

RÉSULTAT 2019/20 + RÉUNION SOCIÉTÉ

## RÉSULTATS SOLIDES ET PERSPECTIVES FAVORABLES

Les résultats 2019/20 ressortent meilleurs qu'attendus avec un EBITDA de 17,4m€ (+9%) vs 10,3m€ att. et s'accompagnent d'une forte génération de FCF. Au-delà, les perspectives semblent favorables avec : 1) PlanetArt qui devrait bien performer dans le print tandis que les produits personnalisés offriront un relais de croissance même si ceux-ci pèseront à CT sur la rentabilité, 2) Avanquest qui devrait enregistrer une amélioration de son EBITDA porté par la vente d'abonnements (vs licences), 3) myDevices qui semble enfin bénéficier d'une forte attractivité pour ses solutions IoT. Ces éléments nous conduisent à rehausser nos attentes et notre OC à 9,2€. Opinion Achat réitérée.

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)

### Des résultats 2019/20 bien meilleurs qu'attendus

- Le cap de 400m€ de CA franchi sur l'exercice grâce à un très bon T4

Le CA 2019/20, dévoilé en août dernier, ressortait à 409m€, affichant une croissance publiée de +56% et de +20% en lfl et dépassant ainsi nos attentes de +5% (390m€ att.). Cette très bonne performance a été rendue possible par la publication d'un excellent T4 (avril/juin) porté par PlanetArt avec un CA en hausse de +34% en lfl (+52% en publié), compensant ainsi le ralentissement observé sur le T3 (+30% en publié et +7% en lfl).

#### CLARANOVA : résultats 2019/20 réalisés vs attentes

Claranova en m€ (30/06)	2018/19€ publié	2019/20e publié	2019/20e att. IS	% chge
CA Total	262	409	390	+5%
var.	+62%	+56%	+49%	
var. à taux de chge cst	+59%	+54%		
var. périmètre constant	+33%	+22%		
EBITDA Software	10,3	7,2	6,9	+3%
marge EBITDA	+12,4%	+7,9%	+7,7%	
EBITDA PlanetArt	10,9	14,1	9,0	+57%
marge EBITDA	+6,2%	+4,5%	+3,0%	
EBITDA myDevices	-5,2	-3,7	-5,6	+34%
marge EBITDA	ns	-79%	-125%	
EBITDA Total	16,0	17,4	10,3	+69%
var.	+310%	+9%	-36%	
marge EBITDA	+6,1%	+4,3%	+2,6%	

Source : Claranova, Invest Securities

- La rentabilité (EBITDA de 17,4m€ +9%) fait mieux que résister

Alors que nous avons révisé en baisse nos attentes de résultats après la publication décevante du CA T3, le groupe démontre la résilience de son modèle économique en réalisant un EBITDA de 17,4m€ (+9%), nettement supérieur à notre attente de 10,3m€. Une large partie de cet écart provient de la division PlanetArt qui enregistre un EBITDA de 14m€ (vs 9,0m€) vraisemblablement en raison d'une contribution un peu plus forte

en € / action	2019/20e	2020/21e	2021/22e
BNA dilué	0,17	0,32	0,61
var. 1 an	n.s.	+90%	+93%
Révisions	n.s.	-0,5%	+10,8%

au 30/06	2019/20e	2020/21e	2021/22e
PE	40,6x	20,5x	10,6x
VE/CA	0,60x	0,44x	0,33x
VE/EBITDA	14,2x	8,3x	4,5x
VE/EBITA	18,6x	9,5x	4,9x
FCF yield*	5,0%	8,8%	16,6%
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.

\* FCF opérationnel fiscalisé avant BFR rapporté à la VE

Informations clés	
Cours actuel (€)	6,51
Nb d'actions (m)	39,4
Capitalisation (m€)	265
Capi. flottante (m€)	216
ISIN	FR0013426004
Ticker	CLA-FR
Secteur DJ	Technology Services

	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	-0,4%	+26,5%	-15,7%
Variation relative	+1,6%	+22,2%	-1,6%

Source : Factset, estimations Invest Securities

dans le domaine du print et d'une perte limitée de la nouvelle entité Personal Creations (« proche de l'équilibre » selon la direction vs EBITDA de -4,7m€ att.) acquise en août 2019.

Soulignons par ailleurs, que cet EBITDA n'intègre quasiment aucune des aides du gouvernement américain de soutien aux entreprises en réponse à la pandémie Covid-19. Aux US, ces aides (Paycheck Protection Program) ont pris la forme de prêts (durée de 2 ans au taux de 1%) qui sont susceptibles de se transformer en subvention sous certaines conditions comme le maintien de l'emploi. Au total, les filiales américaines de Claranova ont bénéficié d'un prêt de 5m€. A la clôture, seulement 0,5m€ a d'ores et déjà été comptabilisé en subvention et le solde de 4,5m€ pourrait connaître le même sort sur l'exercice en cours et ainsi gonfler les résultats 2020/21.

#### • Un RN légèrement positif et forte génération de FCF

Après prise en compte d'éléments opérationnels non récurrents (-5,6m€ vs -2,2m€ att.) principalement liés à des charges et honoraires engagés pour l'acquisition de Personal Creations et du projet de rachat des minoritaires d'Avanquest Canada, L'EBIT de 7,8m€ s'inscrit plus en ligne avec notre attente (4,1m€). Enfin, le RN pdg ressort à 0,5m€ (vs 0,3m€ att.) après intégration d'un résultat financier de -4,5m€ (vs -2,6m€ att.).

Par ailleurs, la bonne performance opérationnelle enregistrée sur l'exercice s'accompagne d'une forte génération de trésorerie opérationnelle (29m€ vs 7m€ en 2018/19) qui profite notamment du modèle économique caractérisé par un BFR négatif (variation de BFR de +23m€). Ces éléments contribuent à l'amélioration de la trésorerie (83m€ vs 75m€ en 2018/19) et au maintien d'une trésorerie nette positive de 14m€ (vs 23m€ en 2018/19) malgré l'acquisition de Personal Creations (17m€) et du solde du paiement lié à l'acquisition d'Adaware, SodaPDF et Upclick (15m€) sur l'exercice.

#### Avanquest : un point bas en terme de marge d'EBITDA atteint sur l'exercice

Les résultats 2019/20 d'Avanquest sont conformes à nos attentes (EBITDA de 7,2m€ vs 6,9m€ att.) et la baisse de la rentabilité du pôle (marge d'EBITDA de 7,9% vs 12,4% en 2018/19) s'explique par la mise en place d'un modèle économique d'éditeur de logiciels à revenus récurrents (abonnement vs licence). Cette évolution du business model engendre notamment des investissements R&D plus importants pour assurer le développement de produits propriétaires centrés sur : le PDF, la photo et la sécurité.

A court terme, ces mesures pèsent sur la croissance et la rentabilité puisque même si le coût d'acquisition d'un client est identique, le prix de vente d'un abonnement, par nature récurrent, est inférieur (-50% est.) à un achat unique d'une licence perpétuelle.

Les 1<sup>ers</sup> effets de cette stratégie sont d'ores et déjà visibles avec une part de revenus récurrents qui atteint sur l'exercice près de 50% (vs 35% en 2018/19) et avec en ligne mire un objectif à plus long terme de 90%. Dans le détail, ce chiffre traduit des réalités différentes suivant les produits distribués avec un taux de 90% pour les activités pdf (marge d'EBITDA de 23%), d'un taux d'environ 45% dans la photo (marge d'EBITDA non communiquée), tandis que la partie sécurité entame seulement sa transition.

Il n'en demeure qu'un cercle vertueux se met en place laissant penser que le point bas en terme de rentabilité semble avoir été atteint sur l'exercice. Comme développé ci-après, nous anticipons une remontée progressive de la marge d'EBITDA sur les prochains exercices.

#### myDevices : un frémissement au niveau des développements dans l'IoT

La perte d'EBITDA de myDevices est un peu moins élevée qu'attendue à -3,7m€ (vs -5,6m€) à la faveur d'une réduction de celle-ci sur le S2 (-1,1m€) vs S1 (-2,6m€). Bien qu'il soit encore trop tôt pour dessiner une tendance sur cette division, d'autant plus que Claranova ne communique pas le détail de son CA (activité OEM historique, revenus garantis liés à l'accord Sprint aux US, et revenus des développements IoT), le développement commercial des produits IoT semble s'amorcer. Ce constat s'appuie sur

un développement de l'offre auprès de 500 clients à fin juin, dont plusieurs grands comptes (Engie, Sodexho, Chevron, P&G...), ayant engendré près de 5 000 déploiements. De plus la fusion aux US entre les opérateurs Sprint et T-Mobile a permis d'élargir l'offre à la clientèle de T-Mobile.

### PlanetArt : le print des perspectives toujours solides

L'activité Print de PlanetArt a été le principal contributeur à l'EBITDA 2021/20 avec notamment un très bon T4 grâce au succès rencontré par les applications Freeprints pendant la période de confinement avec un business model particulièrement bien adapté (application digitale « low cost » adressée à une clientèle BtoC).

Par ailleurs, le groupe a pu profiter de conditions d'acquisition de clients plus favorables dans la mesure où bon nombre de sociétés ont coupé leurs investissements marketing au plus fort de la crise du covid-19 (mars/avril/mai).

Bien que le management indique que le coût d'acquisition est désormais revenu sur des niveaux d'avant la crise, la croissance du print devrait se maintenir à 2 chiffres au cours des prochains exercices avec un niveau de profitabilité qui pourrait se rapprocher de 10% (vs 7,5% est. en 2019/20).

### PlanetArt : rééditer le succès du print dans les produits personnalisés

En l'espace d'un an, PlanetArt a acquis aux US 2 sociétés présentes dans le e-commerce de produits personnalisés.

#### • Personal Creations : une acquisition de 17,2m€

Personal Creations (2 sites web : personalcreations.com et gifts.com), ancienne filiale du groupe américain FTD companies placé sous chapter 11, a été repris en août 2019. Cette opération permet au groupe de mettre la main à moindre coût (17,2m€) sur un spécialiste de la distribution de cadeaux personnalisés. Sur l'exercice 2019/20, Personal Creations a dégagé un CA de 88m€ pour un EBITDA en légère perte selon le management.

#### • CafePress : une acquisition estimée à environ 5m€

Début septembre, PlanetArt a annoncé la reprise des actifs de CafePress préalablement détenus par son concurrent américain Snapfish, filiale de Shutterfly. CafePress se positionne principalement comme une plateforme de e-commerce en écoulant des centaines d'objets personnalisés (T-Shirts, tasses...) développés par des designers indépendants. De plus, CafePress est détenteur de licences telles que Marvel et Hasbro qui peuvent être utilisées pour créer des contenus personnalisés. Pour l'heure, Claranova n'a communiqué aucun élément financier. Néanmoins, on peut estimer que cette transaction s'est opérée sur des bases similaires à celles de son rachat par Snapfish en septembre 2018. Selon nos bases de données, ce rachat s'est effectué sur la base d'une EV de 4,5m\$ (Valeur des capitaux propres de 25,4m\$ et 20,9m\$ de cash). A ce stade, nous retiendrons dans nos estimations un coût d'acquisition de 5m€. A la vue des éléments financiers disponibles antérieurs à 2018, le CA était sur une tendance décroissante (dernier CA connu de 2018 de 76m\$ et EBITDA de -2,3m\$). En supposant que cette tendance se soit poursuivie depuis 2018, nous retiendrons une contribution en année pleine d'environ 45m€ et un EBITDA en perte d'environ -4,5m€.

#### • Une stratégie de retournement mise en œuvre appuyée par l'expertise PlanetArt

Ces 2 sociétés, présentes sur un même marché, offrent des complémentarités puisque : 1) Personal Creations dispose d'un outil industriel dédié à la personnalisation de produits, 2) CafePress a développé une Marketplace de plusieurs centaines de milliers de designers permettant d'accéder à un contenu illimité en échange du reversement d'une commission.

Dans un 1<sup>er</sup> temps, l'objectif du management est d'intégrer les équipes au sein de l'entité PlanetArt, de mutualiser le back office et de rationaliser le portefeuille produits.

Dans un 2<sup>nd</sup> temps, le management va appliquer à cette nouvelle division « les recettes » du succès de PlanetArt dans le print avec le développement d'offres mobiles et mettre le

cap sur l'international. Pour ce faire, PlanetArt va également pouvoir mettre en œuvre des synergies avec la base clients du print au travers de crossselling.

Cette stratégie est déjà bien avancée en ce qui concerne Personal Creations qui a notamment procédé au lancement de l'application Freeprints Gifts aux US courant juin. A ce stade, l'application est principalement dans une phase d'analyse du business et les enseignements du succès rencontré auprès du public pourront être tirés dans un horizon d'environ 6 mois.

### Ajustement de nos estimations post publication et intégration de CafePress

Suite à la publication, nous ajustons nos estimations 2020/21e et 2021/22e et communiquons nos estimations 2022/23e.

Nous relevons notre CA de respectivement +13% pour l'exercice en cours et +15% sur le suivant afin d'intégrer notamment la contribution attendue de CafePress au pôle PlanetArt. L'impact sur l'EBITDA est plus limité (+3% en 2020/21e et +9% en 2021/22e) puisque nous anticipons une contribution négative de CafePress à la profitabilité. Au-delà de l'effet périmètre, la bonne tendance affichée par PlanetArt et myDevices sur la fin de l'exercice nous conduit à relever nos attentes sur ces 2 divisions aussi bien en termes de CA que d'EBITDA. En revanche, nous ajustons à la baisse nos attentes sur le Software afin de mieux apprécier le ramp-up attendu vers le modèle d'édition de logiciels par abonnement. Nous présentons dans le tableau ci-après l'ensemble de nos estimations.

#### CLARANOVA : revisions 2019/20 à 2022/23e

En m€ en m€ (30/06)	2020/21e			2021/22e			2022/23e
	préc.	rév.	% chg	prev.	rév.	% chg	new
CA PlanetArt	340	403	+19%	383	470	+23%	522
var.	15%	28%		13%	17%		11%
CA Software	106	100	-5%	125	114	-9%	130
var.	17%	11%		18%	14%		15%
CA IoT	5,4	6,3	+18%	6,7	8,8	+32%	12,5
var.	19%	33%		24%	38%		42%
<b>CA Total publié</b>	<b>451</b>	<b>509</b>	<b>+13%</b>	<b>514</b>	<b>592</b>	<b>+15%</b>	<b>665</b>
var.	+16%	+24%		+14%	+16%		+12%
EBITDA PlanetArt	19,0	19,7	+4%	26,8	30,5	+14%	39,6
marge EBITDA	+5,6%	+4,9%		+7,0%	+6,5%		+7,6%
EBITDA Software	12,2	10,0	-18%	17,3	13,7	-21%	18,2
marge EBITDA	+11,5%	+10,0%		+13,9%	+12,0%		+14,0%
EBITDA IoT	-5,1	-2,6	+48%	-4,3	-0,7	+85%	2,6
marge EBITDA	-94%	-42%		-65%	-7%		+21%
<b>EBITDA Total</b>	<b>26,2</b>	<b>27,1</b>	<b>+3%</b>	<b>39,8</b>	<b>43,5</b>	<b>+9%</b>	<b>60,4</b>
marge EBITDA	+5,8%	+5,3%		+7,7%	+7,3%		+9,1%

Source : Invest Securities

D'une manière générale, le management a affiché sa confiance en l'avenir en réitérant ses objectifs 2023 d'un CA de 700m€ et d'une marge d'EBITDA supérieure à 10%. Nos estimations pour cet exercice se situent légèrement en-deçà de ces objectifs avec un CA total de 665m€ et une marge d'EBITDA de 9,1%.

### Un objectif de cours révisé à 9,2€ vs 8,1€ précédemment

Après prise en compte des modifications apportées à nos estimations et mise à jour de notre modèle, nous relevons notre objectif de cours à 9,2€ vs 8,1€ précédemment.

## CLARANOVA : valorisation par somme des parties

ANR	20/21e		21/22e		Critères Valorisation	EV/CA		%	Valorisation		
	20/21e	21/22e	20/21e	21/22e		implicite	implicite		en m€	€/titre	% ANR
PlanetArt Print	275	312	24,8	30,3	Valorisation par DCF	1,2x	1,1x	94%	318	8,5	74%
Personal Creations	91	106	-0,8	2,3	Prix acquisition août 2019	0,2x	0,2x	94%	16	0,4	4%
CafePress	37	52	-4,3	-2,1	Prix acquisition est.	0,1x	0,1x	94%	5	0,1	1%
<b>PlanetArt</b>	<b>403</b>	<b>470</b>	<b>19,7</b>	<b>30,5</b>	Valorisation moyenne	<b>0,9x</b>	<b>0,8x</b>	<b>94%</b>	<b>339</b>	<b>9,1</b>	<b>79%</b>
<b>IoT</b>	<b>4,8</b>	<b>6,3</b>	<b>-3,7</b>	<b>-2,6</b>	AK jan. 2019	<b>7,9x</b>	<b>5,9x</b>	<b>49%</b>	<b>18</b>	<b>0,5</b>	<b>4%</b>
<b>Software</b>	<b>90</b>	<b>100</b>	<b>7,2</b>	<b>10,0</b>	Valorisation par DCF	<b>0,7x</b>	<b>0,6x</b>	<b>41%</b>	<b>60</b>	<b>1,6</b>	<b>14%</b>
<b>Total actifs exploitation</b>	<b>497</b>	<b>576</b>	<b>23,2</b>	<b>37,9</b>		<b>0,8x</b>	<b>0,7x</b>		<b>417</b>	<b>11,2</b>	<b>97%</b>
Trésorerie nette					Valeur bilantielle fin 2019/20				13,9	0,4	3%
Paiement acquisition CafePress					Valeur de transaction est.				-5,0	-0,1	-1%
Stock-Options + BSA myDevices & Claranova					Prix d'exercice				4,7	0,1	1%
Provisions quasi-dettes					Valeur bilantielle fin 2018/19				-0,7	0,0	0%
<b>Actifs/passifs quasi-liquides</b>									<b>13</b>	<b>0,3</b>	<b>3%</b>
<b>Valorisation totale</b>					<b>Nbre de titres (en m)</b>		<b>37</b>		<b>430</b>	<b>11,5</b>	<b>100%</b>

<b>Objectif de cours après décote</b>	<b>-20%</b>	<b>9,2</b>
---------------------------------------	-------------	------------

Source : Invest Securities

### • Détail des valorisations des actifs d'exploitation

- La participation dans Avanquest (41%) est valorisée à 60m€ (147m€ pour 100%) sur la base d'une approche DCF. Pour rappel, la valorisation communiquée fin 2019 par le groupe dans la cadre du projet de rachat des minoritaires ressortait à 162m\$. Ce projet, dans les conditions présentées fin 2019, a été abandonné dans la mesure où le quorum de l'AG du 23 décembre 2019 n'avait pas été atteint.
- PlanetArt Print (hors Personal Creations et CafePress) est estimé à 318m€ (74% de l'ANR) sur la base d'une approche DCF. A ce stade Personal Creations et CafePress sont valorisés à leur coût d'acquisition. Ces 2 entités offrent un potentiel de revalorisation important conditionné à leur performance économique future.
- myDevices est valorisé sur la base de la dernière augmentation de capital effectuée en janvier 2019.

### • La Dette Nette ajustée de -13m€ intègre

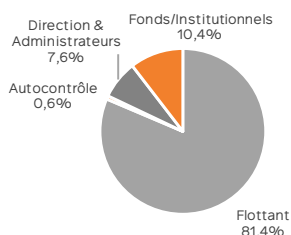
- Une Trésorerie nette de 13,9m€ au 30 juin 2020,
- Le paiement estimé de l'acquisition de CafePress pour 5m€,
- 4,8m€ de produits liés à l'exercice des Stock-Options et BSA sur myDevices et Claranova,
- -0,7m€ d'autres corrections déduites du bilan (minoritaires, provisions à caractère de dette...).

## THESE D'INVESTISSEMENT

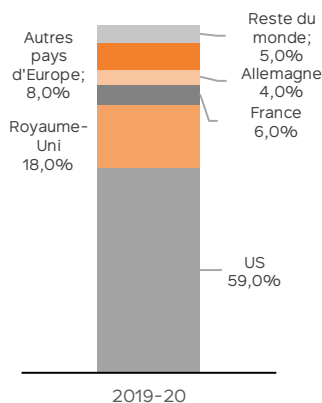
Sous l'impulsion du nouveau management, une stratégie a été élaborée depuis 2013 en recentrant l'activité sur 3 métiers : 1) PlanetArt dans l'impression digitale de photos (web et mobile), 2) myDevices dans l'Internet des Objets, 3) Avanquest Software dans la distribution de logiciels. Concomitamment,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



Données par action	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e
BNA publié	-0,29	-0,21	-1,04	0,01	0,27	0,56	0,82
<b>BNA corrigé dilué</b>	<b>-0,16</b>	<b>0,07</b>	<b>0,19</b>	<b>0,17</b>	<b>0,32</b>	<b>0,61</b>	<b>0,89</b>
<i>Ecart /consensus</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>+4,4%</i>	<i>n.s.</i>	<i>-0,7%</i>	<i>+36,3%</i>	<i>n.d.</i>
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Ratios valorisation	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e
P/E	n.s.	102,3x	42,2x	40,6x	20,5x	10,6x	7,3x
VE/CA	0,57x	1,42x	1,11x	0,60x	0,44x	0,33x	0,23x
VE/EBITDA	n.s.	60,2x	18,2x	14,2x	8,3x	4,5x	2,6x
VE/EBITA	n.s.	69,4x	20,8x	18,6x	9,5x	4,9x	2,8x
FCF yield op. avt BFR	n.s.	1,2%	3,3%	5,0%	8,8%	16,6%	28,8%
FCF yield opérationnel	2,3%	4,6%	1,9%	14,1%	10,0%	19,0%	31,1%
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€)	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e
Cours en €	2,43	6,93	7,87	6,81	6,51	6,51	6,51
Capitalisation	90,9	265,1	291,1	252,0	240,8	240,8	240,8
Dette Nette	-16,0	-37,5	-23,5	-13,9	-28,1	-62,6	-108,8
Valeur des minoritaires	0,1	1,8	11,0	11,7	14,6	19,3	26,5
Provisions/ quasi-dettes	0,2	0,2	15,1	0,7	0,7	0,7	0,7
+/- corrections	-0,7	-0,6	-3,0	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1
<b>Valeur d'Entreprise (VE)</b>	<b>74,5</b>	<b>228,9</b>	<b>290,7</b>	<b>247,4</b>	<b>224,8</b>	<b>195,1</b>	<b>156,1</b>

Compte résultat (m€)	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e
CA	130,2	161,5	262,3	409,1	509,3	592,5	665,3
var.	<b>+10,9%</b>	<b>+24,0%</b>	<b>+62,4%</b>	<b>+56,0%</b>	<b>+24,5%</b>	<b>+16,3%</b>	<b>+12,3%</b>
EBITDA	-4,9	3,8	16,0	17,4	27,1	43,5	60,4
<b>EBITA</b>	<b>-5,8</b>	<b>3,3</b>	<b>14,0</b>	<b>13,3</b>	<b>23,7</b>	<b>39,9</b>	<b>56,6</b>
var.	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<b>+324%</b>	<b>-5%</b>	<b>+78%</b>	<b>+69%</b>	<b>+42%</b>
EBIT	-10,1	-6,1	11,4	7,7	22,2	38,9	55,6
Résultat financier	-0,9	-0,3	-49,3	-4,5	-3,6	-3,3	-3,0
IS	-0,4	-1,8	-3,7	-2,1	-4,9	-8,9	-13,2
SME+Minoritaires	0,3	0,2	0,6	-0,7	-2,9	-4,8	-7,2
RN pdg publié	-11,0	-7,9	-40,9	0,5	10,8	22,0	32,3
<b>RN pdg corrigé</b>	<b>-5,8</b>	<b>2,6</b>	<b>6,9</b>	<b>6,2</b>	<b>11,9</b>	<b>22,7</b>	<b>33,0</b>
var.	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<b>+168%</b>	<b>-10%</b>	<b>+91%</b>	<b>+91%</b>	<b>+45%</b>

Tableau de flux (m€)	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e
EBITDA ajusté	-4,9	3,8	16,0	17,4	27,1	43,5	60,4
IS théorique / EBITA	0,0	-1,0	-3,9	-3,7	-6,3	-10,0	-14,1
Total capex	-0,2	-0,2	-2,5	-1,2	-1,0	-1,1	-1,3
<b>FCF op. net IS avt BFR</b>	<b>-5,1</b>	<b>2,6</b>	<b>9,6</b>	<b>12,5</b>	<b>19,9</b>	<b>32,5</b>	<b>45,0</b>
Variation BFR	6,8	7,9	-4,1	22,5	2,5	4,6	3,5
<b>FCF op.net IS après BFR</b>	<b>1,7</b>	<b>10,5</b>	<b>5,5</b>	<b>35,0</b>	<b>22,4</b>	<b>37,1</b>	<b>48,6</b>
Acquisitions/cessions	3,6	14,2	-13,3	-31,9	-5,0	0,0	0,0
Variation de capital	1,9	2,0	-1,4	0,0	0,0	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	-1,0	-5,2	-4,8	-12,7	-3,2	-2,6	-2,4
<b>Free cash-flow publié</b>	<b>6,2</b>	<b>21,6</b>	<b>-14,0</b>	<b>-9,6</b>	<b>14,2</b>	<b>34,5</b>	<b>46,2</b>

Bilan	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e
Actifs immobilisés	2,0	1,3	75,2	93,8	95,7	92,6	89,4
dont incorporels/GW	0,0	0,0	63,0	61,7	66,7	66,7	66,7
BFR	-16,5	-24,4	-20,0	-34,5	-37,0	-41,7	-45,2
Capitaux Propres groupe	1,2	12,5	52,6	50,6	61,4	83,3	115,6
Minoritaires	0,1	1,8	11,0	11,7	14,6	19,3	26,5
Provisions	0,2	0,2	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Autres passifs	0,0	0,0	14,5	10,2	10,2	10,2	10,2
<b>Dette fi. Nette ajustée</b>	<b>-16,0</b>	<b>-37,5</b>	<b>-23,5</b>	<b>-13,9</b>	<b>-28,1</b>	<b>-62,6</b>	<b>-108,8</b>

Ratios financiers (%)	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e
EBITDA/CA	n.s.	2,4%	6,1%	4,3%	5,3%	7,3%	9,1%
EBITA/CA	n.s.	2,0%	5,3%	3,3%	4,6%	6,7%	8,5%
RN corrigé/CA	n.s.	1,6%	2,6%	1,5%	2,3%	3,8%	5,0%
ROCE	n.s.	-14,3%	25,4%	22,5%	40,3%	78,4%	128,0%
ROE corrigé	n.s.	20,5%	13,1%	12,3%	19,3%	27,3%	28,6%
DN/FP	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
DN/EBITDA (en x)	n.s.	-9,9x	-1,5x	-0,8x	-1,0x	-1,4x	-1,8x

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

### Prochains événements

04/11/2020 : CA T1 2020/21  
01/12/2020 : AG



## 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
<b>Claranova</b>	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

**Jamila El Bougrini, PhD, MBA**  
Biotech/Healthtech

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

**Benoît Faure-Jarrosson**  
Immobilier

+33 1 73 73 90 25  
bfaure-jarrosson@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

**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

**Fabien Huet**  
Liquidité

+33 1 55 35 55 60  
fhuet@invest-securities.com

**Charlène Imbert**  
Listing Sponsor

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