



PAROLE D'ADHERENT – # 5 08 Mai 2023

Par Zarathoustra

PRESENTATION

Je suis investi sur Claranova depuis février 2017 (donc plus de 6 ans de « détention » sans mauvais jeu de mot) en étant « all in » avec une position de 30 000 titres au PRU de 4,2 €. Rétrospectivement, vu la tournure des événements, il apparaît qu'être « all in » de la sorte n'est vraiment pas très raisonnable car il ne faut pas être cardiaque... Personnellement, je ne suis pas tombé amoureux de la valeur (risque en bourse classique d'être trop affectif vis-à-vis d'un titre) mais j'avais une très forte confiance dans le potentiel de recovery de cette société à travers l'acceptation d'une vraie dose de risque à la hauteur de la plus-value potentielle escomptée dans une optique d'investissement long terme (horizon 5 ans : je comptais déboucler ma position en 2022 si tout allait bien...)

Bref, dans la vie, les choses se passent en réalité rarement comme prévu : surtout sur des échéances de plusieurs années avec des inconnues, de nouvelles menaces, des imprévus... Et notre situation d'actionnaire sur Claranova en est la parfaite illustration !

Pour mémoire, l'association fut créée pour tenter de contrer une potentielle OPA sur cette société française de la tech en pleine recovery avec des marchés prometteurs (dont l'IOT), donc essayé de se prémunir d'une menace externe alors qu'aujourd'hui la plupart des futures menaces sont internes en réalité...

Massif, le mécontentement des actionnaires s'est pleinement exprimé à la dernière AG du 30 novembre 2022 qui constitue selon moi un tournant : l'expression publique d'une voix d'actionnaires à travers l'association. Comme beaucoup, ma surprise fut de constater l'exaspération des actionnaires canadiens (rappelons qu'ils ont reçu des titres à 7 €) venus en personne à l'AG avec leurs avocats pour peser sur l'AG. D'où ensuite la séquence de décembre 2022 sur la paranoïa de la direction quant à une prétendue collusion entre Adanova et les canadiens pour renverser le PDG (collusion totalement inexistante en réalité faut-il le rappeler...).



LA SITUATION ACTUELLE

Cette tension et cette défiance croissantes entre les actionnaires LT que nous sommes et le staff a donc atteint son paroxysme au cours des 12 derniers mois pour éclater logiquement lors de la dernière AG : quoi de plus légitime que d'exprimer son mécontentement alors que nous sommes désormais tous en forte moins-value ? (graphiquement, depuis avril 2021, la valeur de l'action a été divisée par 4 dans une chute en toboggan vertigineuse !)

En prenant du recul, une analyse objective de la situation fait apparaître une combinaison majeure d'obstacles externes (marché, macro-économie, covid) et internes (gouvernance, résolutions du staff, allocation du capital) ayant entraîné la situation actuelle :

Obstacles externes majeurs à la recovery :

- 1) **Le covid (2020)** : impact certes conjoncturellement favorable sur le e-commerce (Planet Art en a bénéficié) mais les déploiements de l'IOT ont sérieusement été freinés voire reportés durant cette pandémie (on peut estimer selon moi à deux ans de retard l'impact sur les déploiements MyDevices...)
- 2) **Apple tracking (2021)** : le durcissement des conditions de publicité sur d'Apple nous a donc frontalement impacté sur Planet Art (et là encore on peut estimer que ce changement nous a fait perdre deux ans de croissance sur ce pôle...)
- 3) **Guerre en Ukraine (2022)** : l'enchaînement du choc du covid + celui de la guerre en Ukraine a entraîné un vaste et puissant mouvement de décollecte au sein des small caps en faveur du CAC 40 et des placements obligataires nettement plus rémunérateurs avec la hausse des taux d'intérêt initiée par les banques centrales pour essayer de casser l'inflation. Donc on est rentré dans une autre séquence boursière très favorable au CAC 40 (les investisseurs se replient sur des valeurs sûres telles que le luxe) mais très défavorable au small caps (dont Claranova qui n'avait pas besoin de ce retournement...)



Obstacles internes majeurs à la recovery :

- 1) **Une structure capitalistique atypique :** nous sommes actionnaires d'une holding détenant 3 filiales avec 3 activités différentes. Aujourd'hui, c'est un montage atypique de type « conglomérat » (comme l'était par exemple Saint-Gobain avant son recentrage sur l'habitat) avec certes 3 activités complémentaires à la maturité différente mais plus difficile à comprendre pour les investisseurs (les analystes financiers aiment bien les entreprises mono-métier). Sans compter qu'en terme de valorisation, il existe la fameuse « décote de holding » de l'ordre de -30 à -40% : une valorisation de holding consolidante est toujours inférieure à la somme des valorisations indépendantes de chacune des filiales.
- 2) **La défiance du marché vis à vis du staff :** objectivement, le staff a échoué à la recherche d'investisseurs long terme pour constituer un bloc solide afin de diminuer l'extrême volatilité du cours tout en finançant le développement de la croissance. Il est vraiment regrettable que le staff, le PDG et le conseil d'administration ne soient pas très enclins à l'auto-critique pour mieux avancer. Un vrai leader sait se remettre en question, reconnaître ses erreurs pour mieux repartir de l'avant !
- 3) **L'impact très délétère des prises de participation de 10% dans chaque filiale par le PDG :** nous avons vu que la cotation d'une holding aux 3 métiers très différents était déjà atypique (sans compter l'héritage calamiteux de l'image boursière d'Avanquest...) mais la résolution actant la prise de prises de participation de 10% dans chaque filiale par le PDG est clairement un énorme frein : quel fond d'investissement voudrait investir lourdement dans une société à potentiel pour se faire diluer comme les pauvres petits porteurs que nous sommes ? (oui, les investisseurs basiques que nous sommes qui ne comprennent rien...)



4) **Une parole du staff démonétisée** : le fonctionnement de la bourse et des marchés reposent énormément sur l'image envoyée, le « story telling » (le marché attend une belle histoire, surtout sur les small caps) et la confiance. Or, celle-ci met du temps à se créer (surtout après le passif de l'histoire d'Avanquest qu'il faut encore solder aujourd'hui...) comme le rappelle Sébastien Martin, l'ex directeur financier de l'entreprise. Or, cette parole démonétisée est illustrée par deux exemples concrets :

- La guidance de 700 M€ de chiffre d'affaires pour 10% de ROC martelée depuis 2020 pour une échéance à juin 2023 est non respectée pour être décalée à juin 2024 (mais ce qui supposera un énorme effort d'acquisition pour trouver 120 à 150 M€ de chiffre d'affaires à acquérir dans les semaines/mois qui viennent avec la question majeure du financement de ces acquisitions...)
- L'annonce d'octobre 2022 (il y a 6 mois déjà...) non respectée à ce jour du renforcement massif dans le capital du staff et du PDG en achetant des actions au marché... Un esprit mal tourné dirait que cette annonce a été faite sciemment avant l'AG pour espérer calmer un peu les petits porteurs (ces « sans dents » hargneux qui veulent du pain) mais sans succès vu la tournure de l'AG...

5) **Un conseil d'administration défaillant** : un rôle désinvolte du conseil d'administration qui, de toute évidence, ne joue pas son rôle. Celui-ci a un rôle fondamental à jouer pour épauler le staff, le challenger voire lui porter la contradiction pour confronter les points de vue pour en retirer le meilleur. Or ici ce n'est pas du tout le cas : en tant qu'actionnaires, on attend de vrais administrateurs dignes de ce nom et non des « groupies » répétant en boucle les mêmes éléments de langage alors que rien ne change en matière de gouvernance...



COMMENTAIRE SUR LES RESULTATS DU 1^{er} SEMESTRE 2022/2023

Une communication financière en trompe l'œil (mais ça fait partie de l'exercice) dont il faut dégager les éléments suivants :

- 1) La croissance organique est seulement de +1% (l'appréciation du dollar a bien aidé pour le change),
- 2) La profitabilité opérationnelle est vraiment très faible pour de la tech (5,5%) (pour le marché c'est insuffisant : des business industriels porteurs peuvent « cracher » 20 ou 30% d'EBITDA, ce qui ne manque pas d'attirer les fonds d'investissement anglo-saxons...)
- 3) Les capitaux propres deviennent négatifs à hauteur de -10 M€ et vont nécessiter légalement une recapitalisation dans les 2 ans à venir selon le code du commerce français (si 90% du chiffre d'affaires est réalisé à l'étranger, néanmoins le siège social est en France).
- 4) Le remboursement des emprunts obligataires va impacter le résultat financier pour un résultat net final réduit voire déficitaire selon la structure des comptes à venir (et notamment le poids des dépenses d'acquisition sur Planet Art).

Mais pour relativiser, les résultats auraient pu être largement défavorables sans les efforts importants des équipes de Planet Art pour contourner les nouvelles règles de l'Apple Tracking afin de relancer l'acquisition de nouveaux clients.

Donc apparemment, cela commence à porter ses fruits et c'est de bon augure pour la clôture des résultats annuels à fin juin 2023...



ENJEU DÉCISIF DU MOMENT

La guidance de 700 M€ de chiffre d'affaires pour 10 % de ROC ou EDITDA (ce qui en soit est faible pour de la tech...) est donc repoussée à juin 2024 ce qui supposera de trouver 120 à 150 M€ de chiffre d'affaires à acquérir dans les semaines/mois qui viennent avec la question majeure du financement de ces acquisitions : la marche à franchir me paraît extrêmement haute à franchir en si peu de temps vu la panne de croissance organique depuis le dernier exercice (de 471 M€ à juin 2021 à 474 M€ à juin 2022 soit une situation flat et sauvée en réalité de la décroissance par la parité €/€ favorable).

Un tournant majeur peut donc se jouer dans les mois qui viennent en cas d'acquisition(s) pour atteindre 700 M€ en juin 2024: dans ce cas, le plus probable serait une augmentation de capital (car la société n'a pas la capacité financière à porter un endettement bancaire aussi lourd pour financer des acquisitions aussi massives) avec décote pour des investisseurs extérieurs.

Dans cette configuration, le risque pour nous étant une AK fortement dilutive avec la formation d'un pacte d'actionnaires à notre détriment entre les fonds entrants et le staff...

Cette guidance de 700 M€ de chiffre d'affaires pour 10 % de ROC a été érigée en totem mais est-elle vraiment pertinente par rapport aux gains espérés rapportés aux menaces générées ?

Pour nous actionnaires, à ce jour, l'allocation du capital a été très mauvaise : selon le travail de recherche très intéressant de l'adhérent Bracélé, depuis 2015 le groupe a réalisé pour 89,6 M€ d'augmentation de capital et levée de fonds alors que la société est valorisée 94 M€... (et sans compter les 10% du capital d'entrée dans chacune des 3 filiales votés en faveur du PDG).

Car, d'un point de vue actionnarial et gestionnaire, c'est précisément le retour sur capitaux investis qui permet de juger objectivement du bilan d'une direction.

Autrement dit, pour nous actionnaires, la croissance externe n'est souhaitable que si elle est relative grâce à une taille critique supérieure reconnue par le marché.



Ce qu'il faut éviter à tout prix, c'est la situation de beaucoup de small caps au potentiel fracassé par l'égo de leur management et une mauvaise allocation du cash par une prise de risques excessive (fuite en avant par la croissance externe faute de croissance organique et de profitabilité élevée / fuite en avant de l'endettement pour financer ces acquisitions chèrement payées / nécessité de recapitaliser périodiquement / AK dilutives pour les actionnaires historiques...)

A mon sens, il y a déjà de vrais sujets de fond à traiter par la direction pour booster le modèle économique actuel :

- ✓ **1-Enjeux Planet Art** : Ouverture de nouveaux pays pour Planet Art pour en faire un leader mondial incontesté (à terme pour une cession, c'est ce que va évaluer le marché pour acheter un « pure player » leader mondial de la photo sur mobile). Au regard de certains éléments, l'ouverture de l'Australie serait-elle en préparation ?
- ✓ **2- Enjeux Avanquest** : Continuer le « nettoyage » du portefeuille sur Avanquest pour, selon moi, un recentrage exclusif sur les logiciels PDF par abonnement : c'est ce qui cartonne et qui est vraiment profitable. Cela permettrait de concentrer les équipes sur un portefeuille resserré et vraiment profitable. Là encore, il s'agirait à terme de faire d'Avanquest une marque leader mondiale sur la niche du PDF (et là encore c'est ce qui peut séduire le marché ou un groupe pour une cession...)
- ✓ **3- Enjeux myDevices** : en partant de zéro il y a 10 ans, l'araignée tisse sa toile mais a été très ralentie pendant 2 ans par la période covid (les grands groupes avaient alors décalé leurs priorités). Désormais, techniquement ce qui lancera vraiment le marché c'est la généralisation de la 5G pour faire fonctionner tout cet écosystème de capteurs. L'enjeu serait même la configuration pour un pilotage par l'intelligence artificielle (qui peut traiter un nombre de données sans commune mesure par rapport aux humains et prendre ensuite les bonnes décisions). Les études comme Gartner évoquent l'entrée dans la maturité du marché vers 2025 : donc maintenant on rentre dans le « money time » pour myDevices avec pour juge de paix « l'ARR » (revenus annuels récurrents des capteurs) : soit les partenariats annoncés se concrétisent enfin par de l'ARR significatif (avec une marge opérationnelle de



50%, excellent pour doper la profitabilité consolidée du groupe !) ou soit les partenariats annoncés sont essentiellement de la com et dans ce cas l'ARR restera ridiculement faible... Je pense que le niveau d'ARR à horizon 2025-2026 sera alors un bon indicateur pour trancher entre ces 2 hypothèses...

Enfin, plus généralement, travailler sur les vecteurs d'augmentation de la profitabilité pour séduire le marché (en l'état, la profitabilité me paraît insuffisante. Soyons lucides et regardons en face les performances comptables : ok, sur la durée, on brasse du volume en croissance mais avec 5% d'EBITDA on est plus proche des marges du secteur transport-logistique que de la vraie tech qui fait rêver les investisseurs et ces derniers se sont même détournés de la tech avec la hausse des taux d'intérêt et la guerre en Ukraine...)

VALORISATION ET PERSPECTIVES

Au moment où j'écris ces lignes, l'action cote 2.33 € pour une valorisation d'un peu plus de 100 M€ : par un douloureux flash-back nous voici donc revenus au niveau de cours fin 2016/début 2017. Nous sommes désormais tous en moins-value plus ou moins sévère selon les PRU de chacun.

En finance, l'adage « le temps c'est de l'argent » est décisif : nous n'avons certes pas débouclé notre position mais le temps perdu ici en étant littéralement scotché nous fait perdre de l'argent en ratant d'autres opportunités à capter en ayant revendu (par exemple un dossier sain comme Catana sur les small, CAC 40 à travers le luxe, immobilier locatif, SCPI...)

Car la clé de l'enrichissement d'un investisseur (quelques soit ses moyens : du petit porteur au fond d'investissement d'envergure mondiale) c'est la rotation du capital : il faut faire circuler le cash pour capter les opportunités et diversifier les supports.

Ici, manifestement, le management n'a visiblement pas conscience d'être une boîte cotée et de devoir séduire le marché au-delà des sempiternels éléments langage insipides : la confiance avec le marché est rompue et va mettre beaucoup de temps à se renouer...



Personnellement, j'estime que la somme des parties génère une valorisation d'ensemble autour de 15 € sur la base des performances actuelles : la décote est donc abyssale ! On capitalise un peu plus de 100 M€ soit bien moins que la seule trésorerie disponible (121 M€) disponible à la fin du dernier semestre écoulé !

CONCLUSION

- 1) Au final, je dirai que les exercices clôturés à fin juin 2022 et 2023 sont des exercices de transition pour remettre d'aplomb le modèle économique.
- 2) Ce qui implique de devoir donc (encore !) patienter pour espérer une issue heureuse car la reprise de la croissance organique, le travail de la rentabilité et la concrétisation des synergies dans le cas d'acquisitions va prendre du temps et nous amène sur un horizon 2025-2026 minimum pour des perspectives correctes de cession (IPO ou ventes de gré à gré selon la conjoncture et les opportunités), hors nouveau choc de marché (nouvelle crise financière par exemple...)
- 3) C'est certain, on serait beaucoup plus serein si on était rentré à 2 € mais il y a encore beaucoup de choses positives à faire pour entrevoir une issue heureuse... à condition de faire les bons choix stratégiques pour une allocation efficiente du capital...

Courage il faut encore tenir, soyons solidaires dans le respect de tous !