depuis le début de l'année

En dépit d'une révision de notre objectif de cours de +65% (0,89€ vs 0,54€), le titre ressort correctement valorisé après la forte appréciation (+97%) enregistrée depuis le début de l'année.

L'Asie offrirait une revalorisation du titre de +0,05€ à CT avec un potentiel de +0,25€ dans les 2 prochaines années

## ANALYSE SWOT

### FORCES

- Bon track record du management.
- Une application leader aux US et au UK dans l'impression photos avec 8,4m de clients.
- myDevices, en phase d'amorçage, bien positionné pour devenir un standard de l'IoT.

### FAIBLESSES

- L'évolution de la parité €//\$ et €/£ a un impact significatif sur les comptes consolidés en €.

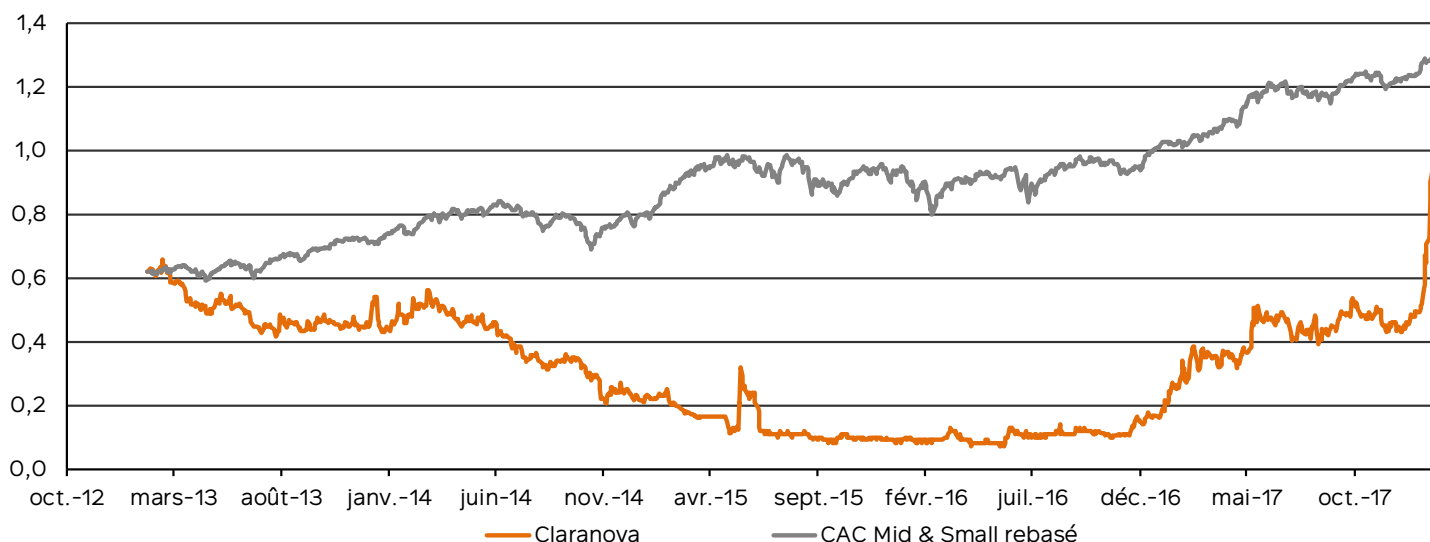
### OPPORTUNITES

- Claranova dispose d'importants déficits fiscaux non activés (101m€ fin 2015/16, soit 0,25€/titre).

### MENACES

- Un marché des objets connectés encore jeune dans lequel évolue de nombreux acteurs.

## ÉVOLUTION DU COURS DEPUIS 5 ANS



## DÉTECTION DES CONFLITS D'INTÉRÊTS

	Corporate Finance	Détention capitalistique de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Intérêt personnel de l'analyste	Contrat de liquidité	Listing Sponsor	Contrat d'analyse
<b>Claranova</b>	Non	Non	Oui	Non	Non	Non	Oui

## AVERTISSEMENT

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation d'achat ou de vente des actions et/ou obligations émises par les émetteurs. Bien que toutes les précautions nécessaires aient été prises pour s'assurer que les faits mentionnés dans le présent document soient exacts et que les prévisions, opinions et anticipations qu'il contient soient sincères et raisonnables, Invest Securities n'a pas vérifié les informations contenues dans le présent document et en conséquence ni Invest Securities, ni l'un de ses mandataires sociaux, dirigeants ou employés ne peut être tenu pour responsable d'une quelconque manière de son contenu. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations contenues dans le présent document. Aucune personne n'accepte une quelconque responsabilité pour une perte de quelque nature que ce soit résultant de l'utilisation du présent document ou de son contenu, ou encore liée d'une quelconque manière au Présent document. Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux dispositions du règlement (UE) n°596/2014 du Parlement Européen sur les abus de marché. Le présent document est destiné uniquement (A) à des personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers et/ou (B) à des investisseurs qualifiés agissant pour compte propre, au sens des articles L.411-2, D.411-1 et D.411-4 du Code monétaire et financier. Le présent document vous est fourni à titre confidentiel pour information et ne peut être reproduit ou transmis, en tout ou partie, à toute autre personne ou publié.



## DIRECTION

**Marc-Antoine Guillen**  
**Président**

+33 1 44 88 77 80  
maguillen@invest-securities.com

**Jean-Emmanuel Vernay**  
**Directeur Général**

+33 1 44 88 77 82  
jevernay@invest-securities.com

**Anne Bellavoine**  
**Directeur Général Adjoint**

+33 1 55 35 55 75  
abellavoine@invest-securities.com

## ANALYSE FINANCIÈRE

**Maxime Dubreil**  
**Technologie**

+33 1 44 88 77 98  
mdubreil@invest-securities.com

**Laurent Wilk**  
**Cleantech**

+33 1 44 88 77 97  
lwilk@invest-securities.com

**Claire Barbaret**  
**Média / Stock-Picking**

+33 1 44 88 77 93  
cbarbaret@invest-securities.com

**Johann Carrier**  
**Stock-Picking**

+33 1 44 88 77 88  
jcarrier@invest-securities.com

**Martial Descoutures**  
**Pharma/ Biotechs**

+33 1 44 88 88 09  
mdescoutures@invest-securities.com

**Bruno Duclos**  
**Immobilier**

+33 1 73 73 90 25  
bduclos@invest-securities.com

**Peter Farren**  
**Biens de Consommation**

+33 1 73 73 90 36  
pfarren@invest-securities.com

**Benoît Faure-Jarrosion**  
**Immobilier**

+33 1 44 88 77 88  
bfaure-jarrosion@invest-securities.com

**Christian Guyot**  
**Biens de Consommation**

+33 1 80 97 22 01  
cguyot@invest-securities.com

**Matthieu Lavillunière**  
**Technologie**

+33 1 73 73 90 34  
mlavilluniere@invest-securities.com

**Vladimir Minot**  
**Immobilier**

+33 1 73 73 90 25  
vminot@invest-securities.com

**Jean-Louis Sempé**  
**Automobile**

+33 1 73 73 90 35  
jlsampe@invest-securities.com

**Thibaut Voglimacci**  
**Medtechs / Biotechs**

+33 1 44 88 77 95  
tvoglimacci@invest-securities.com

## SALLE DE MARCHÉ

**Sylvain Navarro**  
**Responsable Vente Secondaire**

+33 1 55 35 55 69  
snavarro@invest-securities.com

**Pascal Hadjedj**  
**Responsable Vente Primaire**

+33 1 55 35 55 61  
phadjedj@invest-securities.com

**François Habrias**  
**Responsable Vente International**

+33 1 55 35 55 70  
fhabrias@invest-securities.com

**Eric d'Aillières**  
**Senior Advisor**

+33 1 55 35 55 62  
edaillieres@invest-securities.com

**Claude Bouyer**  
**Vente Institutionnelle**

+33 1 44 88 88 02  
cbouyer@invest-securities.com

**Dominique Humbert**  
**Vendeur-Négociateur**

+33 1 55 35 55 64  
dhumbert@invest-securities.com

**Bertrand Le Mollé-Montanguon**  
**Vente Institutionnelle**

+33 1 55 35 55 74  
blmm@invest-securities.com

**Nicolas Michaux**  
**Vente Institutionnelle**

+33 1 55 35 55 73  
nmichaux@invest-securities.com

**Ralph Olmos**  
**Vente Institutionnelle**

+33 1 55 35 55 72  
rolmos@invest-securities.com

**Kaspar Stuart**  
**Vente Institutionnelle**

+33 1 55 35 55 65  
kstuart@invest-securities.com

**Renaud Vallette Viallard**  
**Vente Institutionnelle**

+33 1 72 38 26 32  
rvv@invest-securities.com

**Frédéric Vals**  
**Vente Institutionnelle**

+33 1 55 35 55 71  
fvals@invest-securities.com

## SERVICES AUX ÉMETTEURS

**Thierry Roussilhe**  
**Responsable**

+33 1 55 35 55 66  
troussilhe@invest-securities.com

**Amaury Dada**  
**Chargé d'Affaires**

+33 1 73 73 90 31  
adada@invest-securities.com