



#### **PAROLES D'ADHERENTS #4 09/04/2023**

Par Bracélé :

Voici mon avis sur le dernier webinar des actionnaires organisé par @CLARANOVA GROUP, avec la présence de @pierre\_cesarini et @ROJOXavier

Attention il ne s'agit que de mon avis personnel !

#### **Je vais commencer par les points positifs :**

- Des coûts d'acquisitions de nouveaux clients pour PlanetArt en forte baisse. Dans ce webinar Pierre Cesarini a donné des éléments chiffrés ce que j'ai trouvé fort appréciable. Il faudra toutefois surveiller la scalabilité du modèle. En effet c'est une chose de parvenir à acquérir de nouveaux clients au coût pré-covid, il en est une autre de parvenir à le faire à une échelle importante. Car c'est de ce niveau de scalabilité que va dépendre la capacité de PlanetArt à renouer avec la croissance d'antan. Mais en tout cas, les problèmes liés à la nouvelle politique d'Apple sur l'app tracking semblent avoir été en grande partie contournés et on ne peut que s'en satisfaire !
- Sur Avanquest, les logiciels propriétaires SODA PDF et dans une moindre mesure INPIXIO continuent leur croissance à deux chiffres. La partie utilitaire (adaware notamment) est quant à elle stable mais devrait retrouver des niveaux de croissance plus importants au second semestre. Il est désormais évident que la plupart de la valeur d'Avanquest se loge dans la partie PDF. C'est le seul pôle actuellement qui parvient à cumuler une forte rentabilité (28% d'ebidta) tout en étant encore en forte croissance (26% pour la marque SODA). Certes le pôle utilitaire est aussi très rentable mais a une croissance limitée. Le pôle photo a une croissance relativement importante (19%) mais est déficitaire à date. Et enfin le pôle historique de vente de logiciels non-propriétaires est quant à lui en forte décroissance et même désormais déficitaire. A chiffre d'affaires égal, une boîte de logiciels propriétaires pourra se revendre beaucoup plus chère qu'une boîte qui ne fait que de la vente de logiciels tiers. Donc même si Avanquest n'est pas parvenu à faire de la croissance organique sur ce S1, la valeur de cette filiale a en réalité augmenté puisque la proportion du CA réalisé par les logiciels propriétaires est de plus en plus importante. Bref tout ça semble aller dans le bon sens !

- Le directeur financier Xavier Rojo a confirmé que le remboursement de l'ORNANE se ferait sur fonds propre.

#### **Au niveau des points négatifs :**

- J'ai trouvé (et ce n'est que mon avis je le répète) que Pierre Cesarini a été à plusieurs reprises de mauvaise foi. En particulier lorsqu'il a parlé du contexte qui a toujours été défavorable pour revendre les différentes filiales et valoriser la holding : « *On avait commencé à regarder sur une IPO ou une cession d'un PlanetArt en 2019 quand on était vraiment au pic de l'activité. Voilà après le covid est arrivé, les problèmes de l'E-commerce et d'Apple sont arrivés à ce moment-là donc il y a des choses qu'on a dû temporiser le temps de reconstruire cette activité* ».

Mais cet argument me semble erroné. Certes les 2 premiers mois du Covid ont été compliqués à gérer. Mais ensuite le business de PlanetArt (tout comme le E-Commerce en général) a plus que profité de l'effet COVID et c'est donc à ce moment-là qu'il fallait valoriser cette filiale. Et d'ailleurs ce n'est pas un hasard si les sociétés Moonpig et Desenio ont réalisé leur IPO (à des valorisations records !) au début de l'année 2021 alors que nous étions pourtant en plein confinement. Dire qu'il n'y avait pas de fenêtre de tir me semble donc inexact. C'était au contraire une période idéale pour coter en bourse PlanetArt ou pour faire une cession plus classique. Pourquoi alors ne pas avoir réalisé cette IPO ? Parce que Pierre Cesarini ne détenait pas encore son option de 10% en cas de revente des filiales ? Je n'ose imaginer que cela en soit la raison.

- Il me semble également que le management actuel a ce défaut d'avoir un peu la folie des grandeurs notamment sur le potentiel des 3 pôles d'Avanquest : « *Notre conviction c'est que chacun de ces domaines, PDF, utilitaires ou photos sont des business qu'on peut monter à 100 millions d'euros* » a affirmé Pierre Cesarini durant le webinaire. Même chose lorsqu'il évoque Mydevices.

Quand on l'écoute on a presque l'impression que ce sont des business qui ont été créés il y a juste un an et que chacun d'entre eux réalise des taux de croissance à 3 chiffres. Or la réalité est toute autre. Si je prends l'exemple d'INPIXIO, on est actuellement sur un chiffre d'affaires de 5 millions d'euros sur ce S1. Si on extrapole on devrait atteindre environ 10 millions sur l'ensemble de l'exercice. Avec un taux de croissance annuel moyen de 19% (celui réalisé sur le S1), il faudrait 13 ans pour que le business réalise 100 millions de CA .... Et encore là je suis parti sur un taux de croissance à taux de change réel (qui a donc profité de la hausse du dollar). A taux de change constant, on doit être plus proche de 10% que de 19% ce qui augmente encore plus le nombre d'années pour arriver à ces 100 millions. Bref c'est bien d'avoir de l'ambition mais il faut aussi savoir rester réaliste et éviter de se brûler les ailes.

- Pierre Cesarini a encore répété dans ce webinaire que pour faire remonter le cours de bourse, il faut aller chercher des investisseurs importants : « *On a besoin de blocs stables qui s'investissent dans le temps* ». Mais pour moi, la réalité est toute autre. Pour faire remonter le cours de bourse je pense qu'on a surtout besoin d'avoir confiance dans le management, ce qui n'est pas le cas actuellement. On a besoin d'avoir un alignement des intérêts ce qui n'est

pas le cas non plus.

- Dans ce webinaire, aucun détail n'a été fourni concernant les négociations en cours avec de potentiels nouveaux investisseurs. Sous quelle forme cette entrée d'investisseurs se ferait-elle ? S'il s'agit d'une AK, y aura-t-il une décote sur le cours de bourse (déjà au tapis) ? Aucune réponse n'a été fournie à ce sujet.

#### D'autres questionnements :

➔ **Je n'ai pas non plus compris pourquoi Pierre Cesarini et plus globalement les différents managers du groupe, ne se sont pas renforcés significativement au capital comme on nous l'avait annoncé il y a maintenant 6 mois. Alors bien sûr Pierre Cesarini a indiqué dans le webinaire que le management et lui-même n'avaient pas eu l'autorisation de le faire. Les négociations en cours sur l'achat de 3 sociétés (2 sociétés visant à renforcer la filiale Avanquest et 1 société visant à renforcer PlanetArt) dureraient depuis plus de 12 mois (comme indiqué clairement durant la présentation des résultats semestriels<sup>1</sup>). Ces négociations empêcheraient ainsi le management de se renforcer au capital. Pourtant cela n'a pas empêché Xavier Rojo (Directeur Général Délégué) et Viviane Chaine Ribeiro (Vice-Présidente du Conseil d'administration) de respectivement acheter des actions le 14 Octobre 2022 et le 9 Décembre 2022 (à un niveau peu important). N'y aurait-il pas ici quelques contradictions ? Pierre Cesarini n'a-t-il vraiment eu aucune fenêtre de tir pour se renforcer significativement au capital comme il semble l'argumenter aujourd'hui ?**

- ➔ D'ailleurs est-il vraiment raisonnable d'avoir des discussions en cours pour racheter 3 sociétés alors que la dette actuelle (et les modalités de remboursement) pèse sur la holding ? Ne serait-ce pas un prétexte pour pouvoir nous diluer fortement au capital via une augmentation de capital et ainsi nous faire taire ? A-t-on réellement besoin aujourd'hui de renforcer la filiale Avanquest avec 2 nouvelles acquisitions ? Pourquoi ne pas plutôt revendre par exemple le pôle photos ou le pôle utilitaire pour pouvoir se concentrer à 100% sur le pôle PDF qui semble être celui avec le plus de potentiel ? On pourrait ainsi utiliser une partie du cash de ces ventes pour faire de nouvelles acquisitions dans le domaine du PDF et réellement devenir le challenger d'Adobe sans qu'une augmentation de capital ne soit nécessaire. Même chose pour PlanetArt, a-t-on réellement besoin de poursuivre les acquisitions alors que cette filiale commence tout juste à contrecarrer les effets négatifs de l'App tracking ?

#### Pour conclure :

Le but d'un dirigeant d'une société cotée n'est-il pas d'apporter de la valeur à ses actionnaires via notamment la hausse de son cours de bourse ? A quoi bon vouloir atteindre 700 millions d'euros de chiffre d'affaires sur le prochain exercice si cette croissance n'est pas saine ? On en revient au final toujours au même problème : l'alignement des intérêts. Tant qu'il n'y aura pas d'alignement d'intérêts entre le management d'une société et ses actionnaires, la confiance ne pourra pas revenir.

©AdaNova Avril 2023

<sup>1</sup> <https://www.youtube.com/watch?v=wsf4l4YyMH4> (28<sup>ème</sup> minute de la vidéo)