

CONTACT SOCIÉTÉ

UNE SOUS-ÉVALUATION MASSIVE À METTRE À PROFIT

Nous nous penchons dans ce flash sur la comparaison entre Planet Art (84% de l'ANR de Claranova) et Moonpig, un *pure player* de la vente de cartes personnalisées *online* introduit début 2021 à la bourse de Londres. Cette analyse de Moonpig met en exergue la forte sous-évaluation de Claranova sur la base des cours actuels et nous laisse à penser que notre valorisation de PlanetArt, pourtant relevée à cette occasion (11,1€ par action) est conservatrice. Le management qui s'est ému en avril dernier de la sous-évaluation du titre et a annoncé travailler à différents scénarios pour enclencher la revalorisation (entrée d'actionnaires de référence, scission ou IPO de certaines activités) pourrait être conforté par l'IPO de Moonpig. Nous réitérons notre opinion à ACHAT avec un OC relevé à 11,4€ (vs 9,5€ préc.).

Ludovic Martin, CFA
+33 1 73 73 90 36
lmartin@invest-securities.com

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

Document achevé de rédiger
le 22/07/2021 07:26

Document publié le
22/07/2021 07:26

Moonpig : un nouveau comparable de Planet Art sur le marché

Dans le marché dynamique des IPO dans le secteur du e-commerce, nous avons porté notre attention sur la cotation en février 2021 à la bourse de Londres de Moonpig (fondé en 2000). En effet, la société anglaise réalise une activité comparable à celle de Planet Art puisqu'il s'agit d'un *pure player* de l'impression de cartes cadeaux personnalisées. Mentionnons que Moonpig compte à son capital des actionnaires de 1^{er} plan avec le fond de PE Exponent private equity (26,5%) et Blackrock (9%).

Un modèle plus mature et plus rentable que Planet Art

Moonpig est présent quasi exclusivement sur les marchés du Royaume-Uni et des Pays-Bas des cartes personnalisées (vœux, anniversaire...), des marchés sur lesquels il occupe des positions de leader, avec des parts de marchés de respectivement 60% et 65%, ce qui lui confère une base de 12,2m de consommateurs au 31/10/2020.

L'*equity story* réside dans la capacité de Moonpig de bénéficier du développement du commerce en ligne, facilitée par la crise de covid-19, au détriment des acteurs traditionnels de la vente en magasin. Le taux de pénétration du online sur le marché de Moonpig serait de 10% environ en 2019, avec un potentiel d'atteindre 24% d'ici 2024 selon le prospectus de l'IPO. Le groupe anglais a bénéficié, comme tous les acteurs du e-commerce, des conséquences de la crise sanitaire, avec un CA 2019/20 (achevé au 30/04/20) de 173m£ (+44%; +34% en lfl) et un CA 2020/21 qui devrait s'établir selon le consensus Factset à 353m£ (+103%). Par la suite, les perspectives de croissance sont plus modestes, puisque selon le consensus, le CA devrait retomber à 255m£ (-28%) en 2021/22, avant de retrouver en 2022/23 une dynamique de croissance à 2 chiffres (296m£ attendus, soit +16%). Il est à noter que dans le cadre de son IPO, Moonpig s'est fixé comme objectifs MT une croissance « mid teens », reposant essentiellement sur le gain de pdm par rapport aux ventes en magasin.

En termes de rentabilité, Moonpig affiche rentabilité impressionnante, avec une marge d'EBITDA publié de 25,7% en 2019/20 (25,4% attendus par le consensus pour 2020/21). Même retraitée de la R&D capitalisée, la marge d'EBITDA atteint 22%, un niveau impressionnant pour ce type d'activité qui s'explique par 2 raisons principales : (i) l'internationalisation de la production des cartes (impact de +10pts sur la marge

Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse

en € / action	20/21e	21/22e	22/23e
BNA dilué	0,36	0,54	0,77
var. 1 an	+106,3%	+48,9%	+42,2%
Révisions	+21,9%	+3,9%	-5,6%

au 30/06	20/21e	21/22e	22/23e
PE	19,1x	12,8x	9,0x
VE/CA	0,5x	0,4x	0,3x
VE/EBITDA ajusté	7,7x	4,9x	3,0x
VE/EBITA ajusté	8,8x	5,5x	3,2x
FCF yield*	9,7%	15,2%	24,9%
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.

* FCF opérationnel fiscalisé avant BFR rapporté à la VE

Informations clés	
Cours de clôture du	21/07/2021 6,9
Nb d'actions (m)	39,7
Capitalisation (m€)	274
Capi. flottante (m€)	253
ISIN	FR0013426004
Ticker	CLA-FR
Secteur DJ	Technology Services

	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	-0,1%	-9,6%	+2,8%
Variation relative	+1,2%	-11,3%	-7,6%

Source : Factset, estimations Invest Securities

d'EBITDA par rapport à un modèle fabless selon le management de Claranova) et (ii) une très forte pdm sur ses 2 principaux marchés qui favorise le « repeat business » et limite les coûts marketing pour conquérir de nouveaux clients.

Valorisation de Moonpig mettant en lumière la sous-évaluation de Planet Art

Introduit en février à 350p, Moonpig a connu des débuts boursiers réussis puisque le titre a frôlé les 500p début juin, avant de revenir aujourd'hui à 385p dans un contexte de défiance vis-à-vis des dernières IPO à la bourse de Londres (Deliveroo, Alphawave...).

Avec une DN quasi-nulle après l'augmentation de capital de 20m£ réalisée lors de l'IPO pour une capitalisation de 1,3Md£, Moonpig affiche des ratios d'EV/EBITDA 21/22-22/23e de 22,3x-18,2x. Des ratios que l'on pourrait qualifier d'exigeants au regard de la croissance MT attendue (mid-teens) mais qui traduisent l'appétence des investisseurs pour ce segment de marché. Sur une base purement analogique et sans tenir compte des différences de modèle et de trajectoire de croissance et de résultats, l'application des EV/EBITDA de Moonpig aux agrégats de Planet Art ferait ressortir une valorisation de ce dernier comprise entre 617m€ et 630m€, soit entre 15,3€ et 15,6€ par action Claranova (après prise en compte des minoritaires) vs 11,1€ via notre DCF (cf.p.3).

Valorisation de Claranova sur base multiples Moonpig

Valorisation PlanetArt vs Moonpig	18/19	19/20	20/21e	21/22e	22/23e
EV/EBITDA Moonpig	nd	nd	14,9x	22,3x	18,2x
PlanetArt EBITDA (IS est)	11	14	24	30	38
VE implicite vs Moonpig	nd	nd	358	669	683
/ nombre d'actions	40,4	40,4	40,4	40,4	40,4
VE implicite par action	nd	nd	8,9	16,6	16,9

Source: Factset estimates

Un modèle économique de PlanetArt qui pourrait même justifier une prime !

A ceux qui expliqueraient que la valorisation de PlanetArt nécessiterait une décote par rapport à Moonpig au regard du différentiel de rentabilité (marge d'EBITDA de 8% vs 22%), nous objecterions que le modèle économique de PlanetArt pourrait au contraire justifier une prime. En effet, si les 2 groupes évoluent sur un marché relativement similaire du e-commerce personnalisé, ils ont opté pour des stratégies bien différentes dont les principaux points sont détaillés ci-dessous :

- Acteur local (UK et Pays-Bas) à fortes parts de marché pour Moonpig contre implantation mondiale (15 pays) pour PlanetArt avec une stratégie agressive de conquête de parts de marché.
- Spécialisation sur un segment de marché spécifique (carte personnalisée) pour le groupe anglais, contre portefeuille extrêmement diversifié pour Planet Art (photos, album photos, cadres, tasses, livres...) qui est en train d'être étendu avec les acquisitions de Personal Creation et de CafePress (tee shirts, sac personnalisés...).
- Modèle intégré (production internalisé des cartes cadeaux) pour Moonpig vs modèle fabless pour PlanetArt qui s'appuie sur des fournisseurs locaux.
- Un modèle natif du web dans le cas de Moonpig né en 2000 quand bien même le groupe anglais est aujourd'hui présent sur mobile vs un modèle essentiellement mobile pour Planet Art (70% du CA 19/20 hors Personal Creation).

Pour résumer, Moonpig est un modèle davantage focalisé sur la rentabilité CT quand Planet Art se concentre sur la croissance au détriment de la rentabilité CT. Ceci se retranscrit dans les chiffres à 2 niveaux :

- Les 2 groupes devraient réaliser en 2020/21 un CA relativement similaire, aux alentours de 400m€, à la différence notable que Moonpig a mis 20 ans pour y parvenir contre seulement 8 ans pour Planet Art.
- Moonpig affiche une marge d'EBITDA élevée (22% retraitée de la R&D capitalisée) contre seulement 4,5% en 2019/20 pour Planet Art. Cette dernière intègre toutefois

des éléments de nature exceptionnels : (i) absence de contribution à l'EBITDA de Personal Creations (CA de 90m€ environ) pour sa 1^{ère} année d'intégration, et (ii) retraitement des Paycheck Protection Program aux Etats-Unis (mesures d'accompagnement du maintien de l'emploi non reconnues en déduction de charges en 2019/20) pour 5m\$.

La marge d'EBITDA « retraitée » de Planet Art est donc aujourd'hui plus proche de 9%/10% que des 4,5% publiés, ce qui est d'ailleurs le niveau atteint au S1 20/21 (8,5%). Si Planet Art devrait continuer d'investir pour alimenter la croissance au cours des prochains exercices, la rentabilité de Moonpig, corrigée de -10pts liés à l'internationalisation de la production (soit 12% à 15%), permet d'appréhender le potentiel de rentabilité normative de Planet Art, quand bien même cette dernière est pilotable (dépenses marketing) en fonction de la stratégie de conquête.

En conclusion, même s'il faut davantage se projeter et faire confiance au management (scénario crédible au regard des réalisations des dernières années), Planet Art devrait selon nous être davantage valorisé que Moonpig au regard des perspectives MT (marché adressé bien supérieur et amélioration de la rentabilité normative).

Objectif porté à 11,4€ (vs 9,5€) avec la revalorisation de Planet Art – ACHAT

Au regard des indications obtenues sur Moonpig et de nos échanges avec le management pour appréhender les différences de modèle économique avec la société britannique, nous relevons notre valorisation de Planet Art, avec pour conséquence un objectif sur Claranova porté à 11,4€ (vs 9,5€).

Dans le détail, nous ajustons plusieurs éléments sur notre valorisation de Planet Art : (i) nous valorisons désormais par DCF les acquisitions récentes (Personal Creation et Cafe Press) qui étaient jusqu'à présent valorisées à leur coût d'acquisition (en revanche, nous n'intégrons pas l'acquisition récente d'I See Me à ce stade du fait de l'absence d'informations financières), au regard du bon déroulé de l'intégration et de nos échanges avec le management qui laissent à penser que ces activités ont le même potentiel de rentabilité que les activités Print, (ii) nous relevons nos estimations d'EBITDA Planet Art 20/21, 21/22 et 22/23 jusqu'ici assez conservatrices de respectivement +4,7m€ à 24m€, +3,6m€ à 30m€ et +1,2m€ à 37,5m€ (iii) nous ajustons le WACC de Planet Art à 11,24% (vs 10,27% préc) avec la hausse récente de la prime de risque. En revanche, nous laissons inchangé le potentiel de marge d'EBITDA normative (10%) qui peut apparaître désormais conservateur. In fine, la valorisation de Planet Art ressort à 486m€, soit une contribution à l'ANR de Claranova de 11,1€ (vs 9,6€ préc) après prise en compte des minoritaires.

ANR Claranova

ANR	Critères Valorisation	EV/CA 20/21e implicite	EV/CA 21/22e implicite	% de détention	Valorisation en m€ €/titre % ANR		
PlanetArt	Valorisation par DCF	1,3x	1,1x	92%	449	11,1	78%
My devices (IoT)	AK jan. 2019	5,9x	4,2x	51%	19	0,5	3%
Avanquest Software	Valorisation par DCF	0,7x	0,6x	41%	62	1,5	11%
Total actifs exploitation		1,1x	0,9x		530	13,1	92%
Trésorerie nette	Valeur bilantielle fin 2019/20				13,9	0,3	2%
Paieement acquisition CafePress	Valeur de transaction est.				-5,0	-0,1	-1%
Stock-Options + BSA myDevices &	Prix d'exercice				37,2	0,9	6%
Provisions quasi-dettes	Valeur bilantielle fin 2019/20				-0,7	0,0	0%
Actifs/passifs quasi-liquides					45	1,1	8%
Valorisation totale	Nbre de titres (en m)		40,4		575	14,2	100%

Objectif de cours après décote	-20%	11,4
---------------------------------------	-------------	-------------

Source : Invest Securities

Il résulte de ces modifications que notre OC sur Claranova est ajusté à la hausse à 11,4€ (vs 9,5€ préc). Sur la base de cette actualisation et compte tenu du parcours récent du titre (-10% sur 3 mois), le potentiel de revalorisation apparaît très significatif (+65%). D'autant plus que notre valorisation intègre pour mémoire une décote de holding de 20% pour refléter la structure complexe (minoritaires dans chacune des filiales, notamment chez Avanquest Software). Rappelons enfin que lors de la présentation des résultats semestriels en avril, Pierre Cesarini (CEO) avait insisté sur le faible niveau de valorisation du titre. Une stratégie davantage axée sur la revalorisation boursière pourrait être entreprise dans ce contexte, ce qui pourrait passer par l'entrée d'un actionnaire de référence ou encore la simplification des structures (rachat de minoritaires, spin off...). Le succès de l'IPO de Moonpig pourrait avoir conforté le management dans sa stratégie de revalorisation et lui donner des idées...

DONNÉES FINANCIÈRES

Données par action	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e
BNA publié	-0,76	-0,29	-0,21	-1,04	0,01	0,34	0,52	0,75
BNA corrigé dilué	-1,06	-0,10	0,06	0,26	0,18	0,36	0,54	0,77
Ecart /consensus	n.s.	n.s.	n.s.	+48,3%	n.s.	+3,2%	+19,7%	n.d.
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Ratios valorisation	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e
P/E	n.s.	n.s.	108,1x	29,7x	38,8x	19,1x	12,8x	9,0x
VE/CA	0,01x	0,57x	1,42x	1,11x	0,60x	0,49x	0,37x	0,27x
VE/EBITDA ajusté	n.s.	n.s.	60,2x	18,2x	14,2x	7,7x	4,9x	3,0x
VE/EBITA ajusté	n.s.	n.s.	69,4x	20,8x	17,7x	8,8x	5,5x	3,2x
FCF yield op. avt BFR	n.s.	n.s.	1,2%	3,3%	5,1%	9,7%	15,2%	24,9%
FCF yield opérationnel	n.s.	2,3%	4,6%	1,9%	14,2%	10,0%	17,2%	27,2%
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€)	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e
Cours en €	1,01	2,43	6,93	7,87	6,81	6,90	6,90	6,90
Capitalisation	10,8	90,9	265,1	291,1	252,0	255,4	255,4	255,4
Dette Nette	-9,8	-16,0	-37,5	-23,5	-13,9	-31,2	-63,9	-107,5
Valeur des minoritaires	0,0	0,1	1,8	11,0	11,7	14,8	19,6	26,9
Provisions/ quasi-dettes	0,7	0,2	0,2	15,1	0,7	0,7	0,7	0,7
+/- corrections	-1,1	-0,7	-0,6	-3,0	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1
Valeur d'Entreprise (VE)	0,7	74,5	228,9	290,7	247,4	236,6	208,8	172,5

Compte résultat (m€)	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e
CA	117,4	130,2	161,5	262,3	409,1	484,6	562,0	638,3
var.	+26,1%	+10,9%	+24,0%	+62,4%	+56,0%	+18,5%	+16,0%	+13,6%
EBITDA ajusté	-10,7	-4,9	3,8	16,0	17,4	30,9	42,4	57,6
EBITA ajusté	-16,1	-5,8	3,3	14,0	14,0	26,9	38,1	53,3
var.	n.s.	n.s.	n.s.	+324%	+0%	+92%	+42%	+40%
EBIT	-26,1	-10,1	-6,1	11,4	7,7	26,0	37,7	52,9
Résultat financier	-1,7	-0,9	-0,3	-49,3	-4,5	-3,4	-3,3	-3,0
IS	-0,8	-0,4	-1,8	-3,7	-2,1	-6,0	-9,1	-13,2
SME+Minoritaires	0,0	0,3	0,2	0,6	-0,7	-3,1	-4,8	-7,2
RN pdg publié	-28,6	-11,0	-7,9	-40,9	0,5	13,5	20,5	29,4
RN pdg corrigé	-11,3	-3,7	2,6	9,8	6,5	14,6	21,7	30,9
var.	n.s.	n.s.	n.s.	+281%	-34%	+125%	+49%	+42%

Tableau de flux (m€)	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e
EBITDA	-10,7	-4,9	3,8	16,0	17,4	30,9	42,4	57,6
IS théorique / EBITA	0,0	0,0	-1,0	-3,9	-3,7	-7,1	-9,5	-13,3
Total capex	-0,9	-0,2	-0,2	-2,5	-1,2	-1,0	-1,1	-1,3
FCF opérationnel net IS avt BFR	-11,6	-5,1	2,6	9,6	12,5	22,8	31,7	43,0
Variation BFR	2,5	6,8	7,9	-4,1	22,5	0,7	4,3	3,8
FCF opérationnel net IS après BFR	-9,1	1,7	10,5	5,5	35,0	23,6	36,0	46,8
Acquisitions/cessions	-0,4	3,6	14,2	-13,3	-31,9	-5,0	0,0	0,0
Variation de capital	-3,1	1,9	2,0	-1,4	0,0	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	-1,5	-1,0	-5,2	-4,8	-12,7	-3,2	-3,3	-3,3
Cash-flow publié	-14,1	6,2	21,6	-14,0	-9,6	17,3	32,7	43,5

Bilan (m€)	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e
Actifs immobilisés	3,0	2,0	1,3	75,2	93,8	95,7	92,6	89,5
dont incorporels/GW	0,0	0,0	0,0	63,0	61,7	66,7	66,7	66,7
BFR	-10,0	-16,5	-24,4	-20,0	-34,5	-35,2	-39,5	-43,3
Capitaux Propres groupe	2,1	1,2	12,5	52,6	50,6	66,0	86,5	115,9
Minoritaires	0,0	0,1	1,8	11,0	11,7	14,8	19,6	26,9
Provisions	0,7	0,2	0,2	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Autres passifs	0,0	0,0	0,0	14,5	10,2	10,2	10,2	10,2
Dette fl. nette	-9,8	-16,0	-37,5	-23,5	-13,9	-31,2	-63,9	-107,5

Ratios financiers (%)	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21e	2021/22e	2022/23e
EBITDA/CA	n.s.	n.s.	2,4%	6,1%	4,3%	6,4%	7,5%	9,0%
EBITA/CA	n.s.	n.s.	2,0%	5,3%	3,4%	5,5%	6,8%	8,3%
RN corrigé/CA	n.s.	n.s.	1,6%	3,7%	1,6%	3,0%	3,9%	4,8%
ROCE	n.s.	n.s.	-14,3%	25,4%	23,6%	44,4%	71,9%	115,3%
ROE corrigé	n.s.	n.s.	20,5%	18,6%	12,8%	22,1%	25,1%	26,7%
DN/FP	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
DN/EBITDA (en x)	n.s.	n.s.	-9,9x	-1,5x	-0,8x	-1,0x	-1,5x	-1,9x

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

THÈSE 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.

ANALYSE SWOT

FORCES

- Bon track record du management.
- Une application leader aux US et au UK dans l'impression photos.
- 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

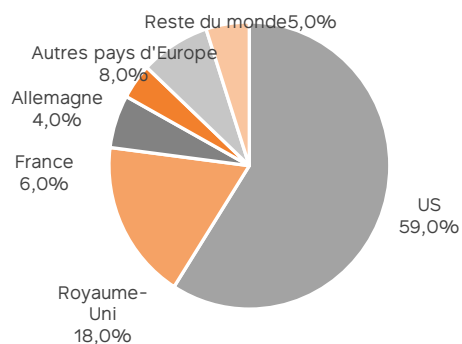
- Transposer le succès de Freeprints dans la photo au domaine des produits personnalisés suite aux acquisitions de Personal Creation et Cafe Press.
- Claranova dispose d'importants déficits fiscaux non activés.

MENACES

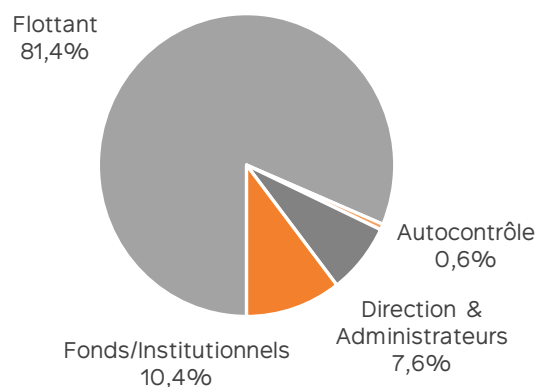
- Un marché des objets connectés encore jeune dans lequel évolue de nombreux acteurs.

INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

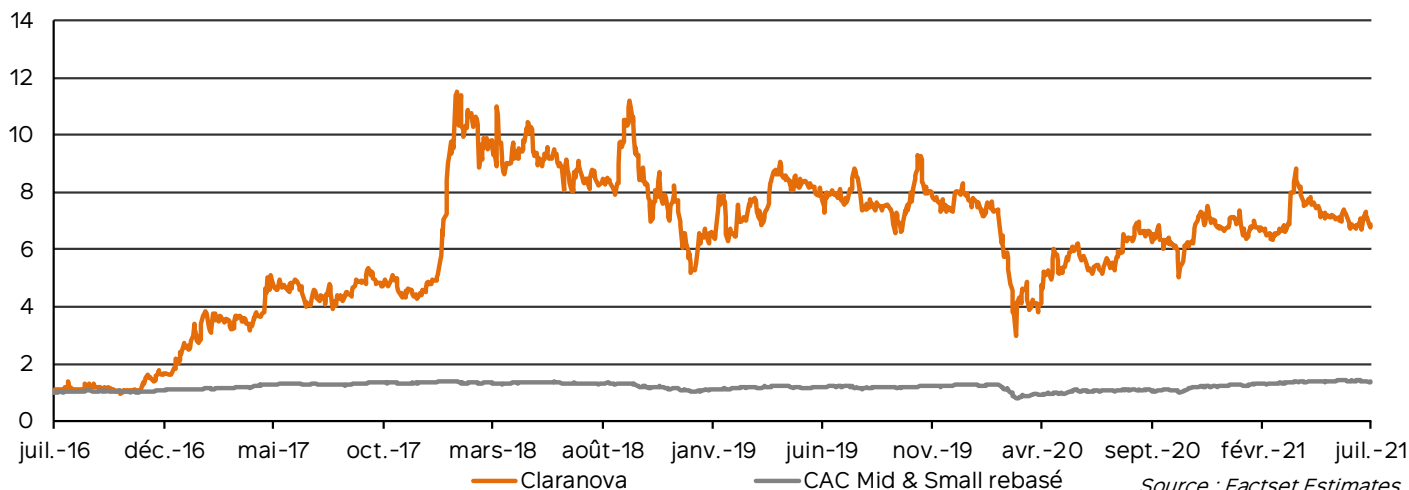
Répartition du CA 2019/20



Actionnariat



ÉVOLUTION DU COURS DEPUIS 5 ANS



AVERTISSEMENT GÉNÉRAL

Invest Securities est agréée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et régulée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation à souscrire, acheter ou vendre des titres financiers, ou à participer à toute autre transaction.

Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques considérées fiables, mais n'ont pas été vérifiées de manière indépendante. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations publiques qui ont permis d'établir le présent document et Invest Securities n'accepte aucune responsabilité quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations publiques qui ont permis la réalisation du présent document, sauf dans la mesure requise par la loi.

Les opinions, prévisions et estimations contenues dans le présent document sont celles de leurs auteurs uniquement. Les appréciations formulées reflètent leur opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'évolution ou d'invalidation à tout moment, sans préavis. Invest Securities n'a aucune obligation d'actualiser, de modifier ou d'amender le présent document ou d'informer d'une quelconque manière le destinataire de ce document dans le cas où un fait, une opinion, une prévision ou une estimation contenus dans ce document, changent ou deviennent inexacts.

Les investissements mentionnés dans ce document peuvent ne pas convenir à tous ses destinataires. Les destinataires du document sont invités à fonder leurs décisions d'investissement sur les diligences appropriées qu'ils jugent nécessaires. Il est rappelé que les performances passées ne préjugent pas des performances à venir. Investir sur les marchés présente un risque de perte en capital. Toute perte ou autre conséquence découlant de l'utilisation des informations contenues dans le document relève exclusivement de la responsabilité de l'investisseur. Ni Invest Securities, ni une quelconque autre personne ne pourra être tenue responsable de quelque manière que ce soit au titre d'un quelconque dommage direct ou indirect résultant de l'utilisation de ce document. En cas de doute sur un quelconque investissement, les destinataires doivent contacter leurs propres conseillers en investissement, juridiques et/ou fiscaux pour obtenir des conseils concernant l'opportunité d'investir.

Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux dispositions du règlement abus de marché (UE) n°2014/596 et du règlement délégué (UE) n°2016/958 sur les modalités techniques de présentation objective des recommandations d'investissement. 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 de l'article L.411-2 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.

OBJECTIFS DE COURS ET RECOMMANDATION

Nos opinions boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur le profil de risque de l'entreprise et sur les objectifs de cours définis par l'analyste, élément intégrant des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché qui sont susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse financière d'Invest Securities établit ses objectifs de cours sur la base d'une approche fondamentale multicritères, incluant, de façon non exhaustive, l'actualisation des flux de trésorerie disponibles, l'approche analogique des comparables boursiers ou des multiples de transactions, la somme des parties, l'actif net réévalué, l'actualisation des dividendes.

Les opinions boursières émises par le bureau d'analyse financière d'Invest Securities sont définies comme tel :

- **ACHAT** : potentiel de hausse supérieur à +10% (le potentiel requis minimum peut être revu à la hausse selon le profil de risque de la société)
- **NEUTRE** potentiel compris entre -10% et +10% (le potentiel requis maximum peut être revu à la hausse selon le profil de risque de la société)
- **VENTE** : potentiel de baisse supérieur à -10%
- **APPORTER, ou NE PAS APPORTER** : recommandations utilisées lorsque l'émetteur fait l'objet d'une offre publique (OPA, OPE, Retrait Obligatoire...)
- **SOUSCRIRE ou NE PAS SOUSCRIRE** : recommandations utilisées dans le cadre d'une augmentation de capital
- **SOUS REVUE** : recommandation temporaire, lorsqu'un événement exceptionnel à l'impact significatif sur les résultats de l'entreprise ou notre objectif de cours, ne permet plus d'émettre une opinion ACHAT, NEUTRE ou VENTE

HISTORIQUE DES RECOMMANDATIONS AU COURS DES 12 DERNIERS MOIS

Le tableau ci-dessous reflète l'historique des changements de recommandation et d'objectif de cours réalisés par le bureau d'analyse financière d'Invest Securities au cours des 12 derniers mois.

Société couverte	Analyste principal	Date de publication	Opinion	Objectif de Cours	Potentiel vs OC
Claranova	Ludovic Martin	11-févr.-21	ACHAT	9,5	+36%
Claranova	Ludovic Martin	05-nov.-20	ACHAT	9,0	+51%
Claranova	Ludovic Martin	02-oct.-20	ACHAT	9,2	+41%

DÉTAIL DES CONFLITS D'INTÉRÊTS POTENTIELS

	Claranova
Invest Securities a été chef de file ou co-chef de file dans une offre publique concernant les instruments financiers de cet émetteur durant les douze derniers mois.	Non
Invest Securities a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur.	Non
Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse.	Oui
Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de Listing sponsor.	Non
Invest Securities a été rémunérée par cet émetteur en échange de la fourniture d'autres services d'investissement au cours des douze derniers mois (RTO, Exécution pour compte tiers, conseil, placement, prise ferme).	Non
Le présent document a été communiqué à l'émetteur préalablement à sa publication. Cette relecture n'a pas conduit l'analyste à modifier son objectif de cours et sa recommandation boursière.	Non
Le présent document a été communiqué à l'émetteur pour relecture préalablement à sa publication. Cette relecture a conduit l'analyste à modifier son objectif de cours et sa recommandation boursière.	Non
L'analyste financier a des intérêts dans le capital de l'émetteur.	Non
L'analyste financier a acquis des titres de capital de l'émetteur avant l'opération d'offre publique.	Non
L'analyste financier perçoit une rémunération directement liée à l'opération ou à un service d'investissement fourni par Invest Securities.	Non
Un dirigeant d'Invest Securities est en situation de conflit d'intérêt avec l'émetteur et a eu accès à la recommandation avant son achèvement.	Non
Invest Securities ou le groupe All Invest détient ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émis par l'émetteur.	Non
Invest Securities ou le groupe All Invest détient, à titre temporaire, une position longue nette de plus de 0.5% du capital de l'émetteur.	Non
Invest Securities ou le groupe All Invest détient, à titre temporaire, une position courte nette de plus de 0.5% du capital de l'émetteur.	Non
L'émetteur détient ou contrôle 5 % ou plus du capital d'Invest Securities ou du groupe All Invest.	Non

La politique de gestion des conflits d'intérêts d'Invest Securities est accessible sur le site d'Invest Securities dans la rubrique Règlementation. Une liste de toutes les recommandations diffusées sur 12 mois ainsi que la publication trimestrielle de la part des « ACHAT, VENDE, NEUTRE, AUTRES » sur 12 mois, sont accessibles sur le site de recherche d'Invest Securities.

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

Matthieu Lavillunière, CFA
Responsable Adjoint

+33 1 73 73 90 34
mlavilluniere@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

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
jlsempe@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