


ACHAT

OBJECTIF : 11,6€  +70%

RÉUNION RÉSULTATS 2018/19

CROISSANCE PROFITABLE ET FCF DÉSORMAIS POSITIF

Le groupe enregistre un très bon exercice 2018/19 avec un EBITDA de 16,0m€ (x4,1 et 16,3m€ att.). Retraité d'une charge non cash de -44,6m€, le RN s'établit à 8,4m€ (vs 10,3m€ att. et RN publié de -41,4m€). L'autre fait marquant de l'exercice est la génération de cash positive (CAF de +14,8m€ vs -1,2m€ en 2017/18). Le management profite de ces bons résultats et de la consolidation de Personal Creations (70m€ de CA) pour réviser son objectif de CA 2022/23e à 700m€ (vs 600m€ préc.), tout en confirmant tabler sur une marge d'EBITDA > 10%. En 1^{er} lecture et avant actualisation de notre valorisation nous réitérons notre opinion ACHAT avec un OC de 11,6€.

Johann Carrier
+33 1 44 88 77 88

jcarrier@invest-securities.com

Maxime Dubreil
+33 1 44 88 77 98

mdubreil@invest-securities.com

Forte croissance délivrant une profitabilité record sur 2018/19

Le CA 2018/19 (clos fin juin), dévoilé en août, s'affichait à 262m€ (+62%), en ligne avec notre attente (256m€ att.), combinant une solide croissance organique (+33% à périmètre comparable et tcc) à laquelle vient s'ajouter la contribution des activités Upclick, SodaPDF et Adaware acquises par le pôle Internet (Avanquest). Cette forte croissance s'accompagne d'un niveau de profitabilité record avec un EBITDA multiplié par 4,1 à 16,0m€ (vs 16,3m€ att.). L'EBITDA a été alimenté à part égale par le pôle Internet (Avanquest) à 10,3m€ (vs 10,5m€ att.) et le pôle mobile (PlanetArt) à 10,9m€ (vs 9,9m€) tandis que la perte d'EBITDA de myDevices est un peu plus élevée qu'attendue à -5,2m€ (vs -4,2m€). Soulignons que cette performance opérationnelle ne s'est pas faite en obérant la croissance future puisque le niveau d'investissement marketing a progressé de +76% sur l'exercice à 51,4m€.

CLARANOVA : Résultats 2018/19 réalisés vs attentes

Claranova en m€ au 30/06	2017/18 publié	2018/19e publié	att. IS	% chge
CA Total	161,5	262	256	+2%
var.	+24%	+62%	+59%	
var. à taux de chge cst	+32%	+59%		
var. périmètre constant	+32%	+33%		
EBITDA Avanquest	0,7	10,3	10,5	-2%
marge EBITDA	+2,0%	+12,4%	+14,0%	
EBITDA PlanetArt	6,4	10,9	9,9	+10%
marge EBITDA	+5,2%	+6,2%	+5,6%	
EBITDA myDevices	-3,1	-5,2	-4,1	-28%
marge EBITDA	-83,8%	-163%	-102%	
EBITDA Total	3,9	16,0	16,3	-2%
var.			+317%	
marge EBITDA	+2,4%	+6,1%	+6,4%	

Source : Claranova, Invest Securities

Perte publiée de -41,9m€ et RN ajusté de 8,4m€ + génération de cash

Le RN publié ressort en perte de -41,4m€ impacté par une charge (non cash) de -44,6m€ (cf. ci-après). Retraité des éléments non courants, le RN ajusté s'élève à 8,4m€ (vs 10,3m€ att. et 1,3m€ en 2017/18).

en € / action	2018/19e	2019/20e	2020/21e
BNA dilué	0,24	0,45	0,77
var. 1 an	n.s.	+89%	+73%
Révisions	+0,0%	+0,0%	+0,0%
au 30/06	2018/19e	2019/20e	2020/21e
PE	31,4x	15,3x	8,8x
VE/CA	0,96x	0,60x	0,36x
VE/EBITDA	15,3x	7,0x	3,2x
VE/EBITA	15,5x	7,0x	3,3x
FCF yield*	4,6%	10,6%	23,0%
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.

* FCF opérationnel fiscalisé avant BFR rapporté à la VE

Informations clés	1m	3m	Dp 31/12
Cours actuel (€)			6,82
Nb d'actions (m)			39,4
Capitalisation (m€)			259
Capi. flottante (m€)			219
ISIN			FR0013426004
Ticker			CLA-FR
Secteur DJ			Technology Services
Variation absolue	-13,1%	-15,8%	+6,0%
Variation relative	-14,0%	-14,9%	-6,4%

Source : Factset, estimations Invest Securities

La capacité du groupe à générer une CAF positive (14,8m€ vs -1,5m€ en 2017/18) pour la 1^{ère} fois de puis très longtemps a été un autre fait marquant de cet exercice. Au 30 juin 2019, la dette nette s'établit à 23,5m€ (vs 27,0m€ att.).

Internet (Avanquest): une intégration transformante et couronnée de succès

L'intégration des sociétés Upclick, Lulu Software et Adaware, acquises en début d'exercice 2018/19, a profondément changée la physionomie de ce pôle. En effet, sur 2018/19, 1/3 du CA est désormais réalisé avec des logiciels propriétaires (vs 20% sur 2017/18), 30% provient de la monétisation du trafic (vs 0% préc.) et la part des ventes de logiciels tiers tombe à 37% du CA (vs 80% en 2017/18). Le modèle économique évolue également puisque les revenus récurrents (abonnement vs licences) représentent 35% des ventes 2018/19 contre 8% sur l'exercice précédent.

Sur le plan comptable, elle a permis à cette entité de franchir un cap en termes de taille (CA de 83m€ vs 35,8m€ en 2017/18) et de profitabilité avec un EBITDA de 10,3m€ (vs 0,7m€ en 2017/18), dont 9,1m€ découlent de ces acquisitions et des synergies dégagées.

Mobile (PlanetArt) : une offre qui va s'étoffer avec Personal Creations

Avec une croissance de +40% à tcc du CA (176m€) en 2018/19, le pôle mobile continue d'afficher une insolente croissance et voit son EBITDA croître de +44% à 10,9m€.

Sur l'exercice 2019/20, ce pôle va bénéficier de la reprise des actifs (2 sites web : personalcreations.com et gifts.com) de Personal Creations repris à la barre du tribunal américain pour 18,1m\$ (+ frais additionnels). Elle permet à PlanetArt de prendre pied sur le marché du cadeau personnalisé estimé à 26,3Md\$ au niveau mondial par la société (vs 14,0Md\$ pour la photo). L'objectif du management va être d'appliquer à Personal Creations « les recettes » du succès de PlanetArt avec le développement d'offres mobiles et mettre le cap sur l'international. Des synergies avec la base clients de PlanetArt sont également envisagées (crossselling). Le management table sur une contribution au CA de Personal Creations d'un minimum de 70m€ sur le prochain exercice avec un EBITDA au moins à l'équilibre.

Des ambitions révisés en hausse à horizon 2022/23

Les bons résultats 2018/19 combinés à l'acquisition de Personal Creations conduisent le management à réviser en hausse ses perspectives 2022/23e avec un CA minimum de 700m€ à cette échéance (vs 600m€ préc.). Cet objectif fait ressortir un TMVA 2019/23 de +28% (+20% en organique). A horizon 2022/23e, le management confirme tabler sur une marge d'EBITDA supérieure à 10%, faisant ainsi ressortir un TMVA implicite de 44% !

Compréhension et enseignements de l'impact non cash de -44,6m€

- **Origine : acquisition de 50,1% des 3 sociétés canadiennes**

Le 1^{er} juillet 2018, Claranova a pris le contrôle, en acquérant 50,1% du capital pour un montant de 26,9m€, du groupe composé de 3 sociétés : Upclick, Lulu Software et Adaware. Les managers conservent le solde du capital de ces sociétés, soit 49,9%.

Dans le cadre de cette transaction, les managers disposent d'Actions Préférentielles leur permettant de convertir leur participation en titres Avanquest si cette entité venait à être cédée ou introduite en Bourse. Dans ce cas de figure, la valorisation de la participation des managers dans Avanquest est constituée d'une part fixe et d'une part variable conditionnée à la performance (earnout) des sociétés Upclick, Lulu Software et Adaware. Cette part variable est toutefois encadrée et dépend de la valorisation globale retenue pour Avanquest. Elle se déclenche à partir d'une valorisation minimum d'Avanquest de 135m\$ et atteint son plafond si cette valorisation est supérieure ou égale à 160m\$.

- **Avanquest revalorisée à 162m\$ après la bonne performance 2018/19e**

La très bonne performance opérationnelle d'Avanquest sur l'exercice 2018/19 a conduit Claranova a revaloriser ce pôle, sur la base d'une expertise indépendante, faisant ainsi passer sa valeur de 87m\$ au 1^{er} juillet 2018 à 162m\$ au 30 juin 2019.

Dès lors, la nouvelle valorisation du pôle Avanquest valide le critère de performance assigné aux actions préférentielles et se traduit dans les comptes par un traitement comptable différent.

- **Impacts sur le bilan et sur le P&L**

Avant cette revalorisation, les actions préférentielles détenues par les managers étaient comptabilisées sous forme d'instrument de dettes dans la rubrique autres passifs non courants au bilan pour un montant de 41m€. Dans la mesure où une revalorisation d'Avanquest entraîne également une revalorisation de ces actions préférentielles, cela se traduit au niveau du P&L par la comptabilisation d'une charge financière de 44m€ sans aucun impact cash sur la trésorerie du groupe. Au niveau du bilan, cet instrument financier a été reclassé en capitaux propres pour 85m€. Il en résulte désormais qu'une quote-part du résultat d'Avanquest sera, à partir de l'exercice 2019/20, allouée aux minoritaires.

- **Aucun impact cash lié à cet élément et pas de dilution sur le titre Claranova**

Le traitement comptable de la part minoritaire des managers dans Upclick, Lulu Software et Adaware n'a aucun impact cash sur les comptes du groupe. De plus, le critère de performance ayant été atteint, toute nouvelle revalorisation du pôle Avanquest n'entraînera pas de nouvelle charge financière de nature à impacter le P&L. Par ailleurs, ce montage financier n'a aucun impact actuel ou futur sur le nombre d'actions Claranova (les titres créés en cas d'événement de liquidité seraient au niveau du pôle Internet Avanquest)

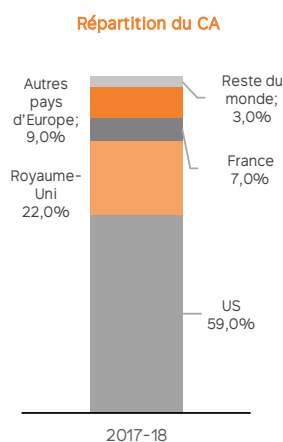
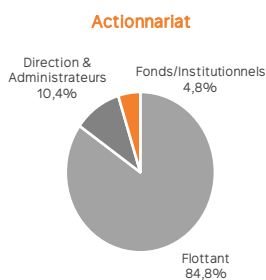
- **Avanquest : Valo cabinet indépendant vs valo Invest Securities**

La valorisation du cabinet d'expertise indépendante, sur la base d'une approche DCF, a fixé la valeur d'Avanquest à la fin de l'exercice 2018/19 à 162m\$. Notre valorisation de ce pôle, fondée sur la même approche méthodologique mais établie au cours de l'exercice 2018/19, ressortait à 121m€. Le décalage d'une année de notre horizon de temps dans notre modèle DCF et l'actualisation de nos estimations devraient nous conduire à réviser à la hausse la valorisation d'Avanquest, peu ou prou, en ligne avec celle obtenue par le cabinet indépendant.

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
06/11/2019 : CA T1 2019/20

Données par action	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19e	2019/20e	2020/21e
BNA publié	-39,22	-0,33	-0,76	-0,29	-0,21	0,26	0,49	0,86
BNA corrigé dilué	-9,11	-1,04	-1,59	-0,16	0,07	0,24	0,45	0,77
Ecart /consensus	n.s.	+56,3%	+127,1%	-22,0%	ns	+45,1%	nd	nd
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Ratios valorisation	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19e	2019/20e	2020/21e
P/E	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	103,3x	31,4x	15,3x	8,8x
VE/CA	0,29x	0,25x	0,01x	0,57x	1,42x	0,96x	0,60x	0,36x
VE/EBITDA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	60,2x	15,3x	7,0x	3,2x
VE/EBITA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	69,4x	15,5x	7,0x	3,3x
FCF yield op. avt BFR	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	1,2%	4,6%	10,6%	23,0%
FCF yield opérationnel	n.s.	n.s.	n.s.	2,3%	4,6%	7,4%	15,1%	30,3%
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€)	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19e	2019/20e	2020/21e
Cours en €	4,60	2,40	1,01	2,43	6,93	7,40	6,82	6,82
Capitalisation	5,0	48,3	10,8	90,9	265,1	273,7	252,6	252,6
Dette Nette	18,0	-23,9	-9,8	-16,0	-37,5	-27,0	-55,2	-100,2
Valeur des minoritaires	1,3	0,0	0,0	0,1	1,8	1,8	1,8	1,8
Provisions/ quasi-dettes	1,7	1,6	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
+/- corrections	-0,9	-3,0	-1,1	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Valeur d'Entreprise (VE)	25,0	22,9	0,7	74,5	228,9	248,1	198,8	153,8

Compte résultat (m€)	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19e	2019/20e	2020/21e
CA	85,7	93,1	117,4	130,2	161,5	259,2	331,7	424,3
var.	-14,5%	+8,7%	+26,1%	+10,9%	+24,0%	+60,5%	+28,0%	+27,9%
EBITDA	-2,1	-8,5	-10,7	-4,9	3,8	16,3	28,5	47,4
EBITA	-5,9	-11,5	-16,1	-5,8	3,3	16,0	28,3	47,2
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+384%	+77%	+67%
EBIT	-39,4	4,1	-26,1	-10,1	-6,1	15,9	28,2	47,1
Résultat financier	-1,4	1,1	-1,7	-0,9	-0,3	-1,6	-2,1	-2,0
IS	-2,9	-0,6	-0,8	-0,4	-1,8	-4,0	-6,5	-11,3
SME+Minoritaires	0,0	-8,0	0,0	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0
RN pdg publié	-43,8	-3,4	-28,6	-11,0	-8,0	10,3	19,5	33,8
RN pdg corrigé	-9,9	-20,9	-17,0	-5,8	2,5	10,3	19,6	33,9
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+309%	+90%	+73%

Tableau de flux (m€)	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19e	2019/20e	2020/21e
EBITDA	-2,1	-8,5	-10,7	-4,9	3,8	16,3	28,5	47,4
IS théorique / EBITA	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	-4,5	-7,1	-11,8
Total capex	-3,4	-4,4	-0,9	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
FCF op. net IS avt BFR	-5,5	-13,0	-11,6	-5,1	2,6	11,5	21,2	35,3
Variation BFR	3,8	2,5	2,5	6,8	7,9	7,0	8,8	11,2
FCF op.net IS après BFR	-1,7	-10,5	-9,1	1,7	10,5	18,5	29,9	46,6
Acquisitions/cessions	2,9	10,8	-0,4	3,6	14,1	-25,9	0,0	0,0
Variation de capital	8,5	31,2	-3,1	1,9	2,0	-1,9	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	-3,5	10,3	-1,5	-1,0	-5,1	-1,3	-1,7	-1,5
Free cash-flow publié	6,2	41,8	-14,1	6,2	21,6	-10,6	28,2	45,0

Bilan	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19e	2019/20e	2020/21e
Actifs immobilisés	31,2	15,7	3,0	2,0	1,3	66,0	66,1	66,1
dont incorporels/GW	22,8	4,8	0,0	0,0	0,0	64,7	64,7	64,7
BFR	-9,0	-10,3	-10,0	-16,5	-24,4	-31,4	-40,1	-51,3
Capitaux Propres groupe	1,3	29,3	2,1	1,2	12,5	20,9	40,4	74,2
Minoritaires	1,3	0,0	0,0	0,1	1,8	1,8	1,8	1,8
Provisions	1,7	1,6	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Others	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	38,8	38,8	38,8
Dette fl. nette	18,0	-23,9	-9,8	-16,0	-37,5	-27,0	-55,2	-100,2

Ratios financiers (%)	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19e	2019/20e	2020/21e
EBITDA/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	2,4%	6,3%	8,6%	11,2%
EBITA/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	2,0%	6,2%	8,5%	11,1%
RN corrigé/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	1,6%	4,0%	5,9%	8,0%
ROCE	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-14,3%	46,1%	109,0%	319,7%
ROE corrigé	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	20,2%	49,5%	48,5%	45,7%
DN/FP	1417,1%	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
DN/EBITDA (en x)	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-9,9x	-1,7x	-1,9x	-2,1x

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

ANALYSE SWOT

FORCES

- Bon track record du management.
- Une application leader aux US et au UK dans l'impression photos avec plus de 10m de clients.
- myDevices, en phase d'amorçage, bien positionné pour devenir un standard de l'IoT.

FAIBLESSES

- L'évolution de la parité €/\$/ et €/£ entraine un impact de conversion sur le CA des comptes consolidés en €. Toutefois, avec une base de coûts en \$, l'impact sur l'EBITDA est mineur.

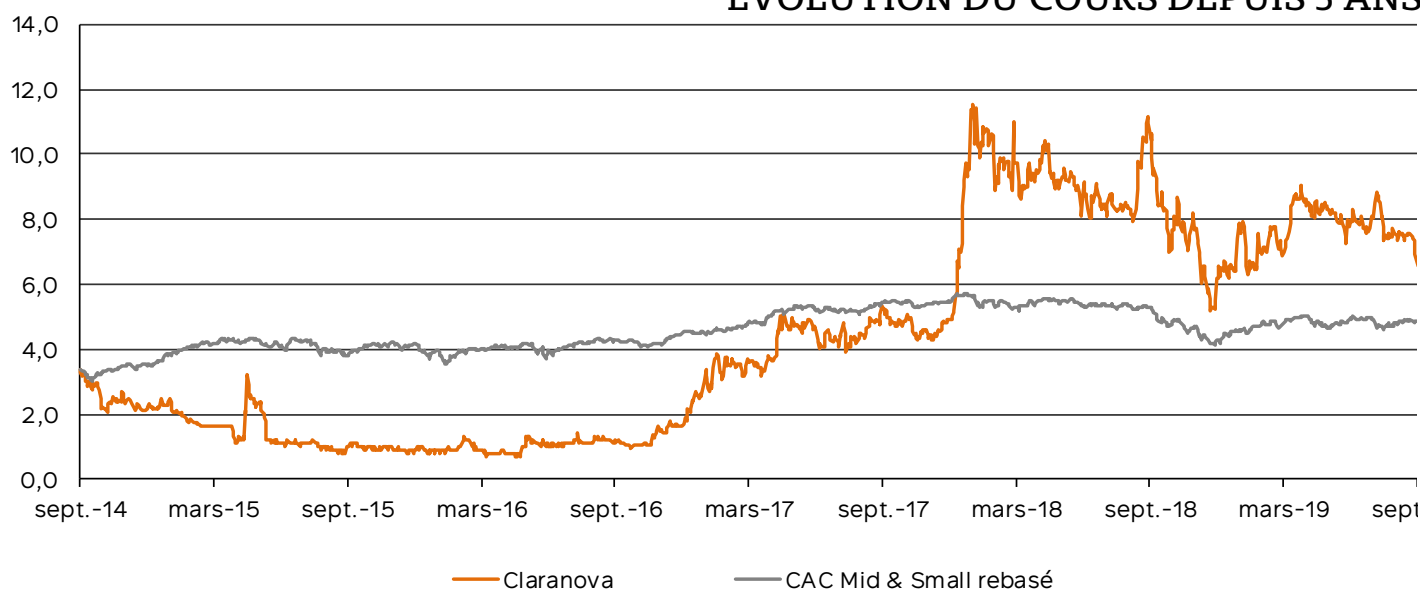
OPPORTUNITES

- Claranova dispose d'importants déficits fiscaux non activés.

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
Claranova	Non	Non	Non	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 Délégué

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

Pascal Hadjedj
Directeur Général Adjoint

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

ANALYSE FINANCIÈRE

Maxime Dubreil
Responsable Recherche

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

Johann Carrier
Stock-Picking

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

Bruno Duclos
Immobilier

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

Benoit 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, CFA
Technologie

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

Ludovic Martin, CFA
Biens de Consommation

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

Vladimir Minot
Immobilier

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

Thibault Morel
Technologie

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

Jean-Louis Sempé
Automobile

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

Olga Smolentseva
Biotechs

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

Thibaut Voglimacci
Medtechs / Biotechs

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

SALLE DE MARCHÉ

François Habrias
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 70
fhabrias@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

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

Claude Bouyer
Senior Advisor

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