

CA T3 2019/20 + CONTACT SOCIÉTÉ

COUP DE FREIN SUR LA CROISSANCE ORGANIQUE AU T3

Le CA du T3 2019/20 (janv./mars) ressort en hausse de +30% en publié mais de seulement +7% en lfi à 73,0m€ (vs 81,9m€ att.) pénalisé par une faible performance du print (CA de +6% en lfi à 37,5m€ vs 45,9m€ att.). Bien qu'à certain égard, Claranova fait preuve de résilience dans le contexte actuel, il n'en demeure que le groupe n'est pas complètement immunisé par la crise. La déception résultant de la faible croissance du T3 conjuguée au manque de visibilité sur le T4 nous conduit à adopter une approche prudente sur les 3 prochains exercices en abaissant le CA de -4%/-4%/-7% et à couper l'EBITDA de -39%/-22%/-19%. Opinion Achat maintenue avec un OC révisé à 8,1€.

Johann Carrier
+33 1 44 88 77 88

jcarrier@invest-securities.com

Maxime Dubreil
+33 1 44 88 77 98

mdubreil@invest-securities.com

Croissance solide du CA sur 9 mois masquant un net ralentissement au T3

- Une croissance organique de seulement +7% au T3 2020

Le groupe enregistre un CA 9 mois 2019/20 de 307,3m€, affichant une croissance publiée de +57% et de +15% en organique. Toutefois, sur le seul T3 (janv./mars), la croissance organique s'inscrit en fort ralentissement à seulement +7% (+30% en publiée) avec un CA de 73,0m€ qui ressort assez nettement inférieur à notre attente de 81,6m€.

CLARANOVA : CA T3 2019/20 réalisé vs attente

Claranova en m€ (30/06)	T3 2018/19	T3 2019/20		
	publié	publié	att. IS	% chge
CA Software	20,4	22,1	23,1	-5%
var.	+136%	+8%	+13%	
var. à périmètre et tx chge csts	+20%	+7%		
CA Print/Personal Creations	34,9	49,7	57,2	-13%
dont CA Print	34,9	37,5	45,9	-18%
dont CA Personal Creations		12,2	11,3	+8%
var.	+49%	+43%	+64%	
var. à périmètre et tx chge csts	+41%	+6%	+31%	
CA IoT	0,9	1,3	1,3	-2%
var.	-28%	+39%	+41%	
var. à périmètre et tx chge csts	-31%	+35%		
CA Total	56,2	73,0	81,6	-10,6%
var.	+69%	+30%	+45%	
var. à périmètre et tx chge csts	+33%	+7%		

Source : Claranova, Invest Securities

- Panne de croissance dans le print au T3

Par division, l'IoT, dont la contribution est marginale à l'échelle du groupe (CA de 1,3m€), ressort en ligne tandis que le CA Software de 22,1m€ est un peu moins bon qu'attendu (23,1m€) en raison de la poursuite de la transition vers un modèle d'édition de logiciels par abonnement. La principale déception provient de l'activité Print (Mobile et Web) avec un CA T3 de seulement 37,5m€ (+6% en lfi) et inférieur de -18% à notre attente de 45,9m€.

.../...

en € / action	2019/20e	2020/21e	2021/22e
BNA dilué	0,05	0,32	0,55
var. 1an	n.s.	+589%	+73%
Révisions	-57,0%	-27,6%	-22,4%

au 30/06	2019/20e	2020/21e	2021/22e
PE	112,0x	16,3x	9,4x
VE/CA	0,66x	0,57x	0,44x
VE/EBITDA	24,9x	9,8x	5,7x
VE/EBITA	40,5x	11,6x	6,4x
FCF yield*	3,0%	7,5%	13,1%
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.

* FCF opérationnel fiscalisé avant BFR rapporté à la VE

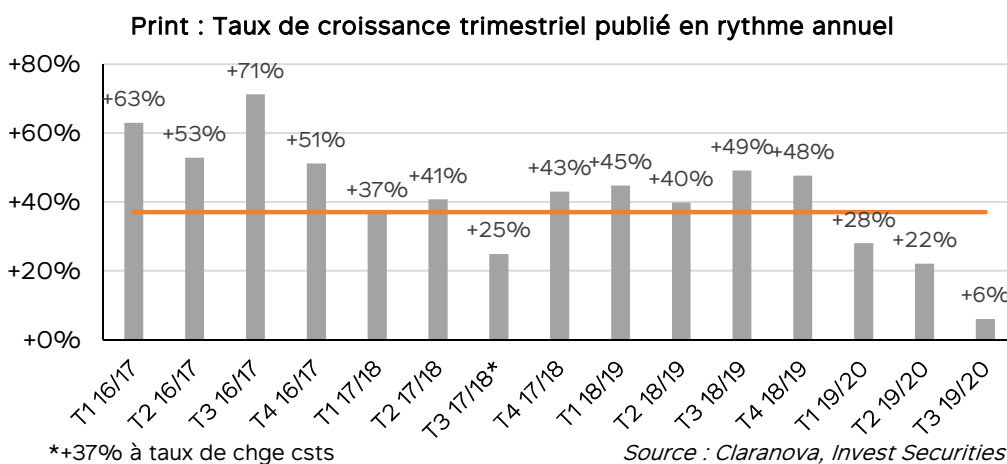
Informations clés	
Cours actuel (€)	5,20
Nb d'actions (m)	39,4
Capitalisation (m€)	229
Capi. flottante (m€)	186
ISIN	FR0013426004
Ticker	CLA-FR
Secteur DJ	Technology Services

	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	+40,4%	-24,4%	-27,3%
Variation relative	+35,2%	-1,2%	-6,4%

Source : Factset, estimations Invest Securities

La CoronaCrise n'explique pas vraiment la panne de croissance du print

Même si le management a pu faire preuve d'un certain attentisme sur la 2^{ème} partie du trimestre en limitant ses investissements marketing, la crise liée au Covid-19 ne peut expliquer à elle seule ce coup de frein sur la croissance. Comme le montre le graphique ci-dessous, sur les 3 derniers exercices (2016/17 à 2018/19) le print affiche un taux de croissance supérieur à +37% chaque trimestre. Depuis le début de l'exercice 2019/20 on assiste à une brutale décélération.



Plusieurs éléments, plus ou moins structurels, peuvent expliquer cette décélération :

- En 1^{er} lieu, la très forte croissance générée sur les derniers exercices crée un effet de base de plus en plus important (CA 9 mois de 160m€) ce qui peut s'apparenter comme un élément naturel du ralentissement de la croissance.
- On remarque néanmoins que ce ralentissement est principalement marqué sur les 3 derniers trimestres, soit depuis la reprise de Personal Creations (août 2019). On peut légitimement en déduire que les équipes et les ressources ont été mobilisées à l'intégration de cette nouvelle entité et probablement au détriment de l'activité historique.
- Enfin, le management insiste depuis 2 trimestres sur sa volonté d'intensifier ses investissements en Europe où les coûts d'acquisition sont plus limités. Autrement dit, la concurrence sur le marché américain pour la conquête de nouveaux clients semble beaucoup plus intense engendrant du même coup une moindre croissance sur ce marché.

Il conviendra d'analyser l'évolution de l'activité sur les prochains trimestres afin de déterminer si ce ralentissement est davantage lié à des effets conjoncturels que structurels. A ce stade, comme nous le développerons ci-après, nous adoptons un scénario médian avec une croissance pour les 2 prochains exercices toujours dynamique mais plus prudente (10/15% de croissance vs > à 20%).

Des effets antagonistes attendus des mesures de confinement sur le T4

Pendant les périodes de confinement adoptées en Europe et aux Etats-Unis, les applications Freeprints ont rencontré un vif succès auprès des consommateurs. Avec un business model particulièrement bien adapté (application digitale « low cost » adressée à une clientèle BtoC), Claranova fait état sur le mois d'Avril d'une hausse de +69% de nouveaux clients et d'une progression de +77% d'impressions de ses produits liés aux applications Freeprints. Néanmoins, à ce stade, ce rebond est difficilement extrapolable sur l'ensemble du trimestre puisque les mesures de déconfinement pourraient de nouveau modifier le comportement des consommateurs.

De plus, les activités web to print ainsi que la vente de cadeaux personnalisés devraient pâtir de la crise dans la mesure. Ces activités sont particulièrement dépendantes d'événements saisonniers comme la fête des mères ou la remise de diplômes qui sont

mises à mal par les mesures de distanciation. Rappelons par ailleurs, que l'usine de Personal Creations a été mise à l'arrêt fin mars et que la reprise de la production s'opère progressivement depuis le mois de mai.

T3 décevant et manque de visibilité sur le T4 nous conduisent à réviser nos attentes

Bien qu'à certain égard, Claranova fait preuve de résilience dans le contexte actuel, il n'en demeure que le groupe n'est pas complètement immunisé par la crise.

Nos révisions impactent principalement PlanetArt après la déception du T3 et compte tenu du manque de visibilité dans le domaine du web to print et pour Personal Creations. Le CA est ainsi abaissé de -4% à -7% tandis que l'impact est plus important au niveau de l'EBITDA avec des marges réduites de 1,5 à 1,9 points se traduisant par une baisse de -39% de l'EBITDA sur l'exercice en cours et de -20% sur les 2 prochains.

Nous ajustons plus légèrement nos attentes sur Software afin de mieux apprécier la transition vers le modèle d'édition de logiciels par abonnement. Enfin nos estimations sur l'IoT sont inchangées. Nous présentons dans le tableau ci-après l'ensemble de nos estimations.

CLARANOVA : révisions 2019/20 à 2021/22e

En m€ en m€ (30/06)	2019/20e			2020/21e			2021/22e		
	préc.	rév.	% chg	préc.	rév.	% chg	prev.	rév.	% chg
CA PlanetArt	307,6	295,4	-4%	353,2	338,6	-4%	413,0	382,7	-7%
var.	75%	68%		20%	15%		22%	13%	
CA Software	94,2	90,6	-4%	111,0	105,9	-5%	131,0	125,0	-5%
var.	14%	9%		22%	17%		24%	18%	
CA IoT	4,5	4,5	+0%	5,4	5,4	+0%	6,7	6,7	+0%
var.	41%	41%		19%	19%		24%	24%	
CA Total publié	406,4	390,5	-4%	469,6	449,9	-4%	550,7	514,4	-7%
var.	+55%	+49%		+16%	+15%		+17%	+14%	
EBITDA PlanetArt	15,0	9,0	-40%	25,4	19,1	-25%	35,3	26,8	-24%
marge EBITDA	+4,9%	+3,0%		+7,2%	+5,6%		+8,5%	+7,0%	
EBITDA Software	7,4	6,9	-6%	13,3	12,2	-8%	18,3	17,3	-5%
marge EBITDA	+7,9%	+7,7%		+12,0%	+11,5%		+14,0%	+13,9%	
EBITDA IoT	-5,6	-5,6	+0%	-5,1	-5,1	+0%	-4,3	-4,3	+0%
marge EBITDA	ns	ns		-94%	-94%		-65%	-65%	
EBITDA Total	16,8	10,3	-39%	33,6	26,2	-22%	49,3	39,8	-19%
marge EBITDA	+4,1%	+2,6%		+7,2%	+5,8%		+8,9%	+7,7%	

Source : Invest Securities

Un objectif de cours révisé à 8,1€ vs 10,7€ précédemment

L'impact des révisions sur PlanetArt conjugué à une modification de notre méthodologie de valorisation (approche par DCF pour le print vs DCF et multiples d'EV/CA découlant de l'entrée des minoritaires en septembre 2017 préc.), nous conduisent à abaisser notre objectif de cours à 8,1€ vs 10,7€ précédemment. Nous présentons ci-après le détail de notre ANR.

CLARANOVA : valorisation par somme des parties

ANR	CA (m€)		EBITDA (m€)		Critères Valorisation	EV/CA 19/20e		%	Valorisation		
	19/20e	20/21e	19/20e	20/21e		Implicite	EV/CA 20/21e		en m€	€/titre	% ANR
PlanetArt DCF (hors PC)	210	243	13,6	19,4	Valorisation par DCF	1,3x	1,1x	94%	260	5,8	64%
Personal Creations	85	95	-4,7	-0,4	Prix acquisition	0,2x	0,2x	94%	18	0,4	4%
Mobile	295	339	9,0	19,1	Valorisation moyenne	1,0x	0,9x	94%	278	6,2	68%
IoT	4,5	5,4	-5,6	-5,1	AK jan. 2019	8,3x	7,0x	49%	18	0,4	5%
Software	91	106	6,9	12,2	Valorisation par DCF	1,4x	1,2x	100%	125	2,8	31%
Total actifs exploitation	390	450	10,3	26,2		1,1x	0,9x		422	9,3	103%
Trésorerie nette					Valeur bilantielle fin 2018/19				23,5	0,5	6%
Paiement différé acquisition Internet 2019					Valeur de transaction				-14,5	-0,3	-4%
Paiement différé acquisition Internet 2020					Valeur de transaction				-26,4	-0,6	-6%
Stock-Options + BSA myDevices & Claranova					Prix d'exercice				4,8	0,1	1%
Provisions quasi-dettes					Valeur bilantielle fin 2018/19				-0,6	0,0	0%
Actifs/passifs quasi-liquides									-13	-0,3	-3%
Valorisation totale					Nbre de titres (en m)	45			409	9,1	100%
					Objectif cours après d	-10%				8,1	

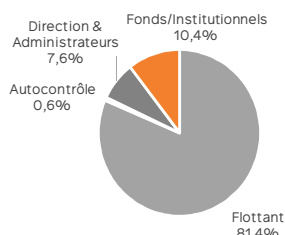
Source : Invest Securities

THESE D'INVESTISSEMENT

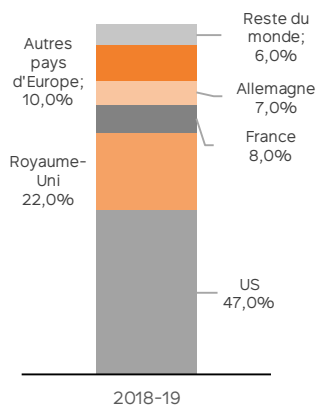
Sous l'impulsion du nouveau management, une stratégie a été élaborée depuis 2013 en recentrant l'activité sur 3 métiers : 1) PlanetArt dans l'impression digitale de photos (web et mobile), 2) myDevices dans l'Internet des Objets, 3) Avanquest Software dans la distribution de logiciels. Concomitamment, 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

Actionnariat



Répartition du CA



Prochains événements

11/08/2020 : CA 2019/20
30/09/2020 : Résultats 2019/20
04/11/2020 : CA T1 2020/21
01/12/2020 : AG

Données par action	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e
BNA publié	-0,76	-0,29	-0,21	-1,04	0,01	0,30	0,52
BNA corrigé dilué	-1,59	-0,16	0,07	0,19	0,05	0,32	0,55
Ecart /consensus	+127,1%	-22,0%	ns	ns	nd	nd	nd
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Ratios valorisation	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e
P/E	n.s.	n.s.	102,3x	42,2x	112,0x	16,3x	9,4x
VE/CA	0,01x	0,57x	1,42x	1,11x	0,66x	0,57x	0,44x
VE/EBITDA	n.s.	n.s.	60,2x	18,2x	24,9x	9,8x	5,7x
VE/EBITA	n.s.	n.s.	69,4x	20,8x	40,5x	11,6x	6,4x
FCF yield op. avt BFR	n.s.	n.s.	1,2%	3,3%	3,0%	7,5%	13,1%
FCF yield opérationnel	n.s.	2,3%	4,6%	1,9%	2,4%	8,2%	13,8%
Rendement	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€)	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e
Cours en €	1,01	2,43	6,93	7,87	5,20	5,20	5,20
Capitalisation	10,8	90,9	265,1	291,1	212,5	232,7	232,7
Dette Nette	-9,8	-16,0	-37,5	-23,5	7,7	15,1	-14,3
Valeur des minoritaires	0,0	0,1	1,8	11,0	11,8	11,8	11,8
Provisions/ quasi-dettes	0,7	0,2	0,2	15,1	27,0	0,6	0,6
+/- corrections	-1,1	-0,7	-0,6	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0
Valeur d'Entreprise (VE)	0,7	74,5	228,9	290,7	255,9	257,1	227,7

Compte résultat (m€)	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e
CA	117,4	130,2	161,5	262,3	390,5	449,9	514,4
var.	+26,1%	+10,9%	+24,0%	+62,4%	+48,9%	+15,2%	+14,3%
EBITDA	-10,7	-4,9	3,8	16,0	10,3	26,2	39,8
EBITA	-16,1	-5,8	3,3	14,0	6,3	22,2	35,7
var.	n.s.	n.s.	n.s.	+324%	-55%	+252%	+60%
EBIT	-26,1	-10,1	-6,1	11,4	4,1	22,1	35,6
Résultat financier	-1,7	-0,9	-0,3	-49,3	-2,6	-2,8	-2,6
IS	-0,8	-0,4	-1,8	-3,7	-0,4	-5,1	-8,2
SME+Minoritaires	0,0	0,3	0,2	0,6	-0,8	0,0	0,0
RN pdg publié	-28,6	-11,0	-7,9	-40,9	0,3	14,2	24,7
RN pdg corrigé	-17,0	-5,8	2,6	6,9	1,9	14,3	24,8
var.	n.s.	n.s.	n.s.	+168%	-72%	+648%	+73%

Tableau de flux (m€)	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e
EBITDA	-10,7	-4,9	3,8	16,0	10,3	26,2	39,8
IS théorique / EBITA	0,0	0,0	-1,0	-3,9	-1,8	-5,9	-8,9
Total capex	-0,9	-0,2	-0,2	-2,5	-0,8	-1,0	-1,1
FCF op. net IS avt BFR	-11,6	-5,1	2,6	9,6	7,7	19,4	29,8
Variation BFR	2,5	6,8	7,9	-4,1	-1,5	1,7	1,7
FCF op.net IS après BFR	-9,1	1,7	10,5	5,5	6,2	21,1	31,5
Acquisitions/cessions	-0,4	3,6	14,2	-13,3	-95,1	-26,4	0,0
Variation de capital	-3,1	1,9	2,0	-1,4	61,2	0,0	0,0
Dividendes versés nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres dont correction IS	-1,5	-1,0	-5,2	-4,8	-3,5	-2,1	-2,0
Free cash-flow publié	-14,1	6,2	21,6	-14,0	-31,2	-7,4	29,4

Bilan	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e
Actifs immobilisés	3,0	2,0	1,3	75,2	179,0	176,0	173,0
dont incorporels/GW	0,0	0,0	0,0	63,0	164,5	164,5	164,5
BFR	-10,0	-16,5	-24,4	-20,0	-18,5	-20,2	-21,9
Capitaux Propres groupe	2,1	1,2	12,5	52,6	114,1	128,3	153,1
Minoritaires	0,0	0,1	1,8	11,0	11,8	11,8	11,8
Provisions	0,7	0,2	0,2	0,6	0,6	0,6	0,6
Autres passifs	0,0	0,0	0,0	14,5	26,4	0,0	0,0
Dette fl. nette	-9,8	-16,0	-37,5	-23,5	7,7	15,1	-14,3

Ratios financiers (%)	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20e	2020/21e	2021/22e
EBITDA/CA	n.s.	n.s.	2,4%	6,1%	2,6%	5,8%	7,7%
EBITA/CA	n.s.	n.s.	2,0%	5,3%	1,6%	4,9%	6,9%
RN corrigé/CA	n.s.	n.s.	1,6%	2,6%	0,5%	3,2%	4,8%
ROCE	n.s.	n.s.	-14,3%	25,4%	3,9%	14,3%	23,6%
ROE corrigé	n.s.	n.s.	20,5%	13,1%	1,7%	11,1%	16,2%
DN/FP	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	6,7%	11,8%	n.s.
DN/EBITDA (en x)	n.s.	n.s.	-9,9x	-1,5x	0,7x	0,6x	-0,4x

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

Stéphane Afonso
Immobilier

+33 1 73 73 90 25
safonso@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

Benoît Faure-Jarrosion
Immobilier

+33 1 73 73 90 25
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

Thibaut Voglimacci
Medtechs / Biotech

+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