

INDEPENDENT RESEARCH

28 Novembre 2016

Biens conso. Durables

H & M	NEUTRE	295SEK	
Bloomberg	HMB SS	Reuters	HMB.ST
Cours	270,3SEK	+Haut/+Bas	325,7/236,6SEK
Capi boursière	447 366 MSEK	Val. Entreprise	438 693 MSEK
PE (2016e)	24,1x	EV/EBIT (2016e)	18,4x

INDITEX	ACHAT	38EUR	
Bloomberg	ITX SM	Reuters	ITX.MC
Cours	32,05EUR	+Haut/+Bas	34,585/26,755EU
Capi. boursière	99 889 MEUR	Val. Entreprise	93 545 MEUR
PE (2016e)	31,1x	EV/EBIT (2016e)	22,7x

YOOX NET-A-PORTER	ACHAT	33EUR	
Bloomberg	YNAP IM	Reuters	YNAP.MI
Cours	24,89EUR	+Haut/+Bas	35,65/19,6EUR
Capi. boursière	3 377 MEUR	Val. Entreprise	3 328 MEUR
PE (2016e)	49,1x	EV/EBIT (2016e)	34,3x

ZALANDO	NEUTRE	39EUR	
Bloomberg	ZAL GR	Reuters	ZALG.DE
Cours	35,345EUR	+Haut/+Bas	40,35/23,035EUR
Capi. boursière	8 739 MEUR	Val. Entreprise	7 942 MEUR
PE (2016e)	68,0x	EV/EBIT (2016e)	40,1x

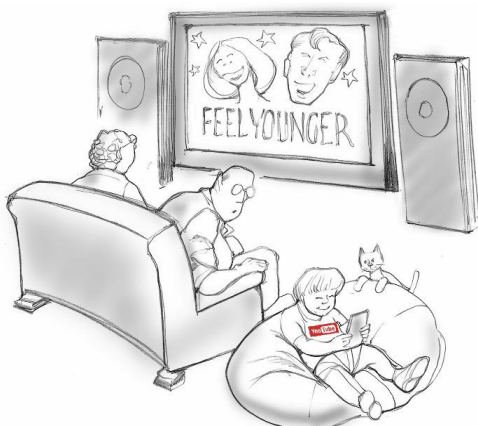
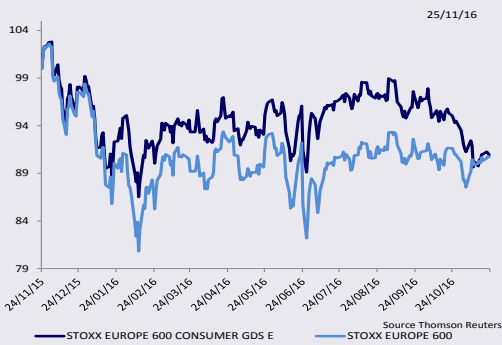
Mode

Uber et l'argent d'Hubert

Il y a un consommateur à servir, qui ne peut être asservi. Le penser comme un ermite, errant sans vergogne dans un désert digital surpeuplé, est une vision avilissante et en contradiction avec son désir d'authenticité. Si nous croyons en « Uber », nous pensons qu'il ne peut se substituer à « Hubert » et que le magasin, institution millénaire, restera au cœur du dispositif commercial.

■ Ne lit-on pas tous les jours que : la 1^{ère} compagnie de taxis au monde ne détient aucune flotte de voitures (**Uber**) ; la 1^{ère} entreprise hôtelière ne possède aucun hébergement (**Airbnb**) ; le distributeur parmi les plus puissants ne supporte aucun stock (**market place Alibaba**) ; les médias les plus populaires ne créent aucun contenu (**Twitter & Facebook**) ; le 1^{er} gestionnaire de contenu vidéo ludique n'exploite aucun cinéma (**Youtube**) ; une compagnie de téléphonie de 1^{er} plan peut fonctionner sans infrastructure (**WhatsApp ; Apple ; Facebook**)... ? Bref, orchestrée par les Millennials, la (r)évolution digitale ne va pas se produire, elle est effective. Sa déclinaison commerciale, le e-commerce (TCAM 2012/15 de 16% en Europe), accompagne le déficit de croissance des distributeurs traditionnels (TCAM 2012/15 de 1,4% en Europe).

■ Les e-commerçants qui ont rencontré le succès n'ont pour dénominateur commun que la cohérence d'une offre, laquelle nous semble aujourd'hui se décliner selon quatre principaux modèles. **Dans le 1^{er}**, l'e-commerçant propose une offre exhaustive au meilleur prix. Amazon est l'incarnation de ce web-hypermarché qui substitue au « tout sous le même toit » le « tout sur le même site ». **Dans le 2^{ème}**, un « web category killer » tel que **Zalando** (initiation à Neutre / FV de 39EUR) multiplie les flux sur des lignes de produits à forte rotation, de telle sorte qu'il devient le lieu de destination naturel pour qui chine un produit spécifique. **Dans le 3^{ème}**, l'expertise d'un **YNAP** (initiation à Achat / FV de 33EUR) est telle sur un segment de niche, qu'il est difficile pour un autre web-marchant de se procurer et vendre, dans un cadre aussi intimiste et au meilleur prix, une marchandise similaire. **Dans le 4^{ème}**, le distributeur Brick & Mortar est à même de concilier une manière plus prédictive de servir le consommateur avec l'entretien du lien social en magasin. Dans ce domaine, nous ré-initions **Inditex** à Achat (FV de 38EUR) et **H&M** à Neutre (FV de 295SEK).



Analyst:
Antoine Parison
 33(0) 1 70 36 57 03
 aparison@bryangarnier.com



Cédric Rossi
 33(0) 1 70 36 57 25
 crossi@bryangarnier.com

Research Assistant : Clement Genlot

Sommaire

1. La (r)évolution digitale?	3
1.1. Les faits saillants	3
1.1.1. Au commencement, il y eut les « millennials »	3
1.1.2. puis il y eut des marqueurs psychologiques	4
1.1.3. Crise endémique de croissance et recours au e-commerce	6
1.1.4. Les syndromes chinois (e-commerce) et africain (m-commerce)	9
1.2. L'équation financière de l'acteur traditionnel « moyen » à l'heure du digital	11
1.2.1. Coûts fixes et masse de chiffre d'affaires	11
1.2.2. Une équation compromise par une croissance anorexique	12
1.2.3. Abolition des frontières, fragmentation des médias et consommateur volage	12
1.3. Quelles conséquences peut-on entrevoir?	12
1.3.1. Face au e-commerce, seuls les magasins les plus rentables sont « protégés »	12
1.3.2. Quid d'un effondrement des volumes et contraction du parc de magasins	13
1.3.3. Dans un désert internet surpeuplé, sommes-nous des ermites digitaux?	14
1.4. Les distributeurs ne savent pas trop à quel Saint se vouer	15
1.4.1. Un vent de panique s'est emparé de Wal-Mart	15
1.4.2. ... tandis que le marché s'émeut de l'attentisme (?) de Carrefour	15
1.4.3. Dans les faits, des e-modèles sont susceptibles de créer de la valeur	16
2. Uber.com ?	18
2.1. Le « web-hypermarché »: Amazon	18
2.1.1. La machine de guerre Amazon	18
2.1.2. L'impact d'Amazon sur le segment des Textiles & Accessoires aux US	18
2.1.3. Un business model tourné vers la croissance de la top line	20
2.1.4. De nombreuses enseignes réduisent la voilure	21
2.2. Le « web category-killer »: Zalando (Neutre, FV @EUR39)	23
2.2.1. Attraction, rétention et monétisation !	23
2.2.2. Une incertitude notoire liée à Amazon	24
2.2.3. Nous valorisons Zalando à EUR39	24
2.3. La « web-niche »: YNAP (Acheter, FV @EUR33)	27
2.3.1. Luxe et e-commerce, deux modèles que tout oppose... ?	27
2.3.2. ... mais qui se réconcilient sur le segment de l'« affordable luxury »	28
2.3.3. Les synergies entre ses sites confèrent à YNAP un profil de niche	29
2.3.4. Nous valorisons YNAP à EUR33	29
2.3.5. Quid du Brexit ?	33
3. Ou plutôt Hubert.com ?	35
3.1. L'omnicanal et le « Click and Collect »	35
3.1.1. L'omnicanal face à l'envolée du m-commerce	36
3.1.2. Non, le magasin n'est pas mort !	38
3.2. Les défis de l'omnicanal	40
3.2.1. Changer le système de rétribution et les KPI	40
3.2.2. La bataille du dernier kilomètre et la gestion des retours	41
3.3. Ils ont tout compris: H&M et Inditex!	45
EN BREF: Zalando, le « web category killer »	51
Fair Value 39EUR, NEUTRE (Initiation de couverture)	51
EN BREF: Yoox Net-A-Porter, la « web niche »	73
Fair Value 33EUR, ACHAT (Initiation de couverture)	73
H&M (NEUTRE, 295SEK initiation de couverture), Inditex (ACHAT, 38EUR initiation de couverture)	95
« Fast-Fashion » : un secteur en rapide mutation	95
Bryan Garnier stock rating system	139

1. La (r)évolution digitale?

1.1. Les faits saillants

1.1.1. Au commencement, il y eu les « millennials »...

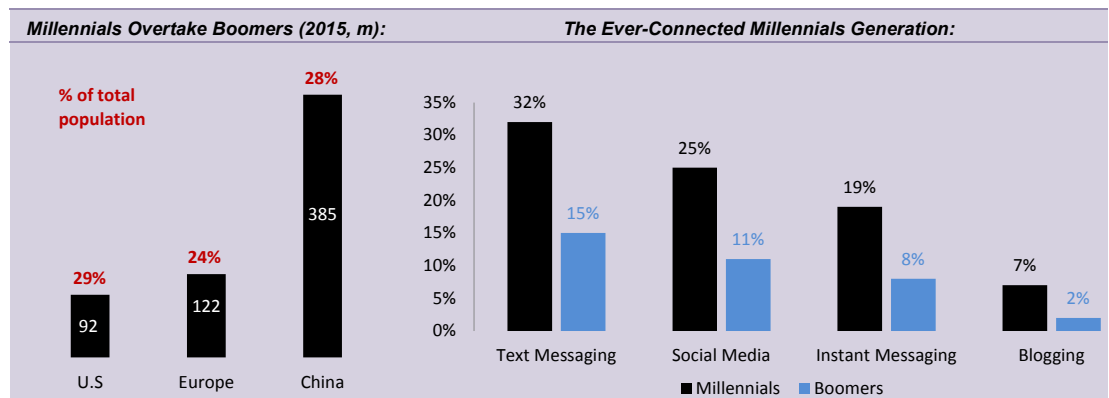
« Millennials » vs « Baby boomers »

Pour caricaturer, armé de son smartphone et avachi sur le tapis de sa chambre, le « Millennial » boit les paroles d'une jeune youtubeuse. De son côté, « Papy », effondré dans son fauteuil club, jalouse les exploits de James Bond sur un écran géant attelé d'un home cinéma. Allez comprendre ! C'est pourtant ces « Millennials », ou génération Y, qui sont au cœur de la (r)évolution digitale que nous nous efforcerons de décrypter au fil de cette étude.

Nés au cours de la période 1980-2000, ils sont en passe de détrôner les « Baby-Boomers ». Ils regroupent plus de 385m de personnes en Chine (~28% de la population totale), 122m d'individus en UE (~24%) et 92m de spécimens aux USA (~29%). Au-delà de ce poids démographique, cette génération représentera, en 2020, plus d'un tiers des ventes au détail US, voire 53% de la consommation intérieure chinoise (vs. ~45% aujourd'hui) selon le cabinet BCG. Elle ne dépensera pas moins, au contraire, mais différemment !

En effet, elle se distingue de ses ancêtres par : **1/ une hyper-connectivité** liée au smartphone (taux de pénétration de 85-90% selon les pays) ; **2/ une faible attirance pour la propriété** (habitat, voiture, etc.), sur laquelle capitalisent les sites de partage et Uber ; **3/ un rejet des médias traditionnels et messages institutionnels** ; **4/ une volonté de créer une relation directe avec les marques**, notamment via les réseaux sociaux. Aussi, les enseignes doivent constamment leur proposer des offres et ne plus se contenter de les accueillir en magasin.

Fig. 1: La génération « Millennials » aujourd'hui incontournable :



Source: Pew Research Center, Prosper Insight & Analytics

Est-ce la fin des marques de la vieille économie ? Non !

Avec les changements de comportement d'achat, les marques traditionnelles pourraient logiquement tomber en désuétude, pour être remplacées par **Amazon**, **Uber** ou **Facebook**. Pourtant, dans le classement ci-dessous, la génération « Y » américaine ne liste que trois enseignes technologiques dans le Top10 de ses marques préférées, dont deux seulement sont étroitement associées à l'utilisation de smartphones (**Apple** et **Samsung**). **Amazon** et **Google** n'arrivent respectivement qu'à la 11^{ème} et 12^{ème} place, tandis que les réseaux sociaux ou **Uber** ne sont même pas cités dans le top 50 ! Deux distributeurs « traditionnels » sont présents : **Walmart** et **Target**.

En revanche, en ce qui concerne la Chine, les marques historiques étant moins nombreuses, la génération « sino- Millennials » est davantage portée sur les griffes issues de la révolution digitale (**WeChat**, **Alipay** ou le site de commerce en ligne **Taobao**). Cela contraste avec les enseignes occidentales du Top 10 qui appartiennent toutes à la catégorie prêt-à-porter/sportswear (**Adidas**, **Zara**, **Nike** et **H&M**).

Fig. 2: Les marques préférées des « Millennials » en 2015 :

Ranking	U.S.	China (Tier 1 cities)
1	Nike	Apple
2	Apple	WeChat
3	Samsung	Alipay
4	Sony	Taobao
5	Walmart	Adidas
6	Target	Zara
7	Microsoft	Nike
8	Coca-Cola	Uniqlo
9	Jordan (Nike)	Baidu
10	Pepsi	H&M

Source: *Moosylvania.com*, RTG Consulting Group

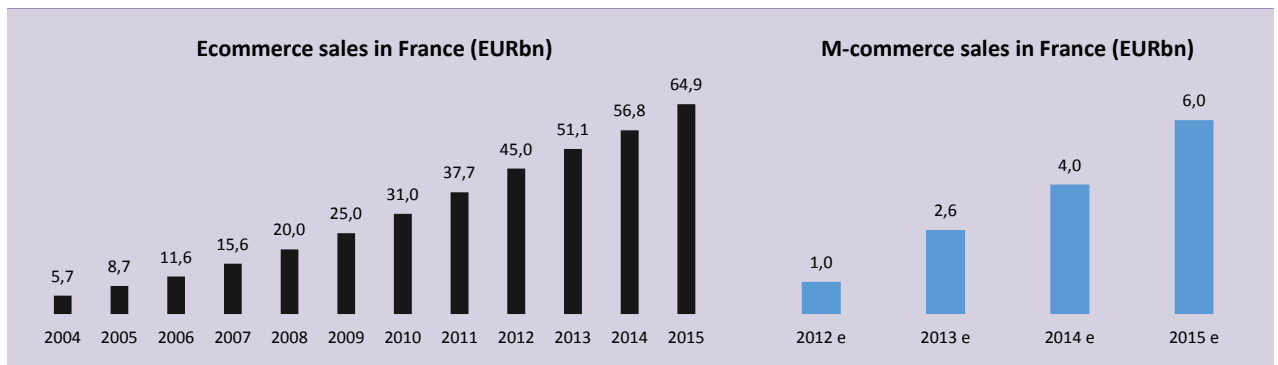
Deux conclusions sont envisageables, qui serviront de leitmotiv dans notre étude : **(i)** les « Millennials » associent plutôt les réseaux sociaux et les applications comme **Uber** à de nouveaux canaux d'information « facilitateurs » ; **(ii)** les marques ne sont pas forcément condamnées à la désaffection, mais sont obligées de s'adapter aux nouveaux modes de consommation (fermeture de magasins, stratégie omnicanal, etc.).

1.1.2. puis il y eut des marqueurs psychologiques

La 1^{ère} compagnie de taxis au monde ne détient aucune flotte de voitures (**Uber**) ; la 1^{ère} entreprise hôtelière ne possède aucun hébergement (**Airbnb**) ; le distributeur parmi les plus puissants ne supporte aucun stock (**market place Alibaba**) ; les médias les plus populaires ne créent aucun contenu (**Twitter & Facebook**) ; le premier gestionnaire de contenu vidéo ludique n'exploite aucun cinéma (**Youtube**) ; une compagnie de téléphonie mobile de 1^{er} plan peut fonctionner sans infrastructure (**WhatsApp ; Apple ; Facebook**)... Bref, orchestrée par les « Millennials », la révolution digitale ne va pas se produire, elle est effective et bouleverse nos habitudes. Sa déclinaison commerciale, le e-commerce, s'accompagne de marqueurs psychologiques saillants.

En France, par exemple, l'incroyable surenchère de la **Fnac** sur **Darty** (ie. 170p vs une valorisation de 100p quelques mois auparavant) n'est-elle pas symptomatique d'un malaise endémique de croissance et de l'impuissance des acteurs traditionnels face aux pure players internet ? Et Alexandre Nodale, CEO de **Conforama**, de conclure: « Notre conseil indépendant et notre direction avaient une valorisation claire en tête pour Darty. Notre offre finale à 160 p pour chaque action Darty reflète les critères d'évaluation que nous utilisons pour chaque acquisition, en incluant le retour sur investissement et la création de valeur ». L'opiniâtreté du « petit français » face au « monstre **Steinhoff** », détenteur du groupe **Conforama**, reflète probablement une stratégie par dépit qui, face à Amazon, consiste à partager les coûts à défaut de pouvoir les diluer par la croissance.

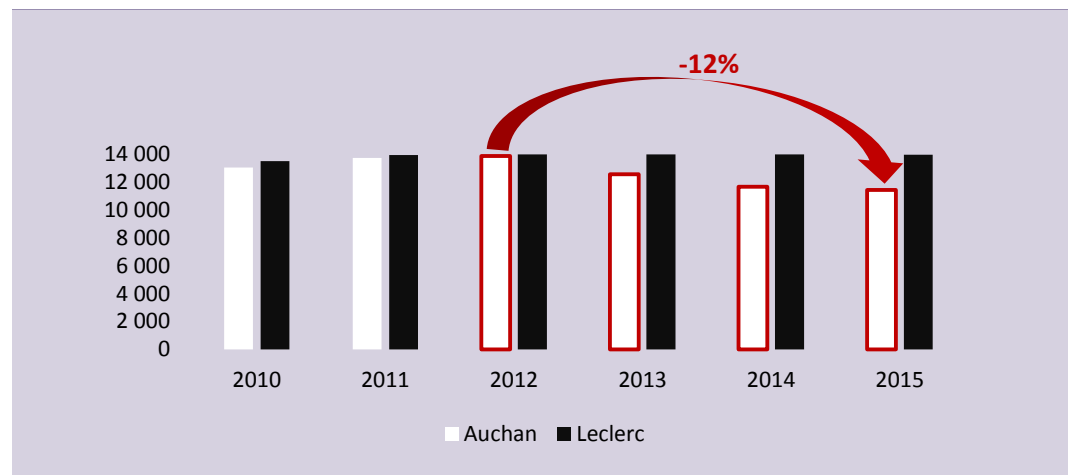
Fig. 3: CA du E-commerce (B2C) et du M-commerce en France



Source: Fevad ICE; Bryan, Garnier & Co ests.

Dans un autre registre, n'est-il pas interpellant qu'un groupe comme **Auchan**, acteur historiquement le plus performant du secteur, se retrouve actuellement dans la panade ? Comment expliquer que le premier de la classe siège subitement au rang des cancre, comme s'il avait perdu, du jour au lendemain, sa fibre commerciale et cessé de faire talentueusement son travail ? Nous pensons que le phénomène e-commerce n'y est pas étranger, en particulier lorsque l'on tient compte de la taille des hypermarchés **Auchan** (~10,000m² en moyenne) et de leur exposition au non-alimentaire (~1/3). La comparaison entre l'hypermarché quinquagénaire et l'e-commerce est évidemment hautement symbolique. Aussi, nous avons décidé d'en faire l'un des leitmotifs de ce rapport.

Fig. 4: Densité commerciale (CA au m²) des hypermarchés Auchan



Source: LSA; Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

1.1.3. Crise endémique de croissance et recours au e-commerce

Le besoin de croissance dépend naturellement de la démographie (potentiel d'appréciation des volumes), l'inflation (potentiel de valorisation du panier moyen) et les gains de PdM sur les acteurs traditionnels. Or, nous relevons aujourd'hui: **1/** une démographie apathique; **2/** un phénomène dé(sin)flationniste ; **3/** une saturation de l'espace concurrentiel, assortie d'une hausse de l'intensité capitalistique. Les distributeurs sont censés s'extirper de cette situation prioritairement par le haut, notamment via la top-line dans les pays émergents et/ou en optimisant les coûts.

Fig. 5: Solde d'accroissement naturel des principaux pays d'Europe

%	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Belgium	0,16	0,20	0,22	0,21	0,21	0,23	0,22	0,17	0,15	0,18	0,10
France	0,43	0,48	0,45	0,45	0,43	0,44	0,43	0,38	0,37	0,39	0,30
Germany	-0,18	-0,18	-0,17	-0,20	-0,23	-0,22	-0,23	-0,24	-0,26	-0,19	-0,23
Italy	-0,02	0,00	-0,01	-0,01	-0,04	-0,04	-0,08	-0,13	-0,14	-0,16	-0,27
Netherlands	0,32	0,30	0,29	0,30	0,31	0,29	0,27	0,21	0,18	0,21	0,14
Poland	-0,01	0,01	0,03	0,09	0,09	0,09	0,03	0,00	-0,05	0,00	-0,07
Portugal	0,02	0,03	-0,01	0,00	-0,05	-0,04	-0,06	-0,17	-0,23	-0,22	-0,22
Spain	0,18	0,25	0,24	0,29	0,24	0,23	0,18	0,11	0,08	0,07	-0,01
United Kingdom	0,23	0,29	0,32	0,35	0,37	0,39	0,40	0,38	0,32	0,32	0,27
EU (28 countries)	0,09	0,10	0,12	0,10	0,10	0,10	0,08	0,04	0,02	0,04	-0,03

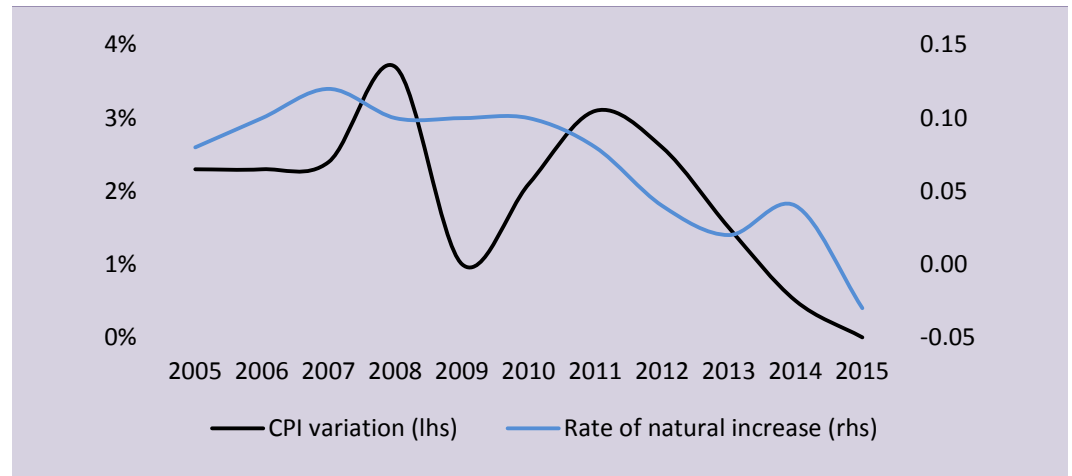
Source: Eurostat; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 6: Variation annuelle moyenne de l'inflation (CPI) dans les pays d'Europe

%	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Belgium	1,7	2,3	1,8	4,5	0,0	2,3	3,4	2,6	1,2	0,5	0,6
France	0,1	1,9	1,6	3,2	0,1	1,7	2,3	2,2	1,0	0,6	0,1
Germany	0,4	1,8	2,3	2,8	0,2	1,1	2,5	2,1	1,6	0,8	0,1
Italy	-0,1	2,2	2,0	3,5	0,8	1,6	2,9	3,3	1,2	0,2	0,1
Netherlands	-1,2	1,6	1,6	2,2	1,0	0,9	2,5	2,8	2,6	0,3	0,2
Poland	2,1	1,3	2,6	4,2	4,0	2,6	3,9	3,7	0,8	0,1	-0,7
Portugal	-0,6	3,0	2,4	2,7	-0,9	1,4	3,6	2,8	0,4	-0,2	0,5
Spain	3,2	3,6	2,8	4,1	-0,2	2,0	3,0	2,4	1,5	-0,2	-0,6
UK	1,5	2,3	2,3	3,6	2,2	3,3	4,5	2,8	2,6	1,5	0,0
EU (28 countries)	2,3	2,3	2,4	3,7	1,0	2,1	3,1	2,6	1,5	0,5	0,0

Source: Eurostat; Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

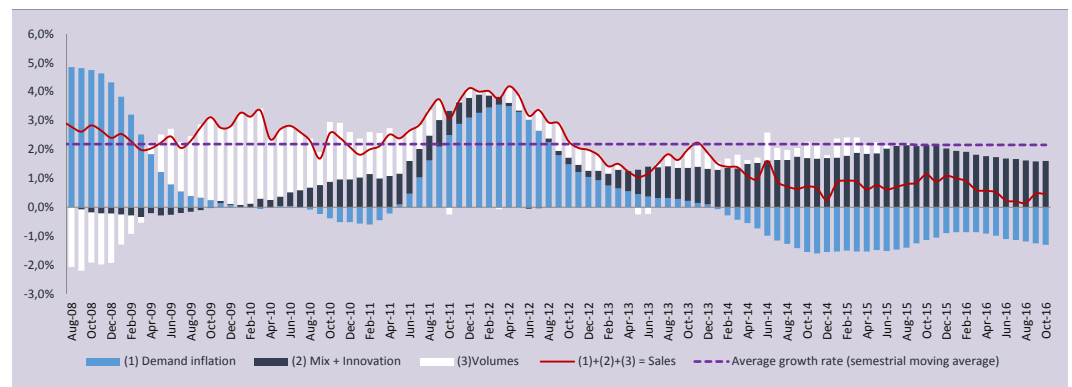
Fig. 7: Solde d'accroissement naturel vs. inflation en Europe



Source: Eurostat; Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Là où le bât blesse, c'est que 1/ les pays émergents sont en panne et que 2/ la base de coûts, que l'on ne peut réduire drastiquement au risque d'écorcher le fonds de commerce, a déjà été largement optimisée, depuis le début de la crise, chez de nombreux distributeurs. Ainsi, les fondamentaux (démographie et inflation en particulier) pénalisent les bases domestiques, tandis que les pays émergents n'offrent plus autant de garanties que par le passé. Les distributeurs doivent donc se battre et mendier, auprès du consommateur, quelques malheureux points de croissance via le fine-tuning de l'offre. Par exemple, la croissance des PGC (hypermarchés et supermarchés) en France est aujourd'hui exclusivement alimentée par un effet de mix-innovation (+2.2% YtD selon Nielsen) positif, qui vient compenser la déflation de la demande (-1.3% YtD).

Fig. 8: Décomposition de la croissance des hypers et supers français sur la base d'une moyenne semestrielle mobile (IRI)



Source: IRI; Bryan, Garnier & Co ests.

En fin de compte, la nécessité de déployer l'activité digitale s'apprécie au crépuscule de la croissance dans les pays matures. En effet, depuis 2011, le chiffre d'affaires de la distribution européenne a progressé de ~1,4% annuellement, soutenu par le digital (BtoC) dont la croissance moyenne a été de 16%! Et dans cet environnement anémique, nous sommes persuadés que le e-commerce doit être considéré comme un élément de compétitivité hors prix, soit un coût d'acquisition de nouveaux clients, afin d'entretenir sa part d'un gâteau dont la taille n'évolue plus.

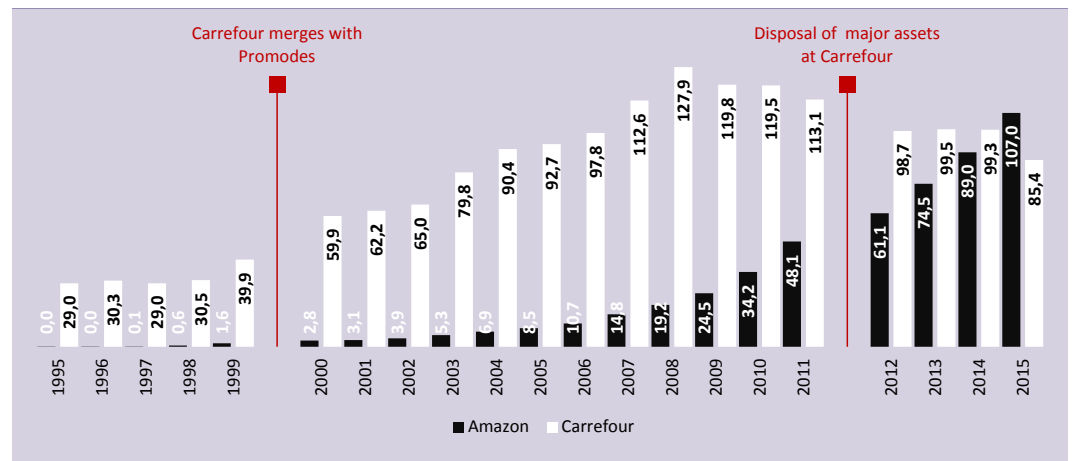
Fig. 9: Taux de croissance de la distribution (y compris internet) et progression du e-commerce (B2C) en Europe

	B2C (world)	B2C (Europe)	Retail sales*	GDP
2011	USD968bn	18,4% (EUR246bn)	2,4%	1,8%
2012	USD1,196bn	17,7% (EUR290bn)	1,2%	-0,3%
2013	USD1,537bn	22,0% (EUR354bn)	0,5%	0,5%
2014	USD1,895bn	13,6% (EUR402bn)	1,3%	1,8%
2015	USD2,273bn	13,3% (EUR455bn)	1,7%	2,6%
2016e	USD2,671bn	12,0% (EUR510bn)	NA	NA

* Retail trade, except of motor vehicles and motorcycles

Source: E-commerce in Europe; Eurostat; Bryan, Garnier & Co ests.

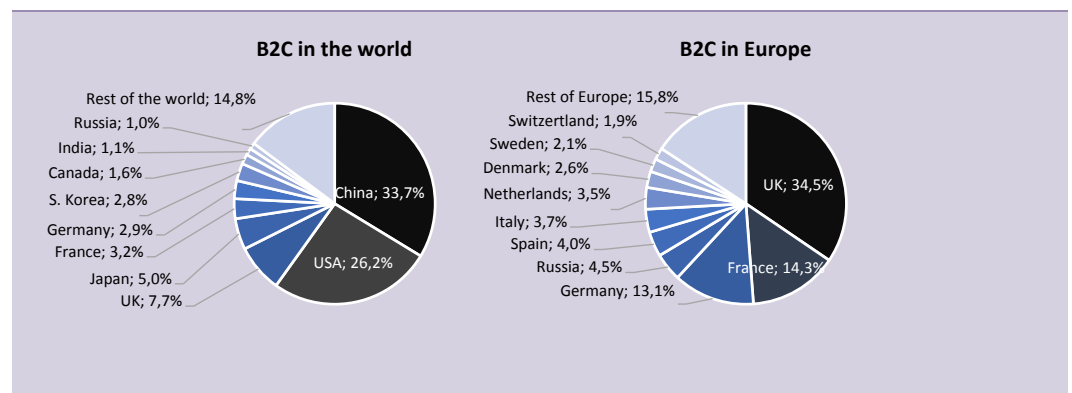
Fig. 10: Chiffres d'affaires (USD Mds) de Carrefour et Amazon



NB: of course, this graph contains a bias due to the EUR/USD exchange rate. Nevertheless, it provides us with a good idea of the trends.

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 11: Part de marché des différents pays dans le total du commerce B2C dans le monde et en Europe (2015)

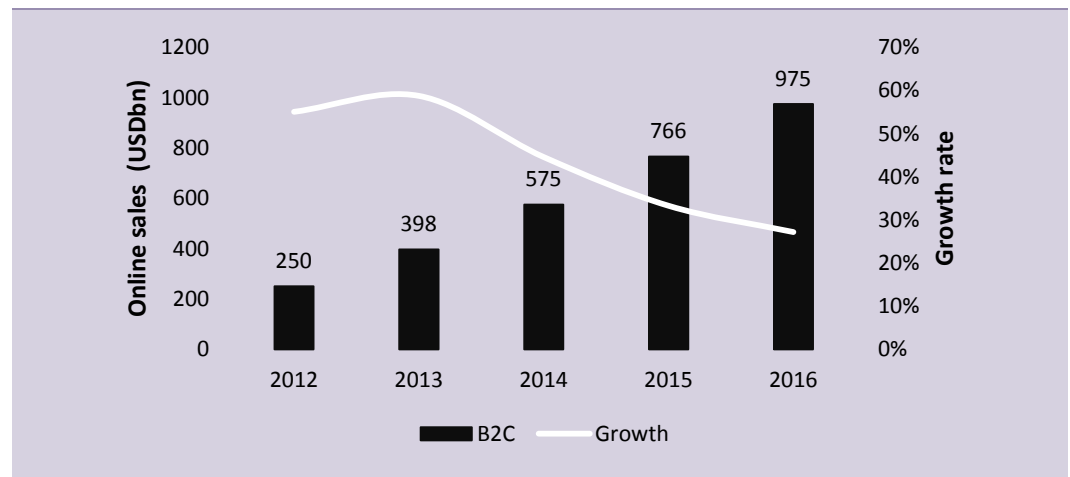


Source: E-commerce in Europe; Bryan, Garnier & Co ests.

1.1.4. Les syndromes chinois (e-commerce) et africain (m-commerce)

Afin d'entrevoir les enjeux du e-commerce, nous nous tournons vers les émergents et consignons les propos de S. Badault, directeur général France d'**Alibaba**, à propos de la Chine (Juin 2016). En effet, les lacunes d'infrastructures ont souvent fait des nouveaux pays industrialisés des laboratoires de l'innovation digitale. Il est donc intéressant de voir ce qu'il s'y passe, pour appréhender ce qui pourrait se produire en Europe. L'exemple de la Chine, qui connaît une explosion du e-commerce (« *La croissance de l'e-commerce a été fulgurante et, dans les années à venir, elle va représenter 42% de la croissance de la distribution, et 50% de cette croissance provient des zones rurales* »), prouve que les choses peuvent évoluer très rapidement (« *Il y a cinq catégories de produits où l'e-commerce dépasse 40% des ventes dans la distribution. En France, même dans les catégories de produits les plus fortes, on est plutôt autour de 20%. D'ici 2020 en Chine, il y aura une vingtaine de catégories de produits où l'e-commerce représentera 40% des ventes* »).

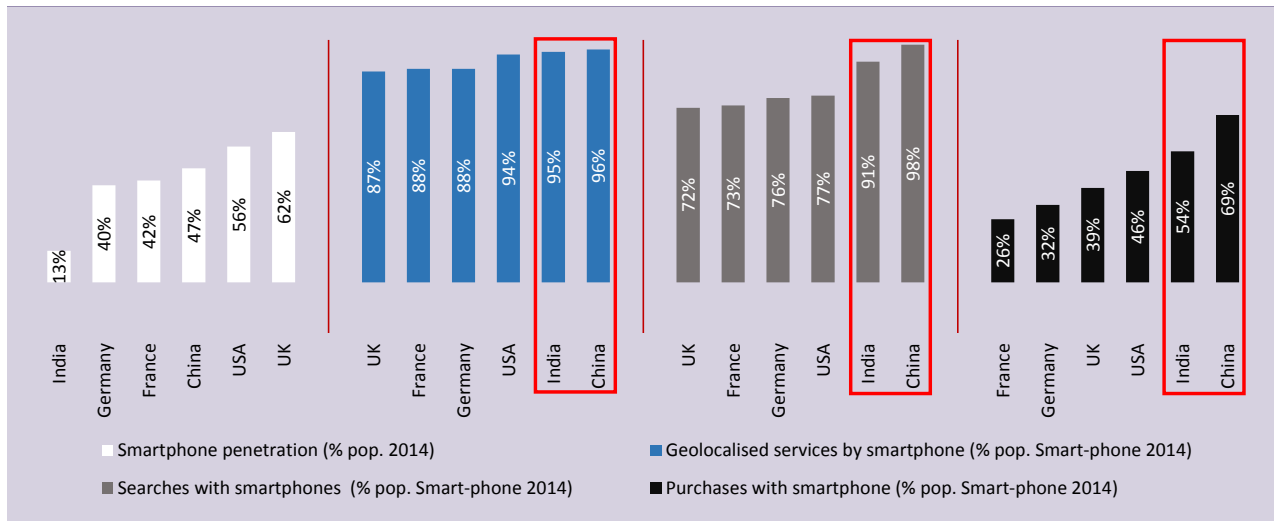
Fig. 12: Croissance du e-commerce en Chine



Source: *E-commerce in Europe*; Bryan, Garnier & Co ests.

Les smartphones étant une alternative aux matériels informatiques lacunaires, nous portons une attention particulière sur l'activité m-commerce qui décolle dans les émergents (« *En Europe, les ventes depuis les smartphones ne représentent qu'entre 5 et 10% des ventes globales. En Chine, 72% des achats sont réalisés sur les mobiles [...]. AliPay sur mobile, par exemple, possède 400 millions d'utilisateurs, et ils ne réalisent pas que des achats de produits mais payent aussi leur café, leurs places de cinéma, leur loyer, etc* »). En juillet 2015, Orange négociait ainsi avec le premier opérateur de téléphonie mobile en Inde, **Bharti Airtel**, l'acquisition de quatre de ses filiales en Afrique (Burkina Faso, Congo-Brazzaville, Sierra Leone et Tchad). Au mois d'avril 2016, aux côtés d'**Axa** et **Goldman Sachs**, il entrait à hauteur de 75M€ au capital d'**Africa Internet Group (AIG)**, propriétaire du site de e-commerce africain **Jumia** et d'autres sites internet présents sur le continent (**Kaymu**, **Hellofood**, **Jovago**, **Lamudi**, **Everjobs** ou **Carmudi**).

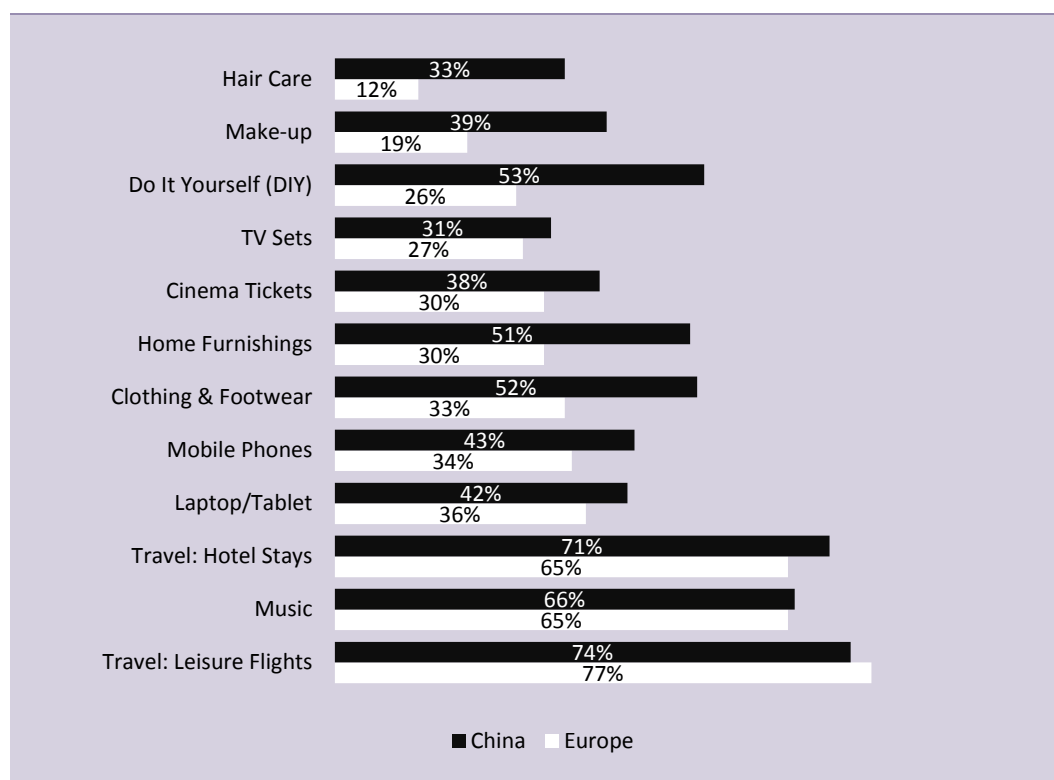
Fig. 13: L'usage des smartphones dans les pays émergents



Source: Oliver Wyman; Bryan, Garnier & Co ests.

Le m-commerce est évidemment porté par une nouvelle génération de consommateurs (les Millennials) qui s'affranchit des messages institutionnels (« *Les changements en Chine sont aussi liés à une nouvelle génération de consommateurs : les jeunes. 63% de la croissance est drivée par les jeunes* ») et s'avère particulièrement volage (« *Ils recherchent des nouveaux produits, ils cherchent des choses que les autres n'ont pas. Ils ne sont absolument pas fidèles aux marques* »). La « saisir au vol » (« *En moyenne, un jeune consommateur chinois a 7 points de contact avec un vendeur avant d'acheter en ligne. Là où nous – occidentaux – favorisons l'e-commerce pour des questions de praticité, pour eux c'est différent, l'e-commerce est un hobby* ») implique, pour les distributeurs traditionnels, la multiplication des points de contact (ie une approche omnicanal) et la maîtrise de l'écosystème digital.

Fig. 14: Chiffre d'affaires B2C par segment de marché en Europe et en Chine (ie. % du CA 2015 réalisé via internet)



Source: E-commerce in Europe; Bryan, Garnier & Co ests.

PS: nous relevons de fortes divergences d'estimation entre les différentes sources (E-commerce in Europe, Euromonitor, eMarketer...) qui fournissent aujourd'hui des données sur le e-commerce. Mais ce qui nous intéresse, en l'occurrence, est le contraste qu'il peut exister entre l'Europe et la Chine.

1.2. L'équation financière de l'acteur traditionnel « moyen » à l'heure du digital

1.2.1. Coûts fixes et masse de chiffre d'affaires

Certes, l'équation financière d'un distributeur alimentaire n'est pas la même que celle d'un opérateur textile ou électrodomestique. La rotation de l'actif économique, la Marge Sur Coût Variable (MSCV) et la structure de coûts fixes diffèrent sensiblement. Prenons donc l'exemple d'un distributeur « moyen » afin d'illustrer la fébrilité de l'équation financière de certains opérateurs traditionnels face à l'ascension du e-commerce.

Chez ce distributeur « moyen », les coûts fixes, qui évoluent indépendamment de l'activité (frais centraux, IT, D&A...), représentent une part significative du P&L (mettons 15% du CA). Toutes choses étant égales par ailleurs, le CA doit donc progresser afin que la Marge Sur Coûts Variables ($MSCV = \text{marge brute} - \text{charges opérationnelles variables} / \text{mettons } 20\% \text{ du CA}$) puisse couvrir ces charges invariables.

Outre l'érosion des facteurs naturels de croissance, la difficulté de l'entreprise tient au fait que ces coûts fixes, bien qu'indépendants du niveau d'activité, sont néanmoins impactés par l'inflation naturelle des coûts (~1.5%e dans les pays matures). Pour en compenser les effets, le CA annuel doit donc croître ne serait-ce que de +1.5% LFL.

1.2.2. Une équation compromise par une croissance anorexique

Dans un environnement de croissance anémique, le distributeur doit défendre crânement sa part d'un gâteau dont la taille n'évolue guère. Il doit ainsi attiser la concurrence intermarques (entre produits rivaux au sein d'un même magasin) pour échapper à la concurrence intramarques (entre distributeurs d'un même produit). D'où l'importance du parcours clients pour retenir le consommateur (attente en caisse, disponibilité des produits, qualité/prix, ambiance...).

En effet, plus ce dernier est fidèle à une enseigne, plus l'élasticité de la demande est faible et le potentiel de marge ainsi élevé. Dès-lors, le but du distributeur est de fidéliser le client dans des proportions telles que la contrainte liée au changement d'enseigne devient pesante. **Monoprix**, compte tenu de son positionnement prix exorbitant, soutient probablement cette gageure (c'est ainsi que 9% de ses clients les plus fidèles réalisent 45% de son CA !).

1.2.3. Abolition des frontières, fragmentation des médias et consommateur volage

La démarche est d'autant plus ardue que le consommateur est « ingrat » par nature. Dans la distribution alimentaire en France, par exemple, le taux de nourriture (qui mesure la PdM de l'enseigne chez ses clients) n'est que de 18% en moyenne (32% dans le meilleur des cas), tandis qu'un client fréquente six enseignes différentes. Internet, qui abolit les frontières physiques et multiplie les possibles, doit forcément attiser ce comportement volage.

Les médias étant de plus en plus fragmentés, l'utilisateur fait de moins en moins confiance aux messages institutionnels (recommandations sanitaires, publicité, communication d'entreprise...), se renseigne auprès des réseaux sociaux (la génération Y qui adule ses Youtubers) et ère sans vergogne, selon ses influences, d'un canal à un autre. Le sujet e-commerce, en tant qu'élément de compétitivité hors prix, prend alors toute son importance lorsqu'il s'agit de défendre son pré carré et capter de nouveaux clients.

1.3. Quelles conséquences peut-on entrevoir?

1.3.1. Face au e-commerce, seuls les magasins les plus rentables sont « protégés »

Pour rappel, chez notre distributeur « moyen », l'équation financière repose sur une MSCV et des coûts fixes de 20% et 15% respectivement, si bien que la marge opérationnelle ne dépasse pas les 5%. En conséquence, ceteris paribus, un retrait de 25% des volumes au profit du e-commerce (à l'instar de ce que l'on peut probablement observer chez les opérateurs les plus vulnérables) effacerait tout résultat. Sur des segments en première ligne (en particulier le non alimentaire à faible rotation), la sanction peut-être très rapide. Aussi, plus un magasin est rentable, plus il est à même de souffrir une érosion de son trafic au profit d'internet, tout en continuant à créer de la valeur et générer du cash.

1.3.2. Quid d'un effondrement des volumes et contraction du parc de magasins

L'irruption du e-commerce pourrait avoir des effets contagieux au niveau de l'industrie traditionnelle. Concrètement, les entités les moins rentables pourraient probablement fermer une grande partie de leur parc avec, cela va sans dire, de lourdes conséquences en termes de maillage territorial, pouvoir de négociation commerciale et dilution de la base de coûts fixes.

Post disruption, une fois que le e-commerce aura atteint la PdM qui lui est naturellement dévolue - qui peut le dire ? Il se disait, au début des années 2000, qu'elle pourrait atteindre 20% dans les PGC - les survivants (les segments de niche les plus rentables) devraient finalement évoluer dans un marché résiduel Brick & Mortar épuré et moins concurrentiel.

Nous privilégions donc ces derniers. Evidemment, nous avons un a priori favorable vis-à-vis des category killers tels que **Primark**, **H&M** et **Inditex**, qui affichent une marge opérationnelle de 15% en moyenne! Nous croyons en ces institutions qui placent les desideratas du client au cœur du débat.

Fig. 15: Marge opérationnelle des principaux acteurs par compartiment de consommation

	2013/15 Sales CAGR	2015 EBIT margin
Ahold Delhaize	4,8%	3,7%
Carrefour	-0,2%	3,2%
Tesco	-1,7%	2,2%
Metro	-4,0%	2,5%
Average	-0,3%	2,9%
Dixons	-0,1%	3,9%
Fnac Darty	0,4%	2,1%
Kingfisher	0,4%	6,3%
Media Markt Saturn	1,3%	3,2%
Average	0,5%	3,9%
H&M	14,3%	15,0%
Inditex	8,6%	17,8%
Primark	12,8%	~13,5%
Hugo Boss	6,5%	16,8%
Average	10,6%	16,5%
Burberry	10,6%	17,9%
Hermes	11,8%	31,6%
Kering	5,5%	14,4%
LVMH	8,3%	18,4%
Average	9,1%	20,6%
Essilor	10,5%	18,2%
L'Oreal	4,0%	17,5%
Luxottica	8,0%	16,3%
Seb	5,3%	8,2%
Average	6,9%	15,0%

Source: Datastream; Bryan. Garnier & Co ests.

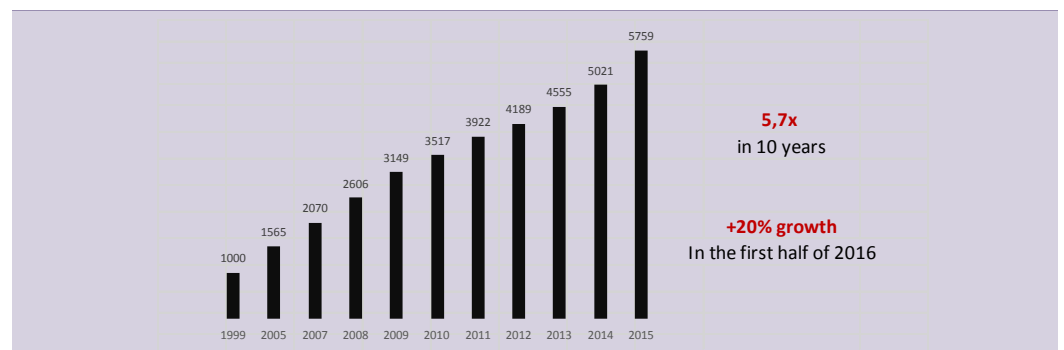
1.3.3. Dans un désert internet surpeuplé, sommes-nous des ermites digitaux?

« Je crois que les êtres humains vont prendre le contrôle de leur vie. Je refuse l'idée que les nouvelles technologies vont totalement diriger nos vies. C'est pourquoi nous conservons des magasins physiques et la qualité de service, et ce n'est pas une approche technologique c'est une approche philosophique. Si nous pouvons fusionner ces deux approches, ce sera le succès » déclarait récemment G. Plassat (la revue du digital, 30/06/2016). Ces propos pourraient raisonner dans le vide, quand on sait que Carrefour est aujourd'hui sanctionné sur sa stratégie e-commerce. Ils sont néanmoins la synthèse d'un mouvement sociologique qui, de prime abord, peut sembler contradictoire. Concrètement, nous pensons que le digital, fast-food informationnel, porte en lui le germe de sa propre remise en question.

En effet, influencé par la foule des youtubers et trend setters, le consommateur s'affranchit des messages institutionnels qui, dans son esprit, deviennent des véhicules pour servir les intérêts de castes. Pourquoi le petit déjeuner est-il le repas le plus important de la journée ? Parce qu'évidemment cela arrange le lobby de l'agroalimentaire céréalier ! Cinq fruits et légumes tous les jours ? Mais quel est donc le fondement académique d'une telle maxime ? Etc... Et dans cette cacophonie, le consommateur a parfois tendance à s'en remettre à ce qui est immuable et n'a nul besoin de se justifier, la nature.

NB. Le segment alimentaire illustre très bien ce désir de retour à la nature. Les Millennials, en particulier, accordent une importance inédite au bien-être naturel. Soucieux de l'éthique alimentaire, ils plébiscitent les produits « bio », « locaux » et « sans » (ie sans sucre et sel ajoutés, sans gluten, sans additifs et pesticides...). Concrètement, nous restons pantois devant les taux de croissance à 15/20% (!) du **1/** marché français du Bio (5,8Md€ en 2015, selon Agence Bio), lequel est soutenu par les scandales agroalimentaires (borsegate, huile de palme, produits cancérogènes etc...), l'allongement de la durée de la vie et les préoccupations sanitaires y afférentes. De même, nous sommes tout ouïe devant le déploiement des enseignes de **2/** produits frais comme Grand Frais (170 magasins pour un CA estimé de 700M€ en 2015 vs 400M€ en 2012 et une marge probablement bien au-dessus des standards de la distribution...) qu'un groupe comme Carrefour (d'ores et déjà 1^{er} revendeur de produits Bio en France...) aurait tout intérêt à examiner de près. Ajoutés à cela les **3/** produits de nos régions, qui surfent sur la vague du « made in France », et le distributeur dispose peut-être d'un triptyque d'avenir dans un environnement de croissance anémique (ce que Carrefour nous semble avoir très bien saisi...).

Fig. 16: Marché des produits bio en France depuis 1999 (MEUR)



Source: Company Data; Agence Bio; Monoprix; Bryan, Garnier & Co ests.

Parce que substituer **Uber** l'automatique à Hubert le mécanique, c'est rompre le lien social, occulter la singularité de chacun et faire du consommateur un ermite digital englué dans une consommation et des rapports sociaux symétriques. C'est ainsi que la « passion » pour le digital s'accompagne d'un retour à la nature. La décoration vintage et les vieux vinyles, les brocantes et braderies, les produits de nos campagnes et la cuisine de nos grand-mères [...], sont autant « d'anachronismes » qui font pourtant les choux gras des émissions à succès (Top Chef, D&Co, un trésor dans votre maison, occasions à saisir, RMC découverte...).

Et Monsieur Plassat de conclure : « *si nos clients ont besoin, dans le futur, d'un indicateur sur leur réfrigérateur indiquant qu'ils ont besoin de lait, il faut que l'on s'inquiète* ». Aussi, l'objectif est de mettre le client au cœur de la data, mais certainement pas d'occulter ce dernier dans la data (le servir et ne pas l'asservir). Nous pensons que rien ne pourra se substituer au plaisir de choisir ses fruits, essayer une robe, fendre la foule, négocier et se fâcher avec le brocanteur, lire une bande dessinée et sentir l'odeur du papier... Et le magasin physique, en tant que lieu de rencontre, est une institution millénaire (**Zalando**, **Amazon**, **LDLC** et consorts en inaugurent d'ailleurs...) et le réseau, un avantage comparatif pour les acteurs traditionnels.

1.4. Les distributeurs ne savent pas trop à quel Saint se vouer

1.4.1. Un vent de panique s'est emparé de Wal-Mart...

Une certaine panique s'est emparée du plus emblématique des distributeurs. **Wal-Mart** s'est ainsi engagé avec conviction dans la bataille de la livraison gratuite au moment où Amazon commençait à rogner sur sa clientèle. Le géant répliquait, début juillet, via une opération commerciale au profit de son programme pilote de livraison gratuite, « ShippingPass ». Il proposait ainsi la gratuité pendant un mois à ses clients. Et F. Madeira, président et CEO de **Walmart.com** de souligner : "*ShippingPass coûte la moitié du prix d'un autre programme du même type, soit 49\$*" (ie. service Prime d'**Amazon** facturé 99\$ qui, en réalité, comprend également un abonnement vidéo, musique et ebook à la demande...).

Cette initiative de **Wal-Mart** est intervenue à la suite de la présentation des résultats du T1 2016 à l'occasion de laquelle le CEO, Doug McMillon, avait déclaré que la croissance de l'activité e-commerce (+7% sur la période), était "*trop lente*". Par ailleurs, le distributeur américain s'est associé avec les chauffeurs Uber et Lyft afin de livrer les courses réalisées sur Internet et a poursuivi le déploiement de drives sur le territoire américain. Aujourd'hui, le e-commerce représente environ 3% du CA de **Wal-Mart**, soit la bagatelle de 12,9Md€! Ces initiatives fortes contrastent manifestement avec ce que d'aucuns qualifieraient d'attentisme chez **Carrefour**.

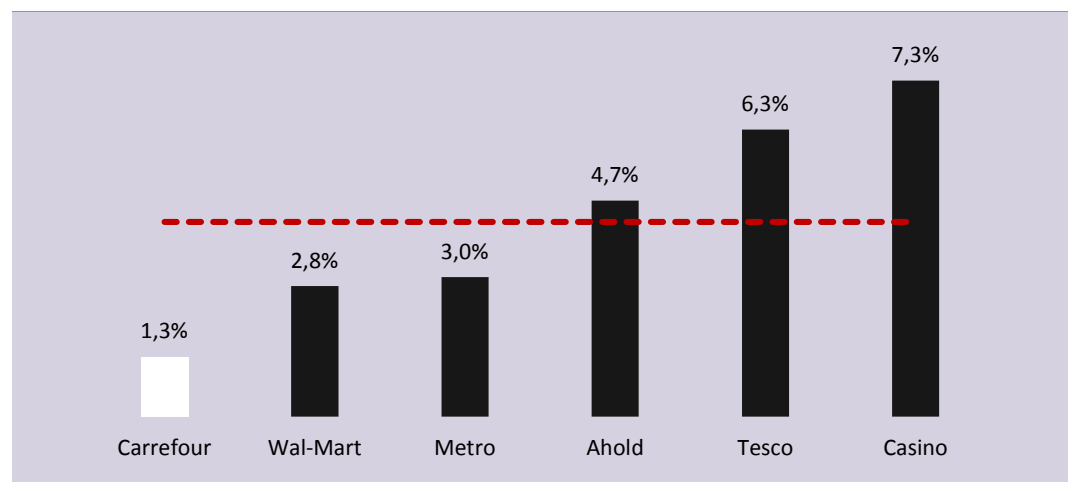
1.4.2. ... tandis que le marché s'émeut de l'attentisme (?) de Carrefour

Il est notamment reproché au distributeur français son retard dans l'e-commerce, Monsieur Plassat arguant du fait qu'il ne sert à rien de se lancer à corps perdu dans une aventure non rentable. Une telle approche, envers et contre tous, a été lourdement sanctionnée. Le titre **Carrefour** reculait ainsi de -15% (vs -7% pour l'indice) au cours des deux mois qui suivirent le T1 2016, publication au cours de laquelle le management avait tenu des propos polémiques sur le sujet.

Dans l'alimentaire, par exemple, le drive dépasse dorénavant les 5Md€ en France. A tort ou à raison, les investisseurs s'étonnent que ce segment (qui croît à deux chiffres) ne puisse intéresser **Carrefour**, au moment où la croissance fait défaut (et où chaque commodité offerte est une raison supplémentaire pour le consommateur de privilégier une enseigne plutôt qu'une autre).

Quand bien même le diagnostic de **Carrefour** sur la rentabilité serait le bon, les investisseurs s'inquiètent donc de la faiblesse des ventes que le groupe réalise sur le segment e-commerce (1,3% de son CA 2015).

Fig. 17: Estimation du CA e-commerce 2015 des distributeurs alimentaires (% du CA)



Source: Company Data; Bryan. Garnier & Co ests.

Pour autant, un distributeur comme **Casino**, qui s'est lancé sans hésitation dans le e-commerce via un véhicule pure-player (**Cdiscount**), est également sanctionné sur le sujet. En fin de compte, nous avons le sentiment que les investisseurs ne savent plus à quel saint se vouer (le e-commerce doit-il être considéré comme un vecteur de rentabilité ou comme un coût d'acquisition de nouveaux clients ?). Et les plus fervents défenseurs de Monsieur Plassat de souligner le « sang-froid » du CEO dont le juste impératif catégorique est la « croissance rentable ». Mais en l'occurrence, nous pensons que certains modèles pure-players peuvent effectivement créer de la valeur. En fonction de la façon dont réagissent les acteurs traditionnels, ils sont une menace ou un vecteur de changements positifs.

PS : En réalité, nous pensons que Carrefour n'est pas aussi attentiste qu'on le croit (cf. notre étude : [Tending towards premiumisation?](#)) et qu'il pose, depuis 2012, les jalons d'une stratégie digitale au service du consommateur et susceptible d'asseoir sa pérennité face au pure-players internet (1/ rachat des galeries marchandes ; 2/ densification du réseau ; 3/ montée en gamme, notamment via les produits Bio, Frais et locaux).

1.4.3. Dans les faits, des e-modèles sont susceptibles de créer de la valeur

Aux yeux de tous, la réussite d'**Amazon** était peut-être irrémédiable. En revanche, qui aurait pu préjuger du succès d'une entreprise spécialisée dans la vente de chaussettes (**meschaussettesrouges.com**), qui a obtenu auprès de la Famille Gammarelli (officine de couture romaine, spécialisée dans les vêtements ecclésiastiques et fournisseur des papes) l'exclusivité de la distribution sur le web de ses chaussettes rouges cardinal ? Aujourd'hui plusieurs modèles sont susceptibles de créer de la valeur et présentent donc une menace (ou opportunité ?) pour les acteurs traditionnels.

Il n'y a pas de vérité indivisible et ces e-commerçants qui ont rencontré un franc succès n'ont pour dénominateur commun que la cohérence d'une offre, laquelle nous semble aujourd'hui se décliner selon quatre principaux modèles :

- Dans le premier modèle, l'e-commerçant propose une offre exhaustive au meilleur prix. **Amazon** est certainement l'expression la plus aboutie de ce « web-hypermarché » qui substitue au « tout sous le même toit » le « tout sur le même site ».
- Dans le second, un « web category killer » tel que **Zalando** multiplie les flux sur des lignes de produits à forte rotation, de telle sorte qu'il devient le « lieu de destination naturel » pour tout internaute qui chinerait un produit spécifique.
- Dans le troisième, l'expertise d'un **Yoox Net-A-Porter** est telle sur un segment de niche, qu'il est difficile pour un autre web-marchant de **1/** se procurer et **2/** vendre, dans un cadre aussi « intimiste » et au meilleur prix, une marchandise similaire.
- Dans le quatrième (le click & collect), le distributeur Brick & Mortar (**H&M et Inditex**) est à même de concilier une manière plus prédictive de servir le consommateur (via le click et la data) avec l'entretien du lien social (via le collect dans un réseau de magasins physiques).

Pour chacune de ces catégories, la rentabilité est un fait saillant de notre thèse d'investissement. En effet, nous estimons que les perspectives fabuleuses que nous décrivent les e-commerçants ne les exemptent pas de l'impératif de création de valeur propre à toute entreprise financière. Et jusqu'à présent, rares sont les acteurs qui ont su montrer patte blanche...

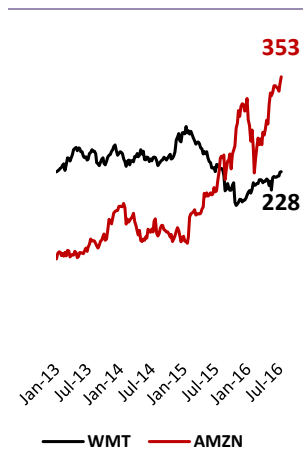
Nous reviendrons plus en détail sur ces quatre modèles au fil de cette étude dans laquelle nous initions **Zalando** avec une recommandation Neutre (FV de 39EUR), **Yoox Net-A-Porter** avec une recommandation Achat (FV de 33EUR), **H&M** avec une recommandation Neutre (FV de 295SEK) et **Inditex** avec une recommandation Achat (FV de 38EUR).

2. Uber.com ?

2.1. Le « web-hypermarché »: Amazon

2.1.1. La machine de guerre Amazon

Capitalisations boursières de Wal-Mart et Amazon (en MdsUSD) :



Source: Datastream

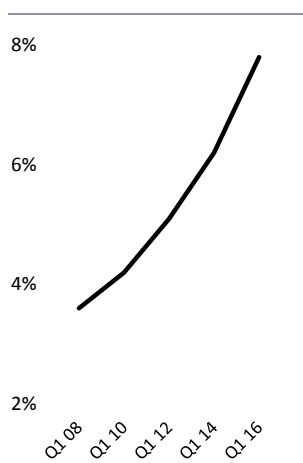
Amazon est l'un des symboles majeurs de cette mutation de la consommation vers le e-commerce. Le « passage de témoin » entre le géant de la nouvelle économie et le n°1 mondial de la distribution traditionnelle a eu lieu au cours du mois de juillet 2015, lorsque la capitalisation boursière d'Amazon a dépassé celle de **Wal-Mart**. Actuellement, le site en ligne, fondé par Jeff Bezos en 1997, « pèse » 1,5x plus lourd que son concurrent!

Ce « croisement » des courbes ne s'explique pas par le volume de CA, puisque les ventes 2015 d'Amazon (107 MdsUSD) représentent à peine le quart de celles générées par Wal-Mart (482 MdsUSD en 2015). En outre, **Amazon** est à peine profitable (2,1% de MOP en 2015 vs. 5% pour Wal-Mart), sachant que l'amélioration des marges n'a jamais fait partie des priorités d'un business model reposant essentiellement sur la génération de FCF (voir par ailleurs). Et ce sont finalement les services de cloud (AWS) qui tirent la rentabilité (~7% du CA mais 41% de l'EBIT).

Qu'est-ce qui peut donc expliquer cet attrait des investisseurs pour **Amazon** ? Nous identifions deux principales raisons : **(i)** le sentiment qu'Amazon continuera de jouer un rôle actif dans le développement du e-commerce (le site marchand représente déjà ~12% des ventes totales B2C US !) avec, par conséquent, **(ii)** un momentum qui devrait rester très soutenu au niveau de la croissance top line (TCAM 2015-20e de +19% alors que les distributeurs traditionnels sont confrontés à une crise de croissance). Nous verrons que ces deux raisons sont pleinement d'actualité en ce qui concerne le segment Textile & Accessoires, pierre angulaire de cette étude.

2.1.2. L'impact d'Amazon sur le segment des Textiles & Accessoires aux US

Poids du e-commerce en % du total des ventes de détail aux US :



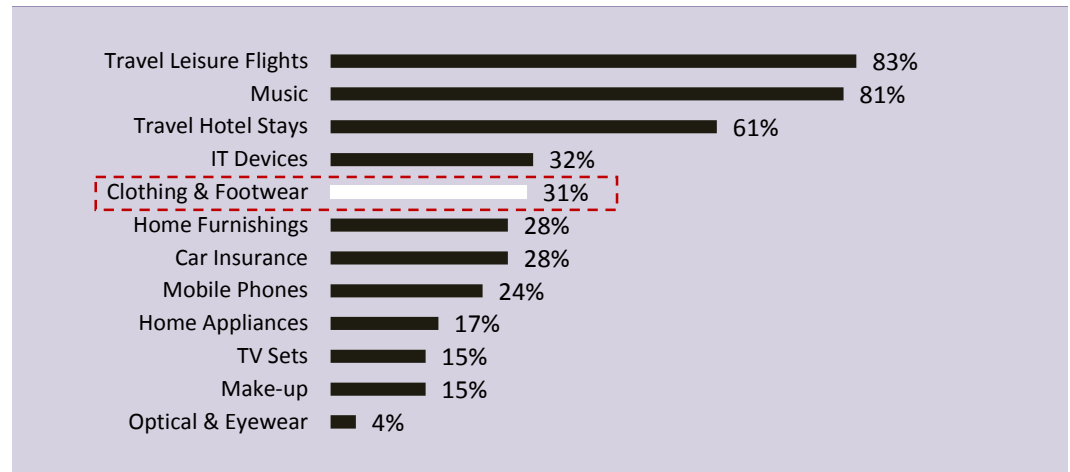
Source: U.S. Census Bureau

Bien que la montée en puissance du e-commerce soit globale, c'est aux USA que son impact sur la distribution traditionnelle est le plus notable. **Le circuit online a représenté près de 8% des ventes au détail US au T1/16** et, comme l'illustre le graphique ci-contre, progresse de près de 1 point par an (ie. une croissance annualisée de près de 16%).

Toutefois, son importance est plutôt inégalement répartie entre les différents compartiments de la distribution, comme l'indique le graphique ci-dessous. **Le segment Textiles & Accessoires est particulièrement concerné puisque, l'an dernier, 31% des achats de vêtements et chaussures aux USA ont été réalisés en ligne, soit deux fois plus que pour le maquillage (15%) !**

La mise en place d'une stratégie omni-channel par les distributeurs multimarques (ex: *department stores*) et les enseignes (ex: **Ralph Lauren** dont les ventes internet représentent plus de 12% de son CA) a contribué au développement du e-commerce. Mais, selon nous, le fait saillant est la percée d'**Amazon** dans le segment du prêt-à-porter. Le site n'est entré dans la catégorie Textiles et Accessoires qu'en 2002. Pourtant, d'après plusieurs experts, le site marchand aurait déjà réalisé un CA de près de 16,3 MdsUSD (~26% de son CA Amérique du Nord) sur le segment en 2015.

Fig. 18: Taux de pénétration du circuit online en 2015 par segment (marché US) :

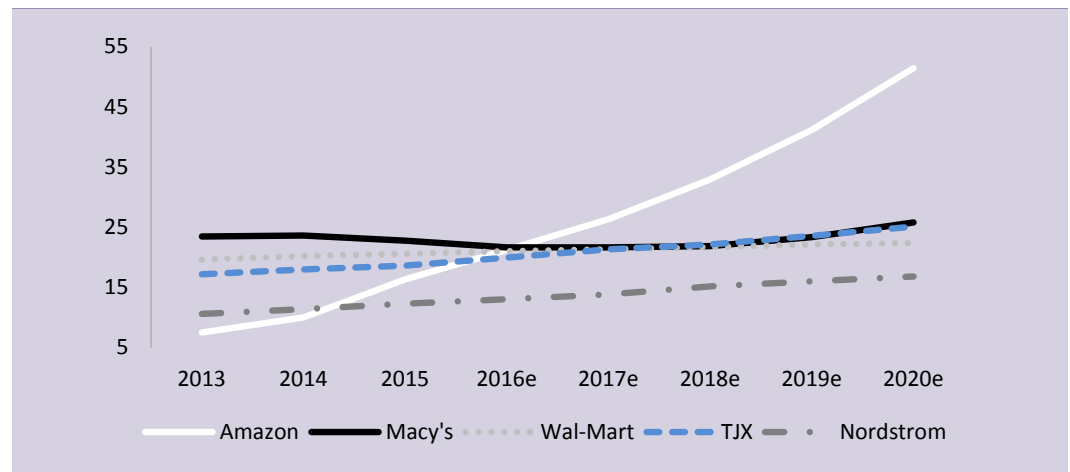


Source: Ecommerce Foundation; Bryan, Garnier & Co ests.

Les chiffres suivants illustrent bien les changements de comportement d'achat que subissent les distributeurs traditionnels : d'après le graphique ci-dessous, **Amazon** est en passe de devenir le premier distributeur américain de prêt-à-porter et devrait dépasser **Macy's** en 2017 (avec un CA d'environ 26 MdsUSD contre ~22 MdsUSD pour la chaîne de grands magasins).

Plus impressionnant encore, **Amazon** devrait générer un CA de 51 MdsUSD en 2020, soit autant que les N°2 (**Macy's**) et N°3 (**TJX**) réunis ! Il est donc aisé de comprendre pourquoi les distributeurs cherchent à tout prix des solutions pour atténuer les effets de la baisse de trafic dans leurs magasins.

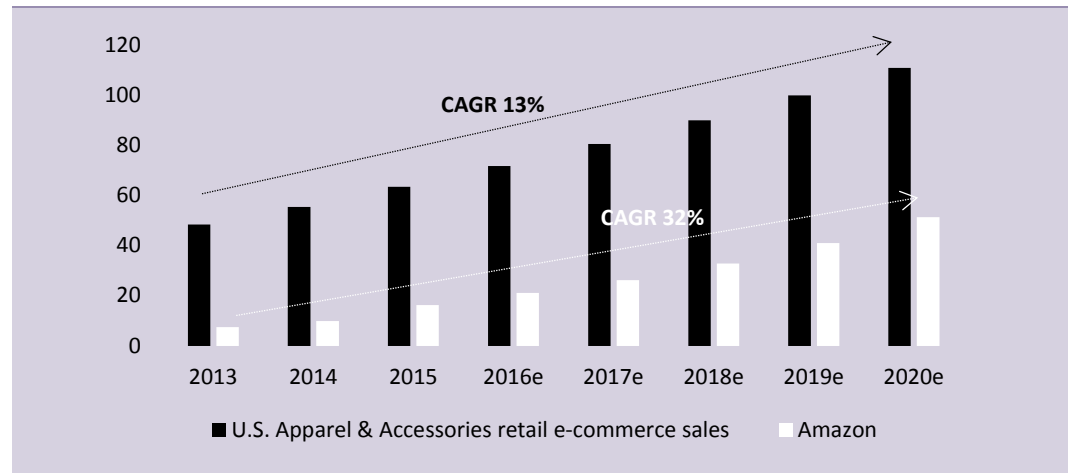
Fig. 19: Amazon vs. retailers traditionnels: évolution des ventes de prêt-à-porter et accessoires en Amérique du Nord (en MdsUSD) :



Source: IBES, Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

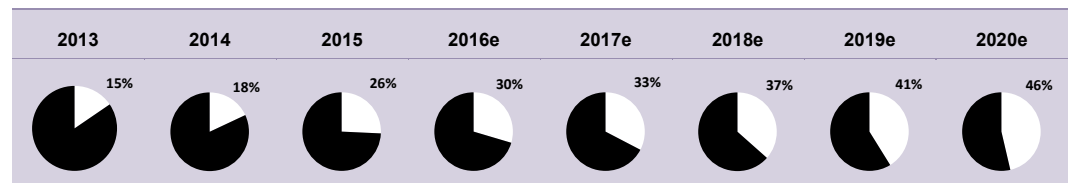
Cette montée en puissance d'**Amazon** se reflète aussi dans la forte progression de ses PdM, reprises dans les deux graphiques ci-dessous : à horizon 2020, 46% des ventes en ligne de prêt-à-porter aux US seront effectuées chez **Amazon**, contre environ 26% en 2015.

Fig. 20: Evolution des ventes online totales de textile et accessoires aux US et celles d'Amazon (en MdsUSD) :



Source: eMarketer, IBES, Bryan, Garnier & Co ests.

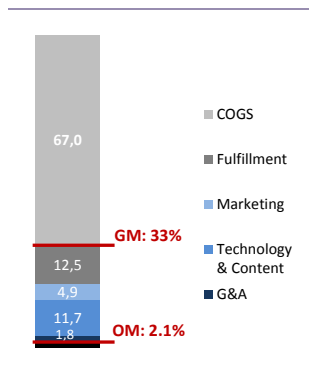
Fig. 21: Part de marché d'Amazon (en % du total des ventes online) :



Source: eMarketer, IBES, Bryan, Garnier & Co ests.

2.1.3. Un business model tourné vers la croissance de la top line

Structure de coûts d'Amazon (2015, en % du CA) :



Source: Company Data

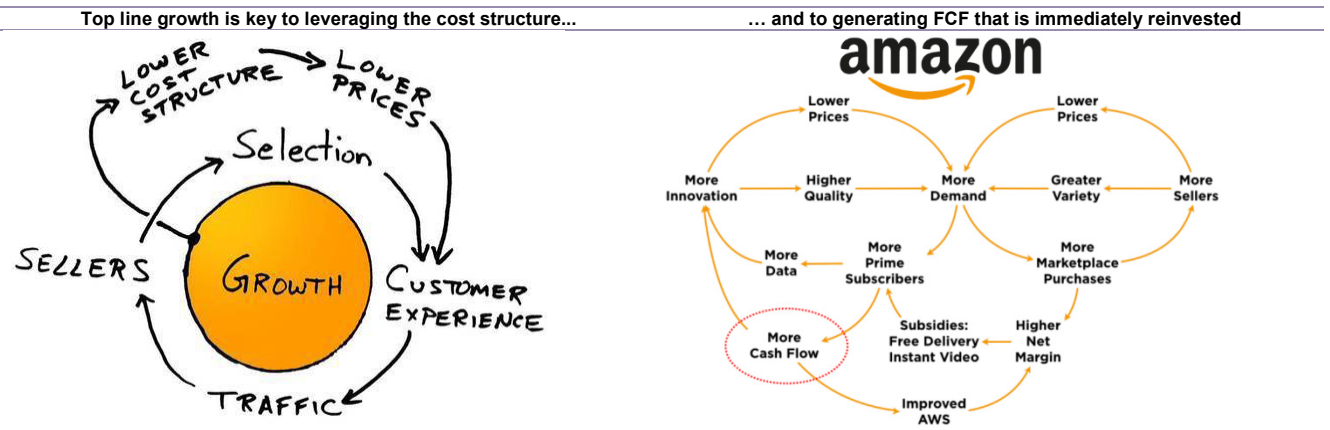
Amazon est confronté aux mêmes problématiques que ses concurrents traditionnels : faire progresser le CA afin d'absorber ses coûts fixes et couvrir la forte inflation des coûts d'expédition (12,5% du CA 2015 contre 9,3% en 2013). Il existe cependant un aspect crucial du business model d'Amazon qui le différencie des autres opérateurs. En effet, la quasi-totalité des bénéfices est réinvestie pour financer : (i) l'expansion dans de nouvelles gammes moins rentables que les catégories matures et (ii) l'amélioration de l'expérience consommateur.

1/ Une offre qui s'élargit continuellement : la direction d'Amazon a fait du choix sa principale arme concurrentielle face à la distribution traditionnelle (qui dispose d'une surface commerciale limitée) et aux autres sites marchands. Pour élargir la gamme, il s'est développé directement sur de nouveaux segments. Mais la solution la plus efficace a été l'inauguration de sa *marketplace* en 2000, permettant à des commerçants tiers ou particuliers de vendre directement sur son site (en 2015, ils ont écoulé 50% des produits vendus sur Amazon !).

2/ Priorité à l'expérience consommateur : au départ, plutôt que de baisser les prix, Jeff Bezos a mis la relation client au cœur de sa stratégie de conquête de PdM. En effet, c'est elle qui tire le taux de fréquentation, attise le taux de conversion et incite les visiteurs à revenir. La première étape a été de mieux guider les consommateurs, grâce aux moteurs de recommandation et avis clients. Dans un deuxième temps, le site a lancé le *service Prime* (2011) qui offre notamment la livraison en 1-2 jours à ses abonnés (voire en 1h dans les grandes métropoles !). Preuve de ce succès : près de 80m de personnes seraient aujourd'hui membres de Prime, dont environ 54m aux USA !

Ainsi, l'absence d'un taux de marge élevé n'est pas un handicap pour Amazon, puisque les catalyseurs de la croissance du CA sont financés par la forte génération de FCF. Cette dernière est alimentée par une hausse importante des volumes, portée par les deux mesures présentées ci-dessus.

Fig. 22: Amazon : pourquoi la génération de FCF est plus importante que la hausse des marges (masse de marge vs taux de marge)



Source: Amazon; Nicolas Colin @TheFamily

L'équation ROCE (1) = taux de marge (2) x rotation de l'actif économique (3) permet d'illustrer cet équilibre commercial. Afin de réaliser son potentiel de création de valeur (1), un distributeur peut mener une politique de taux de marge (2) via une rétention des gains de productivité. Cette politique pénalise le positionnement et la perception tarifaire. Elle est donc inappropriée. Dans une saine logique de masse de marge, la stratégie d'Amazon consiste, au contraire, à rétrocéder les gains de productivité aux consommateurs. Cela permet d'attiser le trafic et les volumes, au détriment des concurrents, d'accroître la rotation de l'actif économique (3) et diluer davantage la base de frais fixes.

2.1.4. De nombreuses enseignes réduisent la voilure

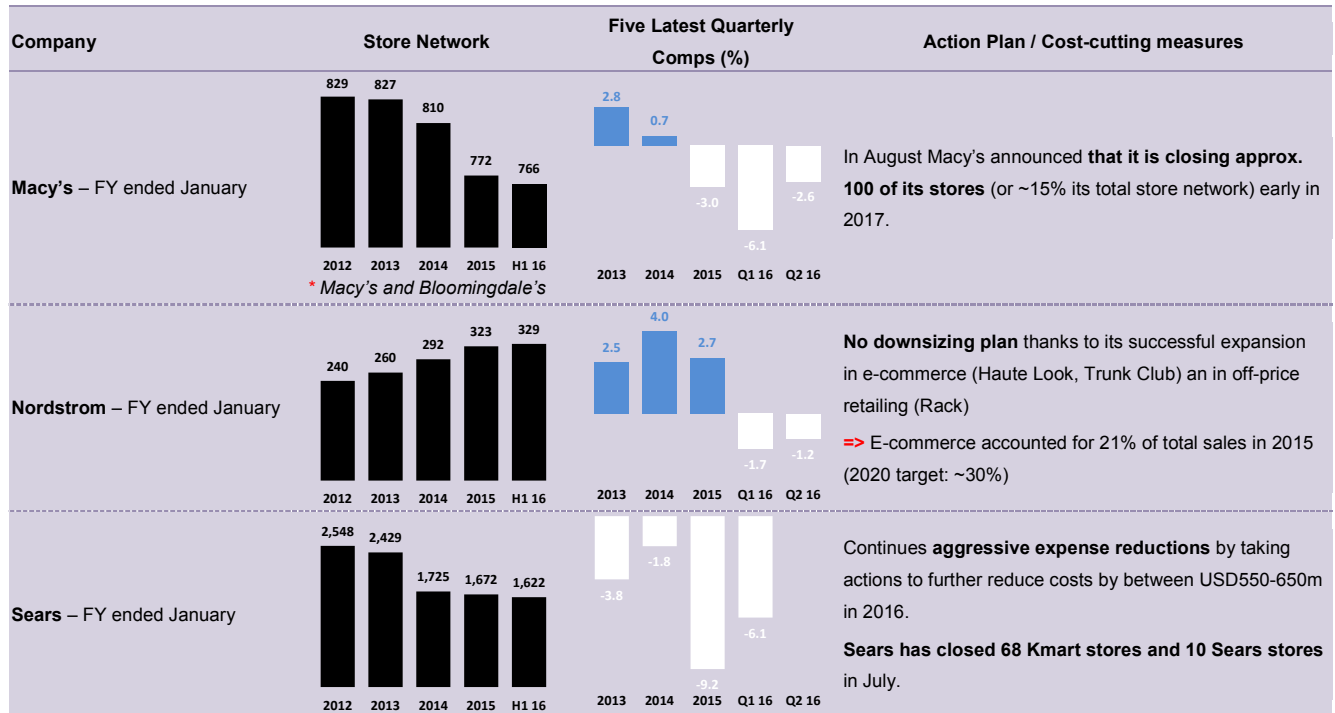
La plupart des enseignes ont été prises de court par la montée en puissance du circuit *online*, qui s'est accélérée avec l'émergence du m-commerce. De surcroît, le marché US de l'habillement est marqué par des tendances déflationnistes qui profitent aux marques « *fast-fashion* » (Zara, H&M, etc.) et « *category killers* » (Forever 21, Primark, etc.). **Le cabinet d'étude NPD souligne ainsi que depuis le début d'année, près de 75% des achats de vêtements ont été effectués dans des enseignes à bas prix !**

Par conséquent, assortie de cette déflation, la baisse du trafic a pénalisé les ratios des enseignes traditionnelles. Green Street Advisors (cabinet de conseil en immobilier) a d'ailleurs relevé que la densité commerciale (CA/m²) des *department stores* avait chuté de 24% entre 2006 et 2015 (~1 650USD/m² en 2006) alors que, dans le même temps, leur surface commerciale n'avait reculé que de 7%. Il est donc logique que de nombreuses chaînes de grands magasins aient annoncé leur volonté de rétrécir leur parc sur le continent américain.

Ce sont surtout les enseignes positionnées sur le milieu de gamme qui sont les plus touchées, puisqu'elles 1/ s'adressent à une clientèle plus volatile (à la recherche des meilleurs prix) et 2/ n'ont généralement pas suffisamment investi pour optimiser « l'expérience client » (rénovation des magasins, élargissement de l'offre, stratégie omnicanal, etc.).

Ainsi, **Sears** peine à sortir de plusieurs années difficiles, marquées par la suppression de plus de 900 points de vente depuis 2012. **Macy's** va également fermer une centaine de magasins de sa marque éponyme. En revanche, son enseigne haut de gamme, Bloomingdale's, n'est pas concernée par ce plan de rationalisation. Il en est de même pour le concurrent **Nordstrom** qui investit dans le circuit *online* depuis plus de dix ans (~21% du CA actuellement) et profite aujourd'hui de son enseigne discount Nordstrom Rack (28% du CA groupe vs. 12% en 2005).

Fig. 23: Mesures prises par les principaux department stores US :

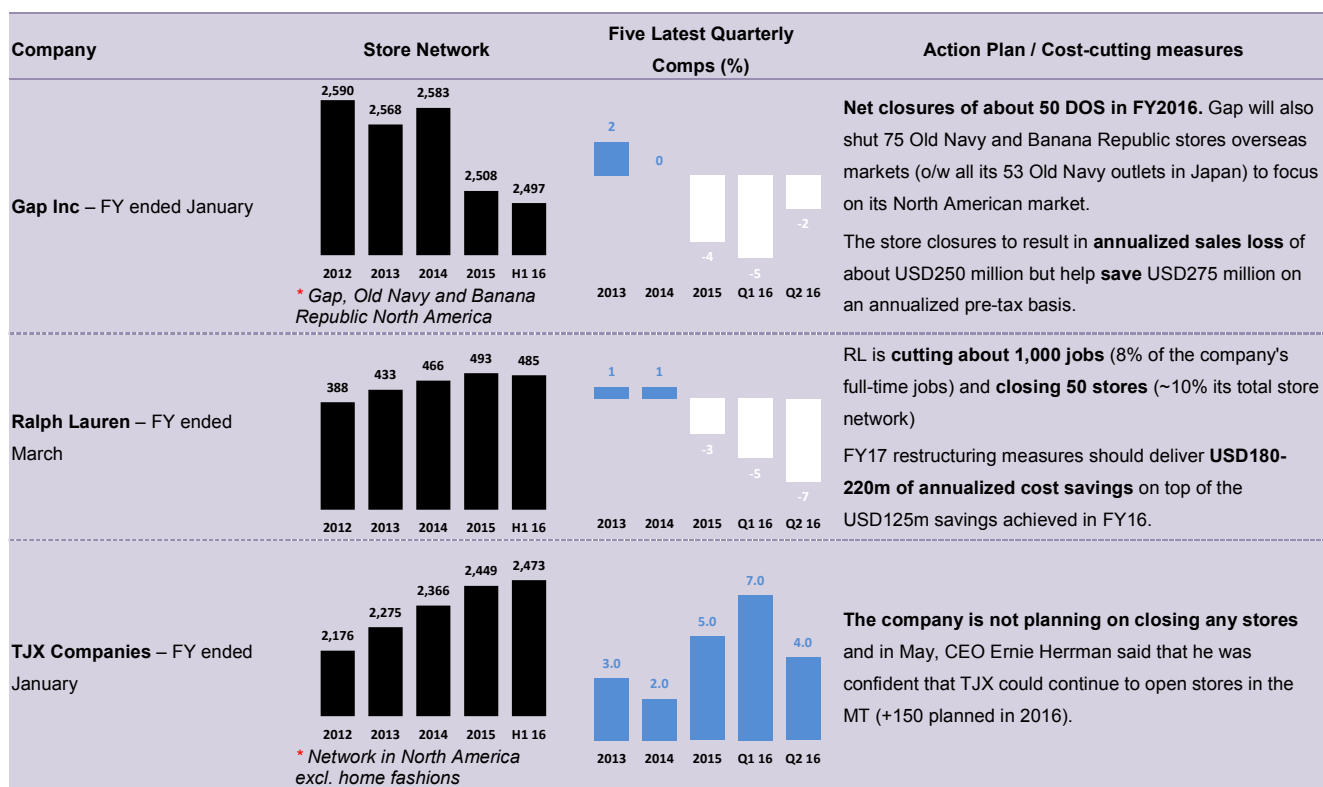


Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co

A l'instar des grands magasins, les marques « *premium* » sont particulièrement impactées par ce changement d'environnement. 1/ Elles subissent les mauvaises performances des *department stores* (qui sont leurs principaux clients *wholesale* - **Macy's** représente ainsi 11% du CA total et 25% du *wholesale* de **Ralph Lauren**). 2/ Elles sont également prises en étau entre les marques « *d'affordable luxury* » (ex : **Sandro, Maje**) et « *fast-fashion* » (**H&M, Zara**, etc.) qui ont un cycle de production plus court et un meilleur positionnement prix.

Par ailleurs, le succès des enseignes discount est notable. Aux USA, ~75% des achats de vêtements sont ainsi réalisés dans des chaînes *discount* (selon le cabinet NPD). D'où le succès d'un **TJX** qui possède plusieurs enseignes d'habillement à prix réduits (T.J. Maxx, Marshalls, Winners, etc.). Comme le met en exergue le tableau ci-dessous, le groupe continue d'afficher des croissances à magasins comparables, tout en poursuivant ses ouvertures de magasins en Amérique du Nord et dans le monde.

Fig. 24: Des situations contrastées selon les enseignes :



Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co

2.2. Le « web category-killer »: Zalando (Neutre, FV @EUR39)

2.2.1. Attraction, rétention et monétisation !

Zalando s'est rapidement imposé au premier rang des distributeurs européens de prêt à porter en ligne avec un CA de 2,96MdsEUR en 2015 (TCAM de 81% depuis 2010) réalisé dans 15 pays européens. La dynamique de CA repose sur **1/** un assortiment exhaustif et **2/** une gamme de services diversifiée qui alimentent une base consommateurs en plein essor (19,2 millions de clients particuliers actifs à fin juin 2016). Cette dernière est un vivier d'informations qui permet d'évoluer vers une façon prédictive de faire du commerce et que **Zalando** est aujourd'hui en mesure de monétiser.

Ainsi, outre un éventail de produits qui ne cesse de s'élargir, le groupe a diversifié ses sources de revenus en développant les services annexes destinés aux clients et marques-fournisseurs (smart data, place de marché...). **Zalando** s'est également fait connaître par la qualité de ses services de traitement des commandes. Le groupe a en effet adopté les livraisons et retours gratuits (livraison facturée en moyenne EUR5,46 dans le secteur et le retour EUR6,54) avec une possibilité de remboursement dans un délai de 100 jours (vs 30 auparavant).

Si **Zalando** a dépassé le stade de la start-up et des taux de croissance à trois chiffres, les KPI reflètent néanmoins une assiduité de plus en plus marquée de la part des consommateurs. **1/** La croissance du nombre de visites et de clients actifs (20% en moyenne), ainsi que l'évolution du nombre de commandes (~30% au cours des derniers trimestres) sont impressionnants. **2/** Le nombre moyen de transactions par individu augmente malgré le vif élargissement de la clientèle (en moyenne, un client a passé 3,32 commandes au cours des 12 derniers mois vs 2,36 début 2012). Enfin, **3/** le panier moyen ne cesse de progresser et atteint désormais les 66EUR (vs 61,5EUR début 2012).

2.2.2. Une incertitude notoire liée à Amazon

A ce jour, les performances de **Zalando** sont donc remarquables. Toute proportion gardée, nous estimons qu'il a reproduit, sur le web, une partie du modèle qui a fait le succès d'opérateurs tels que **H&M**, **Inditex** et **Primark**. En effet, un « web category killer » tel que **Zalando** massifie les flux sur des lignes de produits à forte rotation, de telle sorte qu'il devient le lieu de destination naturel pour qui chine un produit spécifique. Il y parvient en entretenant des rapports très étroits avec ses clients à qui est proposé un Service Après-Vente exemplaire.

Néanmoins, sans retirer à l'opérateur allemand le mérite de ce qui a été accompli, nous ne pouvons que regarder avec un œil inquiet la percée d'**Amazon** sur le segment textile US. En effet, comme nous l'évoquions précédemment (cf. figure 19 !), le mastodonte est en passe de devenir le premier distributeur américain de prêt-à-porter et devrait dépasser **Macy's** en 2017 (avec un CA d'environ 26 MdsUSD contre ~22 MdsUSD pour la chaîne de grands magasins). Partant du constat que les grandes tendances se dessinent souvent aux USA avant d'atteindre le vieux continent, nous devinons qu'**Amazon** pourrait jouer un rôle actif dans le développement du textile en ligne en Europe. Cette hypothèse ouvre un champ d'incertitudes susceptible d'entacher les estimations de croissance.

De même, conserver une situation de trésorerie nette alors que le ROCE est au « plafond » et les taux au « plancher » implique certainement un coût d'opportunité. Se pose alors la question de la politique d'acquisitions (subterfuge face à **Amazon** ?) et des aléas y afférents. Or, les valorisations de prime abord astronomiques des e-commerçants (multiple de CA 2017 de 1,7x et ratio d'EBITDA de 23x, selon le consensus, en ce qui concerne Zalando) ne peuvent se justifier que dans la mesure où aucun élément disruptif n'est susceptible d'entacher leur momentum. Aussi, nous adoptons une posture de prudence circonstancielle (initiation de couverture avec une recommandation Neutre) que notre valorisation à 39EUR par titre vient étayer.

2.2.3. Nous valorisons Zalando à EUR39

DCF (50% de notre Fair Value) : EUR37

Notre valorisation repose sur l'hypothèse que le volume d'affaires de **Zalando** pourrait représenter, d'ici à 2020, 2,2% du marché européen de la mode (vs 0,9% e en 2016), lequel devrait atteindre ~420Mds EUR e en 2016. En 2020, nous estimons que le e-commerce pourrait représenter 20,5% du segment de la mode (vs 12,9% e en 2016), soit une part de marché (GMV) de 10,6% pour **Zalando** (vs 7,1% e en 2016). A titre d'indication, nous comprenons que le groupe pense être en mesure de répliquer, au niveau européen, la part de marché dont il dispose aujourd'hui en Allemagne sur le segment de la chaussure, soit 5% (à ce stade, nos estimations d'ici à 2020 sont donc significativement en dessous de cette projection de long terme dont l'horizon n'est toutefois pas défini).

Sur notre horizon explicite, la marge brute de l'activité hors place de marché est stable. En effet, dans une logique de masse de marge, nous estimons que les gains liés aux achats et à l'évolution du mix (marques propres notamment) seront réinvestis dans les prix, afin d'assurer le corridor de croissance (20/25% à terme selon le groupe). En revanche, la montée en puissance de la marketplace (~15% e et du volume d'affaires en 2020 vs environ ~5% e à ce jour / soit un impact de l'ordre de 45pb e sur la marge d'EBITDA, ceteris paribus) devrait largement contribuer à la progression de la marge brute consolidée (45,2% en 2020 vs 44,4% e en 2016, sachant que Zalando a une fourchette cible de 45/47% à terme).

Enfin, selon les estimations du management, les frais de distribution et les coûts de marketing pourraient représenter, à terme, 24/25% et 6/8% du CA respectivement (hors intéressement et participation). Dans notre modèle, la somme de ces deux postes représente 31,4% des revenus en 2020 (horizon explicite de croissance), année où la marge d'EBIT courante atteint 8,3% (8,1% y compris intéressement et participation).

Fig. 25: Taux de pénétration du e-commerce dans le marché de la mode et part de marché estimée de Zalando

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Overall market	420	424	428	433	437
Online (GMV)	54	63	71	80	89,49
Zalando (GMV)	3,8	4,9	6,1	7,6	9,5
E-commerce's market share of the overall market (GMV)	12,9%	14,8%	16,7%	18,6%	20,5%
Zalando's Market share of the overall market (GMV)	0,9%	1,1%	1,4%	1,8%	2,2%
Zalando's Market share of the e-commerce market (GMV)	7,1%	7,8%	8,6%	9,5%	10,6%

Source: Euromonitor; Garnier & Co ests.

Notre DCF (37EUR par titre) constitue 50% de notre FV. Il repose sur un WACC de 9,3% (taux sans risque de 1,6%, prime de risque de 7,0% et beta forfaitaire de 1,1x), **Zalando** étant en situation de trésorerie nette. A partir de 2020 et jusqu'en 2025, nous inclinons la croissance de façon linéaire. En année normative, la marge courante atteint 8,3%, tandis que le taux de croissance à l'infini (3%) est supérieur à celui que nous appliquerions aux meilleurs acteurs Brick & Mortar (ie 2%). Dans le scénario catastrophe où la montée en puissance d'**Amazon** sur le segment européen du textile est telle que **Zalando** est contraint de réinvestir l'ensemble de ses gains de marge brute et de productivité dans les prix (afin de rester dans le corridor de croissance qu'il s'est fixé), notre DCF ressort à 22EUR.

Fig. 26: Notre DCF, 50% de la FV, ressort à 37EUR par titre

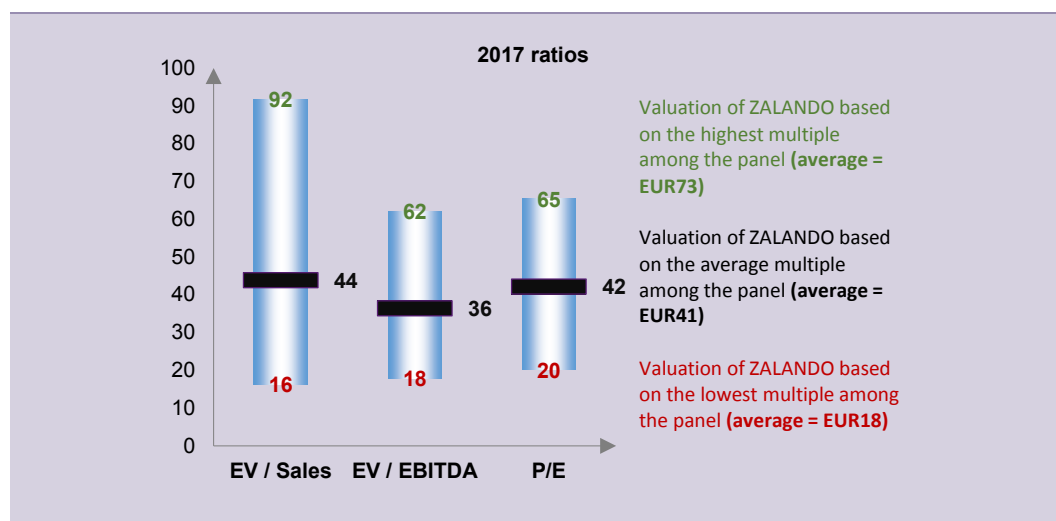
EURm	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 Normative	
Sales	3 678	4 543	5 578	6 813	8 236	9 710	11 159	12 492	13 612	14 426	14 859
Variation (%)	24,3%	23,5%	22,8%	22,1%	20,9%	17,9%	14,9%	11,9%	9,0%	6,0%	3,0%
EBIT (before SBC)	198	276	381	516	686	809	929	1 040	1 134	1 201	1 237
Margin	5,4%	6,1%	6,8%	7,6%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
Tax	(59)	(83)	(114)	(155)	(206)	(243)	(279)	(312)	(340)	(360)	(371)
EBIT after tax	139	193	267	361	480	566	651	728	794	841	866
D&A	44	59	76	96	120	159	202	247	293	336	371
WCR variation	3	1	2	2	2	2	2	2	2	1	0
Capex	(201)	(227)	(223)	(238)	(247)	(283)	(316)	(344)	(363)	(373)	(371)
As a % of sales	5,5%	5,0%	4,0%	3,5%	3,0%	2,9%	2,8%	2,8%	2,7%	2,6%	2,5%
Operational cash-flow	(16)	26	120	221	355	444	538	634	725	805	866
Discounted Cash-flow	(15)	24	100	167	247	282	313	337	353	358	386
Sum of discounted cash flows	2 166										
Terminal value	6 303										
Net debt	(959)										
Provisions & Others	10										
Value of groupe equity capital	9 417										
Equity per share	37EUR										

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

VE / EBITDA rapporté à la croissance de l'EBITDA (50% de notre Fair Value) : EUR42

Alors que la croissance décline dans la plupart des compartiments de consommation, le marché valorise les e-commerçants prioritairement sur la base de multiples de CA. Or, les paramètres qui sous-tendent les hypothèses commerciales des analystes sont au beau fixe. Dès lors, la méthodologie est particulièrement sensible à la variation de la perception du risque de CA par les investisseurs. Aussi, en élargissant le panel de multiples et en se fondant également sur les ratios moyens d'EBITDA et RN, il serait possible de valoriser Zalando à EUR41 (les comparables que nous retenons sont Amazon, Asos, Bohoo.com, Showroomprive.com et YNAP).

Fig. 27: Comment serait valorisé Zalando sur la base des multiples actuels ?



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Nous rapportons ces ratios « statiques » au potentiel de croissance et retenons simplement un multiple de profitabilité, dans la mesure où la réussite commerciale d'un e-commerçant s'apprécie « ultimement » à l'aulne de la rentabilité qu'il dégage. Nous excluons le PER qui, chez certains, est pollué par des éléments circonstanciels (comme, par exemple, le report déficitaire de **Zalando**).

Nous retenons donc un multiple VE/EBITDA rapporté à la croissance 2016/19 de ce même EBITDA. Sur la base des chiffres du consensus, la moyenne du panel ressortant à 0,82x (vs 0,68x pour **Zalando**), nous valorisons l'e-commerçant Allemand à EUR42 par titre (50% de notre FV). La moyenne de notre DCF (37EUR) et de cette méthodologie (42EUR) ressort à 39EUR, soit un potentiel de hausse limité à 9,5% qui étaye notre recommandation Neutre sur le titre.

Fig. 28: Multiple d'EBITDA / croissance 2016/19 de l'EBITDA (consensus)

2017	EBITDA	16/19 EBITDA Growth	EV / EBITDA to EBITDA growth
Amazon	18,9	29,2%	0,65
ASOS	33,4	27,3%	1,22
Bohoo.com	43,2	35,9%	1,20
Showroomprive.com	10,6	29,9%	0,35
YNAP	17,0	28,4%	0,60
Average	24,6	30,1%	0,82

Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

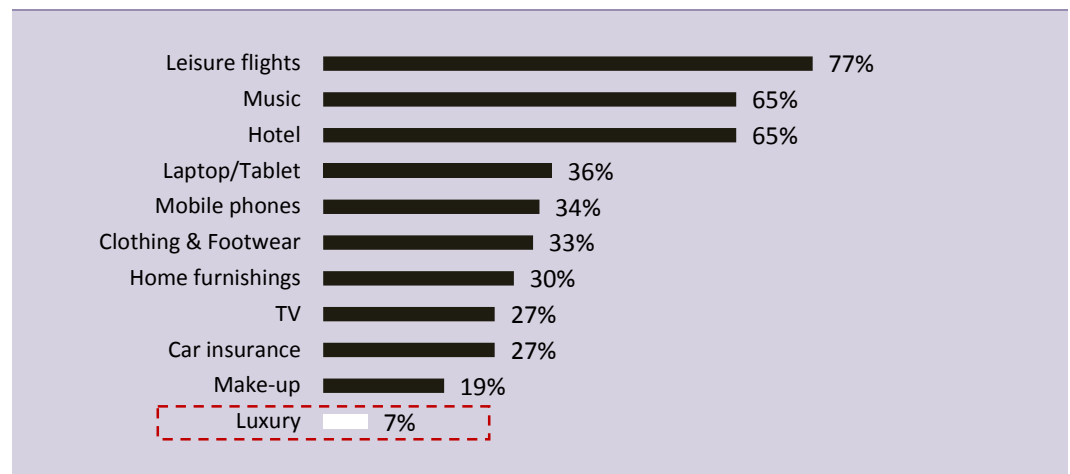
2.3. La « web-niche »: YNAP (Acheter, FV @EUR33)

2.3.1. Luxe et e-commerce, deux modèles que tout oppose... ?

L'impératif de croissance s'accorde mal avec caractère exclusif des marques de luxe. En effet, il s'agit de produire des pièces d'exception mais avec des processus industriels, gérer l'innovation en restant sur des produits iconiques, étoffer son réseau en évitant une surexposition (et donc une banalisation), multiplier les points de contact tout en maintenant une expérience d'achat extraordinaire. L'industrie du luxe est ainsi faite de paradoxes.

C'est pourquoi le taux de pénétration d'internet y est jusqu'à présent limité, lorsqu'on le compare à d'autres compartiments des biens de consommation (~7% vs 33% pour le textile par exemple). Pour de nombreuses personnes, l'acquisition d'un produit de luxe ne se conçoit que dans l'intimité d'une boutique avenue Montaigne, où le consommateur est choyé. La désintermédiation via internet entacherait ainsi l'expérience d'achat et une certaine idée que l'on se fait du luxe.

Fig. 29: Taux de pénétration du circuit online en 2015 par segment (marché Européen) :



Source: Ecommerce Foundation; Bryan, Garnier & Co ests.

C'est ce à quoi plusieurs dirigeants font référence, qui nous précisait dernièrement que le e-commerce ne décollait pas vraiment sur le segment (en référence à des marques comme **Louis Vuitton, Hermès, Gucci...**). Une fois de plus, nous pensons que rien ne pourra se substituer au plaisir de choisir son produit, essayer une robe, sentir l'odeur du cuir... et que le magasin physique est une institution millénaire.

2.3.2. ... mais qui se réconcilient sur le segment de l'« affordable luxury »

Cela étant, le cabinet de conseil Mc Kinsey se demande qui, de la griffe ou des consommateurs, crée les messages et informations qui forgent l'image de marque. En effet 80% des adeptes de produits de luxe utilisent les réseaux sociaux au moins une fois par mois ; 50% d'entre eux le font chaque semaine et 25% quotidiennement. Et lorsqu'une enseigne charge une image sur son compte Instagram, ce sont en moyenne 10 000 images additionnelles, affublées du hashtag de la marque, qui seront postées par les consommateurs (source : Get wired for the ultimate luxury experience / Juillet 2015).

L'influence du digital et le potentiel du e-commerce semblent donc prononcés (en plus des 7% des ventes réalisées online sur le segment du luxe, il s'avère, selon Mc Kinsey, que 68% des achats sont influencés par au moins un point de contact digital). Cependant, le degré de résistance au digital/e-commerce est fonction du prix de vente (nous comprenons qu'il représente moins de 2% des ventes de **Richemont** par exemple) et du degré d'exigence commercial y afférent (le passionné qui débourse plusieurs dizaines de milliers d'euros pour un article horloger de « hard luxury » est en droit d'attendre une expérience d'achat extraordinaire dans le calme feutré de la place Vendôme).

En revanche, l'imperméabilité de l'« affordable luxury » au phénomène est moins intuitive. La présence des produits iconiques y est moins importante, les modes plus éphémères et le caractère exclusif moins prégnant. Il est donc, selon nous, un terrain favorable au déploiement du digital et du e-commerce.

2.3.3. Les synergies entre ses sites confèrent à YNAP un profil de niche

Sur le segment de l'« affordable luxury » **YNAP** exploite des sites web propriétaires multimarques (1/ Net-A-Porter et 2/ Mr Porter pour les articles saisonniers – « in-season », 3/ Yoox.com et 4/ The Outnet pour les produits permanents – « off-season ») et, via des contrats d'une durée moyenne de cinq ans, des corners pour le compte de marques de luxe (41 sites monomarques à ce jour). Le risque étant que certains partenaires décident d'internaliser, à terme, la gestion de l'ensemble des sites internet des marques qu'ils détiennent (on se souvient de l'impact qu'avait eu la perte de la licence Kering sur le cours de bourse de Safilo...). Nous pensons que le marché en est très conscient.

Le modèle de l'entreprise repose sur les interactions entre ces différentes plateformes et une manière prédictive (traitement de données) et transparente (possibilité de comparaison des produits sur les sites multi-marques) de servir le consommateur. En premier lieu, les sites multimarques font office de vitrine et servent d'incubateur aux futurs corners, lesquels deviennent ensuite un vivier d'informations. En effet, grâce aux données collectées, **YNAP** peut en permanence affiner l'offre de ses sites propriétaires en fonction des modes et tendances qui se dessinent. De même, lorsqu'il n'est pas parvenu à le faire sur ses sites « in-season », **YNAP** peut écouler ses marchandises sur les plateformes « off-season » (au même titre que ce qui n'a pas été vendu sur les corners peut se retrouver sur les sites multimarques d'**YNAP**).

L'avantage comparatif de l'entreprise tient notamment à 1/ son statut de 1^{er} entrant sur un segment de niche (l'entreprise Yoox a été fondée en 2000), 2/ un potentiel de croissance harmonieusement réparti (180 pays desservis via huit centrales logistiques couvrant les principaux fuseaux horaires : Italie, USA, Japon, Chine et Hong Kong), 3/ un appareil logistique incomparable (**YNAP** est le seul acteur du luxe à disposer d'une centrale logistique entièrement automatisée) et 4/ un portefeuille clients qui alimente un système de traitement de données de pointe (ce dernier offre aux marques une visibilité unique sur une panel exhaustif de marchés potentiels).

2.3.4. Nous valorisons YNAP à EUR33

DCF (50% de notre Fair Value) : EUR27

A ce stade, notre valorisation repose sur l'hypothèse qu'internet est susceptible d'atteindre, d'ici à 2020 (notre horizon de croissance explicite), une part de marché de 11,5% (vs ~7% aujourd'hui) sur le segment du luxe (ie un marché de 34Mds EUR). D'ici là, nous estimons qu'**YNAP** pourrait s'approprier 11% (vs ~10% actuellement) de ce compartiment de consommation (ie un CA de 3,7Mds EUR et un TCAM 2016/20 de 18%). Nos conjectures reflètent les estimations du groupe qui table sur une croissance annuelle comprise entre 17% et 20% à taux de change constants d'ici à 2020.

Sur un historique limité à 2014 et 2015 pro forma, on note que la marge d'EBITDA ajusté s'élève à 8% à fin 2015. Ce taux offre un potentiel d'amélioration compris entre 300pb et 500pb, si l'on se base sur les objectifs du groupe (ie. entre 11% et 13% de marge d'EBITDA ajusté à horizon 2020). A ce stade, nos estimations sont en ligne avec de telles hypothèses, puisque le ratio ressort à 11,7% en 2020 (11,1% en publié) dans nos comptes.

Fig. 30: Taux de pénétration du e-commerce dans le marché du luxe

EURbn	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Luxury market	261	269	277	286	295
Online luxury	19,3	22,2	25,6	29,4	33,8
Market share	7,4%	8,3%	9,2%	10,3%	11,5%
YNAP	1,9	2,3	2,6	3,1	3,7
Market share of online luxury	10,0%	10,2%	10,4%	10,6%	10,9%
Implied growth	13,3%	19,7%	17,3%	17,8%	18,3%

Source: Bain & Altagamma, Garnier & Co ests.

Notre DCF constitue 50% de notre FV. Il repose sur un WACC de 8,6% (taux sans risque de 1,6%, prime de risque de 7,0% et beta forfaitaire de 1,0x), **YNAP** étant en situation de trésorerie nette. Le taux de croissance à l'infini (3%) affiche une prime sur celui que nous appliquons aux distributeurs de produits de luxe. A partir de 2020 (horizon de croissance explicite) et jusqu'en 2025, nous inclinons la croissance de façon linéaire. En année normative, la marge d'EBIT courant atteint 7,2%, le montant des Capex (4,0% du CA) correspond à celui des amortissements, tandis que nous maintenons une destruction de cash liée à un BFR positif et en croissance (le cycle de production des produits de luxe impliquant des niveaux de stocks importants).

Fig. 31: Notre DCF, 50% de la FV, ressort à 27EUR par titre

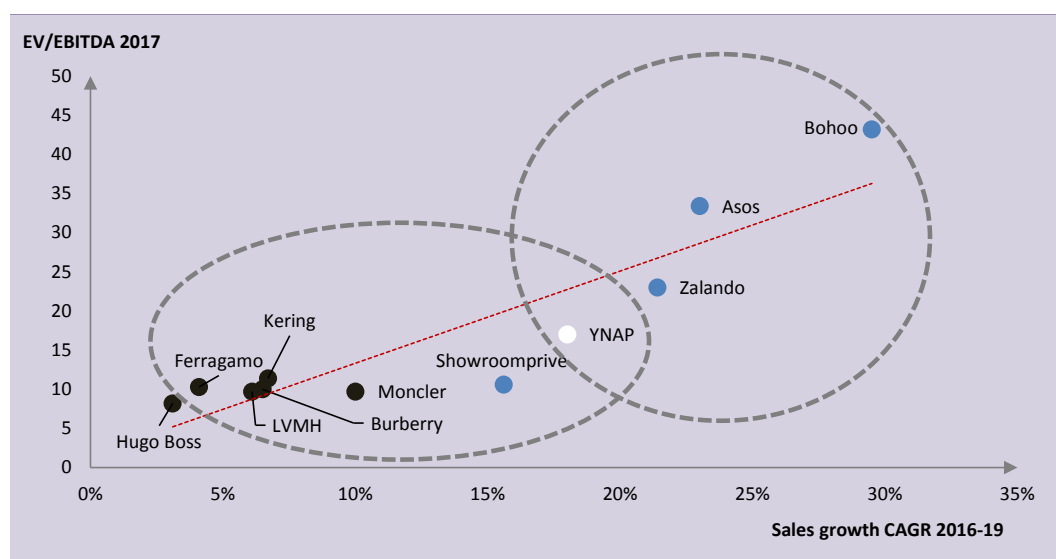
€ m	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 Normative	
Sales	1 886	2 257	2 647	3 117	3 686	4 265	4 827	5 340	5 772	6 092	6 274
Variation (%)	13,3%	19,7%	17,3%	17,8%	18,3%	15,7%	13,2%	10,6%	8,1%	5,5%	3,0%
EBIT (excl. PPA / IPC)	97	109	144	200	267	308	349	386	417	440	454
Margin	5,1%	4,8%	5,4%	6,4%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Tax	(29)	(33)	(43)	(60)	(80)	(93)	(105)	(116)	(125)	(132)	(136)
EBIT after tax	68	76	101	140	187	216	244	270	292	308	318
D&A	64	102	124	140	166	188	209	227	240	249	251
WCR variation	(8)	(14)	(14)	(17)	(21)	(21)	(20)	(19)	(16)	(12)	(12)
Capex	(144)	(158)	(159)	(156)	(147)	(171)	(193)	(214)	(231)	(244)	(251)
As a % of sales	7,6%	7,0%	6,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Operational cash-flow	(20)	6	52	108	184	213	240	265	286	302	306
Discounted Cash-flow	(20)	6	44	83	131	139	145	147	147	142	144
Sum of discounted cash flows	965										
Terminal value	2 655										
Net debt	(63)										
Provisions & Others	77										
Value of group's equity capital	3 605										
Equity per share	27EUR										

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

VE / EBITDA rapporté à la croissance de l'EBITDA (50% de notre Fair Value) : EUR38

Afin d'appréhender la perception immédiate que les investisseurs ont d'**YNAP**, et comme le marché a parfois tendance à ne se concentrer que sur la croissance commerciale lorsqu'il s'agit d'internet, nous relevons dans le graphique ci-dessous la progression du CA des acteurs du luxe et des e-commerçants, ainsi que les multiples d'EBITDA qui leur sont respectivement attribués. Toute proportion gardée, il semble qu'**YNAP** se valorise davantage comme un acteur du luxe tout en ayant les perspectives de croissance d'un e-commerçant. Aussi, de prime abord, il ne serait probablement pas choquant de lui attribuer un multiple de CA en ligne avec celui de ses pairs internet, lesquels sont moins rentables et plus cycliques. Nous nous plions à l'exercice dont il ressort qu'**YNAP** pourrait être valorisé à EUR38 par titre, sur la base des revenus de 2017.

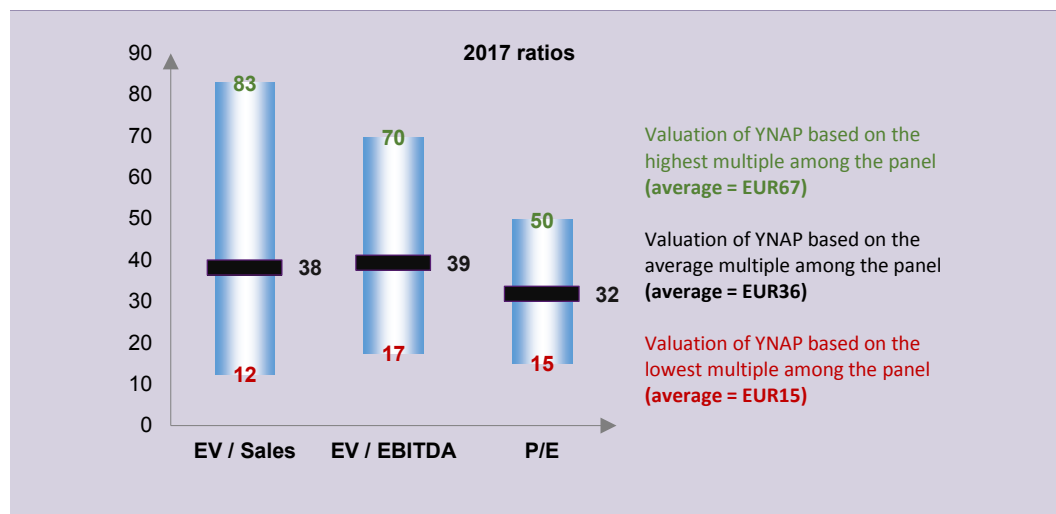
Fig. 32: Façon dont le marché perçoit et valorise YNAP



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

Néanmoins, nous ne cantonnons pas ce travail aux multiples de CA et l'élargissons aux ratios d'EBITDA et de RN. Nous retenons la moyenne d'un panel constitué d'**Asos**, **Bohoo**, **Showroomprive.com** et **Zalando** (en attendant **Farftech** qui pourrait être introduit en bourse d'ici deux à trois ans!). Ce faisant, il serait possible de valoriser **YNAP** à EUR36 par titre. Nous présentons nos conclusions dans le graphique ci-dessous.

Fig. 33: Comment serait valorisé YNAP sur la base des multiples actuels ?



Source: Datastream; Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Mais comme pour Zalando, nous ne retenons finalement que le multiple d'EBITDA que nous rapportons à son potentiel de croissance (cf. nos explications dans la section 2.2.3), la réussite commerciale d'un e-commerçant s'appréciant « ultimement » à l'aulne de la rentabilité qu'il dégage. Sur la base des chiffres du consensus, la moyenne du panel ressortant à 0,83x (vs 0,60x pour YNAP), nous valorisons l'e-commerçant Italien à 38EUR par titre (50% de notre FV). La moyenne de notre DCF (27EUR) et de cette méthodologie (38EUR) ressort à 33EUR, soit un potentiel de hausse de 33% qui soutient notre recommandation Acheter sur le titre.

Fig. 34: Multiple d'EBITDA / croissance 2016/19 de l'EBITDA (consensus)

2017	EBITDA	16/19 EBITDA Growth	EV / EBITDA to EBITDA growth
Amazon	18,9	29,2%	0,65
ASOS	33,4	27,3%	1,22
Bohoo.com	43,2	35,9%	1,20
Showroomprive.com	10,6	29,9%	0,35
Zalando	23,0	34,0%	0,68
Average	25,8	31,3%	0,83

Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 35: Tableau de multiples des opérateurs de luxe et e-commerçants (consensus Datastream)

	2016/19	2016/19	EV/EBITDA to EBITDA Growth	EV/Sales			EV/EBITDA			P/E		
	Sales growth	EBITDA growth		2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
YNAP	18,0%	28,4%	0,60	1,5 x	1,3 x	1,2 x	17,0 x	13,1 x	11,7 x	42,6 x	31,8 x	24,1 x
Zalando	21,4%	34,0%	0,68	1,7 x	1,3 x	1,1 x	23,0 x	17,0 x	12,9 x	45,9 x	35,7 x	30,0 x
Amazon	20,2%	29,2%	0,65	2,3 x	1,8 x	1,0 x	18,9 x	13,8 x	7,1 x	86,5 x	48,8 x	32,3 x
Asos	23,0%	27,3%	1,22	2,2 x	1,8 x	1,5 x	33,4 x	26,1 x	20,7 x	65,1 x	51,6 x	39,1 x
Bohoo.com	29,5%	35,9%	1,20	4,8 x	3,7 x	3,0 x	43,2 x	34,3 x	26,9 x	68,6 x	54,7 x	43,5 x
Showroomprive.com	15,6%	29,9%	0,35	0,7 x	0,6 x	0,6 x	10,6 x	7,7 x	7,0 x	26,9 x	19,9 x	16,4 x
LVMH	6,1%	6,6%	1,48	2,3 x	2,1 x	1,8 x	9,7 x	8,8 x	7,6 x	19,5 x	17,8 x	16,2 x
Burberry	6,5%	6,9%	1,45	2,1 x	1,9 x	1,8 x	10,0 x	9,2 x	8,1 x	18,7 x	17,5 x	15,8 x
Ferragamo	4,1%	5,8%	1,77	2,4 x	2,2 x	2,1 x	10,3 x	9,5 x	8,8 x	17,9 x	16,7 x	15,0 x
Hugo Boss	3,1%	7,7%	1,07	1,5 x	1,4 x	1,3 x	8,2 x	7,6 x	6,7 x	15,4 x	14,0 x	11,6 x
Kering	6,7%	9,3%	1,22	2,2 x	2,0 x	2,0 x	11,4 x	10,2 x	10,3 x	18,0 x	16,1 x	14,1 x
Moncler	10,0%	8,7%	1,12	3,2 x	2,9 x	-	9,7 x	8,7 x	-	17,8 x	16,2 x	14,8 x
Average e-commerce	21,3%	30,8%	0,78	2,2 x	1,8 x	1,4 x	24,3 x	18,7 x	14,4 x	55,9 x	40,4 x	30,9 x
Average luxury	6,1%	7,5%	1,35	2,3 x	2,1 x	1,8 x	9,9 x	9,0 x	8,3 x	17,9 x	16,4 x	14,6 x

Source: Datastream; Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

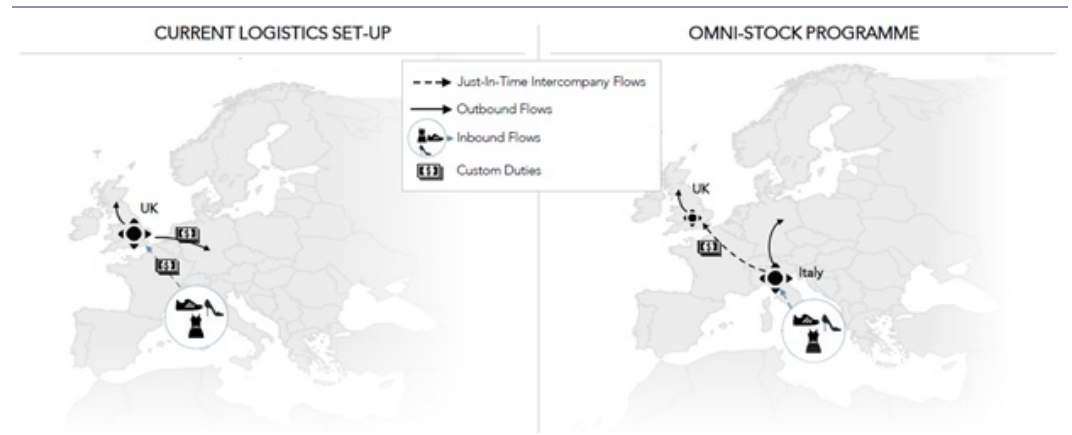
2.3.5. Quid du Brexit ?

Concernant le récent choix des Britanniques de quitter l'Union Européenne (voté par référendum le 23 juin 2016), le management a toujours affiché une certaine quiétude. A ce stade, les craintes concernant le ralentissement de la demande au RU ont déjà été prises en compte dans le plan stratégique 2020, tandis que le management table sur une réduction de la contribution du RU au CA (12% en 2020e vs 15,8% en 2015), compte tenu du degré de maturité du marché.

Concrètement, dans le scénario pessimiste où la livre se dépréciait encore de 10% chaque année entre 2017 et 2019 pour atteindre une parité de 1,12 GBP pour 1 EUR (vs 0,85 GBP), l'impact sur notre chiffre d'affaires serait limité à moins de 1,5% par an ceteris paribus (i.e. hors appréciation du dollar...).

De plus, les conséquences de l'instauration de droits de douane (inclus dans le plan stratégique dès le S2 2018), en l'absence d'un réajustement des prix de vente, se limiteraient à 10% des COGS UK à horizon 2020. A noter que la mise en place du programme « Omni-stock » permettrait d'en diluer les effets (cf. fig 36). L'impact sur les marges serait finalement limité compte tenu, par ailleurs, d'un bon équilibre entre les coûts et les ventes libellés en livre.

Fig. 36: Vers une structure logistique Européenne centralisée



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

3. Ou plutôt Hubert.com ?

3.1. L'omnicanal et le "Click and Collect"

Si la forte croissance du commerce en ligne avait déjà modifié le comportement des consommateurs, l'explosion de l'internet mobile (smartphones et tablettes) a accéléré l'effacement des frontières entre les différents canaux, comme le montre le graphique ci-dessous (Fig 38) :

- **Multicanal** : l'enjeu est d'intégrer plusieurs canaux dans un même système et multiplier les points de contact avec les consommateurs, afin d'accroître le taux de pénétration. En revanche, chaque canal est considéré de manière indépendante avec, le plus souvent, une stratégie digitale distincte (ex : une marque « physique qui crée son site en ligne ou se fait référencer chez des sites de e-commerce multimarques tels qu'**Amazon** ou **ASOS**). Toutefois, le risque de cannibalisation entre les différents canaux existe (ex : « *showrooming* »).
- **Cross-canal** : contrairement au multicanal, cette stratégie implique des interactions plus étroites entre les différents canaux, dont intégration a pour objectif de fluidifier l'expérience consommateur. Celle-ci doit être parfaitement cohérente entre le site internet et le réseau physique. Cette stratégie s'accorde avec le comportement actuel des consommateurs qui consiste à se renseigner en ligne, avant d'éventuellement acheter en magasin. Deux exemples parlants : chez **FNAC** et **Hugo Boss**, respectivement 81% et 75% des achats sont qualifiés de « *ROPO* » (*Research Online, Purchase Offline*).
- **Omnicanal** : cette stratégie requiert une parfaite convergence des canaux *offline* et *online*, afin que le consommateur puisse acheter n'importe où, n'importe quand et par n'importe quel moyen (magasin, smartphone ou tablette). Pour les **distributeurs traditionnels**, cela implique : **1/** une digitalisation du réseau de magasins, avec l'apparition de bornes interactives (commande de produits non disponibles, conseils personnalisés...) et du service « *click-and-collect* », ainsi qu'une **2/** gestion transversale des stocks entre le circuit *offline* et *online* (pour assurer une disponibilité continue des produits). Pour les **e-retailers**, cela nécessite le développement d'un réseau physique (à l'instar d'**Amazon** qui a commencé à ouvrir des librairies et des épiceries aux US, ou la marque américaine de lunettes **Warby Parker** qui a été fondée en ligne en 2010 avant d'inaugurer ses premiers magasins en 2013).
- **Pourquoi le « Click to Mortar » ?** : Selon Jérémie Herscovici (SoCloz), « *un site marchand doit rechercher de la croissance sur le marché physique* ». En effet, « *quand un consommateur vient en ligne, il regarde, surfe et convertit très peu en achat. Or, acheter cette audience coûte très cher [...]. A l'inverse, dans un magasin, le visiteur vient, touche les objets et consomme plus facilement. La solution consiste donc à convertir son audience en ligne en trafic magasin. De cette manière, le pure player amortit ses coûts* ». Sur le segment de l'ameublement, par exemple, **made.com** inaugurerait cet été un showroom de 840m². Et Julien Callède (cofondateur du site) de conclure : « *ce showroom a augmenté à la fois notre taux de conversion et notre chiffre d'affaires réalisé dans la zone de Paris* » (à Liverpool, ce même pari a permis de doubler les ventes de la zone en l'espace de six mois).

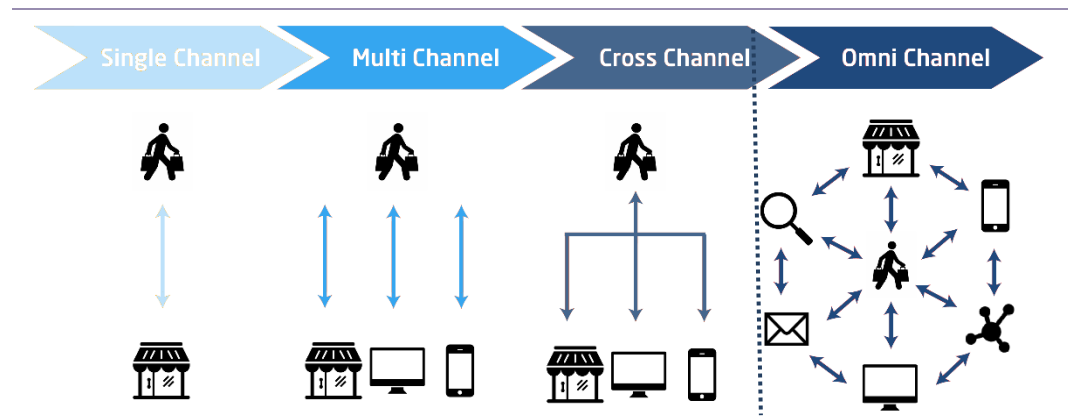
Fig. 37: Quelques exemples de Click to Mortar

Web-hypermarkets	Electrodomestic	Optical	Apparel	Furnitures	Others
Amazon	Grosbill	Warby Parker	Zalando	Miliboo	Birchbox
Ebay	LDLC.com	Sensee	Zalora	Etsy	Promovacances
Cdiscount		Direct-optic.fr	Spartoo	Oogarden.com	Alltricks.fr
Alibaba (suning)			Bonobos	Made.com	Picadilly Time
			Showroomprive.com		
			Venteprivee.com		
			Bazarchic		

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Même si cette transformation digitale entraîne des ajustements douloureux chez les distributeurs traditionnels, une mutation réussie créera de nouvelles opportunités de croissance à MT/LT (plus grande proximité avec les clients, meilleure réactivité, notoriété de la marque accrue, etc.).

Fig. 38: Une évolution incontournable des marques vers l’omnicanal :

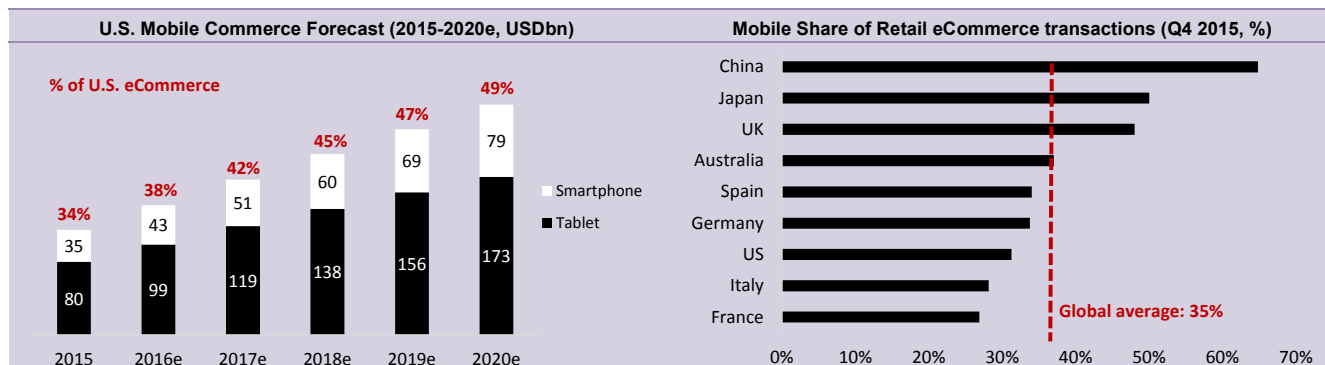


Source: Bryan, Garnier & Co.

3.1.1. L’omnicanal face à l’envolée du m-commerce

Avec pour corollaire la forte progression du taux d’équipement en smartphone à l’échelle mondiale (43% des usagers de portables, 52%e en 2018 soit 2,6Md d’appareils), le m-commerce (tablettes et smartphones) est en plein essor. Comme le montre le graphique de gauche ci-dessous, il a représenté 34% des dépenses online en 2015 aux USA (cette part devrait approcher les 50% en 2020). Il est intéressant de noter que la Chine, qui est déjà le premier marché e-commerce du monde, est en pointe avec une PdM de 65% en faveur des portables (cf. graphique de droite ci-dessous).

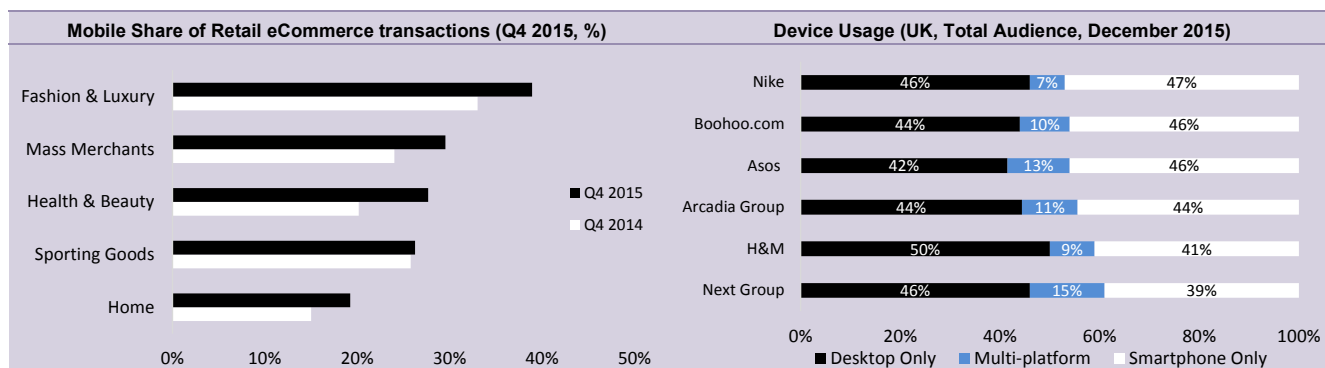
Fig. 39: Le mCommerce représente déjà 35% des achats en ligne dans le monde :



Source: Criteo, Forrester, eMarketer

Alors qu'internet est déjà un débouché important pour le prêt-à-porter aux US, il est normal que cette catégorie soit la plus représentée dans les achats réalisés à partir de mobiles (39% des ventes *online* au T4/15). Il en est de même au RU où le m-commerce pèse déjà ~48% des achats en ligne : entre 40% et 47% du trafic enregistré sur le site des marques reprises dans le graphique de droite ci-dessous est généré à partir de smartphones/tablettes.

Fig. 40: Le prêt-à-porter est le premier concerné par la montée en puissance du mCommerce :



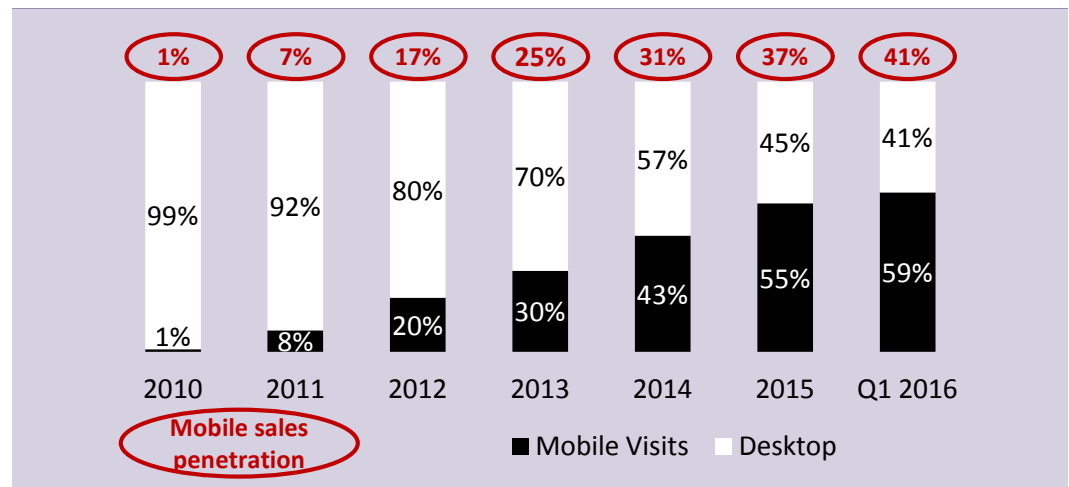
Source: Criteo, comScore

Le segment premium/luxe n'échappe pas au phénomène mobile

Au mois de juillet, le groupe italien de luxe en ligne **YNAP** (Yoox Net-a-Porter Group) organisait un *Capital Market Day* durant lequel il soulignait la contribution importante du mobile à sa croissance (à la fin du T1/16, les smartphones et tablettes représentaient ainsi 59% du trafic et 41% du CA alors que ce canal ne pesait que 1% en 2010, comme le montre le graphique ci-dessous).

Il est intéressant de noter que pour expliquer la baisse des ventes online au S1/16 (-5% à tcc), le management **d'Hugo Boss** incriminait la mauvaise comptabilité de ses sites marchands avec les smartphones, ainsi que le faible taux de conversion engendré par le mobile par rapport au PC.

Fig. 41: Répartition du trafic et du CA entre mobile/PC chez YNAP :



Source: YNAP; Bryan, Garnier & Co ests.

3.1.2. Non, le magasin n’est pas mort !

La multiplication des plans de fermeture de magasins en Amérique du Nord n’augure pas de la mort prochaine de tous les distributeurs « traditionnels ». En effet, rappelons que **le canal *offline* représentait encore 92% des ventes *retail* totales aux US au T1/16**. Selon nous, il s’agit plutôt d’une réaction épidermique face aux nouveaux comportements d’achat des « *Millennials* » (cf. chapitre 1) et au renforcement de la pression concurrentielle (*e-retailers*, discounters).

Néanmoins, ces enseignes ne doivent plus se contenter de vendre des produits et attendre que le client rentre dans le magasin. Au contraire, elles doivent adopter une stratégie proactive pour tisser des relations (i.e. multiplier les points de contact) avec leurs clients (ex: réseaux sociaux, **Youtube**, etc.) tout en leur offrant la meilleure expérience d’achat possible, quel que soit le canal emprunté. Bien entendu, le réseau physique doit être à la base de cette stratégie omnicanal.

Un exemple de stratégie omnicanal réussie : Apple

Nous avons vu qu’**Apple** était la marque préférée des « *Millennials* » chinois et occupait la seconde place du classement US. Or, il s’agit d’une enseigne technologique qui s’est distinguée, au cours des dernières années, par une stratégie omnicanal fondée sur une politique ambitieuse d’ouverture de magasins (463 **Apple** stores à fin septembre 2015, contre 317 cinq ans plus tôt). Preuve que le développement *Retail* est stratégique : la marque a débauché l’ancienne CEO de **Burberry** mi-2014 (Angela Ahrendts) pour prendre en charge la distribution directe d’**Apple** (magasins et site internet).

L’omnicanal est très adapté aux produits technologiques : assortie de conseils avisés, une présentation ludique encourage le client à essayer le produit; le site et l’appli lui permettent de prendre rendez-vous pour des sessions de formation (Genius Bar), payer ou faire réparer ses produits ; à chaque étape, les vendeurs sont équipés de smartphones et/ou d’iPads afin de faciliter le processus. Enfin, tous les magasins offrent le service « *Click-and-Collect* ». En conclusion, tout est fait pour les clients achètent une « expérience Apple » et non pas uniquement un produit. Et ça marche !

Comment interagir avec le consommateur dans les magasins ?

L'omnicanal doit répondre à deux objectifs : **(i) proposer une expérience client unifiée** sur tous les canaux et **(ii) multiplier les points de contact**, qui sont autant d'opportunités d'achat. Grâce à la force de vente en magasin, et épaulée par quelques innovations technologiques susceptibles d'attirer les clients, une marque peut satisfaire ces deux exigences.

- (i) Connaître ses clients (CRM) :** avec une *supply chain* très réactive, le CRM de **Zara** (Inditex) a révolutionné l'industrie textile. Il permet aux acteurs de connaître en temps réel l'évolution des ventes de chaque magasin (pour s'assurer que l'offre s'accorde avec les goûts de la clientèle). Avec un CRM efficace et une géolocalisation des smartphones, les marques peuvent communiquer aux clients des promotions et des offres flash personnalisées, ou les inciter à venir voir les nouvelles collections en magasin (*cf. photo à gauche ci-dessous*) ;
- (ii) L'iPad pour digitaliser la force de vente :** les vendeurs peuvent connaître l'état des stocks en temps réel, présenter des produits non disponibles en magasin pour éviter de perdre des ventes. **Burberry**, l'un des groupes les plus avancés en la matière, propose d'acheter directement sur iPad les vêtements pendant, ou juste après le défilé. Le vendeur peut même se transformer en caissier ambulant, fluidifiant ainsi l'expérience d'achat ;
- (iii) La réalité augmentée en magasin :** cette technologie est déjà utilisée par de nombreuses marques (**Hugo Boss, Burberry**, etc.). Elle permet aux visiteurs d'essayer virtuellement des vêtements/accessoires en magasin, solliciter l'avis de leur entourage et poster la photo sur les réseaux sociaux. Ces cabines d'essayage virtuelles prolongent le temps passé en boutique et améliore le taux de conversion.

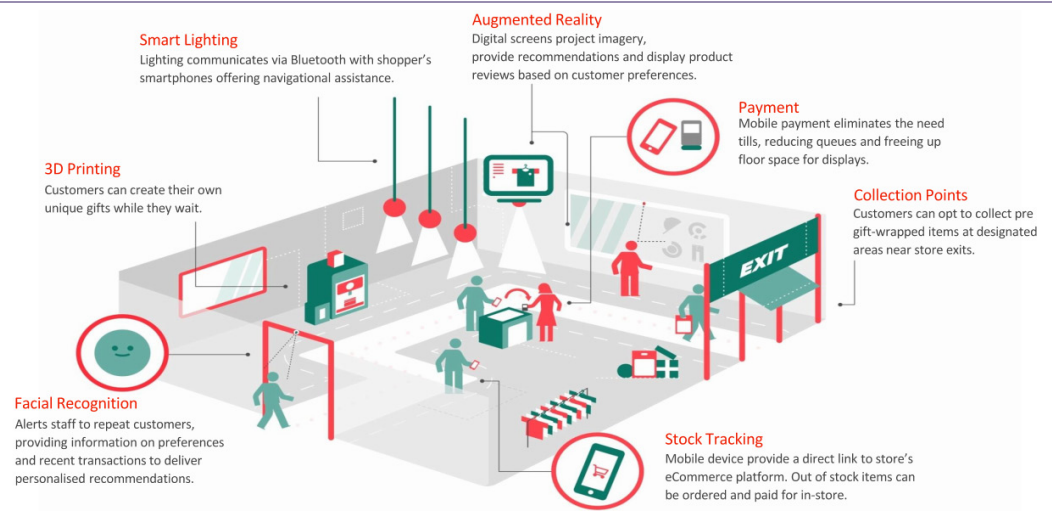
Fig. 42: Trois solutions digitales pour « connecter » un magasin :



Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co.

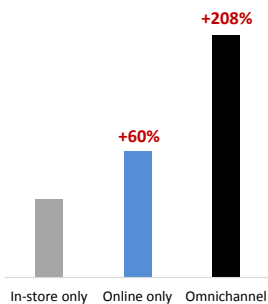
La digitalisation des magasins permet une mise en place efficace du service « Click-and-Collect » : le client d'une marque de prêt-à-porter peut commander en ligne le vêtement qu'il désire, puis se rendre dans le magasin le plus proche afin de l'essayer. Entre-temps, grâce à une gestion transversale des stocks (stocks partagés entre tous les canaux) et à un accès au profil client, le vendeur aura préparé le vêtement pour gagner du temps. Le client n'a plus qu'à payer de la façon qui lui conviendra (classique ou grâce au portable).

Fig. 43: Les innovations pour digitaliser un magasin :



Source: Wirecard

Panier moyen par canal (US, base 100 = magasin uniquement)



Source: Accenture

Le client omnicanal dépense jusqu'à trois plus qu'un client traditionnel

Bien que cette digitalisation des points de vente requiert des investissements élevés, selon l'importance du réseau, la stratégie omnicanal peut s'avérer payante en cas de succès : comme le montre le graphique ci-contre, le client omnicanal dépense nettement plus que celui qui achète uniquement en ligne ou dans un magasin.

Cette propension à dépenser s'explique par deux principaux facteurs : (i) les innovations digitales offrent une bien meilleure expérience d'achat, puisque le client est au centre de la stratégie omnicanal ; (ii) les multiples points de contact constituent autant d'opportunités d'achat (site internet, offres envoyées par sms, conseils du vendeur lorsque le client vient chercher son produit en magasin, etc.) Cette relation directe et continue accroît la fidélité des clients à la marque.

3.2. Les défis de l'omnicanal

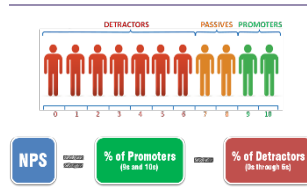
3.2.1. Changer le système de rétribution et les KPI

Lorsque les enseignes géraient chaque canal de manière distincte, il était facile de suivre les indicateurs de performance (ou KPI) du circuit online et des magasins. Alors que de plus en plus de groupes ont adopté l'omnicanal et que les consommateurs fréquentent plusieurs canaux (ex : 80% des français font des recherches en ligne avant d'acheter en boutique), ce suivi est devenu plus compliqué.

Les indicateurs classiques basés sur les transactions (croissance à magasins comparables, CA/m², taux de conversion, etc.) ont dû être revisités, parce qu'ils ne prennent pas en compte la contribution des magasins à l'amélioration de l'expérience client et la visibilité de l'enseigne. Plusieurs marques relèvent ainsi une progression des ventes internet lorsqu'un point de vente physique a été inauguré en ville. Comment mesure-t-on cette contribution ?

De « *channel-centric* » à « *customer-centric* ». Les groupes comme **Hugo Boss** (cf. schéma ci-dessous) ont donc modifié et enrichi leurs KPI ainsi que le système de rémunération. Il s'agit de : **1/** mesurer et récompenser la performance des leviers amenant l'achat, et ne pas simplement valoriser la transaction finale (ex : taux de notoriété, fidélisation, trafic sur les réseaux sociaux, etc.) ; **2/** veiller à ce que les KPI des magasins prennent en compte l'expérience client (taux de conversion, indice de satisfaction). Deux indicateurs se détachent actuellement :

Net Promoter Score :

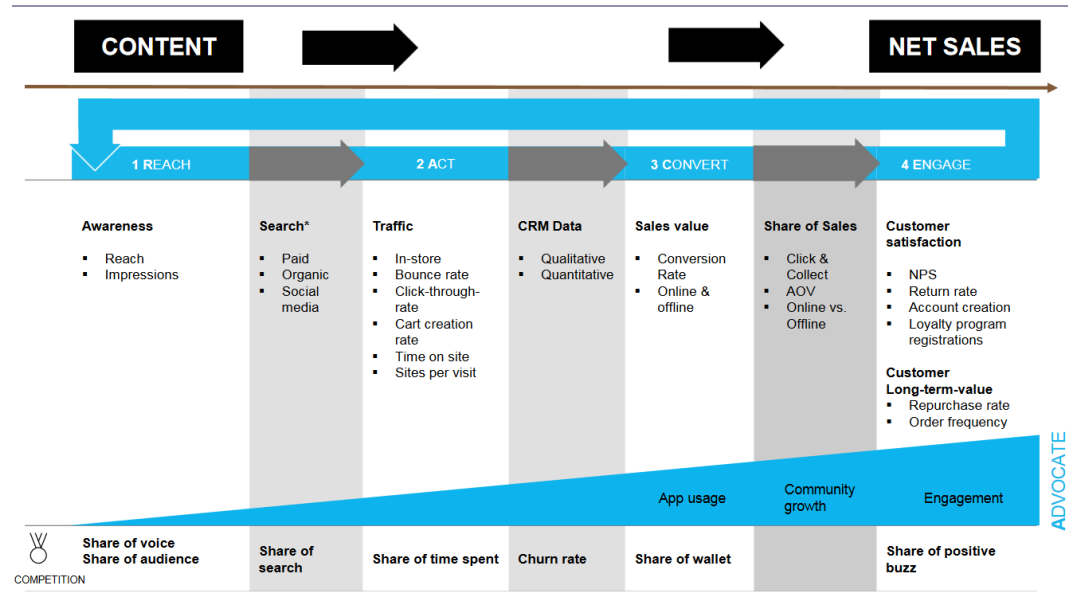


Source: Bain & Co.

(i) **Net Promoter Score (NPS)** : le NPS se calcule à partir d'une question simple (« *Quelle est la probabilité que vous recommandiez ce produit/service à un ami ou proche ?* » par exemple) permettant d'évaluer la satisfaction et la fidélité des clients sur une échelle de 0 à 10. Le score final s'obtient en soustrayant le % de détracteurs du % de promoteurs (cf. ci-contre). Un score au-dessus de 50 est considéré comme bon. Il est devenu l'un des principaux critères de performance des managers d'**Adidas Group**. **Hugo Boss** l'utilise également.

(ii) **Customer Effort Score (CES)** : cet indicateur mesure l'effort que le client doit déployer au cours du parcours d'achat. Le CES est l'objet d'une étude menée par Harvard, qui conclut que pour fidéliser ses clients satisfaits, il est plus intéressant pour une marque de minimiser leurs efforts plutôt que de chercher à toujours dépasser leurs attentes (le digital doit ici être perçu comme un facilitateur). La question type serait : « *Quel niveau d'effort avez-vous dû déployer pour que votre demande soit traitée ?* », la réponse reposant sur une note allant de 1 à 5.

Fig. 44: Hugo Boss a adapté ses KPI à l'omnicanal :

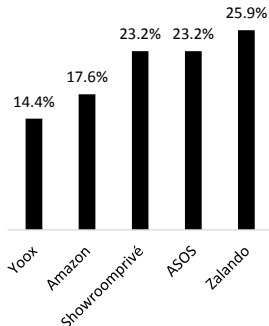


Source: Hugo Boss

3.2.2. La bataille du dernier kilomètre et la gestion des retours

La gestion de la *supply chain*, en particulier la logistique, est le nerf de la guerre pour les *e-retailers*. En effet, la plupart des études montrent que la rapidité et le choix sont les premiers critères d'achat en ligne, tandis que le prix arrive le plus souvent en troisième position. C'est la raison pour laquelle la *supply chain* est généralement le premier poste d'investissement chez la plupart des acteurs internet.

Frais logistique & traitement des commandes (2015, en % du CA total) :



(Amazon = incl. net shipping costs)

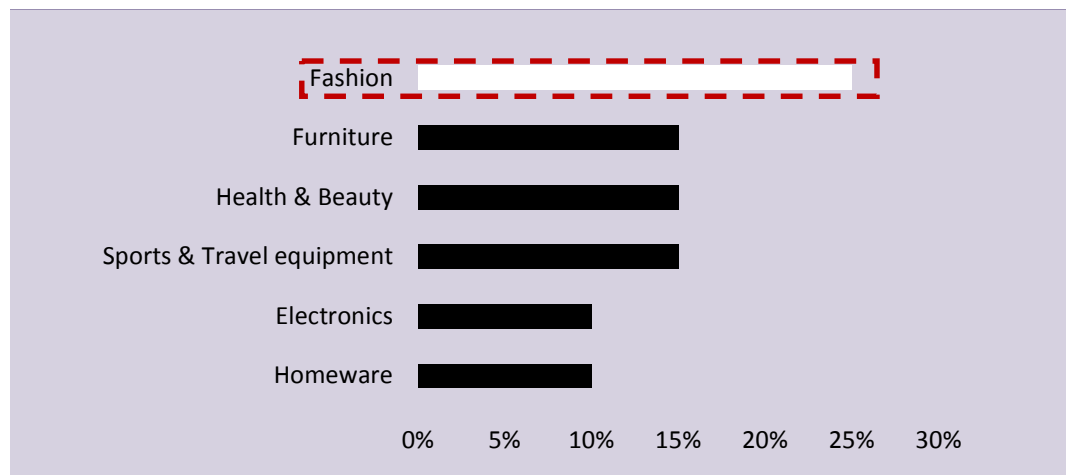
Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co.

Comme le montre le graphique ci-contre, la logistique et le traitement des commandes (« *fulfillment costs* ») constituent le premier poste de dépenses au sein des frais opérationnels. L'écart entre les acteurs peut s'expliquer par une méthode de comptabilisation différente et un montant moyen de transaction hétérogène (ex : EUR352 chez **YNAP** et EUR66 chez **Zalando**).

Selon nous, ce poste restera élevé à MT car : **(i)** le nombre de transactions est en constante augmentation ; **(ii)** les e-commerçants continuent de pénétrer de nouveaux marchés (le volume d'affaires initial ne permettant pas de couvrir les frais de logistiques) ; **(iii)** les opérateurs lancent de nouveaux services qui sont coûteux au démarrage (ex : livraison le jour même) ; **(iii)** la politique de retour, point essentiel dans l'expérience d'achat, devient de plus en plus attractive donc onéreuse (ie. gratuité pour la clientèle).

Pour les enseignes traditionnelles, les investissements liés à la stratégie omnicanal pèsent sur le niveau de rentabilité. La gestion des retours, en particulier, est très coûteuse. **Selon une étude KPMG, retourner un manteau impliquerait un coût trois fois supérieur aux frais de traitement et d'expédition (3-10GBP)!** Comme le montre le graphique ci-dessous, les marques de prêt-à-porter sont les plus concernées, puisqu'environ 25% des commandes internet feraient l'objet d'un retour (échange ou retour définitif) au RU.

Fig. 45: Taux de retour des commandes internet (RU, 2015, en %) :



Source: KPMG

Qu'en est-il du "Click-and-Collect" ?

Privilegié par les enseignes dans le cadre de l'omnicanal, sa mise en place requière des investissements importants en matière de *supply chain*, afin d'assurer la liaison entre les entrepôts et le réseau de magasins. Face à ces coûts supplémentaires, en-deçà d'un montant minimum, l'offre « *Click-and-Collect* » est redevenue payante chez certains distributeurs: **John Lewis**, l'une des principales chaînes de grands magasins au RU (40% de son CA sur internet), a décidé de faire payer le service 2GBP pour tout ordre inférieur à 30GBP ; **Tesco** charge un coût additionnel de 4GBP pour toute commande de moins de 40GBP.

Dans le tableau ci-dessous, nous avons étudié les options de livraison et de retour offertes par le site marchand UK de quatre marques « traditionnelles » (**Burberry**, **Hugo Boss**, **H&M** et **Zara**) qui gèrent en direct leur plateforme internet. Bien qu'elles n'aient pas le même positionnement (premium/luxe pour **Burberry** et **Hugo Boss**, « *fast-fashion* » pour **H&M** et **Zara**), les prestations

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

sont pourtant quasiment identiques, à l'exception d'**H&M** qui ne propose pas encore le service « *Click-and-Collect* ». Comme nous le précisons dans la partie sur Amazon, les sites internet cherchent à offrir la meilleure expérience d'achat possible : par exemple, **Zalando** propose un service gratuit de livraison et, surtout, un retour possible pendant 100 jours !

Fig. 46: Options de livraison et de retour sur le site marchand UK de quatre acteurs « traditionnels » du prêt-à-porter :

Delivery & Returns	Burberry	Hugo Boss	H&M	Zara (Inditex)
Free Delivery?	YES – Free	YES – Free standard delivery (2-3 days)	YES – Free standard delivery (2-3 days) over 50 GBP	YES – Free standard delivery (2-3 days) over 50 GBP
Next Day Delivery?	YES – Free	NO – Not in the UK but Express Delivery (GBP19.95)	YES – Fee of GBP5.99	NO
Click-and-Collect option?	YES – Free	YES – Free	NO	YES – Free
Returns for online orders	YES – Free: all returns must be made within 1 month	YES – Free: all returns must be made within 1 month	YES – Free: all returns must be made within 1 month	YES – Free: all returns must be made within 1 month



Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co.

Nécessité de mieux harmoniser sa politique de prix

Selon une étude menée par Havas LuxHub, plus de 70% des personnes interrogées ont déclaré utiliser leur smartphone pendant leur shopping, afin de rechercher des informations sur les produits et/ou comparer les prix. Ces nouvelles habitudes incitent les marques à harmoniser leur politique de prix, notamment en Asie où la clientèle est consciente du différentiel tarifaire avec l'Europe.

Mais comme l'indique le tableau ci-dessous, il subsiste des écarts au sein d'une même région, compte tenu de l'environnement concurrentiel et des attentes des consommateurs. Ainsi, le costume **Hugo Boss** est près de 30% plus cher en France qu'en Allemagne. A la suite d'un ajustement des prix de 20% en début d'année, la marque allemande précisait que le différentiel était de 35% entre la France et H-K et de 50% entre la Chine continentale et l'hexagone. En ce qui concerne le comparatif de prix pour **Zalando**, et bien qu'il s'agisse de la marque HUGO, il est intéressant de noter que le site maintient quasiment les mêmes écarts que sur le site marchand d'**Hugo Boss** (marque BOSS).

Fig. 47: Différentiel de prix Europe et US pour Hugo Boss :



Retail price	Germany	UK	France	US
	EUR499	GBP500	EUR655	USD795
Price in EUR (base 100= Germany)	100	119	131	143
	EUR479.95	GBP499.99	EUR655	n/a
Price in EUR (base 100= Germany)	100	124	136	n/a

* Exchange rates as of September 5th

Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co.

S'agissant de **Burberry**, sans surprise, l'Europe continentale affiche une légère prime par rapport au marché anglais, tant sur son site marchand que chez **Net-A-Porter**. En revanche, nous constatons une divergence aux USA où, face à la baisse de trafic de ses magasins et des department stores, la marque semble avoir délibérément baissé ses prix. Notons qu'il subsiste un différentiel de prix important entre la Chine continentale et l'Europe, qu'il s'agisse de **Burberry** ou **Net-A-Porter**.

Fig. 48: Différentiel de prix chez Burberry :

Retail price	UK	France	Germany	U.S.	H-K	Mainland China
Burberry.com Westminster trench coat 	GBP1,395	EUR1,795	EUR1,795	USD1,895	HKD17,000	CNY16,500
Price in GBP (base 100= UK)	100	108	108	102	118	133
Net-A-Porter Burberry London Kensington trench coat 	GBP1,395	EUR1,506	EUR1,506	USD2,195	HKD11,860	USD2,659
Price in GBP (base 100= UK)	100	108	108	118	82	143

* Exchange rates as of September 5th

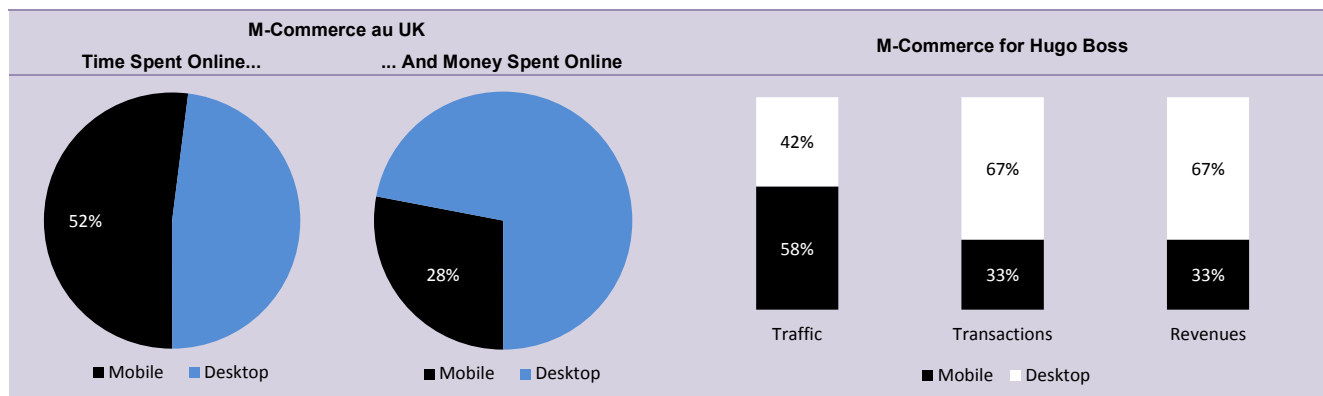
Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co.

M-Commerce : comment accroître les taux de conversion ?

Comme nous l'avons précisé auparavant, le trafic mobile (portables + tablettes) est devenu majoritaire chez quasiment tous les acteurs (67% chez **Zalando** au Q3 2016 / 58% chez **Hugo Boss** au Q3 2015). En effet, les clients utilisent le portable pour rechercher des informations avant ou pendant leurs achats. En revanche, la plupart des marques concèdent que le mobile affiche des taux de conversion bien inférieurs à ceux du PC (33% des ventes d'Hugo Boss).

A moyen terme, ces taux de conversion augmenteront, notamment sous l'effet des applications (consommateurs plus loyaux et achats plus fréquents) et d'une meilleure compatibilité des sites. Néanmoins, les experts s'accordent à penser que la priorité est surtout de faciliter les passerelles vers d'autres canaux tels que le PC ou la visite en magasin.

Fig. 49: Le Mobile reste surtout un canal d'information plutôt qu'un canal d'achat :



Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

3.3. Ils ont tout compris: H&M et Inditex!

Le marché mondial de la mode (prêt-à-porter et accessoires) est gigantesque, plus de 1 200 MdsEUR. Le segment « mass », ou « mode accessible », représente naturellement le plus gros compartiment (~1 100 MdsEUR) et reste très fragmenté (les deux marques phares, **H&M** et **Zara**, auraient respectivement 1,7 et 1,4% de PdM).

L'éclatement de ce marché a permis l'émergence de nouvelles marques telles que **Primark**, **Forever21** ou **Topshop**. Ces enseignes pratiquent une stratégie prix très agressive et ont commencé à se développer à l'international. Par ailleurs, la montée en puissance des acteurs internet tels qu'**Amazon**, **Zalando** ou **ASOS** offre, comme nous l'avons vu, un choix quasi-illimité d'articles et une expérience client améliorée.

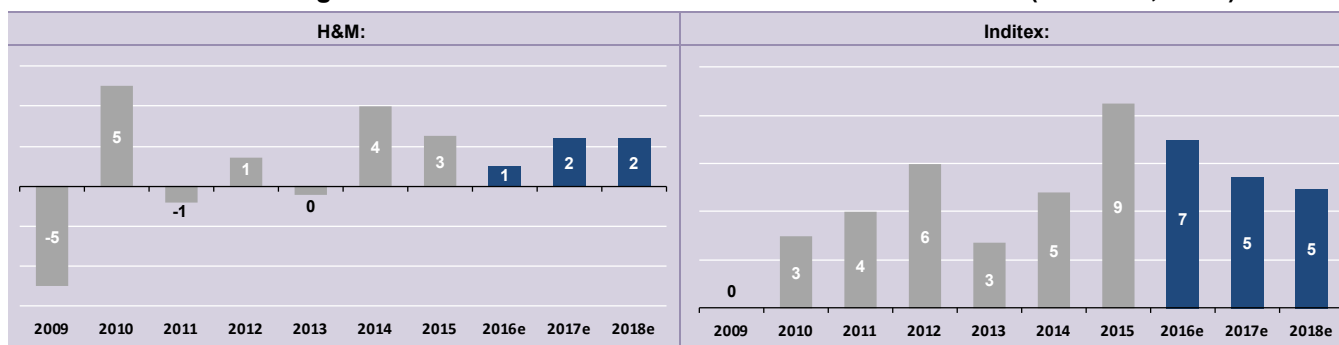
Les groupes **H&M** et **Inditex** disposent toutefois d'atouts majeurs à faire valoir face à cette concurrence. Avant même l'apparition de la plupart des *retailers* online, ils avaient déjà une stratégie de conquête reposant sur : (i) l'international ; (ii) le multicanal (puis l'omnicanal) ; (iii) le multi-marques ; (iv) la durée de vie volontairement limitée des collections (afin de coller aux évolutions de la mode). En somme, ce que les acteurs internet essaient aussi de mettre en place !

« Push » vs. « Pull » : ces approches sont déterminantes pour juger le profil de risque

Dès le début, le groupe **Inditex** s'est construit autour d'une *supply chain* très souple et réactive. **1/ C'est le consommateur**, dont les décisions d'achat sont remontées deux fois par semaine par le responsable de chaque magasin, qui va orienter l'équipe de stylisme sur les tendances de la mode. **2/ Environ 60% de la production est basée à « proximité »** (c.-à-d. Espagne, Portugal et Maroc principalement), ce qui permet **3/ de dessiner et produire près de 50% d'une collection au milieu de la saison** (ce chiffre est surtout vrai pour la marque Zara) et **4/ de livrer en deux semaines** environ. Ainsi, le groupe espagnol est moins exposé aux changements de tendance et aux conditions climatiques (rarement évoqués dans sa communication).

Organisée autour d'une équipe de création, qui donne l'impulsion pour le design des collections, l'approche « top-down » du groupe suédois **H&M** est plus classique. Il en est de même pour sa *supply chain*, avec une production majoritairement située en Asie (~80% du total) et qui requiert donc des délais d'approvisionnement de six mois (ce qui, à l'instar du reste de l'industrie, rend **H&M** sensible aux variations de tendances - mode, consommateurs, etc. - et aux conditions météorologiques).

Fig. 50: Evolution de la croissance LFL d'H&M et Inditex (2009-18e, en %) :



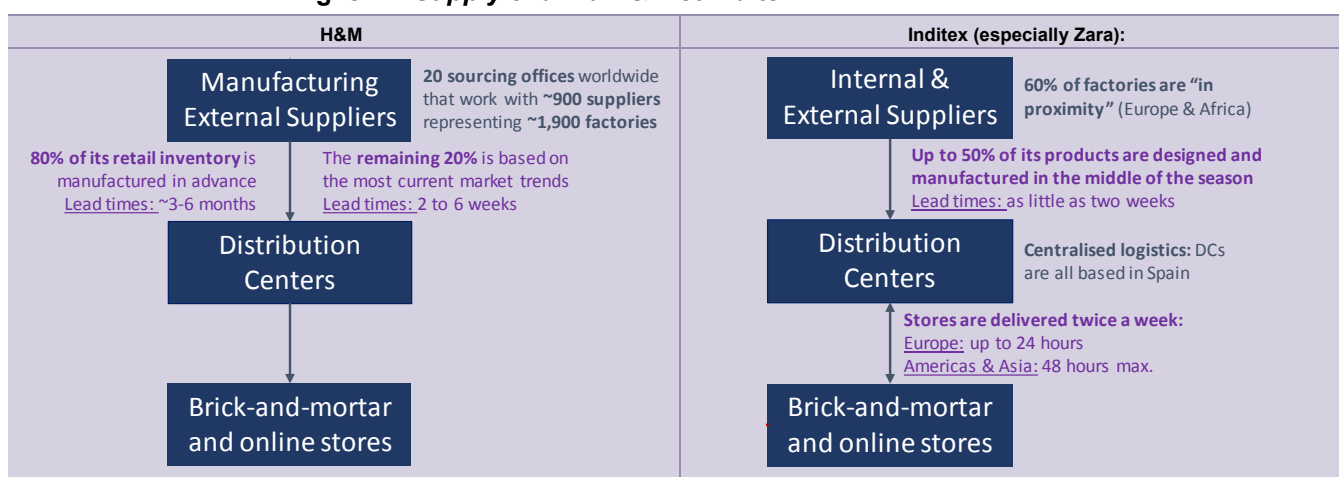
Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests.

Les « lead times » courts sont aussi bénéfiques au taux de marge

La *supply chain* d'**H&M** est donc proche des standards de l'industrie (délais de production de six mois pour 80% de la gamme) et rend le groupe sensible aux variations de tendance. Il a ainsi précisé que le poids grandissant des promotions avait eu un effet négatif de 25pb en 2015 (selon nous, cet impact devrait être de même ampleur en 2016).

Etant en mesure de produire au moins 50% de sa gamme dans un délai de quelques semaines, **Inditex** se montre très réactif face à d'éventuelles ruptures de tendance. Cela offre plusieurs avantages concurrentiels : **(i)** un taux d'inventus de 10% environ (industrie : ~20% en moyenne) ; **(ii)** un ratio de retour de 25-30% (industrie : ~50% en moyenne) ; **(iii)** ~80-85% des produits vendus « *full-price* » (~60-70% en moyenne dans le secteur).

Fig. 51: Supply chain d'H&M et Inditex :



Source: Bryan, Garnier & Co ests.

La montée en puissance du circuit *online* chez H&M et Inditex

Bien que les deux groupes ne communiquent pas leurs ventes *online*, nous estimons qu'elles ont représenté environ 7% du CA d'H&M et ~5% du CA d'Inditex en 2015. A partir de ces estimations, nous avons tenté de prévoir leur évolution (en % du CA total), ainsi que leur contribution à la croissance à magasins comparables sur la période 2016-18.

Fig. 52: H&M : évolution du e-commerce et contribution à la croissance LFL :

H&M	2015	2016e	2017e	2018e
If CAGR of 20% – Online as a % of total sales	7.0	7.9	8.6	9.4
Estimated contribution to LFL growth sales	-	1.4pp	1.6pp	1.7pp
If CAGR of 30% – Online as a % of total sales	7.0	8.5	10.1	12.0
Estimated contribution to LFL growth sales	-	2.1pp	2.6pp	3.0pp
If CAGR of 40% – Online as a % of total sales	7.0	9.2	11.7	15.0
Estimated contribution to LFL growth sales	-	2.8pp	3.7pp	4.7pp

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Notons que la montée en puissance de l'e-commerce semble avoir un impact théorique moins important chez **Inditex** que chez **H&M** : **(i)** parce qu'il pèse légèrement moins chez l'espagnol (~5% du CA groupe contre ~7% pour le suédois), mais aussi **(ii)** en raison d'estimations de croissance des ventes totales plus prudentes pour **H&M**.

Fig. 53: Inditex: évolution du e-commerce et contribution à la croissance LFL :

Inditex	2015	2016e	2017e	2018e
If CAGR of 20% – Online as a % of total sales	5.0	5.4	5.8	6.4
Estimated contribution to LFL growth sales	-	1.0pp	1.1pp	1.2pp
If CAGR of 30% – Online as a % of total sales	5.0	5.9	6.9	8.1
Estimated contribution to LFL growth sales	-	1.5pp	1.8pp	2.1pp
If CAGR of 40% – Online as a % of total sales	5.0	6.3	8.0	10.1
Estimated contribution to LFL growth sales	-	2.0pp	2.5pp	3.2pp

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Elle va s'accompagner de coûts opérationnels supplémentaires (frais logistiques, coûts associés aux retours, etc.). Selon nous, cette inflation ne devrait que légèrement peser sur les marges d'**H&M** et **Inditex**. Ce dernier a en effet précisé **qu'un tiers des commandes en ligne étaient retirées en magasin et que les deux tiers des retours étaient effectués en boutique**. Nous pensons que le suédois observe le même phénomène.

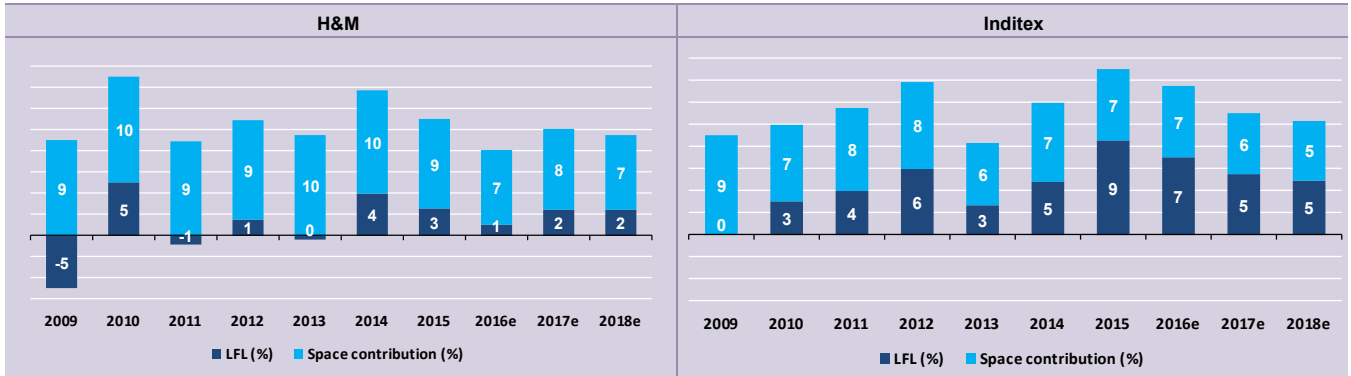
Omnicanal : le magasin physique reste au centre de la stratégie de croissance

Le magasin reste le point de contact privilégié, tant chez **H&M** que chez **Inditex**. Et contrairement à la quasi-totalité des acteurs du prêt-à-porter, **ces deux groupes ne dépensent quasiment rien en publicité et marketing (0% pour Inditex et environ 3-4% pour H&M) ! En effet, la vitrine de leurs magasins est le premier support de communication afin d'accroître leur notoriété.**

H&M a maintenu son objectif de croissance de 10-15%/an de sa surface commerciale. Nous pensons que le groupe sera dans le bas de fourchette entre 2016 et 18, ce qui implique néanmoins l'ouverture d'au moins 420 magasins sur la période. **Inditex** a au contraire abaissé ses objectifs MT en début d'année (+6-8%/an contre +8-10% précédemment). Selon nos prévisions, l'Espagnol devrait détenir près de 8 000 magasins d'ici à la fin de l'exercice fiscal 2018 (janvier 2019), soit l'ouverture d'environ 320 points de vente (dont 70 pour la seule marque Zara) par an.

Pour les deux groupes, la contribution des nouvelles surfaces sera donc inférieure à celles des années antérieures (cf. Fig. 54). Par conséquent, les investisseurs devraient davantage surveiller les performances LFL. Or, nous sommes plus confortables avec Inditex qui devrait afficher des croissances comparables supérieures à celles d'H&H sur la période 2016-18.

Fig. 54: H&M et Inditex : évolution de la croissance à tcc (2009-18e, en %) :



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Les niveaux de valorisation sont soutenus par la forte croissance bénéficiaire

Comme l'illustre le tableau ci-dessous, **H&M** et **Inditex** peuvent capitaliser sur leurs atouts (force des marques, présence mondiale, extension des réseaux de magasins, montée en puissance du circuit *online*, etc.) pour afficher un profil de croissance relativement dynamique sur la période 2016-19.

Fig. 55: TCAM 2016-19 attendus au niveau du CA, EBIT et BPA :

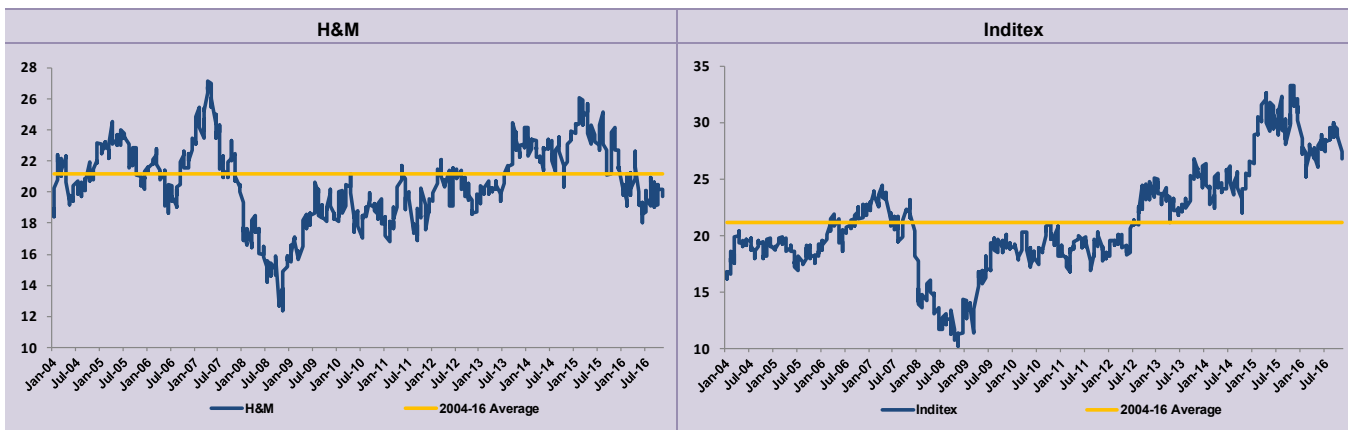
% change	Sales	EBIT	EPS
H&M	9.5	10.3	10.3
Inditex	10.5	12.1	12.0

Source: Bryan, Garnier & Co ests

Grâce à son modèle *customer-centric* et à la réactivité de sa *supply chain*, nous pensons néanmoins que le groupe espagnol offre un profil plus défensif. L'évolution des multiples (cf. graphiques ci-dessous) en témoigne : en P/E 12m *forward*, **H&M** se traite avec une légère décote de 4% vs. sa moyenne historique 2014-16, tandis qu'**Inditex** se paie avec une prime de 26%.

Rappelons également que la marge brute d'**Inditex** est moins sensible à la hausse du dollar (~35% des COGS vs. >80% pour **H&M**). Le distributeur ibérique peut ainsi devenir une « valeur refuge » au sein du secteur textile.

Fig. 56: Multiples P/E 12m forward d'H&M et Inditex (x) :



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

Si les multiples EV/EBIT d'Inditex sont supérieurs à ceux d'H&M, le tableau ci-dessous montre qu'en « *EV/EBIT to growth* », les deux protagonistes se traitent en revanche sur des niveaux similaires (1,6x 2017e).

Fig. 57: Ratios « d'EV/EBIT to growth » des principaux groupes de textile :

Companies	Market Cap (EURm)	2017e EV/EBIT (x)	2018e EV/EBIT (x)	EBIT CAGR 2016-2019e (%)	EV/EBIT to growth	EV/EBIT to growth
					2017e (x)	2018e (x)
H&M – SEK	45,369	16.6	15.0	10.3	1.6	1.5
Inditex	97,737	19.0	17.0	12.1	1.6	1.4
AB Foods – GBP	20,789	16.9	15.6	13.3	1.3	1.2
M & S – GBP	5,492	11.3	11.0	7.2	1.6	1.5
Next – GBP	7,146	9.9	10.0	0.2	46.2	46.5
SuperGroup – GBP	1,242	11.8	10.5	15.1	0.8	0.7

Source: IBES consensus, Bryan, Garnier & Co ests

Méthode de valorisation par les DCF

Nous ré-initions les couvertures d'H&M (Neutre – FV : 295SEK) et Inditex (Achat – FV : 38EUR). Nos FV reposent sur la méthode des DCF. Nos hypothèses sont détaillées dans les tableaux ci-dessous (Fig. 58) et à la page suivante (Fig. 59).

Fig. 58: H&M : valorisation par les DCF :

SEKm	2017e *	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Net Sales	212 025	232 252	253 155	270 875	289 837	307 227	322 588	335 492	345 557	354 196
% change	10.1%	9.5%	9.0%	7.0%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%	3.0%	2.5%
EBIT	26 397	29 264	32 024	35 078	37 534	39 786	41 775	43 446	44 750	45 868
EBIT margin (%)	12.5%	12.6%	12.7%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
Income taxes	-6 116	-6 773	-7 408	-8 068	-8 633	-9 151	-9 608	-9 993	-10 292	-10 550
Tax rate (%)	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
Operating profit after taxes	20 281	22 491	24 616	27 010	28 901	30 635	32 167	33 454	34 457	35 319
+Depreciations	8 693	9 987	11 392	12 189	13 043	13 825	14 516	15 097	15 550	15 939
-Change in WCR	2 458	2 556	2 641	2 817	3 014	3 195	3 355	3 489	3 594	3 684
-Investments in fixed assets	12 721	13 935	15 189	14 898	14 492	13 825	14 516	15 097	15 550	15 939
Operating cash flow	13 795	15 986	18 177	21 484	24 438	27 440	28 812	29 964	30 863	31 635
PV of terminal value	326,050									
+PV of future cash flows (2017-26)	160,328									
= Enterprise Value	486,378									
Net debt (2017e)	-6,313									
Other liabilities	449									
Minority interest	0									
Financial assets	2,338									
Theoretical value of equity	494,581									
Number of shares (m)	1,665									
Theoretical FV per share (SEK)	295									

* = 2017e: FY ending in November 2017

Source: Bryan, Garnier & Co ests

Fig. 59: Inditex : valorisation par les DCF :

EURm	2017e *	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Net Sales	25 724	28 393	31 233	34 356	37 104	39 702	42 084	44 188	45 955	48 253
% change	11.0%	10.4%	10.0%	10.0%	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%	5.0%
EBIT	4 728	5 219	5 809	6 459	7 050	7 543	7 996	8 396	8 732	9 168
EBIT margin (%)	18.4%	18.4%	18.6%	18.8%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Income taxes	-1 103	-1 218	-1 336	-1 453	-1 586	-1 697	-1 799	-1 889	-1 965	-2 063
Tax rate (%)	23.0%	23.0%	23.0%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%
Operating profit after taxes	3 626	4 001	4 473	5 006	5 464	5 846	6 197	6 507	6 767	7 105
+Depreciations	1 209	1 334	1 437	1 546	1 670	1 787	1 894	1 988	2 068	2 171
-Change in WCR	-126	-118	-156	-172	-186	-199	-210	-221	-230	-241
-Investments in fixed assets	1 543	1 704	1 562	1 546	1 670	1 787	1 894	1 988	2 068	2 171
Operating cash flow	3 417	3 751	4 504	5 177	5 649	6 045	6 407	6 728	6 997	7 347
PV of terminal value	74,755									
+PV of future cash flows (2017-26)	36,774									
= Enterprise Value	111,529									
Net debt (2017e)	-7,718									
Other liabilities	950									
Minority interest	41									
Financial assets	898									
Theoretical value of equity	119,154									
Number of shares (m)	3,113									
Theoretical FV per share (EUR)	38									

* = 2017e: FY ending in January 2018

Source: Bryan, Garnier & Co ests

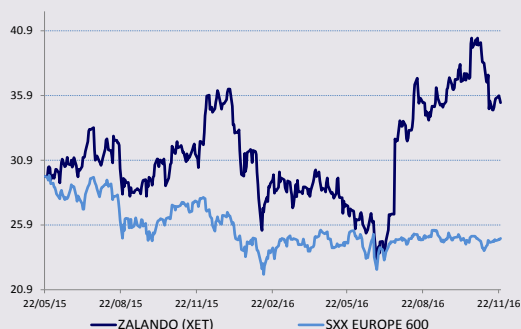
INDEPENDENT RESEARCH

28 Novembre 2016

Luxe & Biens de conso

Bloomberg	ZAL GR
Reuters	ZALG.DE
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	40,4 / 23,0
Capitalisation Boursière (MEUR)	8 739
Valeur d'Entreprise	7 942
Volume moyen 6 mois (000 actions)	560,7
Flottant	%
TMVA BPA (3 ans)	52,5%
Gearing (12/15)	-133%
Rendement (12/16e)	NM

Fin Décembre	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
C. d'affaires (MEUR)	2 958	3 678	4 543	5 578
EBIT (MEUR)	107,50	197,89	276,03	380,77
BPA Publié (EUR)	0,49	0,45	0,70	1,00
BPA dilué (EUR)	0,29	0,52	0,73	1,02
EV/CA	2,63x	2,16x	1,73x	1,38x
EV/EBITDA	55,0x	32,9x	23,5x	16,8x
EV/EBIT	72,5x	40,1x	28,5x	20,2x
P/E	NS	68,0x	48,2x	34,6x
ROCE (%)	43,1	38,1	36,4	39,4



Zalando

EN BREF: Zalando, le « web category killer »

Fair Value 39EUR (cours 35,35EUR)

NEUTRE
Initiation de couverture

Cette introduction a une vocation descriptive pour tout investisseur qui souhaiterait se familiariser avec Zalando. Elle vient en complément de notre étude sectorielle (« Uber et l'argent d'Hubert ») dans laquelle sont effectivement détaillées notre thèse d'investissement et valorisation, dont découle notre recommandation Neutre (Fair Value de EUR39).

Comme nous le précisons dans notre étude sectorielle, il n'y a pas de vérité indivisible et les e-commerçants qui ont rencontré un franc succès n'ont pour dénominateur commun que la cohérence d'une offre, laquelle nous semble aujourd'hui se décliner selon quatre principaux modèles :

- Dans le premier modèle, l'e-commerçant propose une offre exhaustive au meilleur prix. **Amazon** est l'expression la plus aboutie de ce web-hypermarché qui substitue au « tout sous le même toit » le « tout sur le même site ».
- Dans le second, un « web category killer » tel que **Zalando** multiplie les flux sur des lignes de produits à forte rotation, de telle sorte qu'il devient le « lieu de destination naturel » pour tout internaute qui chinerait un produit spécifique.
- Dans le troisième, l'expertise d'un **Yoox Net-A-Porter** est telle sur un segment de niche, qu'il est difficile pour un autre web-marchant 1/ de se procurer et 2/ vendre, dans un cadre aussi « intimiste » et au meilleur prix, une marchandise similaire.
- Dans le quatrième, le distributeur Brick & Mortar est à même de concilier une manière plus prédictive de servir le consommateur (via le click et la data) avec l'entretien du lien social (via le collect dans un réseau de magasins physiques)

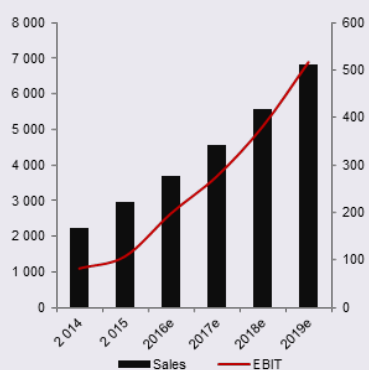


Analyst:
Antoine Parison
33(0) 1 70 36 57 03
aparison@bryangarnier.com

Sector Analyst Team:
Nikolaas Faes
Loïc Morvan
Virginie Roumage
Cédric Rossi

Research Assistant : Clement Genelot

Zalando



Activités

Zalando, présent dans 15 pays, est la première plateforme Européenne de mode en ligne (femme, homme et enfant). Le groupe offre une expérience unique grâce à un grand choix d'articles de mode (chaussures, vêtements et accessoires) et une combinaison de services de qualité, dont la livraison et les retours gratuits.

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Revenues	2 214	2 958	3 678	4 543	5 578
Change (%)	25,7%	33,6%	24,3%	23,5%	22,8%
Current EBITDA	108	142	242	335	456
Change (%)	-%	31,6%	70,6%	38,6%	36,2%
EBITDA	87,9	124	223	317	438
Current EBIT	82,0	108	198	276	381
Change (%)	-%	31,1%	84,1%	39,5%	37,9%
EBIT	62,2	89,4	180	258	362
Financial results	-4,5	-3,0	-9,0	-9,0	-9,0
Pre-Tax profits	57,8	86,6	171	249	353
Tax	-10,5	34,9	-59,8	-74,6	-106
Net profit	47,3	122	111	174	247
Restated net profit	54,3	73,2	132	187	260
Change (%)	-%	34,7%	80,8%	41,4%	39,2%
Cash Flow Statement (EURm)					
Operating cash flows	104	135	195	296	405
Change in working capital	-13,4	1,1	2,7	1,3	1,5
Capex, net	-51,0	-60,0	-201	-227	-223
Free Cash flow	39,4	76,0	-2,6	70,4	183
Financial investments, net	0,0	-172	-94,2	0,0	0,0
Dividends	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital increase / buyback	510	6,4	2,1	0,0	0,0
Other	71,5	17,8	-57,1	0,0	0,0
Decrease / (Increase) in net debt	621	-71,6	-152	70,4	183
Net debt	-1 030	-959	-807	-877	-1 060
Balance Sheet (EURm)					
Tangible fixed assets	111	128	246	338	412
Intangibles assets	29,0	48,8	123	199	273
Cash & equivalents	1 051	976	822	892	1 076
Other assets	595	963	1 215	1 404	1 629
Total assets	1 786	2 116	2 407	2 833	3 389
Shareholders' funds	1 127	1 271	1 412	1 649	1 978
L & ST Debt	20,8	17,6	15,2	15,2	15,2
Others liabilities	638	827	980	1 169	1 396
Total Liabilities	1 786	2 116	2 407	2 833	3 389
WCR	-3,7	-2,6	-5,3	-6,6	-8,1
Capital employed	136	174	364	531	677
Ratios					
Operating margin	3,70	3,63	5,38	6,08	6,83
Normative tax rate	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00
Net margin	2,45	2,47	3,60	4,11	4,67
ROCE (after tax)	42,11	43,15	38,06	36,40	39,38
Gearing	-109	-133	-175	-188	-187
<i>Average number shares</i>					
Number of shares, diluted	230	254	255	255	255
Data per Share (EUR)					
EPS	0,21	0,49	0,45	0,70	1,00
Restated EPS	0,24	0,29	0,52	0,73	1,02
% change	-%	22,1%	80,5%	41,2%	39,1%
Operating cash flows	0,45	0,53	0,77	1,16	1,59
FCF	0,17	0,30	-0,01	0,28	0,72
Net dividend	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Sommaire

1.1.	L'ADN de Zalando	54
1.1.1.	Pondération de l'activité de Zalando	54
1.1.2.	Origines et actionnariat de Zalando	56
1.1.3.	Analyse swot.....	58
1.2.	Une stratégie au service de la topline.....	58
1.2.1.	Un assortiment exhaustif.....	58
1.2.2.	Une gamme de services diversifiée.....	61
1.2.3.	Une base clients en plein essor.....	63
1.3.	Des avantages comparatifs : une offre locale, une logistique et une technologie propriétaire 65	
1.3.1.	Une offre adaptée en fonction de chaque pays (article et moyens de paiement)...	65
1.3.2.	Le roi du traitement logistique	66
1.3.3.	Vers un maillage complet du territoire européen.....	66
1.3.4.	La technologie propriétaire au cœur de la stratégie.....	68
1.4.	Les performances financières de Zalando	70
1.4.1.	La topline	70
1.4.2.	La bottom line.....	71
	Bryan Garnier stock rating system.....	73

1.1. L'ADN de Zalando

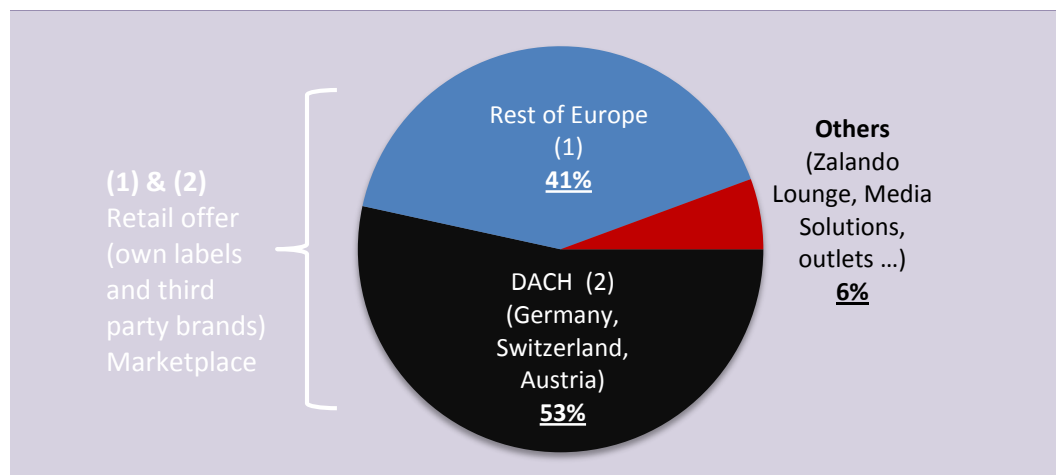
1.1.1. Pondération de l'activité de Zalando

Fig. 1: Zalando parmi les leaders européens du B2C par Internet (2014)

Company	Country of origin	Online turnover in Europe (2014)
Amazon	USA	EUR 24,230mn
Otto	Germany	EUR 6,452mn
Apple	USA	EUR 3,750mn
Tesco	UK	EUR 3,533mn
Home Retail Group	UK	EUR 2,328mn
Cdiscount	France	EUR 2,235mn
Zalando	Germany	EUR 2,214mn (EUR2,958mn en 2015)
E.Leclerc	France	EUR 1,900mn
Shop direct	UK	EUR 1,876mn
Next Plc	UK	EUR 1,863mn
Vente Prive	France	EUR 1,700mn
Asda	UK	EUR 1,700mn
Metro Group	Germany	EUR 1,500mn
John Lewis	UK	EUR 1,460mn
Carrefour	France	EUR 1,176mn

Source: E-commerce in Europe; Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 2: Offre retail et services proposés par Zalando en pourcentage du CA



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 3: Caractéristiques des pays où Zalando est présent (2015)

Country	Retail sales (YoY growth)	B2C sales (EURbn / growth)	B2C share of GDP	Internet users (>15yo)	E-shoppers (>15yo)	Mobile share in online sales	Spending per e- shopper (EUR)
UK	+4.1%	157.1 (+11%)	6,1%	93%	81%	20%	3 625
France	+3.8%	64.9 (+14%)	3,0%	87%	67%	15%	1 780
Germany	+2.8%	59.7 (+13%)	2,0%	89%	73%	15%	1 157
Spain	+3.6%	18.2 (+12%)	1,7%	80%	42%	NA	1 089
Italy	+1.8%	16.6 (+16%)	1,0%	68%	34%	NA	938
Netherlands	+2.3%	16.1 (+16%)	2,4%	98%	93%	15%	1 242
Denmark	+1.2%	11.7 (+18%)	4,4%	97%	80%	NA	3 111
Sweden	+7.0%	9.7 (+12%)	2,2%	92%	72%	NA	1 668
Switzerland	-1.1%	8.5 (+12%)	1,4%	92%	67%	NA	1 815
Belgium	-0.3%	8.2 (+34%)	2,0%	86%	74%	12%	1 188
Norway	+0.6%	7.9 (+2%)	2,3%	97%	76%	NA	2 467
Poland	+6.6%	7.6 (+18%)	1,8%	70%	37%	NA	632
Austria	+1.6%	7.5(+14%)	2,2%	85%	58%	NA	1 759
Finland	+0.0%	7.2 (+10%)	3,5%	93%	78%	NA	2 170
Luxembourg	+6.6%	0.6 (+13%)	1,2%	98%	78%	NA	1 635

Source: Eurostat; E-commerce in Europe; Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

1.1.2. Origines et actionnariat de Zalando

Zalando a été créé en 2008 par Robert Gentz et David Schneider, deux étudiants allemands qui vendaient des tongs via le site Ifansho. L'entreprise intègre alors le programme Rocket Internet (dirigé par les trois frères Samwer), un incubateur et business Angel allemand spécialisé dans le e-commerce (plus de 200 start-ups à son actif). Selon la légende, elle s'inspire du modèle « Zappos » (un site américain de vente de souliers) dont elle associe le nom à celui d'« Alando » (un comparable d'eBay, fondé par Rocket Internet) pour créer « Zalando » et écouler des chaussures sur le marché allemand. Aujourd'hui, l'entreprise affiche une véritable indépendance vis-à-vis de Rocket Internet qui n'a joué qu'un rôle d'incubateur.

Fort de son succès, le groupe démarre son internationalisation dès 2009, en commençant par l'Autriche. En 2010, il élargit sa gamme aux vêtements de mode et commence son activité en France et aux Pays-Bas. Le succès ne se dément et de nouveaux sites internet voient le jour en 2011 (Royaume-Uni, Italie, Suisse et Autriche), 2012 (Suède, Belgique, Espagne, Danemark, Pologne et Finlande) et 2013 (Norvège et Luxembourg).

Zalando a été introduit en bourse sur le marché allemand le 1^{er} octobre 2014 via l'émission de 29,5 millions d'actions nouvelles. Les demandes de souscription ont été 10x supérieures à l'offre avec, en conséquence, un prix d'introduction (EUR21,5) dans le haut de la fourchette (EUR18-22,5) et une levée de fonds de 524M€. Cette opération valorisait Zalando à EUR5,3Md (soit un multiple de 2,4x le CA 2014).

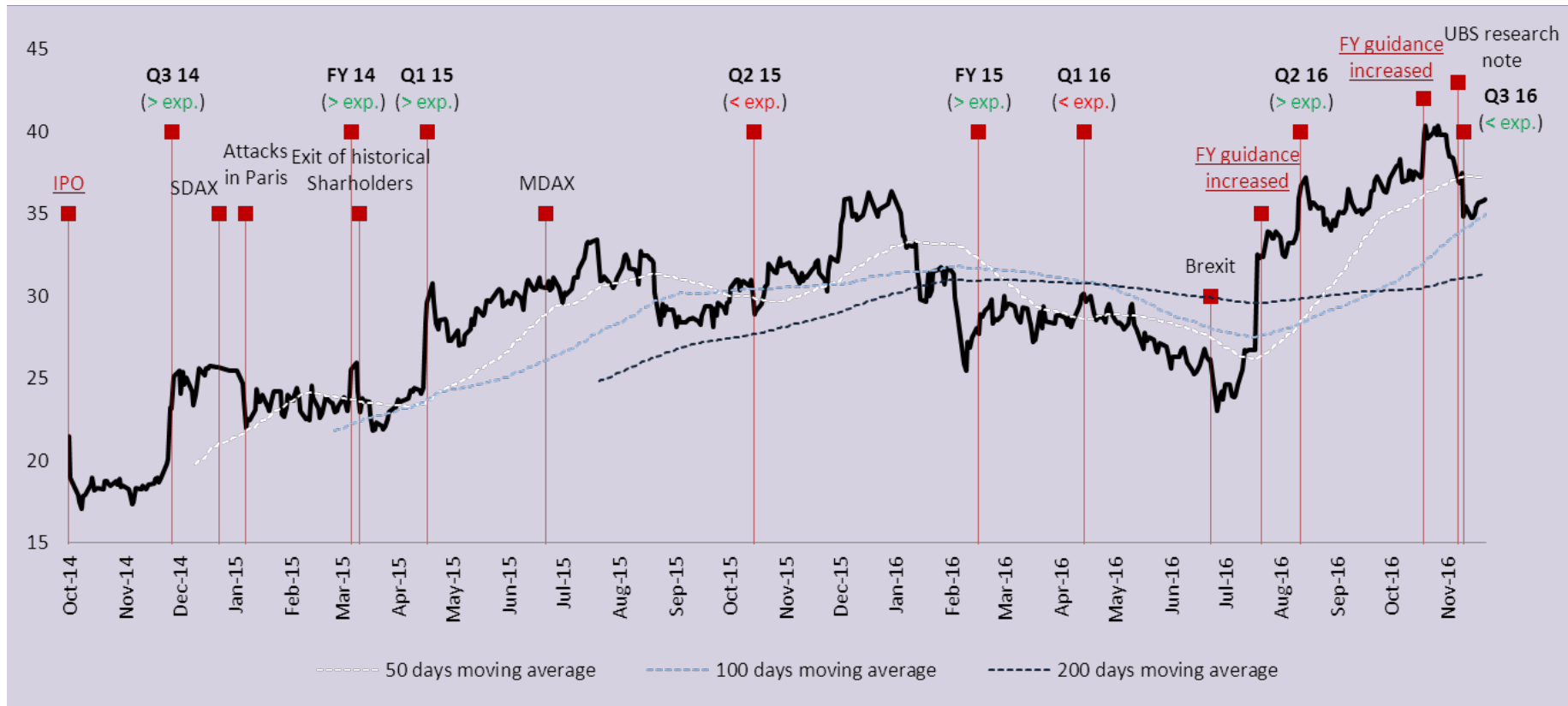
Rocket Internet n'a plus de lien capitalistique direct avec Zalando depuis août 2013, l'incubateur ayant cédé ses parts à d'autres entités dont le fonds suédois Kinnevik. En revanche les frères Samwer ont une participation à titre personnel via le fonds Global Founders (8,77% vs 17% initialement). D'un point de vue purement opérationnel, Zalando est dirigé par un triumvirat de trois co-CEO : David Schneider, Robert Gentz et Rubin Ritter (arrivé en 2010).

Fig. 4: Actionnariat de Zalando à fin juin 2016

Shareholding	At 07/2016
Kinnevik (Swedish fund)	31,7%
Anders Holch Povlsen	10,0%
Global Founders (Samwer brothers)	8,8%
Baillie Gifford	6,9%
Tengelmann Verwaltungs	5,0%
Founders	3,7%
Vanguard World Funds	3,0%
Public free float	30,9%

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 5: L'equity story de Zalando (depuis août 2014)



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

1.1.3. Analyse swot

Forces	Faiblesses
Une offre (1 500 marques) et des services (online, outlet, marketplace, smart data), servis par une technologie propriétaire.	L'activité est inégalement répartie et dépendante de la région historique DACH (~53% du CA).
Un service client et une logistique incomparables dans l'industrie (livraisons et retours gratuits, 100 jours de délai de rétractation !).	L'une des principales forces de Zalando (ie. retour gratuit) est également l'une de ses faiblesses (fort taux de retour).
Pionnier sur le segment du textile et de la mode en ligne, Zalando dispose d'une base de clients actifs de 19.2M de consommateurs !	
Opportunités	Menaces
Relais de croissance (notamment en Europe de l'Est et dans les pays nordiques) via l'ouverture de centres logistiques périphériques.	Amazon (encore peu présent dans certains pays européens) est systématiquement une menace pour un e-commerçant de masse.
Potentiel d'élargissement de l'offre à la gente masculine, les femmes représentants environ 75% de la base de clients actifs (18,8M).	Le degré d'exigence vis-à-vis des salariés implique un risque social au détriment de l'image et de l'efficacité logistique du groupe.
Montée en puissance de la market place (~5% du volume d'affaires), structurellement plus rentable que le core website.	Potentiel de fraudes liées à une multiplication des moyens de paiement différé que Zalando propose.

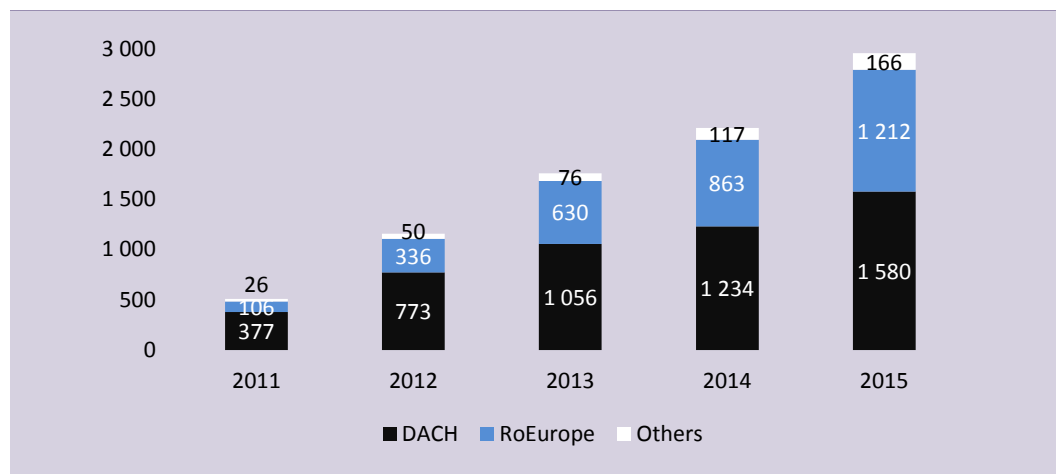
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

1.2. Une stratégie au service de la topline

Zalando s'est rapidement imposé au premier rang des distributeurs européens de prêt à porter en ligne avec un CA de 2,96Md€ en 2015 (+1 821% en 5 ans / soit un TCAM de 81% depuis 2010) réalisé dans les 15 pays européens précédemment cités. La dynamique de CA repose sur **1/** un assortiment exhaustif et **2/** une gamme de services diversifiée qui alimentent une base clients en plein essor.

1.2.1. Un assortiment exhaustif

Fig. 6: Décomposition du chiffre d'affaires de Zalando - EURm



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

L'offre retail (~94% du CA)

Certains articles sont achetés en gros auprès de marques tiers et revendus au détail par Zalando. D'autres marques (Mint&Berry, Zign, Kiomi, Even&Odd) sont plus librement conçues et fabriquées par Zalando (depuis 2010). Ces MDD (~12% e du CA), théoriquement plus rentables, sont censées diversifier l'offre et ne pas se substituer aux marques tiers.

Fig. 7: Sélection de marques partenaires de Zalando

Top Marques	Marques Sport	Créateurs Luxe
Toutes les marques	Toutes les marques	Tous les créateurs
ONLY	Nike	MICHAEL Michael Kors
Mango	adidas	Ralph Lauren
Morgan	ASICS	BOSS
Topshop	Reebok	ARMANI
Anna Field	Puma	DKNY
Tommy Hilfiger	Lacoste Sport	KARL LAGERFELD
GAP	The North Face	Pinko
Dorothy Perkins	New Balance	Sonia by Sonia Rykiel
NAF NAF	adidas by Stella Mc	See by Chloé
Lacoste	Cartney	Filippa K
	Onzie	

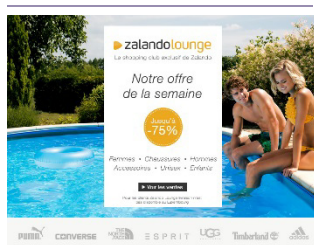
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Zalando propose ainsi plus de 200 000 produits (1 500 marques) au sein de sa gamme retail. La rotation des articles est assez élevée (1 000 nouvelles références ajoutées chaque jour). Depuis peu, le processus de sélection repose sur un système de notation (évaluation de la qualité, la sécurité et les risques d'exécution liés à chaque marque et produit), préalable aux négociations d'achat de gros.

Les offres annexes d'entrée de gamme

En fin de saison, Zalando dispose de plusieurs options afin d'écouler ses invendus : **1/** renvoyer les articles aux fournisseurs ; **2/** les mettre en promotion sur son site classique ou les placer sur Zalando Lounge ; **3/** les transférer dans l'un des trois magasins physiques. Ce sont ces deux dernières options qui constituent l'essentiel des offres d'entrée de gamme de Zalando dans le prêt-à-porter.

Zalando Lounge (représentant la grande majorité des ventes du segment « autres », lequel génère 6% du CA de Zalando)



Zalando Lounge est un site de ventes privées éphémères. Lancé en 2010 (Allemagne, Autriche), il a été progressivement étendu en 2011 (France), 2012 (Pays-Bas, Belgique), 2013 (Finlande, Suède) et 2014 (Royaume-Unis). Il est assorti d'une application depuis 2015.

Son offre regroupe des vêtements, chaussures, accessoires et articles de maison (serviettes de bain, bougies, meubles...) qui bénéficient de promotions agressives (jusqu'à 75% par rapport au prix de vente conseillé). 2,785 marques différentes ont ainsi été proposées à la vente en 2015.

Zalando

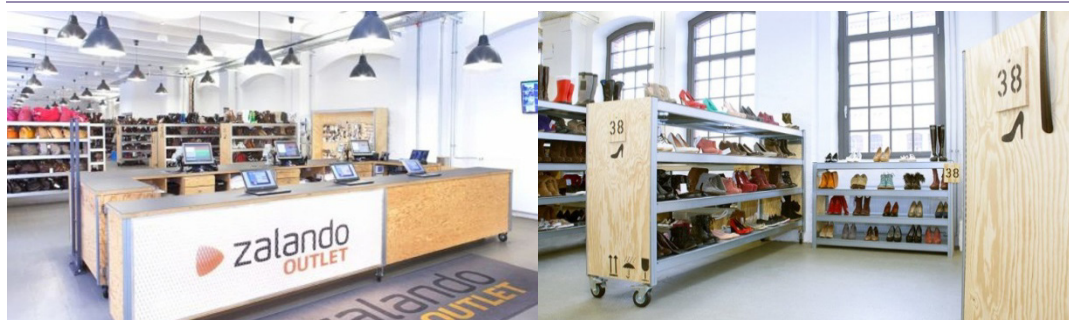
Cette solution 1/ permet aux internautes de bénéficier de prix cassés sur un large panel de marques, 2/ est une façon d'écouler les invendus, 3/ permet de diversifier les canaux de distribution et 4/ fournit à Zalando de précieuses informations sur la clientèle (lesquelles seront ensuite transférées aux marques).

Le segment du « shopping club » dont fait partie Zalando Lounge est estimé par le groupe à 7Md€ en Europe en 2015 (il est inclus dans le marché européen de la mode en ligne évalué à 46Md€) et reste dominé par Venteprivée (12,9% de PdM) et Showroomprivé (5,7% de PdM).

Les « outlets » (contribution mineure considérant que, à ce jour, seulement trois magasins sont opérationnels)

L'offre d'entrée de gamme de Zalando se renforce également via l'ouverture de trois magasins d'usine (Berlin, Francfort et Cologne). Des articles invendus ou retournés pour défauts mineurs y sont proposés avec des rabais avoisinant les 40%. A l'origine, l'outlet de Berlin (ouvert en 2012 sur 800m²) n'était accessible que sur présentation d'une carte de membre. Depuis l'ouverture du premier point de vente à Francfort en 2014 (1 000m²), tous les magasins sont ouverts au grand public (le second, qui a été inauguré fin 2015, se distingue par sa montée en gamme ; son ambiance chic casse avec l'image du hangar abritant des caisses de vêtements invendus).

Fig. 8: Les magasins d'usine « premiums » de Zalando



Source: Zalando.

1.2.2. Une gamme de services diversifiée

Outre un éventail de produits qui ne cesse de s'élargir, Zalando a également su diversifier ses sources de revenus en développant des services tels que la place de marché et services annexes destinés aux clients et marques-fournisseurs.

La marketplace : « Partner program » et Movmnt (contribution « mid-single digit » au volume d'affaires)

La market place, accessible à partir du site de Zalando, héberge des transactions entre particuliers et professionnels tiers (150 marques sélectionnées par Zalando). Les vendeurs bénéficient ainsi du trafic (ie. 138 millions de visites / mois en 2015) et de l'expertise smart data de Zalando tout en conservant la main sur le contenu de l'offre (espace de vente dédié) et la livraison. Ils évoluent dans l'écosystème sécurisé de Zalando dont ils s'engagent à respecter les standards (délais et gratuité de la livraison, rétractation et modalités de retour).

En contrepartie, Zalando prélève une commission (ie 12% e du prix de vente TTC) qu'il comptabilise comme CA au titre de la market place. S'il n'a pas de logistique à sa charge, les coûts liés à la création de contenu, le paiement et la satisfaction client (« content creation, payment and customer care ») ainsi que divers frais annexes (en tout ~7.5% e du prix de vente TTC) lui reviennent en revanche. La marge d'EBIT avant frais de marketing ressort ainsi à environ 38% e.

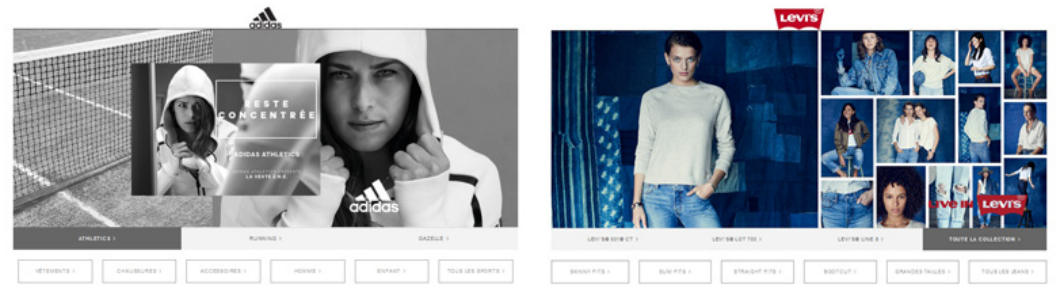
Fig. 9: Notre compréhension de la market place en cas de prise en charge de la logistique par les marques

In case of no fulfillment by Zalando	
Gross Market Value (GMV)	100
Commission	12%
Commission paid by the Brand	12
Net sales for Zalando	12
Content creation / Payment / Customer care & Others costs	-7,6
EBIT margin before marketing	4,7
As a % of sales	38%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Notons que le groupe teste actuellement l'option dans laquelle il prend en charge la logistique. Le consommateur évolue toujours dans le même écosystème sécurisé. En revanche, Zalando assurant la logistique, il est en mesure de regrouper en un seul colis les achats que le client a effectués auprès de différents vendeurs. Les frais de logistiques sont refacturés aux marques selon des modalités que nous ne maîtrisons pas encore. Nous ne faisons pas d'estimation dans la mesure où cette option n'est qu'en phase de test et que sa contribution est marginale.

Fig. 10: Corners Adidas et Levis sur le site français de Zalando



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Le groupe a également développé une marketplace indépendante, Movmnt, uniquement disponible sous application. Elle vise des clients à petit budget qu'elle met en relation avec des usines qui souhaitent écouler des invendus des saisons passés, assortis de fortes promotions. Lancée durant l'année 2015 (opérationnelle en Allemagne et en France), cette marketplace reste une niche avec une dizaine de marchands listés, qui proposent environ 1,000 articles.

Zalando Media Solutions (contribution mineure)

Zalando a ouvert une activité de services, Zalando Media Solutions, afin de monétiser le trafic en ligne et accroître son taux de conversion. La filiale propose ainsi des services marketing personnalisés (campagnes de publicité et marketing ciblées, analyse de données clients...) destinés aux acteurs de la market place mais également aux marques listées sur des plateformes tiers, aux réseaux sociaux et bloggers (plus de 40 campagnes en 2015 pour plus de 80 marques clientes depuis sa création). Ce service, faiblement capitalistique, est facilement extensible aux 150 marques partenaires et 1,500 marques retail avec qui Zalando travaille déjà. Son efficacité a été renforcée avec l'acquisition de Metrigo (acteur spécialisé dans les enchères en temps réel d'espaces publicitaires) en mars 2015.

Zalando Zalon (contribution mineure)

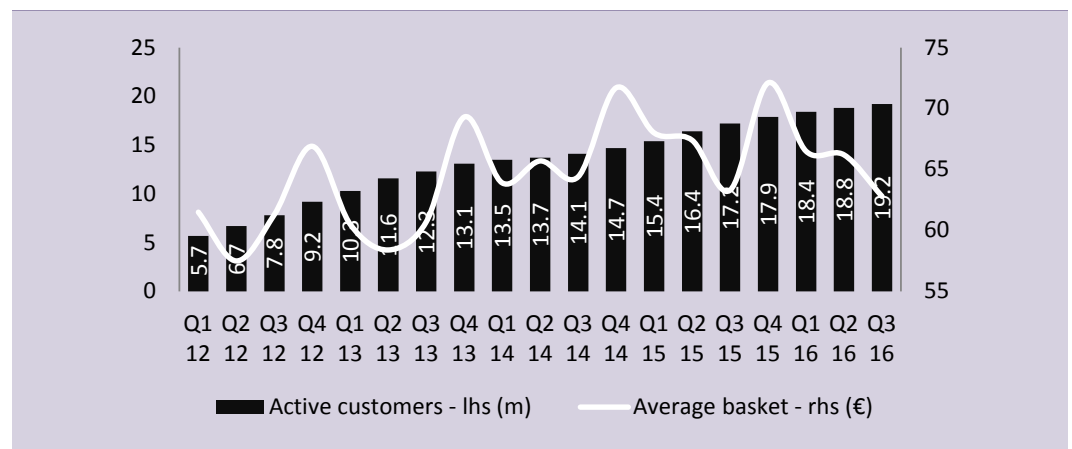


Lancé en mai 2015, Zalon propose aux utilisateurs du site Zalon, et prochainement de l'application, un service gratuit de conseils personnalisés en matière de mode. Après qu'il a créé son compte, l'utilisateur remplit un questionnaire puis échange avec un styliste qui lui conseille des tenues et articles en fonction de ses aspirations. Les produits suggérés font évidemment partie de la gamme proposée par Zalando. Les 200 stylistes professionnels (employés en freelance) touchent des commissions sur les lots de vêtements écoulés. Ce service est actuellement limité à la zone géographique historique de Zalando (Allemagne, Autriche et Suisse) ainsi qu'aux Pays-Bas, mais il est question de l'ouvrir prochainement à d'autres pays.

1.2.3. Une base clients en plein essor

Grace à un choix exhaustif, assorti d'une qualité de services sans précédent sur le marché de la mode en ligne (un point que nous aborderons ultérieurement), Zalando bénéficie **1/** d'une hausse de son Net Promoter Score (10 points en absolue sur un an au T2), et **2/** d'une forte expansion de sa base clients (TCAM trimestriel de ses clients actifs - ie ayant effectué au moins une commande sur les 12 derniers mois - de 7.3% sur la période T1 12/T2 16). Le groupe peut désormais se targuer d'une base de clients particuliers actifs de 19,2 millions (fin T3 2016) de personnes (un argument de poids pour attirer les griffes sur la marketplace). Cette masse critique permet d'obtenir des économies d'échelle sur les frais de marketing qui, avec les coûts de logistique, est le principal poste de dépense d'un e-commerçant.

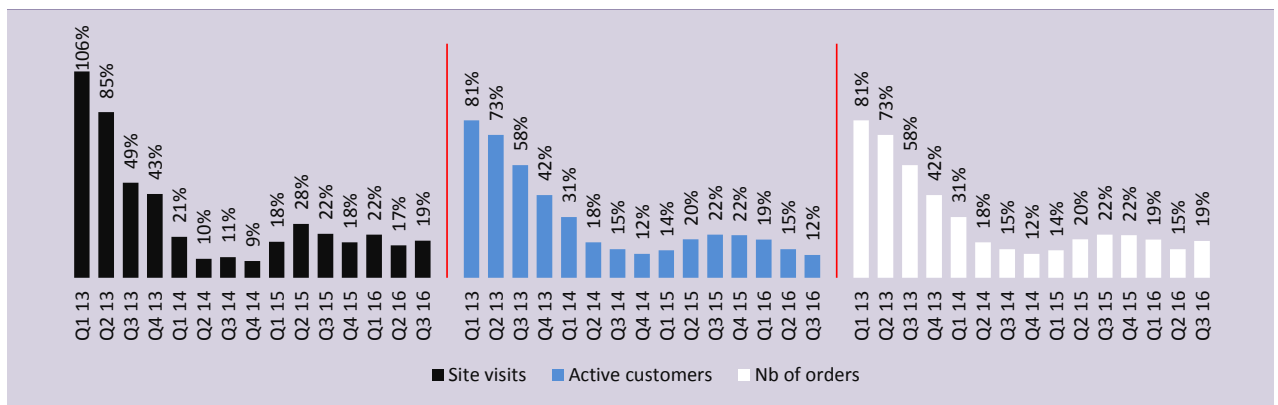
Fig. 11: Une clientèle de plus en plus large et dépensière



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Si Zalando a dépassé le stade de la start-up et des taux de croissance à trois chiffres, les KPI reflètent néanmoins une assiduité de plus en plus marquée de la part des consommateurs. **1/** La croissance du nombre de visites et de clients actifs (20% en moyenne), ainsi que l'évolution du nombre de commandes (~30% au cours des derniers trimestres) sont impressionnants. **2/** Le nombre moyen de transactions par individu augmente malgré le vif élargissement de la clientèle (en moyenne, un client a passé 3,32 commandes sur les douze derniers mois vs 2,36 début 2012). Enfin, **3/** le panier moyen ne cesse de progresser et atteint désormais les 66€ (vs 61,5€ début 2012).

Fig. 12: Evolution des principaux KPI de Zalando (YoY growth)

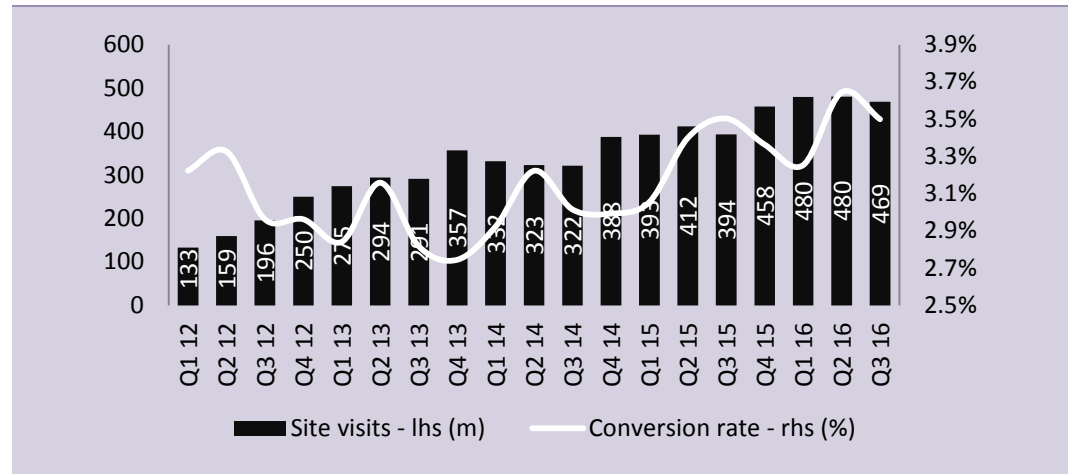


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

Le taux de conversion (nb commandes/nb visites), en hausse sur la période observée, est désormais compris entre 2,5-3,5%. Il traduit la capacité de Zalando à transformer le flux de visiteurs en clientèle, ce à quoi les observateurs sont particulièrement attentifs. Il est supérieur à la moyenne observée dans la mode en ligne (2,2% au UK ou 1,9% en Allemagne par exemple). Nous pensons toutefois que son amélioration sera contrainte, au cours des prochaines années, par le déploiement de l'offre mobile de Zalando. En effet, les consommateurs utilisent leurs portables et tablettes pour regarder plutôt que pour acheter.

Fig. 13: Des taux de conversion supérieurs à la moyenne



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

1.3. Des avantages comparatifs : une offre locale, une logistique et une technologie propriétaire

Dans un environnement e-commerce où le client est beaucoup plus frivole, moins loyal et en mesure de comparer les offres des différents concurrents, Zalando a décidé de se démarquer par des services personnalisés et de qualité. Il met les desideratas du client au cœur de la stratégie.

1.3.1. Une offre adaptée en fonction de chaque pays (article et moyens de paiement)

L'offre retail classique de Zalando se décline en fonction des zones d'implantations géographiques qui, chacune, dispose d'un site internet. Si le service achat est centralisé à Berlin, l'assortiment est en revanche adapté aux cultures et tendances locales. Une solution assurément moins gourmande en BFR avec des stocks mieux gérés. Ce concept d'offre sur-mesure a été appliqué aux autres sites (marketplace, zalon, lounge) et applications mobiles de Zalando.

Fig. 14: Un aperçu de la diversité de l'offre de Zalando



Source: Tech.com; Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Dans la même veine, le groupe a diversifié les modes de paiement proposés (plus de 20 actuellement). Ils comprennent, en premier lieu, les règlements via les cartes à puces, PayPal et Apple Pay. Mais il s'est également démarqué des concurrents en proposant des alternatives en fonction du pays: **1/** le règlement par chèque en France; **2/** le « cash-on-delivery » en Italie; **3/** le règlement par facture dans la région DACH (Allemagne, Autriche, Suisse). Zalando a d'ailleurs fait face à une vague de fraude massive liée au paiement par facture dans la région DACH au premier semestre 2015 (ie un montant d'impayés d'environ 30M€ qui a pénalisé la marge sur cette période).

Fig. 15: Gamme de moyens de paiement proposés par Zalando (2014)

							
Invoice = payment after delivery with a payment term of 14/30 days ⁽¹⁾	✓	✓	✓	✓	✓		
Credit cards							
Electronic wallet							
Prepayment = offline bank transfer before delivery	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Local debit cards							
Local instant banking transfers out of customer's online banking							
Direct debit by SEPA-Mandate	✓						
Offline document to order a payment from bank account							
Cash on delivery = cash collection through carrier							✓

Source: Zalando; Bryan, Garnier & Co ests.

1.3.2. Le roi du traitement logistique

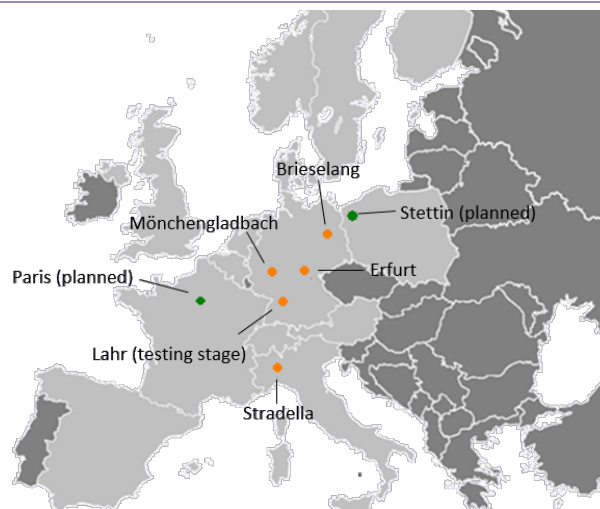
Zalando s'est également et surtout fait connaître par la qualité de ses services de traitement des commandes. Le groupe a en effet adopté les livraisons et retours gratuits (livraison facturée en moyenne 5,46€ dans le secteur et le retour 6,54€) avec une possibilité de remboursement dans un délai de 100 jours (vs 30 auparavant). Les services téléphoniques après-vente sont gratuits et proposés dans toutes les langues officielles des pays ciblés par Zalando. Les marques qui veulent s'inscrire sur la marketplace (*Partner program*) doivent se plier à l'ensemble de ces exigences et proposer les mêmes prestations.

Afin de parfaire l'expérience client, Zalando teste actuellement plusieurs nouvelles méthodes de retour: **1/ le « click and collect »** où le client dépose son colis dans sa boîte aux lettres afin que les services postaux le récupèrent ; **2/ le retour instantané / « Instant Return »** (arrivée d'un livreur à domicile en moins d'une heure pour récupérer le colis à retourner) pour l'instant limitée à Berlin. Dans un autre registre, l'application mobile **Zipcart** qui propose la livraison le jour-même de la commande (expérimentation pour le moment limitée à Berlin et Cologne). En périodes de forte affluence, contrairement à certains concurrents, Zalando ne transige pas (extension de délais, facturation exceptionnelle...) lorsqu'il s'agit de livraison.

1.3.3. Vers un maillage complet du territoire européen

Les infrastructures de Zalando, historiquement composées de trois centres de traitement en Allemagne, s'adaptent à l'accroissement des volumes et l'ouverture de nouveaux pays de plus en plus éloignés. Ces centres sont d'immenses entrepôts assurant le stockage, le triage, l'emballage, l'envoi des produits et la réception des colis retournés. L'ouverture de deux nouveaux centres a ainsi été annoncée au cours de l'année 2015 : **1/ le centre de Lahr** en Allemagne (130 000m² dont l'automatisation figurera comme la plus élevée de tous les entrepôts) qui sera opérationnel en fin d'année; **2/ le centre satellite de Stradella** en Italie (20 000 m²) qui est opérationnel depuis le début de l'année 2016 (60% des commandes italiennes y sont déjà traitées) mais reste géré par un partenaire nommé Fiege (fournisseur de services logistiques).

Fig. 16: La structure de traitement logistique de Zalando en Europe



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Zalando semble adopter une stratégie d’extension de son réseau. En effet, des entrepôts satellites dans des pays périphériques impliquent un délai et un coût de livraison bien plus réduits que si les colis étaient expédiés directement d’Allemagne. Dans le cas de l’Italie, marché très prometteur, l’ouverture du centre de Stradella devrait ainsi accroître la satisfaction de clients italiens encore « débutants » en termes de e-commerce (20% seulement des consommateurs italiens déclarent avoir déjà fait un achat en ligne). Cependant, notons que les petits entrepôts ont généralement une automatisation et une gestion des stocks moins efficace que celles des grands centres. Dans l’ensemble, nous pensons que ces centres de distribution satellites sont légèrement plus onéreux d’un point de vue opérationnel, mais qu’ils renforcent également la proximité avec les clients et, ce faisant, leur satisfaction.

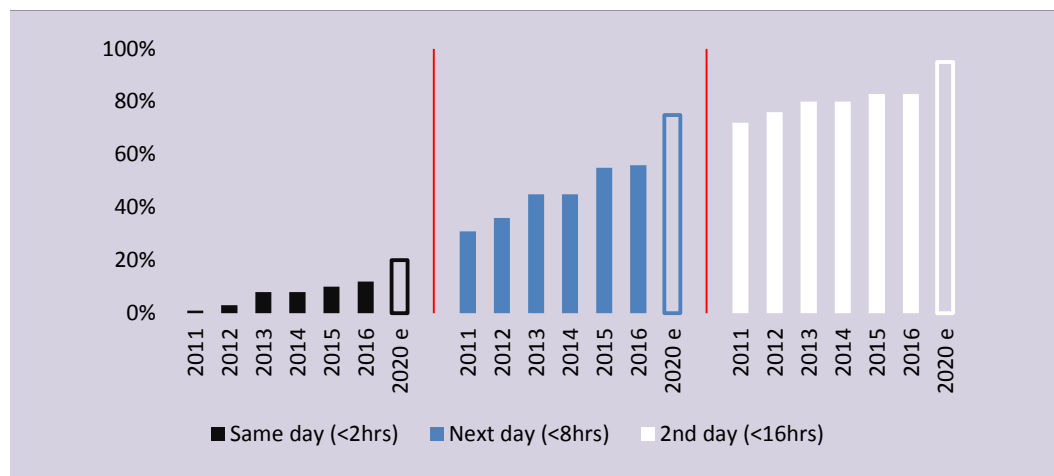
Fig. 17: Caractéristiques des centres de traitement de Zalando en Europe

Fulfillment center	Country	Commissioning date	Operated by	Investment (€m)	Size (m ²)	Employees	Automation
Brieselang	Germany	2011	Zalando	12	30	1,200	+
Erfurt	Germany	2012	Zalando	90	130	2,700	-
Mönchengladbach	Germany	2013	Zalando	90	130	1,800	+
Stradella	Italy	Q1-2016 Fiege (logistics service provider)		-	20	-	+
Lahr	Germany	Q4-2016	Zalando	130	130	1,000	+++
Stettin	Poland	Q3-2017 Fiege (logistics service provider)		150	130	>1,000	
Paris	France	2017					

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

L’extension du réseau logistique contribue à réduire le temps nécessaire pour atteindre chaque pan de la population européenne. Comme en témoigne le graphique ci-dessous, le dispositif logistique s’est amélioré avec l’ouverture des centres de Briesland (2011), Erfurt (2012) et Mönchengladbach (2013). D’ici à 2020, le groupe souhaite atteindre 20% de la population européenne le jour-même de la commande et 75% le lendemain.

Fig. 18: Part de la population européenne atteignable par le réseau Zalando



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

La construction de centres de traitement en France et en Pologne (probablement opérationnels à partir de l'été 2017) devrait ainsi permettre au groupe de **1/** renforcer sa structure logistique dans les pays d'Europe de l'Ouest (jusqu'à présent mal desservis), **2/** réduire les contraintes de livraison en Pologne et dans les Pays nordiques et **3/** préparer une éventuelle offensive sur de nouveaux marchés est-Européens.

1.3.4. La technologie propriétaire au cœur de la stratégie

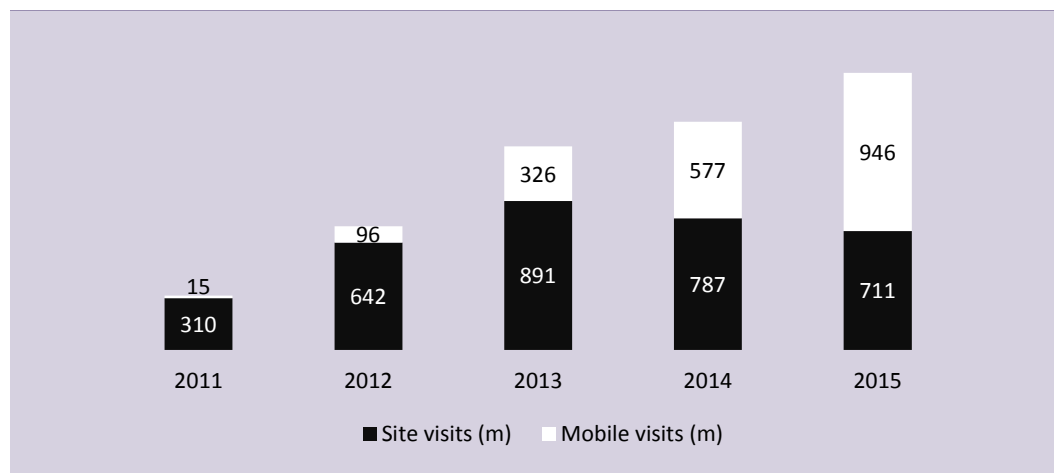
All « Zalando home-made »

Outre la profondeur de l'offre et la satisfaction client, la technologie est un pilier de la stratégie de Zalando. Ainsi, afin de parfaitement maîtriser son écosystème, le groupe développe et gère en interne la plupart de ses systèmes et logiciels (ce pôle de R&D et maintenance couvre tout l'informatique lié aux sites internet, applications mobiles, prises de commandes, paiements et processus logistiques). Ce choix évite toute dépendance vis-à-vis d'un fournisseur et permet une optimisation des performances. A fin juin 2016, 1 600 personnes (!) animaient ce département, dont une partie à Dublin (site dédié à l'analyse des données) et Helsinki (site dédié au canal mobile).

Les yeux rivés sur le smartphone

A Helsinki, 50 personnes développent des applications modulables par l'utilisateur : « customer-facing products ». Zalando devrait ainsi accélérer une cadence de lancement déjà historiquement soutenue par la sortie de Movmnt (marketplace pour usines), Fleek (marketplace dédiée à la découverte de nouveaux vêtements et tendances), Seen At (un réseau social de partage de photo et d'avis) ou encore Zipcart (proposant la livraison le jour-même)... Cette dynamique de R&D a permis au canal mobile de prendre une ampleur telle que, depuis mi-2014, le trafic émanant du mobile devance les flux provenant du e-commerce classique (57% vs 43% des visites en 2015). Il attire surtout une clientèle jeune et curieuse, portée sur les produits d'entrée de gamme et difficiles à convertir.

Fig. 19: Flux mobile de Zalando



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

L'acquisition de compétences technologiques par le M&A

Zalando a réalisé de multiples acquisitions dans le domaine technologique. Elles ont plus précisément concerné le segment de la mise en relation des marques avec leurs clients via la marketplace. Le management ne s'interdit pas de mettre la main sur toute cible pouvant lui permettre d'affiner son expertise dans le domaine. Et comme il souhaite évoluer vers une façon de plus en plus prédictive de faire du commerce, le smart data fait probablement partie de ses priorités. En effet, l'interprétation de données est un moyen efficace d'estimer les besoins des clients, afin de leur faire des recommandations personnalisées et limiter les velléités de retour qui pèsent sur la rentabilité.

Fig. 20: Liste des opérations capitalistiques récentes de Zalando

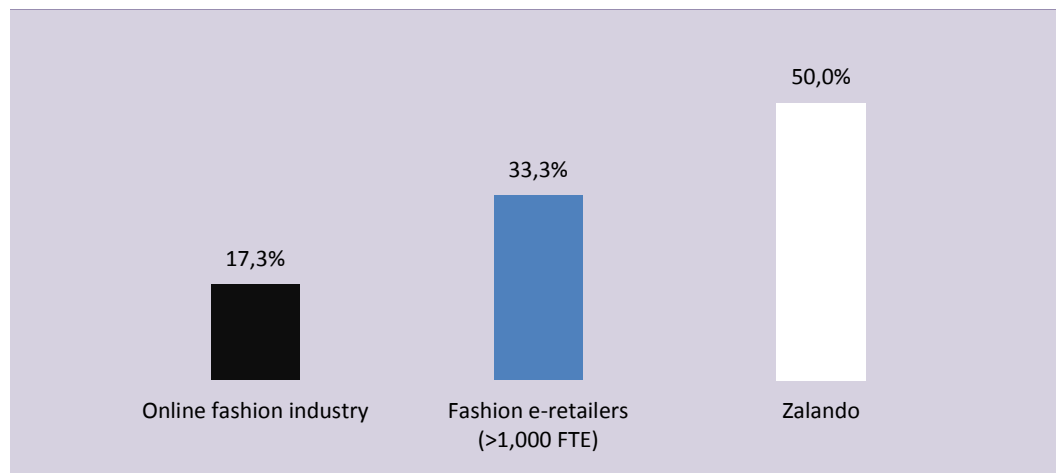
Entreprise	Date	Type d'opération	Domaine d'activité
Nugg	Jan-16	Acquisition (100%)	Gestion et analyse de données
MetriGO	Mar-16	Acquisition (100%)	Publicité
Anatwine	May-15	Participation (initialement 20%, puis 35%)	Services marketing sur-mesure pour intégrer marketplace
Amaze	May-16	Acquisition (100%)	Réseau social mode
Tradebyte	May-16	Acquisition (100%)	Mise en relation marques-marketplace
Le New Black	May-16	Participation minoritaire	Services marketing sur-mesure pour intégrer marketplace

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

1.4. Les performances financières de Zalando

Si Zalando franchissait le point mort en termes d'EBIT pour la première fois au T2 14 et en 2014 sur une base annuelle, le management a toujours mis l'accent sur les gains de PdM plutôt que sur le taux de marge (c'est pourquoi le groupe incite ses clients à recourir à des services d'ordinaire refacturés, en particulier le retour produit).

Fig. 21: Taux de retour chez Zalando (2015)

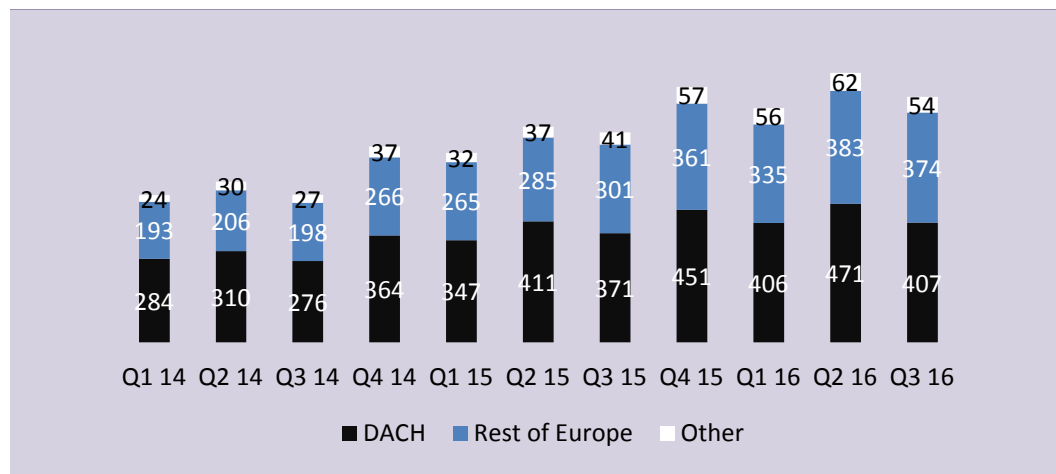


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

1.4.1. La topline

L'activité de Zalando reste inégalement répartie entre les BU. La majorité des revenus provient de la région DACH (Allemagne, Suisse, Autriche), la zone historique du groupe (51,4% du CA au T2-2016). Cette part a néanmoins tendance à diminuer au profit de la BU « Reste de l'Europe » (1/ ouverture de nouveaux pays et 2/ mise en service de centres logistiques) pour qui le potentiel d'acquisition de clients est supérieur. La catégorie « autres » (composée de Zalando Lounge et, dans une moindre mesure Zalando Media Solutions, outlets...) a récemment pris son envol grâce à Zalando Lounge. Sa contribution au CA reste néanmoins limitée.

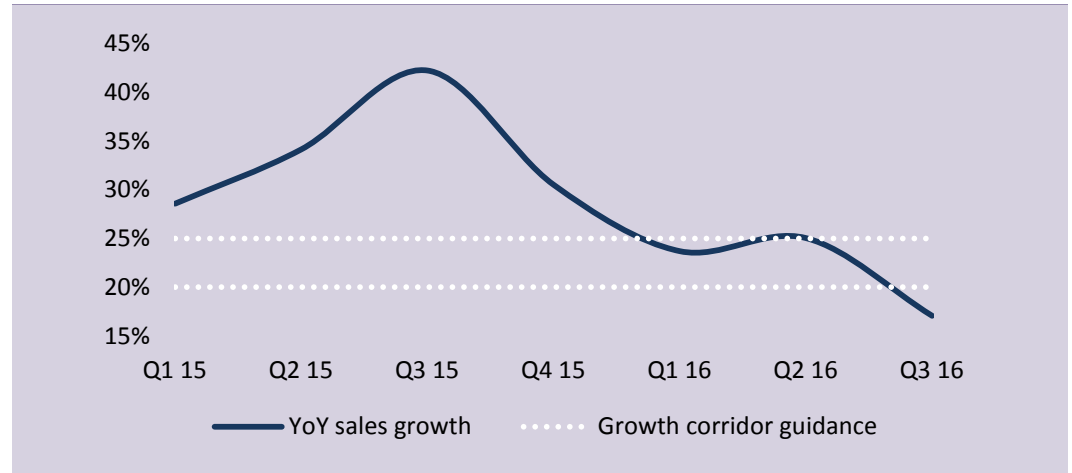
Fig. 22: Evolution du chiffre d'affaires trimestriel de Zalando par Business Unit (EURm)



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Jusqu'à présent, le management s'est avéré conservateur en termes de guidance de croissance du CA, puisque le groupe a toujours dépassé la partie supérieure du corridor visé chaque année depuis l'IPO (ie 20/25% de croissance).

Fig. 23: Evolution de la croissance par rapport à la guidance

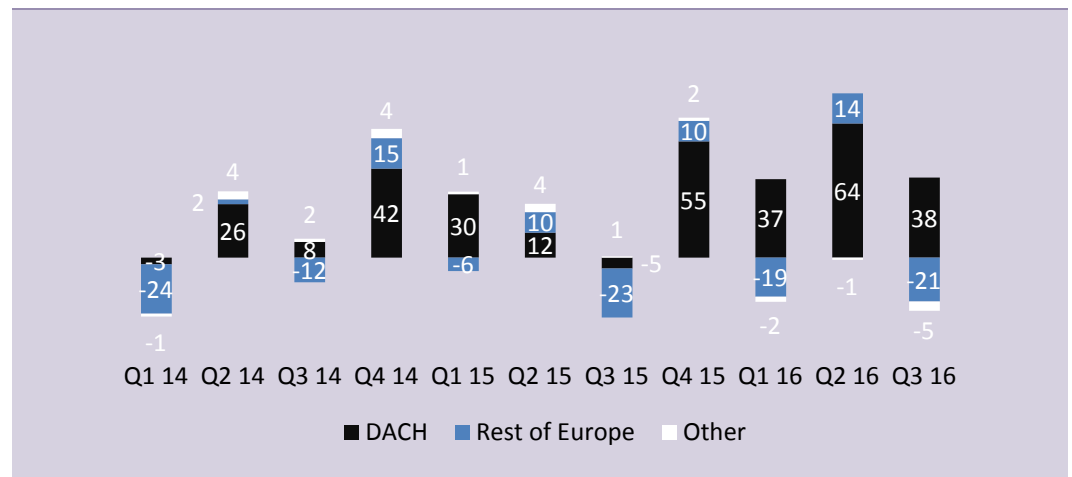


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

1.4.2. La bottom line

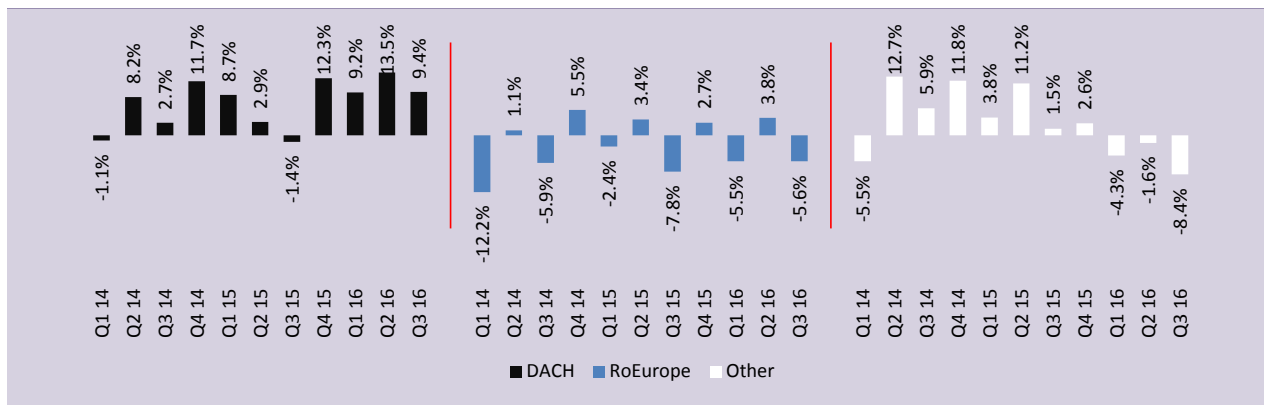
Le degré de maturité des pays se reflète dans le niveau de marge opérationnelle. Le ratio atteignait 5,8% à fin 2015 dans la zone DACH (croissance de 28% en 2015), alors que le reste de l'Europe affichait un taux négatif de -0.8% (progression des ventes de 40% en 2015). La rentabilité du segment « autres » reste pénalisée par Zalando Lounge, dont le business model basé sur l'octroi de promotions importantes nuit à la marge.

Fig. 24: Evolution de l'EBIT trimestriel de Zalando par Business Unit (inc. SBC)



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

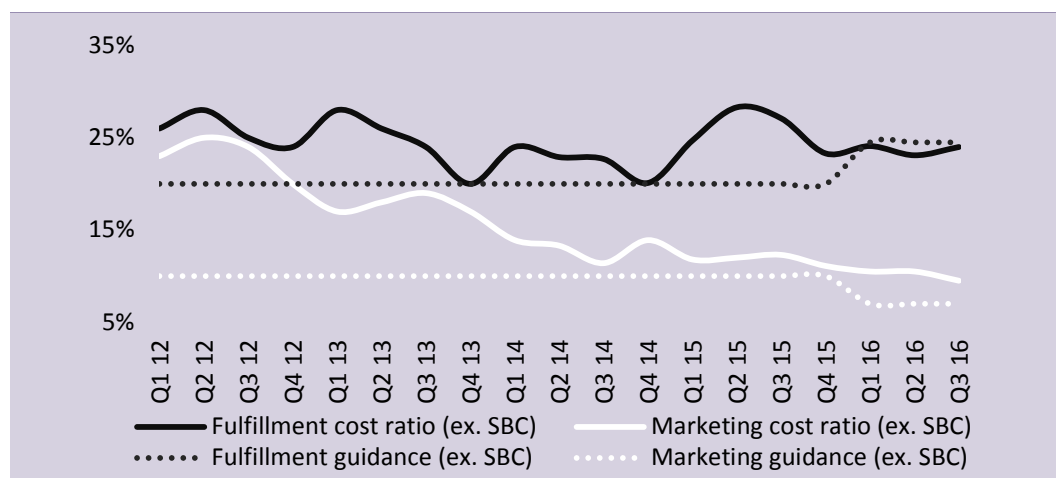
Fig. 25: Evolution de la marge opérationnelle par zone géographique (inc. SBC)



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Comme pour la plupart des concurrents, les coûts logistiques et marketing représentent une part imposante du CA de Zalando (1/3 au T2 16). Alors que les frais de marketing ne cessent de s'alléger (atteinte d'une taille critique et économies d'échelle), les charges de logistique ont davantage tendance à stagner (extension du réseau de distribution, agrandissement et ouverture de nouveaux centres de traitement).

Fig. 26: Evolution des frais de de traitement et coûts de logistiques (% du CA ex. SBC)



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Aussi, la guidance sur les coûts de logistique (24/25% du CA ex. SBC à terme vs 23,7% au 9M 2016) suscite des interrogations. Leur évolution est tributaire de l'ouverture et la montée en puissance des futurs centres de Paris et Stettin en Pologne (dont l'automatisation sera moins prononcée que pour celui de Lahr). Pour ce qui est des coûts liés au marketing, le management estime qu'ils peuvent atteindre 6 à 8% du CA ex. SBC vs 10,2% au 9M 2016.

Compte tenu de ces paramètres, les prévisions de marge d'EBIT ajustée (avant equity-settle share-based payment) pour 2016 ont été relevées à deux reprises : 1/ la première fois (peu avant la publication du T3) à 4-5.5% vs. 3-4.5% initialement ; 2/ la seconde (durant le H1) à 5-6% vs. 3-4.5% précédemment. Le 1^{er} semestre affichait déjà une marge de 5,9%.

INDEPENDENT RESEARCH

28 novembre 2016

Luxe & Biens de conso

Bloomberg	YNAP IM
Reuters	YNAP.MI
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	35,7 / 19,6
Capitalisation Boursière (MEUR)	3 377
Valeur d'Entreprise	3 328
Volume moyen 6 mois (000 actions)	592,5
Flottant	38%
TMVA BPA (3 ans)	18,3%
Gearing (12/15)	-3 252%
Rendement (12/16e)	NM

Fin Décembre	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
C. d'affaires (MEUR)	1 665	1 886	2 257	2 647
EBIT (MEUR)	75,72	96,90	109,02	143,72
BPA Publié (EUR)	0,41	0,25	0,32	0,49
BPA dilué (EUR)	0,46	0,51	0,57	0,75
EV/CA	2,05x	1,76x	1,47x	1,24x
EV/EBITDA	25,6x	20,7x	15,8x	12,2x
EV/EBIT	45,0x	34,3x	30,5x	22,8x
P/E	54,6x	49,1x	43,4x	33,0x
ROCE	2,6	3,5	3,8	5,0



Yoox Net-A-Porter

EN BREF: Yoox Net-A-Porter, la « web niche »

Fair Value 33EUR (cours 24,89EUR)

ACHAT
Initiation de couverture

Cette introduction a une vocation descriptive pour tout investisseur qui souhaiterait se familiariser avec Yoox. Elle vient en complément de notre étude sectorielle (« Uber et l'argent d'Hubert ») dans laquelle sont effectivement détaillées notre thèse d'investissement et valorisation dont découle notre recommandation Achat (Fair Value de EUR33).

Comme nous le précisons dans notre étude sectorielle, il n'y a pas de vérité indivisible et les e-commerçants qui ont rencontré un franc succès n'ont pour dénominateur commun que la cohérence d'une offre, laquelle nous semble aujourd'hui se décliner selon quatre principaux modèles :

- Dans le premier modèle, l'e-commerçant propose une offre exhaustive au meilleur prix. **Amazon** est l'expression la plus aboutie de ce web-hypermarché qui substitue au « tout sous le même toit » le « tout sur le même site ».
- Dans le second, un « web category killer » tel que **Zalando** multiplie les flux sur des lignes de produits à forte rotation, de telle sorte qu'il devient le « lieu de destination naturel » pour tout internaute qui chinerait un produit spécifique.
- Dans le troisième, l'expertise d'un **Yoox Net-A-Porter** est telle sur un segment de niche, qu'il est difficile pour un autre web-marchant 1/ de se procurer et 2/ vendre, dans un cadre aussi « intimiste » et au meilleur prix, une marchandise similaire.
- Dans le quatrième, le distributeur Brick & Mortar est à même de concilier une manière plus prédictive de servir le consommateur (via le click et la data) avec l'entretien du lien social (via le collect dans un réseau de magasins physiques).

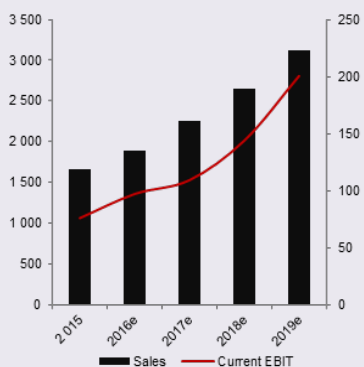


Analyst:
Antoine Parison
33(0) 1 70 36 57 03
aparison@bryangarnier.com

Sector Analyst Team:
Nikolaas Faes
Loïc Morvan
Virginie Roumagne
Cédric Rossi

Research Assistant : Clement Genelot

Yoox Net-A-Porter



Activités

Yoox Net-A-Porter est le premier distributeur mondial en ligne de produits de luxe. Il est le fruit de la fusion entre Yoox et Net-A-Porter. Le groupe a construit un business modèle unique, comprenant des boutiques en ligne multi-marques ("in-season"), des plateformes de destockage ('off-season') ainsi que de nombreux corners online gérés pour le compte de marques tierces.

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Revenues	1 272	1 665	1 886	2 257	2 647
Change (%)	-%	30,9%	13,3%	19,7%	17,3%
Current EBITDA	106	133	161	211	268
Change (%)	-%	25,7%	20,8%	30,9%	27,3%
EBITDA	85,7	126	148	196	251
Change (%)	-%	47,5%	17,4%	31,9%	28,1%
Current EBIT	59,0	75,7	96,9	109	144
Change (%)	-%	28,3%	28,0%	12,5%	31,8%
EBIT	38,8	69,5	50,2	60,1	92,3
Change (%)	-%	79,1%	-27,8%	19,9%	53,4%
Profits from associates	-0,69	0,59	0,0	0,0	0,0
Financial results	4,2	0,75	-2,6	0,0	0,0
Pre-Tax profits	42,3	70,9	47,6	60,1	92,3
Tax	-18,9	-17,4	-15,3	-18,0	-27,7
Net profit	23,4	53,4	32,3	42,1	64,6
Restated net profit	43,3	59,7	67,3	76,3	101
Change (%)	-%	37,8%	12,7%	13,4%	31,8%
Cash Flow Statement (EURm)					
Operating cash flows	40,9	46,2	118	178	223
Change in working capital	-16,8	8,9	-7,4	-13,5	-14,2
Capex, net	-38,4	-60,6	-144	-158	-159
Free Cash flow	-14,4	-5,5	-33,8	6,1	50,0
Financial investments, net	-1,2	-30,0	-5,5	0,0	0,0
Dividends	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital increase / buyback	21,8	15,6	100	0,0	0,0
Other	24,6	51,7	3,0	0,0	0,0
Decrease / (Increase) in net debt	30,7	31,9	63,7	6,1	50,0
Net debt	-30,7	-62,6	-126	-132	-182
Balance Sheet (EURm)					
Tangible fixed assets	35,7	111	113	89,9	44,9
Intangibles assets	35,7	1 842	1 771	1 816	1 862
Cash & equivalents	128	193	281	288	337
Other assets	256	657	745	870	1 002
Total assets	455	2 804	2 910	3 064	3 246
Shareholders' funds	158	2 037	1 977	2 019	2 083
L & ST Debt	96,8	131	155	155	155
Others liabilities	200	637	778	890	1 008
Total Liabilities	455	2 804	2 910	3 064	3 246
WCR	NM	NM	NM	NM	NM
Capital employed	110	2 014	1 952	1 988	2 003
Ratios					
Operating margin	4,64	4,55	5,14	4,83	5,43
Normative tax rate	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00
Net margin	3,41	3,59	3,57	3,38	3,80
ROCE (after tax)	37,47	2,63	3,47	3,84	5,02
Gearing	-515	-3 252	-1 564	-1 524	-1 142
Number of shares, diluted	0,0	131	133	133	133
Data per Share (EUR)					
EPS	NM	0,41	0,25	0,32	0,49
Restated EPS	NM	0,46	0,51	0,57	0,75
% change	-%	-%	11,2%	13,2%	31,5%
Operating cash flows	NM	0,35	0,89	1,34	1,67
FCF	NM	-0,04	-0,25	0,05	0,37
Net dividend	NM	0,0	0,0	0,0	0,0

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Sommaire

1. Deux âmes sœurs.....	76
1.1. Yoox: bonnet blanc... ..	76
1.2. NAP : ...blanc bonnet.....	76
1.3. Un mariage de raison.....	77
1.4. Analyse swot de Yoox Net-A-Porter.....	81
2. Une offre unique sur le segment de l'abordable luxury	82
2.1. Une offre exhaustive sur le "in" et "off" season	82
2.2. Une expertise de niche sur le segment des corners mono-marques.....	83
2.3. Le concept de fertilisation croisée dans un écosystème haut de gamme.....	84
3. Vers une industrialisation du modèle.....	85
3.1. Densification du maillage.....	85
3.2. Harmonisation des processus logistiques.....	87
3.3. Externalisation des compétences en matière de logiciels de logistique au profit d'IBM....	88
4. Les performances financières de YNAP	89
4.1. La croissance sur le marché du luxe online.....	89
4.2. La rentabilité.....	91
Bryan Garnier stock rating system.....	95

1. Deux âmes sœurs

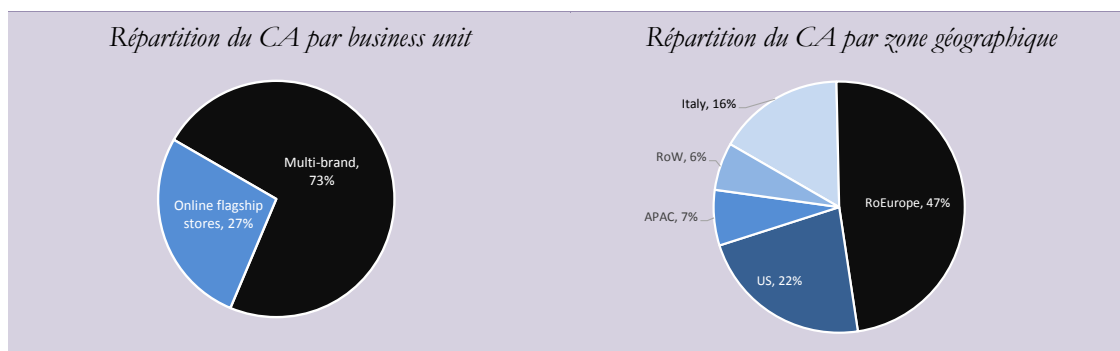
1.1. Yoox: bonnet blanc...

Yoox Group a été créé en Italie en 2000 par Federico Marchetti, ancien banquier, alors animé par l'idée de combiner, pour la 1^{ère} fois, Internet et la mode. Depuis sa genèse, le groupe se concentre sur la vente d'articles moyen voire haut de gamme et cible le client « sophistiqué », au détriment des promotions alléchantes et ventes à prix cassés.

Ce positionnement de niche, renforcé sur le segment de l'« affordable luxury » avec l'ouverture de The Corner.com (2008) et Shooscribe (2012), permet à Yoox.com d'atteindre le point mort trois ans après son lancement. Le modèle s'exporte bien puisque l'entreprise dessert aujourd'hui 170 marchés alors qu'elle n'était présente que dans 57 pays en 2009.

Yoox Group a été introduit en bourse sur le marché italien le 12 mars 2009 (seule IPO en Italie cette année) au prix de EUR4,3 par titre, dans le haut de la fourchette de valorisation (EUR3,6-EUR4,5), pour une capitalisation boursière de EUR217m. Cette opération a permis au groupe de lever EUR95m, destinés à soutenir le développement de l'activité en Asie. L'action intègre dès 2013 l'indice de référence de la bourse italienne FTSE MIB.

Fig. 1: Présentation de Yoox – 2014 (pré-fusion)



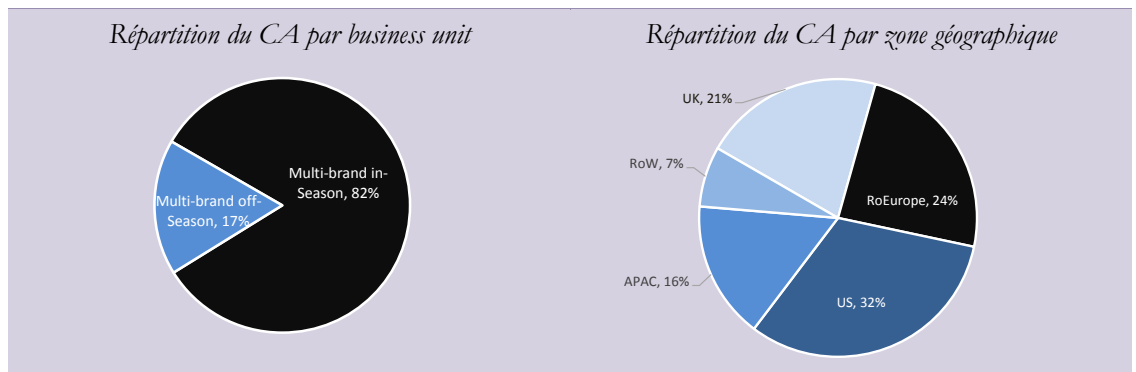
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

1.2. NAP : ...blanc bonnet

Net-A-Porter Group a été fondé en Grande-Bretagne en 2000 par Natalie Massenet, auparavant rédactrice de mode pour des magazines britanniques spécialisés. Le groupe s'impose très rapidement comme l'une des adresses online les plus prisées par les amatrices de mode fortunées.

Le développement commercial se concentre alors davantage sur les adeptes de mode haut de gamme. Ce positionnement de niche suscite rapidement l'intérêt du deuxième acteur mondial du luxe, Richemont, qui acquiert une participation dans le groupe dès 2002. Il ne cessera de l'accroître jusqu'à contrôler Net-A-Porter en 2010.

Fig. 2: Présentation de NAP – 2014 (pré-fusion)



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

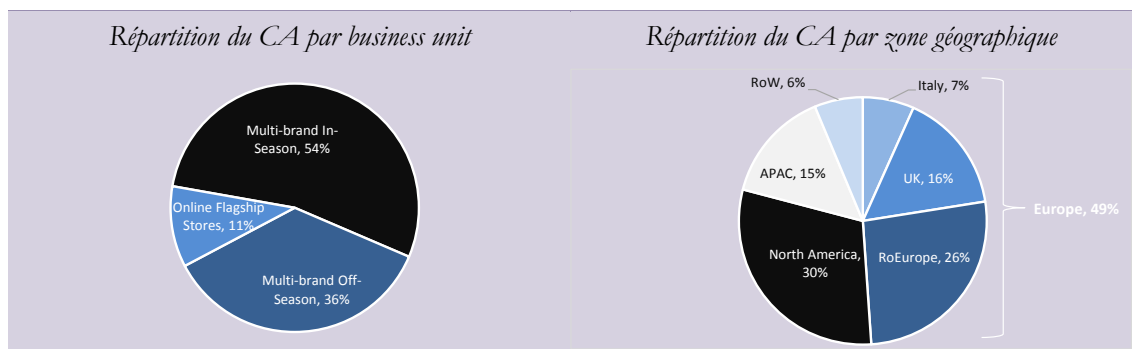
1.3. Un mariage de raison

Naissance d'un des leaders mondiaux de la vente d'articles « d'abordable luxury » en ligne

En octobre 2015, via un échange d'actions, Yoox Group procède logiquement à une fusion-absorption de Net-A-Porter (valorisé à GBP950M, soit EUR1,44Md), son alter ego sur l'« abordable luxury » en ligne. En effet, Yoox Net-A-Porter (YNAP) associe l'activité propriétaire multimarques de Net-A-Porter (Net-A-Porter.com, MrPorter.com et TheOutnet.com) à l'expertise de Yoox dans l'élaboration et la gestion de sites dédiés pour le compte de marques tierces (compétence renforcée via une Joint-Venture avec Kering qui concerne huit corners consacrés à des griffes du groupe français). A ce jour, 41 sites mono-marque sont ainsi supervisés par l'entreprise.

La fusion donne naissance à Yoox Net-A-Porter (YNAP), l'un des leaders de la vente d'articles de mode en ligne avec un chiffre d'affaires pro-forma 2015 de EUR1,7Md, réalisé dans plus de 180 pays. Federico Marchetti conserve alors les rênes du nouveau groupe, tandis que la fondatrice et CEO de Net-A-Porter, initialement destinée au poste de Présidente Exécutive, démissionne quelques semaines avant la finalisation de l'opération.

Fig. 3: Présentation de YNAP – pro forma 2015



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Richemont (qui avait acquis 93% des fonds propres de Net-A-Porter) s'est vu attribué 49% du capital et 25% des droits de vote d'YNAP. Il est tenu de conserver sa participation pendant une période de 3 ans. De son côté, Federico Marchetti a réduit sa participation de 9,8% (pré-fusion) à 4,8% (post-

fusion), puis 3,9% à fin juin 2016. Une augmentation de capital allant jusqu'à EUR200m était initialement prévue à la suite de la fusion-absorption, à laquelle Richemont était censé pouvoir participer (EUR100m ont finalement été réalisés via un placement privé en avril 2016 auprès du fond Alabbar).

Fig. 4: Actionnariat du nouveau groupe YNAP

Shareholding	At 06/16
Richemont	49%
Federico Marchetti (Yoox founder)	3.9%
Renzo Rosso (Diesel founder)	4%
Mohamed Ali Rashed Alabbar	3%
Fil Limited	2%
Public free float	38%

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Montée en gamme et potentiel de synergies opérationnelles

Avec un panier moyen de EUR481 en 2014, la clientèle de Net-A-Porter se positionne sur un segment plus haut de gamme que celui de Yoox (EUR200). Cette clientèle plus sélective et dépensière est également moins nombreuse (0,8M contre 1,3M en 2014). L'intégration de Net-A-Porter a permis à Yoox de monter en gamme avec un panier moyen qui atteignait EUR352 en 2015 sans que, pour autant, la base de clients (2,5M en 2015) et le nombre d'ordres passés ne se réduisent pro-forma (7,1M en 2015).

Net-A-Porter affiche une rentabilité historiquement plus faible que celle de Yoox (7,7% marge d'EBITDA vs 9,6%) en dépit de son positionnement plus haut de gamme. Il n'a été rentable qu'au terme de son exercice 2015, juste avant le rapprochement des deux groupes. Outre les complémentarités géographiques, la fusion offre un fort potentiel de synergies qui devrait porter la marge à des niveaux rares pour un e-commerçant.

Initialement estimées à EUR60m/an à partir de 2018 (après intégration des processus logistiques, plateformes de vente et supports technologiques), ces dernières ont finalement été réévaluées à EUR80m/an. EUR95m de réduction de coûts non-récurrents sont également anticipés entre 2015 et 2018, qui concernent essentiellement les capex.

Fig. 5: Une montée en gamme apparemment bénéfique

	Yoox Group (2014)	Net A Porter Group (2014)	Yoox Net A Porter Group (2015)
Online stores	Yoox.com TheCorner.com Shooscribe.com Corners including JV with Kering	Net-a-porter.com MrPorter.com TheOutnet.com Corner for Jimmy Choo	Yoox.com Net-a-porter.com MrPorter.com TheOutnet.com Corners including JV with Kering and Jimmy Choo
Net revenues (EURm)	524.3	753.8	1,665
EBITDA (EURm)	50.1	58.3	126.0
EBITDA margin	9.6%	7.7%	7.6%
Employees	885	2,455	3,901
Monthly unique visitors (m)	15.2	9.0	27.1
Active customers (m)	1.3	0.8	2.5
Average order value (EURm)	202	481	352
Orders (m)	3.4	2.4	7.1
Conversion rate	1.9%	2.2%	2.2%

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

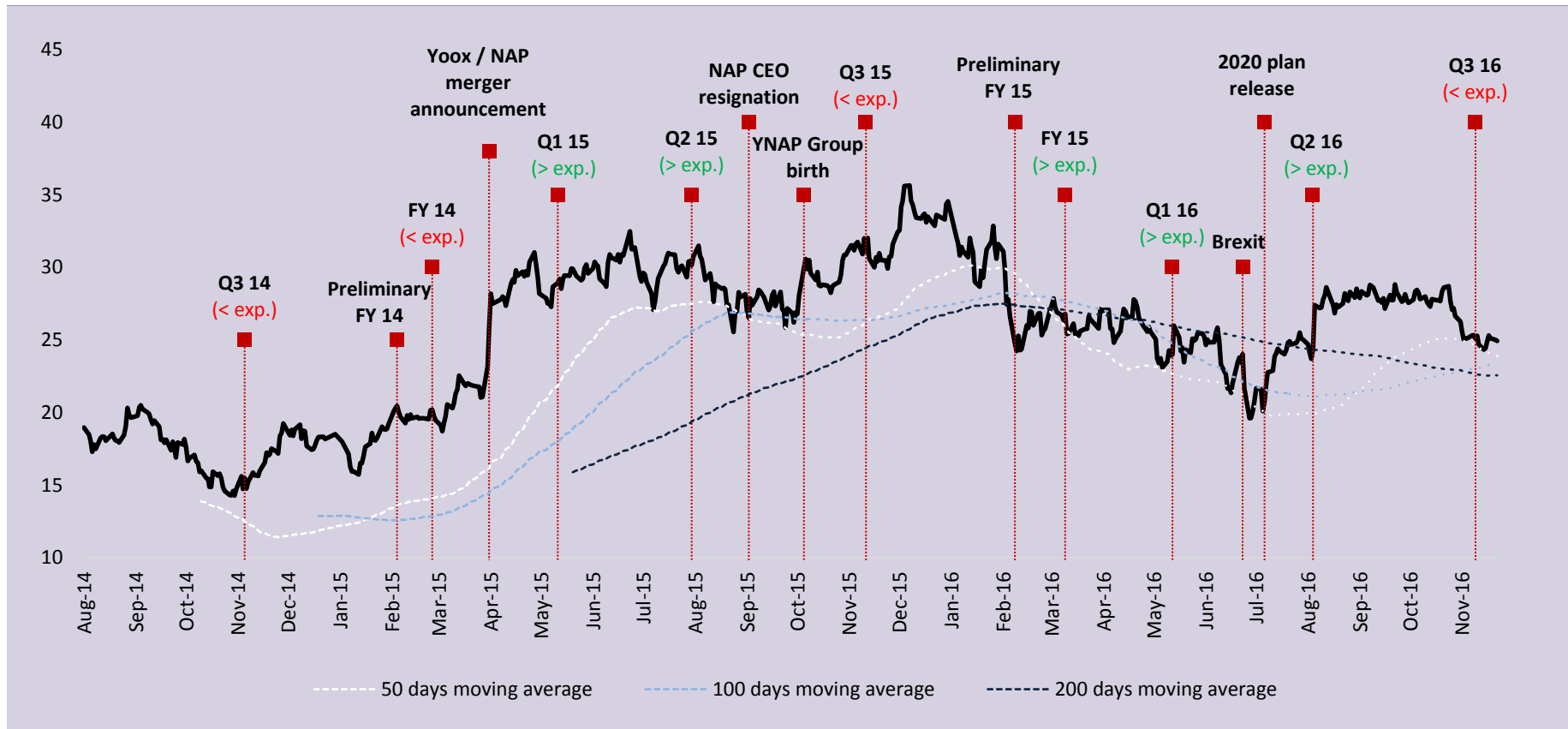
Fig. 6: De fortes complémentarités sur le « off-season » et les corners

	Yoox Group	Net-A-Porter Group
In-Season	SHOOSCRIBE Créé en 2012. Spécialisé sur le footwear pour femmes THECORNER. Créé en 2008. Boutique en ligne pour hommes et femmes	NET-A-PORTER Créé en 2000. Articles de mode destinés aux femmes MR PORTER Créé en 2011. Articles de mode destinés aux hommes
Off-Season	YOOX.COM Créé en 2000. Destockage de produits de mode exhaustifs pour hommes, femmes et enfants	THE OUTNET Créé en 2009. Destockage d'articles de mode premium plus exclusifs s'adressant à une clientèle féminine plus âgée
Corners	KERING Depuis 2012, JV avec Kering pour gérer les sites de 8 de ses marques (Saint Laurent, Bottega Veneta, Alexander McQueen ...) 33 autres marques (Marni.com, Diesel.com, Valentino.com ...)	JIMMY CHOO Depuis 2007, JV avec Jimmy Choo pour gérer le site de vente en ligne de la marque

 Cannibalisation entre les sites de Yoox et NAP, étant de même nature (d'où fermeture de Shooscribe & TheCorner en 2016)
 Complémentarité de l'offre entre les sites de Yoox et NAP

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 7: L'equity story de Yoox (Yoox Net-A-Porter depuis août 2014)



Source: Thomson Reuters; Bryan, Garnier & Co ests.

1.4. Analyse swot de Yoox Net-A-Porter

Fig. 8: SWOT d'YNAP

Forces	Faiblesses
<p>Une expertise de niche qui ne « s'improvise pas » (YNAP est le 1^{er} entrant ; il est adoubé par des griffes parmi les plus connues).</p> <p>Dans la division « mono-marque », l'expérience préalablement acquise sur le segment « multi-marques » est un gage de forte crédibilité...</p> <p>... tandis que la relation intime avec les marques, via les corners « mono-marque », permet de sécuriser les approvisionnements sur le segment « multi-marques ».</p>	<p>Contrairement à certains concurrents, YNAP facture ses livraisons et retours, à un coût supérieur à la moyenne de surcroit.</p> <p>Le niveau de stock est perfectible. Il doit être optimisé à mesure que l'« omni-stock » program sera mis en place.</p>
Opportunités	Menaces
<p>Le taux de pénétration du e-commerce dans le luxe est aujourd'hui limité (7%). Il offre plusieurs années de croissance à ses acteurs.</p> <p>La fertilisation croisée entre les diverses catégories de sites. Cette dernière permet d'être constamment à la pointe de la mode.</p> <p>Un vivier de synergies reste à exploiter à la suite la fusion Yoox / Net-A-Porter (plus de 300bp de potentiel d'amélioration de la marge à horizon 2020).</p>	<p>Toute fusion (Octobre 2015) présente un risque d'exécution, particulièrement lorsque la logistique est au cœur du dispositif.</p> <p>« Par principe », Amazon est une menace pour un e-commerçant (il sera, en 2017, le 1^{er} distributeur textile aux USA).</p> <p>A terme, les marques pourraient décider d'internaliser leurs compétences e-commerce (en particulier Kering).</p>

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

2. Une offre unique sur le segment de l’affordable luxury

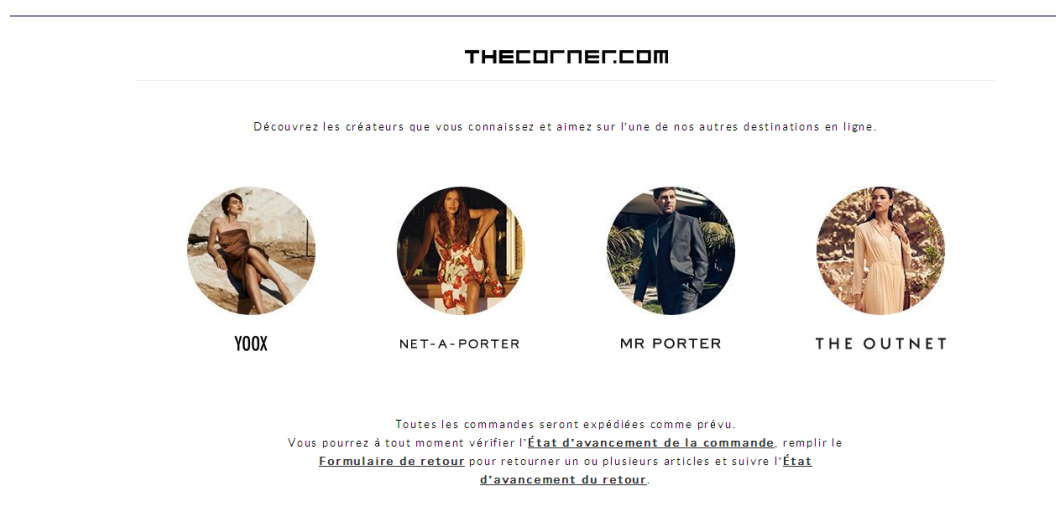
2.1. Une offre exhaustive sur le “in” et “off” season

YNAP gère 47 sites de vente d’articles de mode sur le segment de « l’affordable luxury », répartis en trois catégories : 1/les sites multimarques in-season (regroupant des articles récents de 350 marques environ) ; 2/les sites multimarques off-season (qui écoulent des produits issus de 1 000 marques différentes qui composaient les assortiments des saisons passées ou qui, provenant des autres sites du groupe, sont destinés à être vendus au rabais) ; 3/ les sites mono-marque flagship (41 dont 8 au titre de la JV avec Kering) gérés pour le compte de marques tierces (cf. section 2.2).

Le segment « in-season » (Net-A-Porter, Mr Porter) a fait l’objet d’une réorganisation au sein du nouveau groupe, étant donné la similitude de certains sites en termes d’offre (styles très proches, voire marques similaires, et même gamme de prix / cf. figure 6) et de clients (quasiment la moitié des clients actifs de The Corner et Shooscribe étaient également adeptes de Net-A-Porter et Mr Porter). YNAP annonçait ainsi, fin 2015, la fermeture des sites TheCorner.com et Shooscribe.com (appartenant initialement à Yoox Group) d’ici à l’été 2016.

A titre de rappel, ces deux sites ne représentaient que 2,4% du CA pro-forma à fin septembre 2015, d’où un risque contenu lié à la réorganisation. Les sites sont encore en ligne et, afin de limiter l’érosion de la clientèle, proposent de rediriger l’internaute vers les autres adresses du groupe. Une telle opération a permis une rationalisation des coûts de marketing et de structure. YNAP cherche ainsi à améliorer la rentabilité des sites de Net-A-Porter, initialement plus faible que celles des sites de Yoox.

Fig. 9: Une réorganisation des sites : la rapidité sans la brutalité

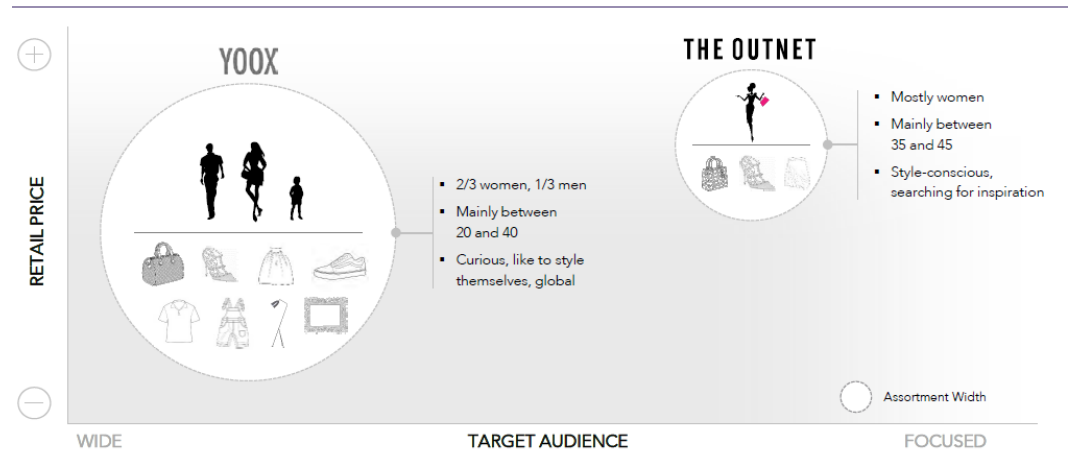


Source: TheCorner.com.

Les sites multi-marques off-season ne font pour l’instant pas l’objet d’une réorganisation, même si l’offre découlant de la fusion de Yoox et Net-A-Porter sera plus haut-de-gamme avec l’ajout du site The Outnet (initialement détenu par Net-A-Porter). Via le site Yoox, ce segment off-season ciblait auparavant une large catégorie de clients (femmes, hommes, enfants) à qui était proposé un panel

exhaustif de produits de mode. The Outnet (déstockage) fournit aujourd’hui des articles de modes premium plus exclusifs, à destination des femmes qui souhaiteraient amender leur style (des clientes plus âgées, davantage exigeantes et prêtes à dépenser plus).

Fig. 10: Montée en gamme sur l’offre « off-season »



Source: Yoox Net-A-Porter.

2.2. Une expertise de niche sur le segment des corners mono-marques

Depuis sa création en 2000, Yoox a acquis une telle expérience sur le segment du luxe en ligne que de nombreuses enseignes haut-de-gamme lui ont confié la gestion de leur site internet (32 griffes, ainsi que huit marques de Kering via une JV avec le groupe Français). De son côté, jusqu’à la fusion, Net-A-Porter se contentait de gérer le corner Jimmy Choo via une JV. Aujourd’hui, YNAP gère 41 corners mono-marques.

Concrètement, le rôle d’YNAP consiste à gérer la plateforme de vente, les processus de règlement, les livraisons et retours. En outre, à terme, il pourra proposer au consommateur, **1/** le « Click & Collect » (commande en ligne et récupération du produit dans les magasins physiques des marques), **2/** le « Click & Reserve » (le client ayant réservé en ligne, vient payer et retirer le produit en magasin) tout en assurant le **3/** « Ship From Store » (qui consiste à solliciter le stock d’une autre boutique lorsque l’article est absent du magasin où le client est censé le retirer). Enfin, via son expertise smart data, **4/** il conseille les marques sur leur offre.

Dans le cadre de la JV créée avec Kering en 2012 (51% Kering - 49% Yoox), les marques conservent un contrôle exclusif sur la boutique via l’assortiment de produits, le contenu éditorial, la direction artistique et la communication digitale. YNAP met simplement à disposition sa plateforme et gère les règlements et livraisons. La JV est consolidée dans les comptes de Kering qui rémunère YNAP sur la base d’un pourcentage du CA. Après sept années d’exploitation, Kering et YNAP auront le droit d’exercer respectivement une option d’achat et une option de vente sur la part détenue par l’e-commerçant dans la JV. Le risque étant que Kering décide, à terme, d’internaliser la gestion de l’ensemble des sites internet des marques qu’il détient (on se souvient de l’impact qu’avait eu la perte de la licence Kering sur le cours de bourse de Safilo...). Nous pensons que le marché en est très conscient.

2.3. Le concept de fertilisation croisée dans un écosystème haut de gamme

La force du business model d'YNAP tient notamment au concept de fertilisation croisée entre les diverses catégories de sites. En effet, les plateformes multimarques font office de vitrine et servent d'incubateur aux futurs corners, lesquels deviennent ensuite un vivier d'informations.

Ainsi, grâce aux données collectées (2,5M de clients actifs et 27M de visites mensuelles uniques), YNAP peut en permanence affiner l'offre de ses sites propriétaires en fonctions des modes et tendances qui se dessinent. De même, lorsqu'il n'est pas parvenu à le faire sur ses sites « in-season », YNAP peut écouler ses marchandises sur les plateformes « off-season » (au même titre que ce qu'il n'a pas vendu sur les corners peut se retrouver sur les sites multimarques).

Le souci de fine-tuning de l'offre se retrouve dans une présentation des produits haut de gamme (photos prises par des professionnels, vue 3D, vidéos). Les clichés proviennent de studios dédiés et détenus par le groupe. On en compte 99 répartis dans le monde, à proximité des centres de distribution (Etats-Unis, UK, Italie, Chine, Japon, Hong Kong). Plus de 250 photographes, stylistes, retoucheurs photos, cameraman et éditeurs sont dédiés à cette activité qui couvre majoritairement les produits vendus par les sites multimarques in-season.

Cela va sans dire, YNAP a adopté une stratégie de contenu omni-canal. A ce titre, l'offre est accessible sur le canal mobile (95% des clients d'articles de luxe possèdent un smartphone, tandis que le mobile représente 55% des flux de visites d'YNAP et 37% des prises de commandes).

3. Vers une industrialisation du modèle

3.1. Densification du maillage

Sur le plan géographique, la présence de Net-A-Porter aux USA (32% de son CA 2014) et en Asie (16%) vient avantageusement compléter la forte exposition de Yoox à l'Europe (63% de son CA 2014). En effet, les marchés américain et chinois, plus vastes que l'espace Européen, offrent un potentiel de croissance supérieur, une population davantage adepte de l'achat en ligne et plus dépensière. Au sein de l'Europe, chaque entité fait profiter le groupe de sa position de leader sur son marché domestique (l'Italie pour Yoox et le UK pour Net-A-Porter).

Via un réseau logistique de 8 centres (250 000m² au total) répartis dans le monde, YNAP a livré 7 millions de commandes en 2015 dans 180 pays. Sur l'ensemble de ces destinations, 25 bénéficient d'un service de livraison premium (livraison dans la journée). Cette prestation de haute qualité est assurée par une flotte propriétaire de 55 vans répartis en Italie, côte Est des Etats-Unis et à Hong Kong. Le reste des commandes est presté. Les livraisons sont facturées au client (entre EUR6 et EUR30 en fonction du délai choisi), les retours sont gratuits mais avec une échéance de rétractation inférieure à 30 jours.

Le réseau logistique mondial d'YNAP est aujourd'hui tributaire de l'approvisionnement du centre de Bologne (147 000m²) détenu historiquement par Yoox. Mais afin de réduire les coûts et délais de livraison, le groupe n'a cessé d'étendre ses capacités de distribution. L'espace dédié à la logistique devrait ainsi passer de 250 000m² en 2015 à 340 000m² en 2020, via l'ouverture/agrandissement de centres satellites. L'Italie devrait ainsi accueillir une nouvelle entité dont la construction a débuté au S1 2016 et qui sera pleinement opérationnelle au S1 2018 (58 000m² pour un investissement de EUR30M). Les Emirats Arabes Unis seront dotés d'un espace similaire au S2 2017, qui devrait permettre de mener une offensive au Moyen-Orient. L'Asie et les US verront également leur réseau s'agrandir respectivement en 2018 et en 2019. Par ailleurs, le récent intérêt du groupe pour la Russie, lié à une potentielle relance de l'économie, pourrait l'encourager à étendre son réseau en Europe de l'Est.

Fig. 11: Extension des capacités logistiques

Country	NAP	Yoox	YNAP 2015 (m ²)	YNAP 2020 (m ²)
Italy		x	147,000	205,000
UK	x		17,600	17,600
US	x	x	49,000	43,000
Japan		x	2,300	4,800
China		x	3,000	6,200
Hong Kong	x	x	14,000	14,100
United Arab Emirates			-	ND
?			-	?
Total			250,000	340,000

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 12: Structure logistique de Yoox Net-A-Porter – plan 2020



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

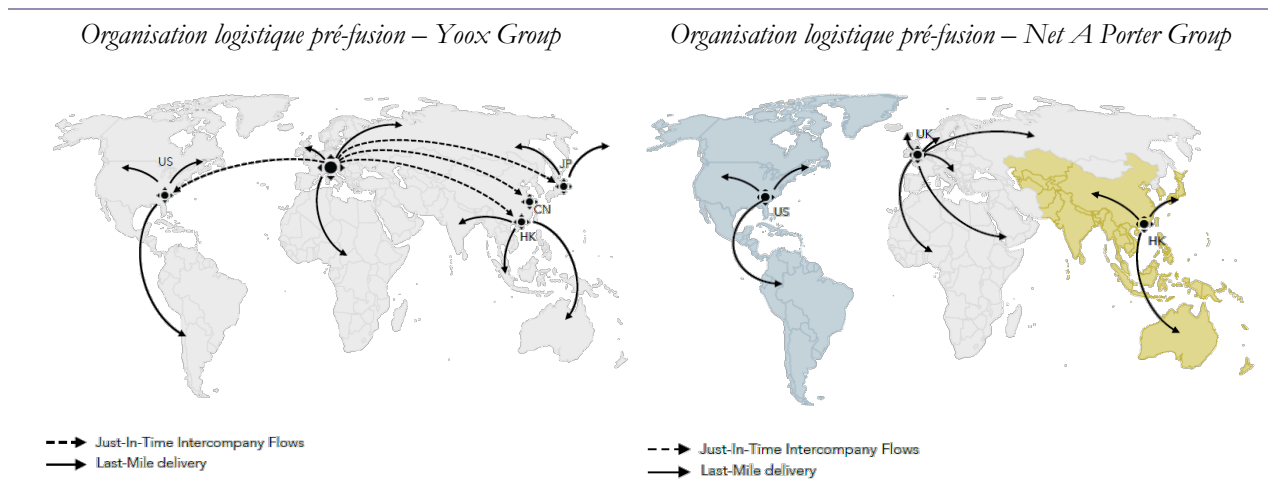
3.2. Harmonisation des processus logistiques

1/ Lorsqu'YNAP procède au règlement livraison pour le compte de marques tierces et pour les sites multimarques, sa propre chaîne logistique est directement sollicitée. En revanche, à terme, 2/ lorsque le groupe ne fera que recueillir les commandes et réservations pour le compte des enseignes (Click & Collect, Click & Reserve et Ship From Store), il laissera la main à ses partenaires sur la livraison en magasin et ne sera donc qu'indirectement concerné par la logistique. Ces flux directs (1) et indirects (2) auront vocation à être optimisés grâce à la multiplication des synergies entre les plateformes.

1/ Les flux « directs »

Historiquement, la structure logistique de Yoox repose sur son espace névralgique de Bologne, tandis que l'organisation de Net A Porter, moins centralisée, comporte initialement trois centres majeurs (Etats-Unis, UK, Hong Kong). Chacun d'entre eux fonctionne de façon indépendante et alimente des plateformes secondaires, tout en assurant directement certaines commandes.

Fig. 13: Deux organisations différentes



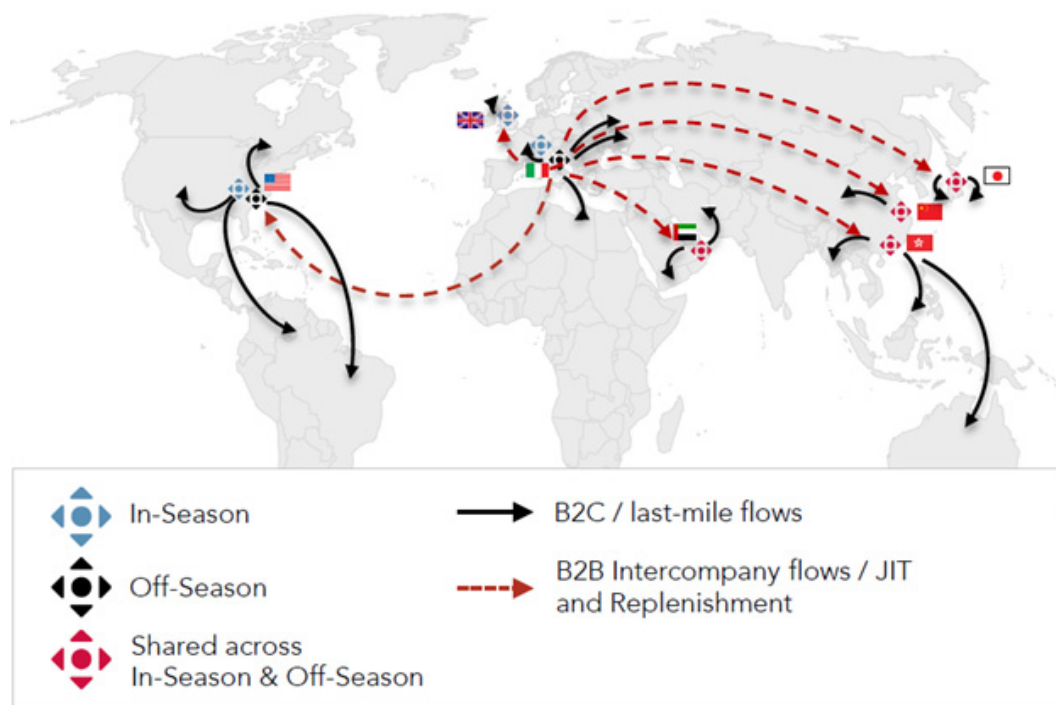
Source: Yoox Group; Net A Porter Group.

YNAP détenait, à fin juin 2016, plus de 8,7 millions d'articles dans l'ensemble de ses centres logistiques. Afin de gérer ces stocks, la nouvelle organisation garde le schéma centralisé établi par Yoox et reste donc tributaire de Bologne. Cette hiérarchie intègre néanmoins plus de pôles secondaires à ravitailler, lesquels sont de mieux en mieux connectés afin d'optimiser les flux.

En effet, YNAP travaille actuellement sur un programme intelligent d'allocation des stocks (« omni-stock »). Ce dernier vise à instaurer une grande flexibilité dans l'allocation des réserves entre les différents centres logistiques, afin de se prémunir un maximum contre des risques de pénuries ou de sur-stockage. A terme, les cadres d'YNAP auront accès en temps réels à ces informations.

Ce programme devrait être opérationnel d'ici à 2018. Les anciens sites in-season de Yoox seront les premiers à migrer vers ce système, dès le T4 2016 (le transfert de l'activité off-season est lui prévu au S2 2017). Suivront ensuite les anciens sites de Net-A-Porter puis, au T3 2017, les sites mono-marques gérés pour le compte des marques tierces (lorsqu'il s'agit du paiement livraison classique).

Fig. 14: Nouvelle organisation post-fusion (intégrant le plan 2020 d'extension du réseau logistique)



Source: Yoox Net-A-Porter.

2/ Les flux « indirects »

A terme, lorsque le consommateur optera pour l'option Click & Collect, c'est la chaîne logistique des marques qui sera sollicitée et Yoox ne fera qu'office de plateforme de prise de commande via le corner mono-marque. Un logiciel (« order management system ») mettra alors en interaction ce dernier avec les centres de distribution et magasins physiques des marques, dont il fluidifiera la stratégie omnicanal. Pour ce faire, le groupe a décidé de faire appel aux compétences d'IBM à partir de 2016.

3.3. Externalisation des compétences en matière de logiciels de logistique au profit d'IBM

L'harmonisation des processus logistiques est le fruit d'un partenariat scellé en 2016 avec IBM. Outre une plateforme IT unique (« E-commerce suite »), ce dernier a conçu le logiciel « order management system » et travaille dorénavant sur l'« omni-stock » program. Ce partenariat s'apparente à une dilution de la technologie propriétaire, probablement regrettable aux yeux de certains. Plusieurs cadres, dont le responsable technologies du groupe (Hugh Fahy), ont ainsi quitté le groupe.

Paradoxalement, YNAP prévoit le recrutement de plus de 100 personnes sur son pôle technologique, entre les sites de Bologne et de Londres, afin d'accompagner la montée en puissance de la technologie nécessaire à la convergence des systèmes et au développement du mobile (55% des flux de visites, mais seulement 37% des commandes). Sur les EUR800m de capex prévus pour la période 2015-2020, 74% seront dédiés à la technologie (21% pour l'opérationnel avec l'ouverture de nouveaux centres de traitement).

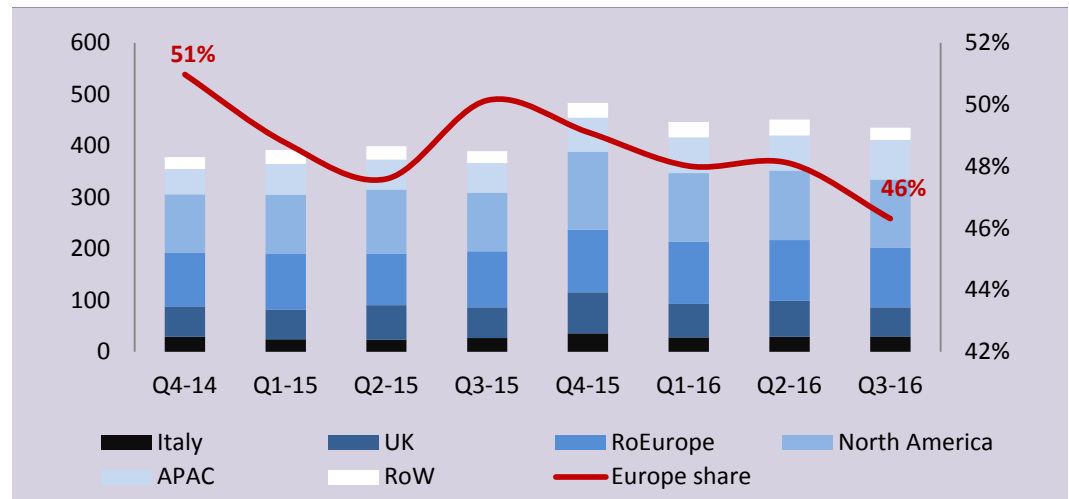
4. Les performances financières de YNAP

4.1. La croissance sur le marché du luxe online

Le groupe est très exposé à deux principales zones, l'Amérique du Nord (30% du CA) et l'Europe (48%), régions développées et réceptives au e-commerce. La contribution du vieux continent a néanmoins tendance à reculer (48% au T2 2016 contre 51% pro forma au T4 2014), compte tenu de la montée en puissance de la région asiatique.

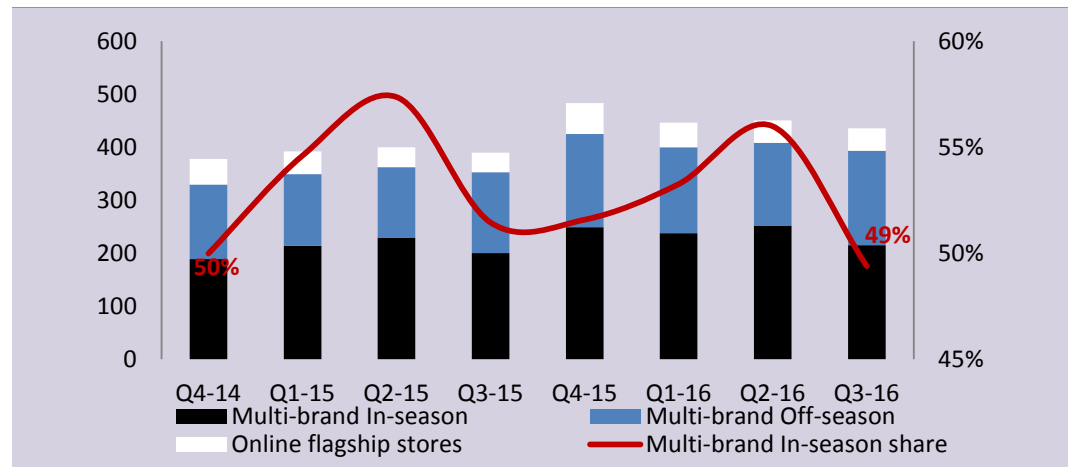
A l'instar du Moyen Orient, cette dernière revêt une attention particulière. En effet, la Chine présente l'un des plus grands potentiels de développement pour le e-commerce avec des taux de croissance proche de 33% actuellement et un potentiel qui reste à explorer (36% de la population âgée de plus de 15 ans a déjà effectué un achat en ligne).

Fig. 15: Une exposition géographique de plus en plus diversifiée (EURm)



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 16: Un chiffre d'affaires porté par Net-A-Porter.com et Mr Porter.com (EURm)



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

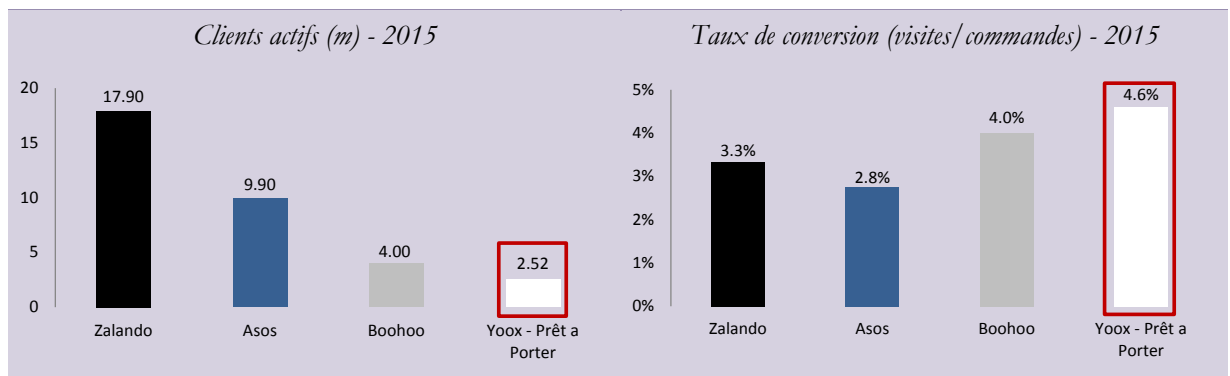
Fig. 17: Caractéristiques des trois grandes régions pour le e-commerce (année 2015)

Country	E-commerce B2C turnover (EURbn)	E-commerce B2C (YoY growth)	E-shoppers (% of population >15yo)	Spending per e-shopper (EUR)
European region	455	+13%	43%	1,540
China	682	+33%	36%	1,855
US	530	+12%	67%	3,428

Source: Eurostat; E-commerce in Europe; Bryan, Garnier & Co ests.

Etant positionné sur un segment bien plus haut de gamme que celui de concurrents comme Asos ou Zalando, YNAP possède une base clients actifs (ie. ayant effectué au moins un achat sur les 12 derniers mois) plus faible (2,5 millions en 2015 sur une base pro forma). Néanmoins cette clientèle plus restreinte semble également plus facile à convertir. YNAP affiche ainsi un taux de conversion de 4,6% (bien supérieur à ses pairs européens positionnés sur des segments de masse).

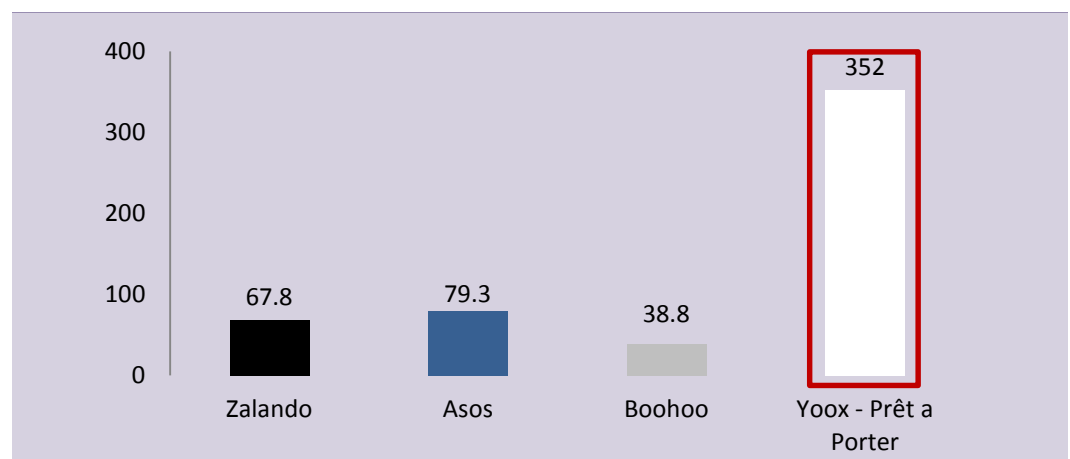
Fig. 18: Le luxe : moins de clients mais plus facilement convertis



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

La gamme de produits de luxe proposée et le pouvoir d'achat de la clientèle visée alimentent un panier moyen (EUR352) plus de quatre fois supérieur à ceux des pairs européens. Notons qu'il s'envole au-dessus des EUR600 si l'on observe uniquement l'activité in-season du groupe (Net-A-Porter, Mr Porter).

Fig. 19: Un panier moyen élevé fait de Yoox un acteur du luxe



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

La détention d'une telle clientèle, en quête de qualité et d'image de marque forte, permet au groupe de ne pas consentir d'énormes efforts sur le traitement des commandes (l'essentiel du travail de satisfaction du client ayant été fait en amont, lors de la présentation du produit). Ainsi, YNAP ne propose pas de livraison gratuite (il en coûtera entre EUR6 et EUR30 au consommateur) et n'accorde que 14 à 28 jours de délai de rétractation et retour. Une stratégie qui contraste avec celle de certains acteurs qui, à l'instar de Zalando, offrent les livraisons et retours.

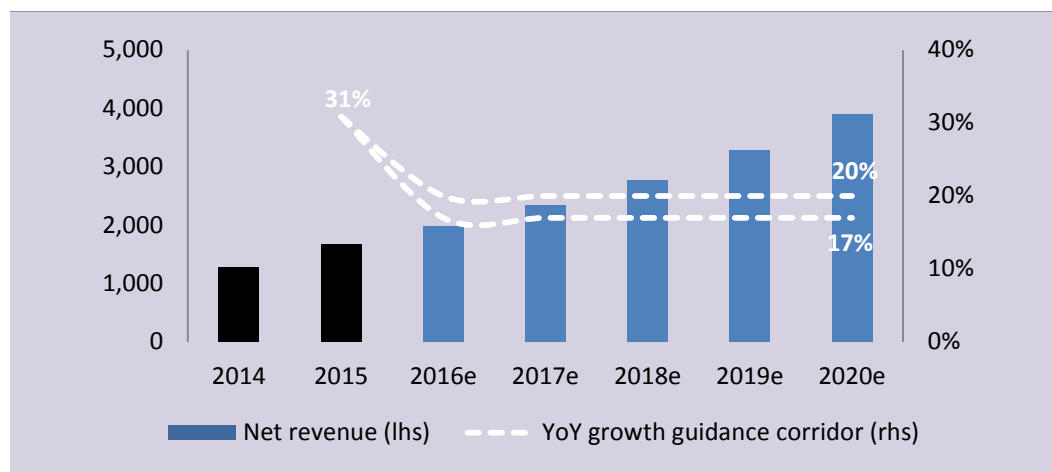
Fig. 20: Un moindre effort sur le traitement des commandes

	Delivery time	Delivery cost	Retraction/return time	Return cost
Yoox	1-6 days	€9.5-€30	14 days	Free
Net A Porter	1-6 days	€7.95-€25	28 days	Free
The Outnet	1-6 days	€10-€25	28 days	Free
Mr Porter	0-3 days	€6-€25	28 days	Free
Boohoo	5 days	€6-€9	14 days	Free
Zalando	1-6 days	Free	100 days	Free

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

YNAP table sur une croissance annuelle du CA (à taux de change constants) comprise entre 17% et 20% d'ici à 2020. Cette estimation nous semble cohérente, étant donné le potentiel du segment et les gains de PdM jusqu'à présent enregistrés par le groupe. L'impact de la fermeture au T2 2016 des sites TheCorner.com et Shooscribe (multimarques off-season) devrait être très limité sur l'année 2016, compte tenu de leur faible contribution au CA (2,4%).

Fig. 21: Des objectifs commerciaux raisonnables (EURm)



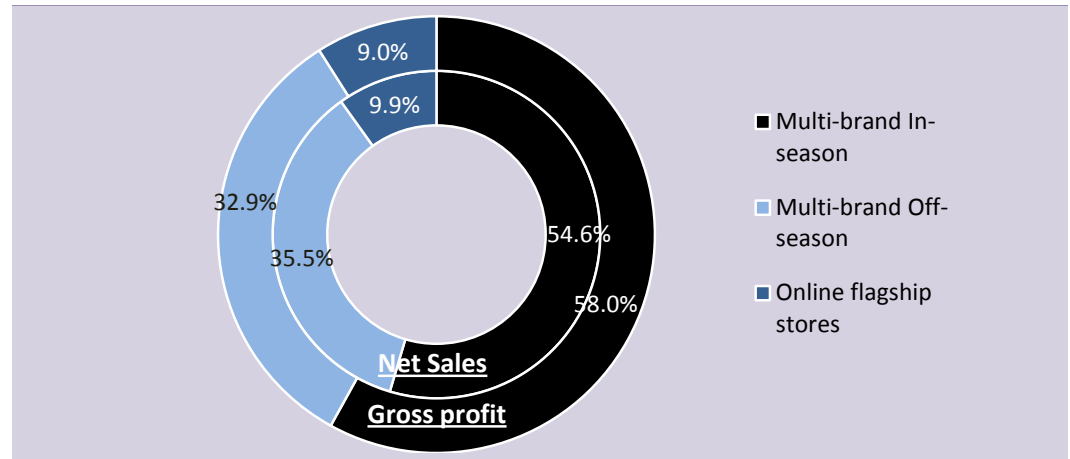
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

4.2. La rentabilité

La marge brute est majoritairement portée par les sites multimarques in-season (Net-A-Porter et Mr Porter, qui affichent un taux de 42%) dont les produits, plus onéreux, sont destinés à des clients moins sensibles au prix. Alors que ce business ne génère que 54,6% du CA du groupe, il contribue à hauteur de 58% à la marge brute. Une situation qui tranche avec les sites multimarques off-season (Yoox, The Outnet) qui proposent des produits invendus des saisons passées à des prix et niveau de

marge plus faibles (36,7%). Les sites mono-marques gérés pour compte de tiers ne génèrent, quant à eux, qu'une marge brute de 36,1%.

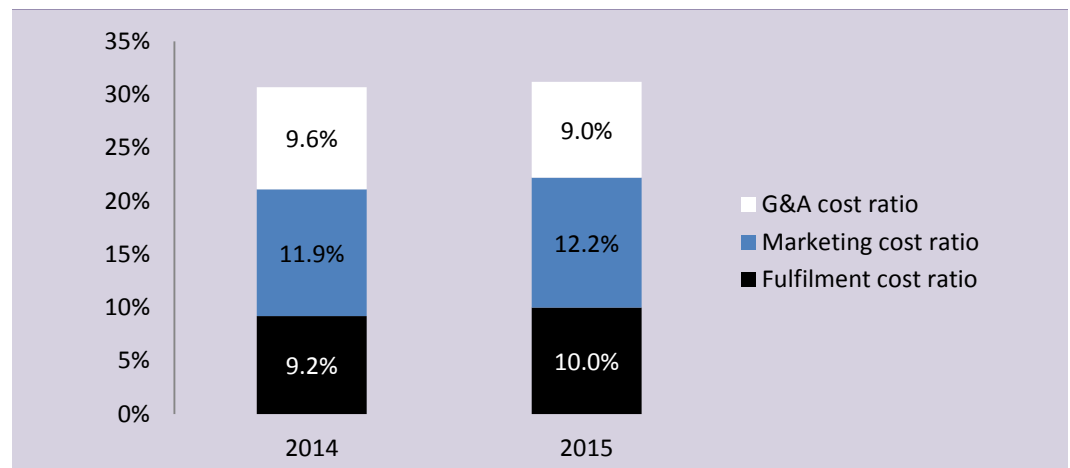
Fig. 22: Répartition du CA net et de la marge brute par activité - S1 2016



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Comme pour ses concurrents, les principales sources de dépenses d'YNAP concernent le marketing et la logistique. Le groupe y consacre plus de 22% de son CA. A noter que ces deux postes ont eu tendance à s'alourdir en 2015, à la suite de la fusion. En effet, il s'est ensuivi une période de chevauchement et de doublement de certains coûts opérationnels, le temps que soient intégrées et uniformisées les structures.

Fig. 23: Principaux postes de dépenses (en % de CA) – pro forma (ex. IPC)



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 24: Des frais de marketing désormais supérieurs à ceux des concurrents (2015)

	Active customers (m)	Conversion rate	Basket size (EUR)	Marketing cost (EURm)	Marketing cost (% sales)
Yoox - Prêt a Porter	2.52	4.6%	352.0	203.13	12.2%
Zalando	17.90	3.3%	67.8	354.96	12.0%
Asos	9.90	2.8%	79.3	65.78	5.0%
Boohoo	4.00	4.0%	38.8	22.85	10.2%

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Sur un historique limité à 2014 et 2015 pro forma, on note que la marge d'EBITDA ajusté s'élève à 8% à fin 2015. Ce taux offre un potentiel d'amélioration compris entre 300pb et 500pb, si l'on se base sur les objectifs du groupe (ie. entre 11% et 13% de marge d'EBITDA ajusté à horizon 2020). A ce stade, nos estimations (i.e. 11,7% de marge d'EBITDA courante pour 2020) sont en ligne avec de telles hypothèses.

Le management énonce quatre leviers pour y parvenir : **1/** les EUR80m/an de synergies à partir de 2018 ; **2/** le potentiel d'amélioration des marges de Net-A-Porter, historiquement moins rentable que Yoox (7,7% de marge d'EBITDA contre 9,6%) ; **3/** l'implantation du programme « omni-stock » et ; **4/** l'essor des marques propres (structurellement plus rentables que les marques nationales) qui devraient représenter 10% du CA net de l'activité multimarques off-season d'ici à 2020.

INDEPENDENT RESEARCH

28 novembre 2016

H&M/Inditex

H & M	NEUTRE	295SEK	
Bloomberg	HMB SS	Reuters	HMB.ST
Cours	268,3EUR	+Haut/+Bas	325,7/236,6
Capi boursière	444 056 MEUR	Val. Entreprise	435 383 MEUR
PE (2016e)	24,0x	EV/EBIT (2016e)	18,2x

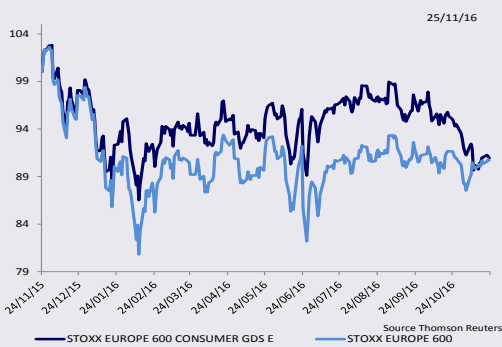
INDITEX	ACHAT	38EUR	
Bloomberg	ITX SM	Reuters	ITX.MC
Cours	31,395EUR	+Haut/+Bas	34,585/26,755
Capi. boursière	97 847 MEUR	Val. Entreprise	91 504 MEUR
PE (2016e)	30,5x	EV/EBIT (2016e)	22,2x

H&M/Inditex

« *Fast-Fashion* » : un secteur en rapide mutation

Nous ré-initions Inditex (ACHAT, FV : 38EUR) et H&M (NEUTRE, FV : 295SEK) qui ont toujours un profil de croissance dynamique (TCAM BPA 2016-19e: +12,3% pour ITX et +10,2% pour H&M) mais nous pensons qu'Inditex offre un profil plus défensif dans cet environnement concurrentiel.

- **Le segment « mass » ou « mode accessible » du marché mondial de la mode est gigantesque (~1 100 MdsEUR) et reste très fragmenté** puisque les deux marques phares H&M et Zara auraient respectivement 1,7 et 1,4% de pdm. Toutefois ces deux leaders mondiaux doivent affronter la concurrence grandissante de nouvelles marques (Primark, Forever21, etc.) qui pratiquent une stratégie de prix très agressive et d'autre part, **la montée en puissance des acteurs internet** (Amazon, Zalando, ASOS, etc.) qui offrent un choix quasi-illimité d'articles et une expérience client accrue.
- **Les groupes H&M et Inditex disposent de plusieurs atouts majeurs à faire valoir face à cette concurrence multiforme.** Avant même l'apparition de la plupart de ces retailers *online*, H&M et Inditex avaient déjà une stratégie de conquête reposant sur : (i) l'international, (ii) le multicanal (puis l'omnicanal) et (iii) le multi-concept, tout en (iv) raccourcissant la durée de vie des collections pour coller au maximum aux évolutions de la mode.
- **Inditex nous semble l'acteur le mieux armé :** sa stratégie « *pull* » (= design des collections basé sur les décisions d'achats des clients) et sa capacité de lancer une nouvelle collection en à peine deux semaines (vs. 6 mois pour l'industrie) grâce à une intégration centralisée et verticale, permettent à Inditex d'avoir les taux de promotions et d'inventus parmi les plus bas du secteur. Par ailleurs sa nouvelle stratégie combinant magasins *flagships* (= moins d'ouvertures de DOS) et offre *online* (~5,5%e du CA 2016) minimisent les risques sur la croissance bénéficiaire (TCAM EBIT 2016-19e : +12%).
- **H&M : encore quelques doutes en suspens.** Le groupe réalise ~8% de son CA 2016e sur internet mais il subit de plein fouet la concurrence des marques discounts (Primark, etc.) alors que sa *supply chain* est similaire à celle de l'industrie (80% de la production réalisée avec des délais de six mois), rendant H&M plus sensible aux changements de tendances. La croissance bénéficiaire (TCAM 2016-19e: +10%) est plus volatile à cause du *sourcing* en USD (~80%), d'un plan d'ouverture de DOS ambitieux (croissance de la surface : +10-15%/an) et de la volonté de lancer une voire deux nouvelles marques en 2017.



Analyst:
Cédric Rossi
 33(0) 1 70 36 57 25
 crossi@bryangarnier.com

Consumer Analyst Team:
 Nikolaas Faes
 Loïc Morvan
 Antoine Parison
 Virginie Roumage

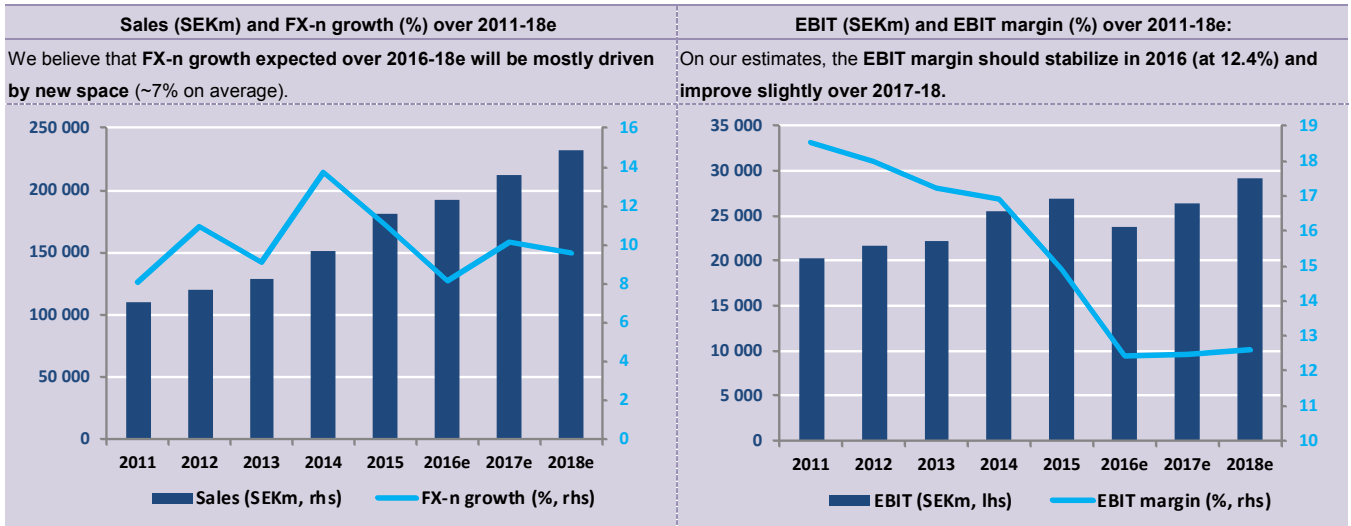
Research Assistant : Clement Genelot

Sommaire

1. Présentation en six graphes	97
1.1. H&M	97
1.2. Inditex	98
2. Deux leaders mondiaux de la « mode accessible »	99
2.1. Des atouts majeurs pour attirer les consommateurs	99
2.1.1. Les deux marques phares sont en bonne santé	99
2.1.2. « Fast-Fashion » = développement international accéléré	100
2.1.3. Une stratégie multi-concept pour « occuper le terrain »	101
2.1.4. Principal défi : s'adapter au consommateur le plus vite possible !	103
2.2. L'omnicanal chez H&M et Inditex	106
2.2.1. Le déploiement online se poursuit	106
2.2.2. Le magasin physique reste au centre de la stratégie de croissance (pour le moment) ..	107
2.2.3. Qu'en est-il du "Click-and-Collect" ?	111
2.2.4. Les réseaux sociaux : H&M est plus actif que Zara	113
2.3. H&M et Inditex : nos prévisions de croissance du CA 2016-18	114
2.3.1. Comment se comportent-ils dans leurs 1 ^{ers} marchés respectifs ?	114
2.3.2. Réactivité face aux changements de tendances : avantage Inditex	115
2.3.3. Montée en puissance des ventes online et harmonisation des prix en cours	116
2.3.4. 2016-18 : vers un ralentissement de l'effet ouverture de magasins	117
2.4. Nos prévisions de rentabilité 2016-18	119
2.4.1. La supply chain flexible est aussi bénéfique au taux de MB	119
2.4.2. L'environnement matières premières n'est pas une menace à CT	120
2.4.3. Accalmie progressive au niveau des devises	120
2.4.4. OPEX : les sources du levier opérationnel se trouvent principalement dans les magasins	122
2.4.5. Synthèse de nos prévisions de rentabilité	124
2.5. Cash : deux situations contrastées	125
3. Valorisation	127
3.1. Des groupes toujours détenus par les familles fondatrices	127
3.2. Les attentes du consensus	128
3.3. Multiples d'H&M et d'Inditex	129
3.3.1. Evolution des P/E 12 mois forward	129
3.3.2. Rapport valorisation/croissance	129
3.4. Valorisation par les DCF	131
4. Appendix	133
4.1. H&M : démarrage du multi-concept en 2007	133
4.2. Inditex : le multi-concept a déjà 25 ans	134
H & M	135
Inditex	136

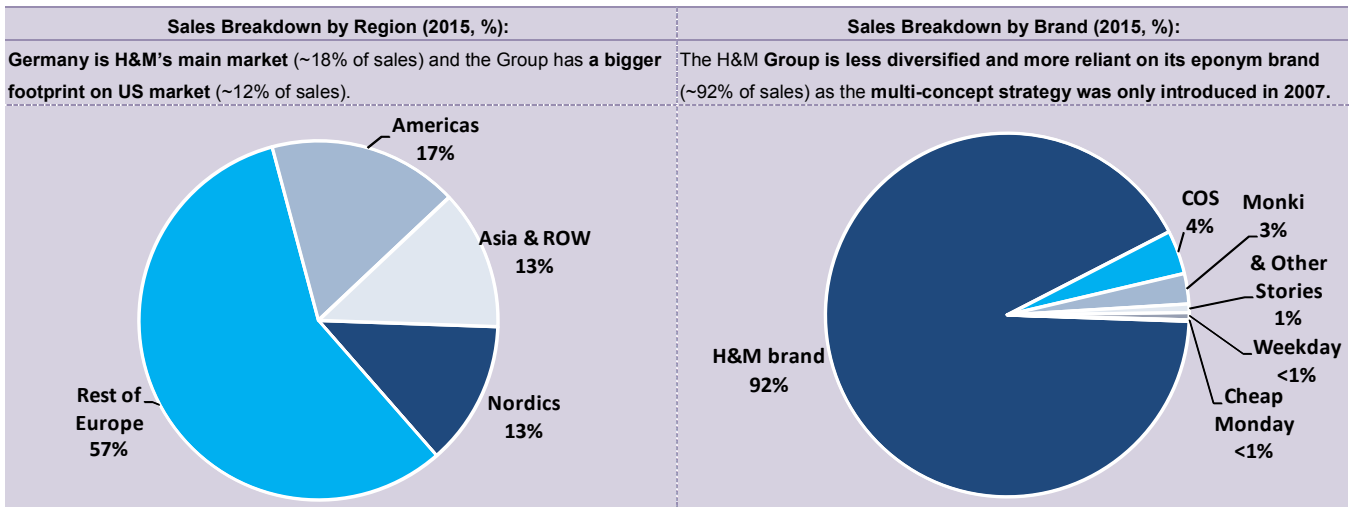
1. Présentation en six graphes

1.1. H&M



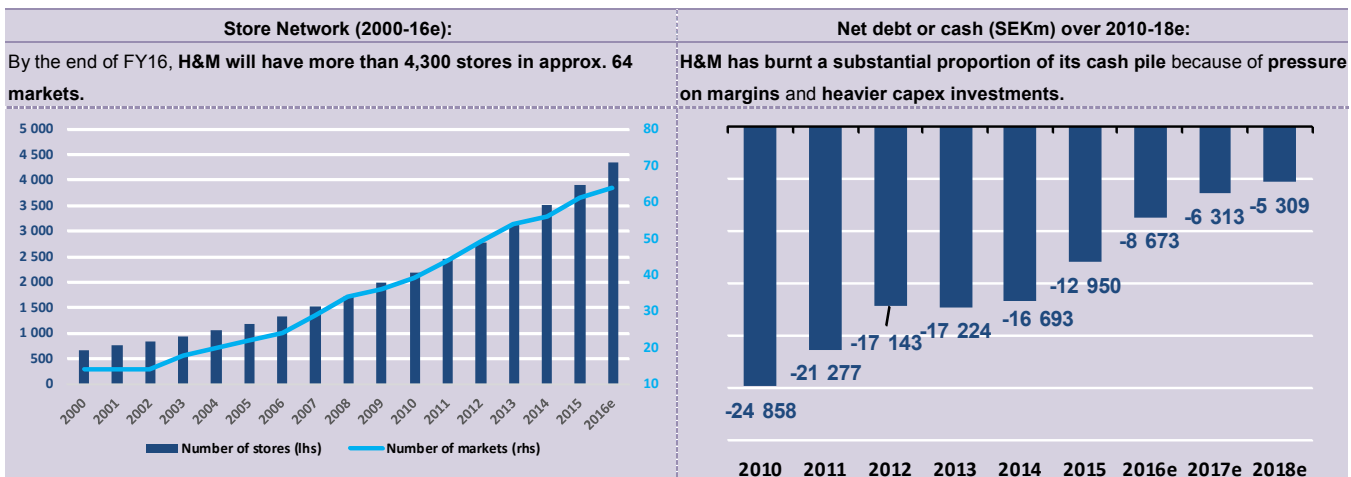
Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests

Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests



Source: Company Data

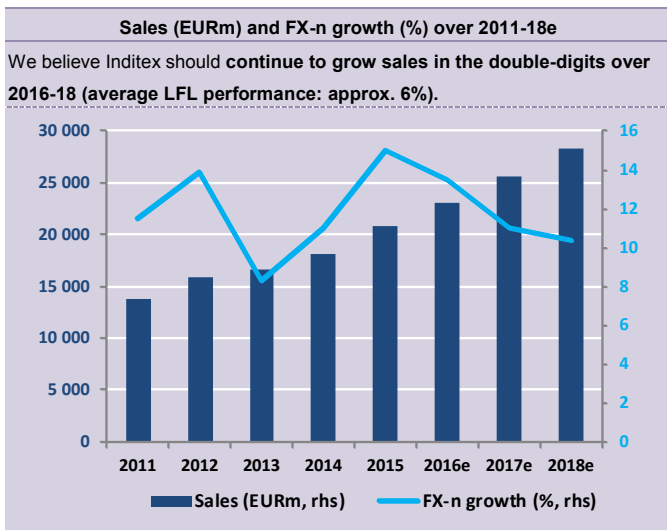
Source: Bryan, Garnier & Co ests



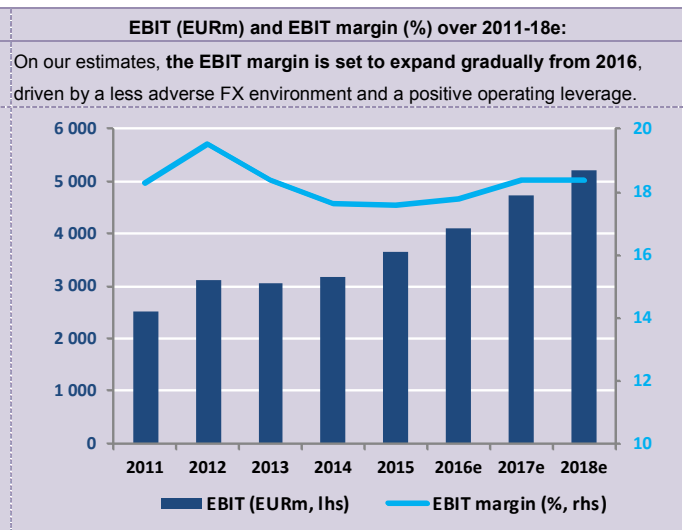
Source: Company Data

Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests

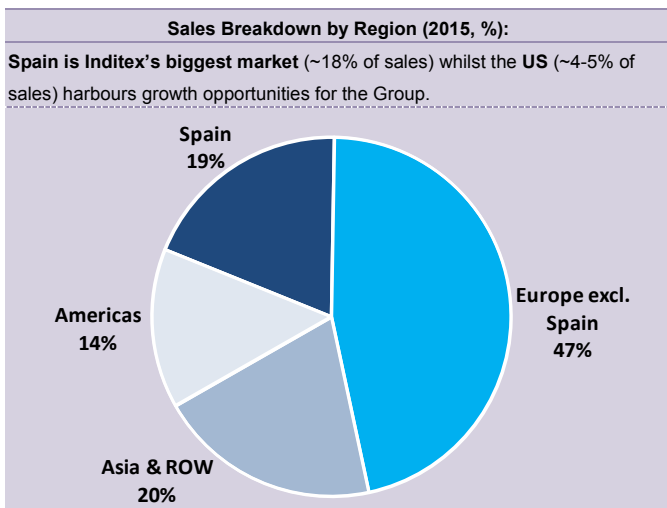
1.2. Inditex



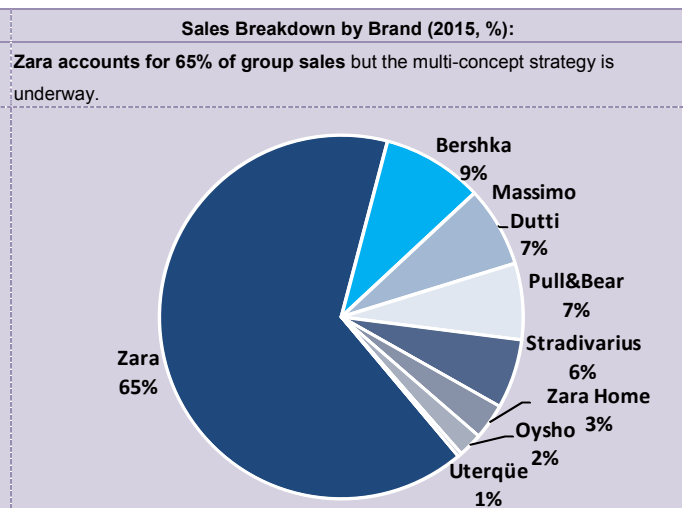
Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests



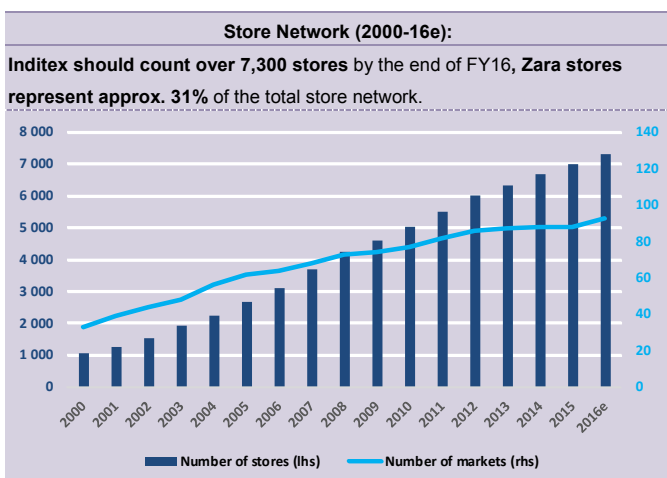
Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests



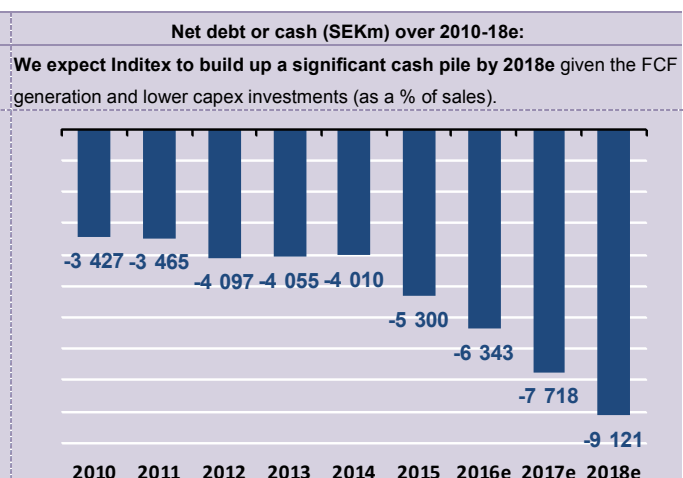
Source: Company Data



Source: Bryan, Garnier & Co ests



Source: Company Data



Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests

2. Deux leaders mondiaux de la « mode accessible »

Le marché mondial de la mode (prêt-à-porter et accessoires) est gigantesque, plus de 1 200 MdsEUR. Le segment « mass » ou « mode accessible » représente naturellement le plus gros de ce marché (~1 100 MdsEUR) et reste très fragmenté puisque les deux marques phares H&M et Zara auraient respectivement 1,7 et 1,4% de parts de marché.

L'éclatement de ce marché a permis, d'une part, l'émergence de nouvelles marques telles que **Primark, Forever21 ou Topshop** qui pratiquent une stratégie de prix très agressive et ont commencé à se développer à l'international. D'autre part, la montée en puissance des acteurs internet tels qu'**Amazon, Zalando ou ASOS** offrent, comme nous l'avons vu, un choix quasi-illimité d'articles et une expérience client accrue.

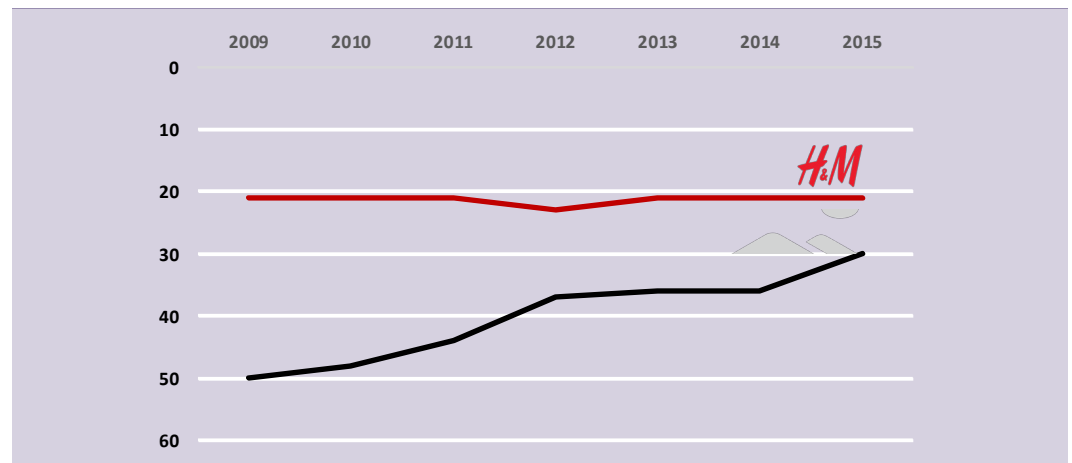
Toutefois, les groupes H&M et Inditex disposent de plusieurs atouts majeurs à faire valoir face à cette concurrence. Avant même l'apparition de la plupart de ces *retailers* online, H&M et Inditex avaient déjà une stratégie de conquête reposant sur : **(i)** l'international, **(ii)** le multicanal (puis l'omnicanal) et **(iii)** le multi-concept, tout en **(iv)** raccourcissant la durée de vie des collections pour coller au maximum aux évolutions de la mode. En somme, ce que les acteurs internet essaient aussi de mettre en place !

2.1. Des atouts majeurs pour attirer les consommateurs

2.1.1. Les deux marques phares sont en bonne santé

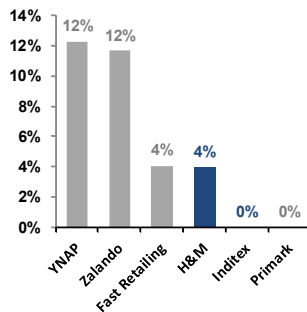
La société de conseil en stratégie et design des marques, Interbrand, publie chaque année son classement des 100 marques les plus valorisées dans le monde, en tenant compte de la performance opérationnelle, du rôle de la marque et sa force à influencer le choix du consommateur et de ses perspectives. Le graphique ci-dessous montre que la marque **H&M** occupe depuis de nombreuses années la 21^{ème} place de ce classement tandis que **Zara** est passée de la 50^{ème} à la 30^{ème} place entre 2009-15. Aucune autre marque de mode accessible n'est présente dans ce classement.

Fig. 1: Classement Interbrand d'H&M et Zara (2009-2015) :



Source: Interbrand

Poids des dépenses marketing (2015, en % du CA) :



Source: Company Data Bryan, Garnier & Co ests.

La notoriété et le succès de ces deux marques sont d'autant plus remarquables que les deux groupes ne dépensent que très peu en marketing (H&M : ~4% du CA total selon nos estimations), voire rien du tout comme c'est le cas pour Inditex. Il est vrai que ces deux groupes peuvent désormais compter sur le développement des **réseaux sociaux** sur lesquels la publicité est assurée par les consommateurs eux-mêmes, mais ce sont surtout les **magasins physiques et leurs vitrines qui sont le principal vecteur marketing des marques**, d'où le choix stratégique de l'emplacement des futurs magasins.

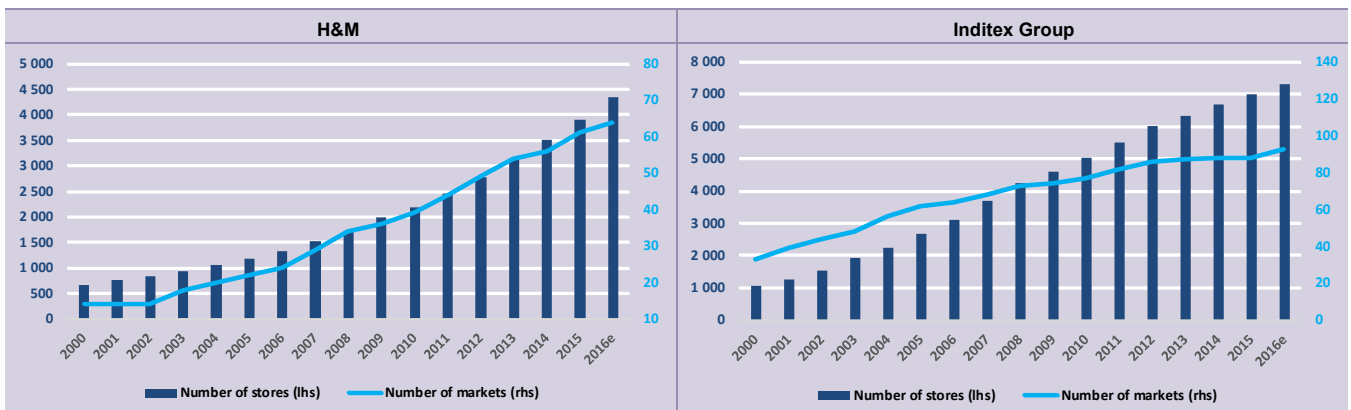
2.1.2. « Fast-Fashion » = développement international accéléré

Fort de deux marques qui jouent bien leur rôle d'étendard au sein d'un marché mondial très fragmenté, les deux groupes ont fortement accéléré leur développement à l'international à partir du début des années 2000 :

- (i) **H&M** : alors que le groupe suédois n'était présent que dans 14 pays avec 682 boutiques en 2000, il devrait opérer dans 64 marchés d'ici la fin d'année (Porto Rico, Nouvelle-Zélande et Chypre ouverts en 2016) avec plus de 4 300 boutiques à travers le monde. La **marque H&M** est naturellement présente dans ces 64 pays et représente près de 92% du nombre total de magasins ;
- (ii) **Inditex** : bien que l'historique du groupe soit plus récente qu'H&M, Inditex était déjà établi dans 33 pays avec 1 080 magasins en 2000. A fin 2016, Inditex devrait maintenir son avance avec au moins cinq nouveaux marchés ouverts cette année (Aruba, Paraguay, Nicaragua, Vietnam et Nouvelle Zélande) portant le total à 93 pays et gérer plus de 7 300 magasins dont de 2 100 pour la seule marque **Zara**.

Nous pouvons noter deux différences intéressantes entre les deux groupes : **1/** le poids de leur marché domestique est naturellement plus important pour Inditex (Espagne = ~19% du CA 2015) que pour H&M (Suède : ~5% du CA) mais reste malgré tout l'un de ses dix principaux marchés et **2/** Inditex est en avance en ce qui concerne l'internationalisation de ses autres concepts qui sont déjà dans plus de 55 pays en moyenne, contre une moyenne de 12 pour ceux d'H&M. Il est vrai que la stratégie multi-concept d'H&M est plus récente que celle d'Inditex.

Fig. 2: Une internationalisation rapide depuis le début des années 2000 :



Source: Company Data

2.1.3. Une stratégie multi-concept pour « occuper le terrain »

L'un des avantages concurrentiels d'ASOS, Zalando et même d'YNAP dans le premium/luxe, est le vaste choix d'articles disponibles sur leur site alors que les distributeurs traditionnels ont évidemment une surface commerciale limitée. Face à cette concurrence, H&M et Inditex déclinent une offre segmentée qui repose sur le multi-concept (ou multimarques) pour toucher une clientèle du prêt-à-porter la plus large possible, que ce soit en termes de style, de catégorie d'âge et de prix.

H&M : le multi-concept date de 2007

Le développement du groupe H&M a exclusivement reposé sur sa seule marque éponyme comme le met en exergue le tableau ci-dessous. Le démarrage de la stratégie multi-concept date donc de 2007 avec le lancement de la marque **COS** (2007), puis les rachats de **MONKI**, **WEEKDAY** et **Cheap Monday** en 2008. **& Other Stories** est le concept le plus récent, lancé en 2013. Compte tenu de cet historique plutôt récent, la **marque H&M représente encore près de 92% du parc total de magasins** (le suédois ne communique pas son CA par marque).

La marque H&M a toujours été positionnée dans le segment « *value-fashion* », avec une clientèle cible très large dans le prêt-à-porter (Femme, Homme, Enfant) et deux sous-concepts en dehors du textile : H&M Home (2009) pour la maison et H&M Beauty (2015) pour la cosmétique. Les autres concepts ont un positionnement un peu plus élevé (ex: COS et & Other Stories sont juste en deçà de l'*affordable luxury*) où la pression sur les prix est un peu moins grande.

Enfin, H&M va poursuivre cette stratégie multimarque puisque le CEO a annoncé en 2015 qu'il comptait **lancer une voire deux nouvelles marques en 2017**, qui seront « *radicalement différentes de ses concurrents* ».

Fig. 3: Les six marques du groupe H&M (données à fin novembre 2015) :

Brand	H&M	COS	MONKI	& Other Stories	WEEKDAY	Cheap Monday
Founded In...	1947	2007	2006 / 2008 *	2013	2002 / 2008 *	2004 / 2008 *
Number of Stores	3,610	153	106	30	20	5
Number of Markets	61	30	13	10	5	4 (35 in wholesale)

* Joined H&M following the acquisition of Fabric Scandinavien AB (2008)

Source: Company Data

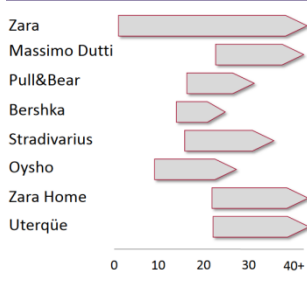
Depuis 2004, la **marque H&M s'est alliée tous les ans avec des couturiers et/ou des marques du luxe** pour lancer des collections en édition limitée. Cela permet à la marque d'accroître sa notoriété auprès de la clientèle aspirationnelle (au pouvoir d'achat plus élevé que celui de sa clientèle habituelle) et de pallier à une moindre exposition aux segments de prix supérieurs. Ainsi, les collections limitées sont vendues en moyenne 30% plus cher que le prix moyen pratiqué par la marque.

Fig. 4: Quelques exemples de collections « capsule » :

Year	Designer / Brand
2004	Karl Lagerfeld
2005	Stella McCartney
2009	Jimmy Choo
2015	Balmain
2016	Kenzo (launched on 3 rd November)

Source: Company Data

Clientèle cible des marques d'Inditex, par classe d'âge :



Source: Company Data

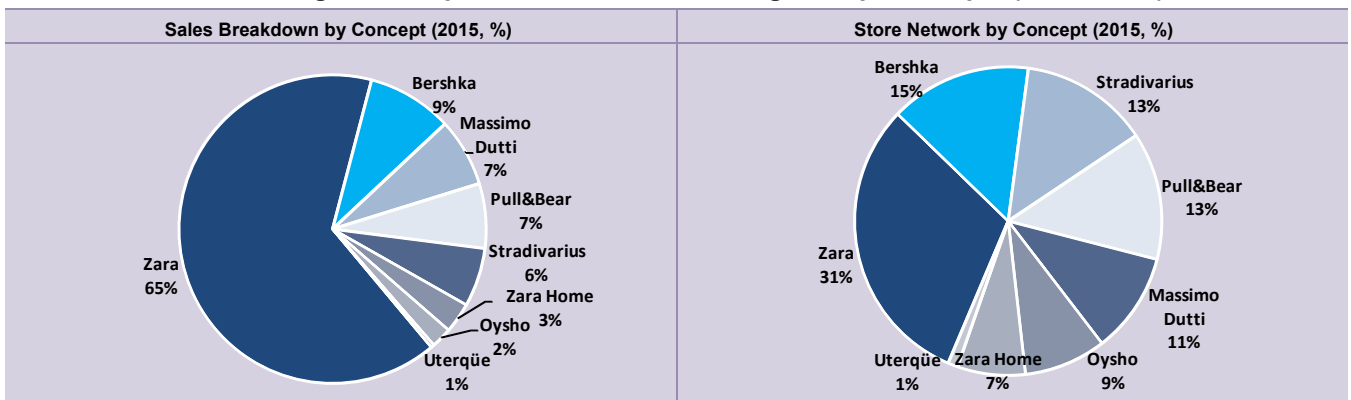
Inditex : un multi-concept déjà bien maîtrisé

L'expérience d'Inditex en matière de stratégie multimarques est en effet plus ancienne puisqu'elle a débuté en 1991 avec la création de **Pull&Bear** et l'acquisition de **Massimo Dutti** (1991). Puis viennent la création de **Bershka** (1998) et le rachat de **Stradivarius** (1999). La marque de lingerie **Oysho** est lancée en 2011, suivie par **Zara Home** (2003) et **Uterqüe** en 2008.

A l'instar de la marque H&M, Zara adresse une clientèle la plus large possible (Femme, Homme, Enfant) et toutes les classes d'âge comme le montre le graphique ci-contre. Il était toutefois indispensable d'avoir une offre encore plus segmentée, à destination des jeunes (Bershka, Oysho) ou des adultes qui ont aussi un pouvoir d'achat plus élevé, ce qui explique leur positionnement prix plus élevé de Massimo Dutti (*mass market* supérieur) et d'Uterqüe (entrée de gamme de *l'affordable luxury*).

Puisque la stratégie multi-concept d'Inditex est plus ancienne, le groupe eu le temps de mener à bien le développement des autres marques, lui permettant d'être un peu plus diversifié que son concurrent suédois puisque Zara ne représente « que » 65% du CA, même si cette part est resté quasiment inchangée au cours des dernières années (Zara pesait 64% du CA en 2009).

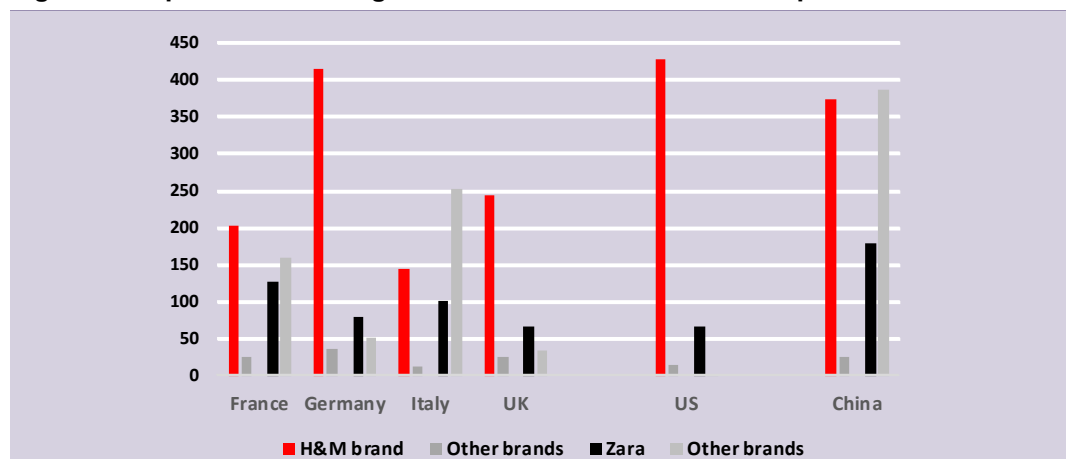
Fig. 5: Répartition du CA et des magasins par marque (2015, en %) :



Source: Company Data

A l'exception de l'Allemagne (1^{er} marché d'H&M) et des US où le suédois s'est développé plus facilement qu'Inditex, ce dernier compte généralement plus de magasins que son concurrent grâce à la présence de points de vente des autres marques. Sur les quatre principaux marchés européens, la marque Zara représente en moyenne 50% des points de vente du pays, contre 91% pour H&M. En Espagne, les magasins Zara ne pèsent que 25% du total !

Fig. 6: Répartition des magasins H&M/Zara vs autres concepts :



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

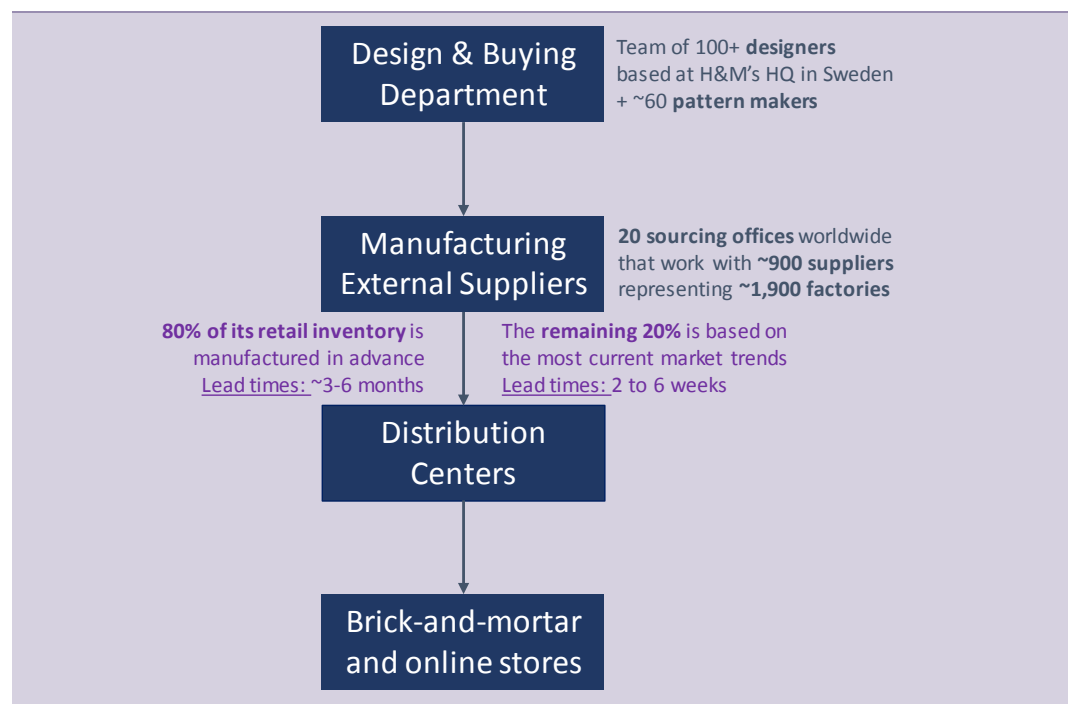
2.1.4. Principal défi : s'adapter au consommateur le plus vite possible !

H&M : Une *supply chain* classique proche des acteurs traditionnels

Comme le montre le graphique ci-dessous, la *supply chain* du suédois est plus traditionnelle que celle de son concurrent espagnol, que ce soit dans une approche *top down* au niveau de la création des collections (tout part de l'équipe de design) et dans les délais de la chaîne d'approvisionnement compte tenu d'une production majoritairement située en Asie.

- (i) **Design** : l'équipe de création rassemble plus **d'une centaine de designers et est entièrement basée au siège du groupe à Stockholm**. Pendant plus de 20 ans, cette équipe a été dirigée par Margarita van den Bosch qui a aujourd'hui pris du recul pour ne superviser que les collections capsule d'H&M ;
- (ii) **Production** : une fois le design d'une collection achevée, les 20 bureaux de *sourcing* d'H&M se chargent de la répartir auprès des 900 sous-traitants (ce qui représente plus de 1 900 usines). Près de **80% du *sourcing* est effectué en Asie** et du fait que les collections sont mondiales, H&M peut ainsi concentrer les volumes, lui permettant d'avoir de meilleures conditions d'achats indispensables à sa compétitivité-prix. Notons par ailleurs que **80% des collections sont produits en amont (3 à 6 mois en avance)**, des chiffres qui restent proche des standards de l'industrie du textile ;
- (iii) **Distribution** : la production est ensuite expédiée vers **les entrepôts du suédois qui sont dispersés sur l'ensemble de la planète**. Un entrepôt peut couvrir un ou plusieurs pays selon l'importance du marché.

Fig. 7: La *supply chain* simplifiée d'H&M proche des standards du secteurs :



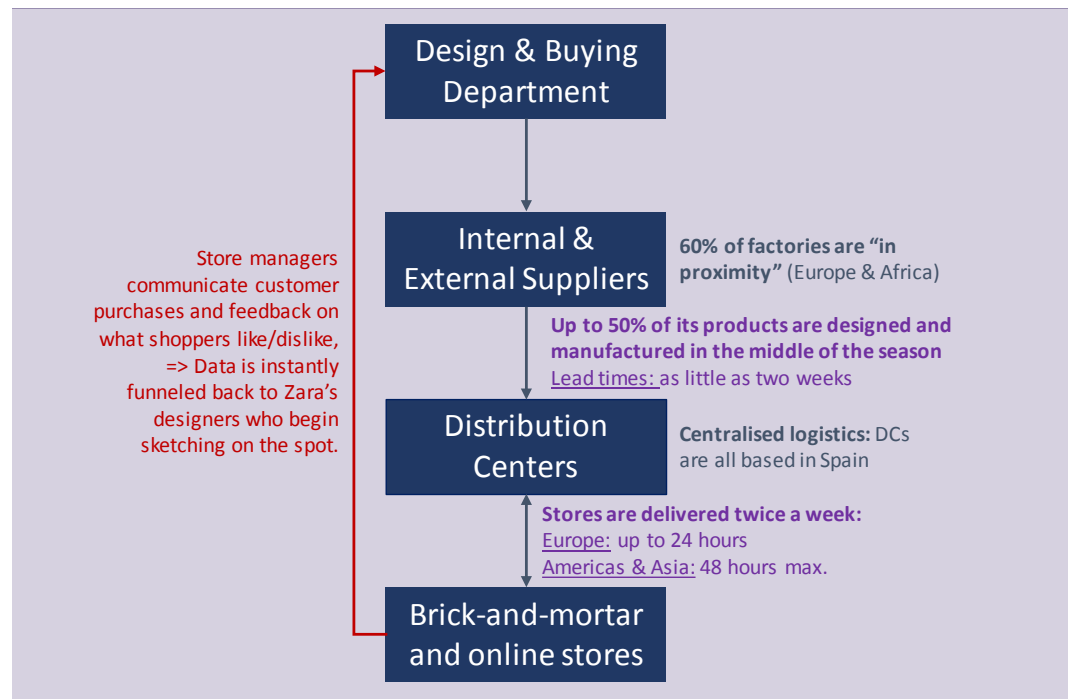
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Inditex : Une intégration verticale révolutionnaire et inégalée

Au vu du schéma ci-dessous, nous pouvons vraiment dire qu'Inditex a inventé une *supply chain* spécifique au groupe et inédite dans l'industrie du textile. Celle-ci répond clairement à la définition de *fast-fashion* (cycles de production raccourcis et durée de vie du produit relativement court par rapport aux standards) qui a été pensée pour « coller » au maximum aux tendances de consommation.

Le schéma simplifié ci-dessous illustre bien cette intégration verticale unique dans ce secteur, qui place le consommateur et la réactivité au centre de toutes les étapes.

Fig. 8: L'intégration verticale d'Inditex est unique dans l'industrie :



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Les étapes listées ci-dessous concernent avant tout Zara mais la majorité de celles-ci s'appliquent aussi autres marques d'Inditex

- (i) **Le Store Manager** : puisqu'Inditex contrôle en direct sa distribution, le fondateur a bien compris le rôle clé que pouvaient jouer les magasins dans l'analyse des tendances de vente, **chaque Responsable de magasin ayant pour mission de remonter la réaction des consommateurs, les modèles à succès et les échecs auprès des designers** afin d'adapter très rapidement la création et la production en amont ;
- (ii) **Design** : si les équipes de designers dessinent en avance aussi la plupart des designs (~37 000 par an dont ~20 000 pour Zara) d'une collection, elles travaillent étroitement avec les commerciaux et le Merchandising qui relaient les remontées d'information des Responsables de magasins afin d'adapter constamment la production. **Rappelons qu'environ 15% de l'offre d'un magasin change chaque semaine et la durée de vie d'un modèle en boutique est généralement de 15j** ;
- (iii) **Production** : celle-ci a aussi été organisée de façon à réagir rapidement aux changements de tendances des consommateurs : **1/ près de 60% de la production est située dans des pays proches** des centres de design et entrepôts qui sont tous situés

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

en Espagne (Espagne, Portugal, Maroc, etc.), **2/ jusqu'à 50% d'une collection peut être dessinée et créée au milieu d'une saison (délais minimums : 2 semaines)** tandis que seulement 15 à 25% de la collection est programmée six mois en amont (vs. 80% pour H&M) et **3/ Zara détient en propre plus d'une dizaine de centres de confection** pour produire les pièces complexes (vestes, manteaux, etc.) dans des délais très courts (2 semaines) ;

(iv) Distribution : contrairement aux autres groupes, **Inditex a une gestion centralisée puisque 100% des stocks passent par les entrepôts du groupe en Espagne.** Les Responsables de magasins commandent et sont livrés deux fois par semaine (délais : max 24H pour l'Europe, 48H pour les Amériques et l'Asie). Si cette centralisation peut paraître lourde à première vue, le groupe s'assure que les modèles de chaque magasin/pays sont en adéquation avec les tendances de consommation et les ventes.

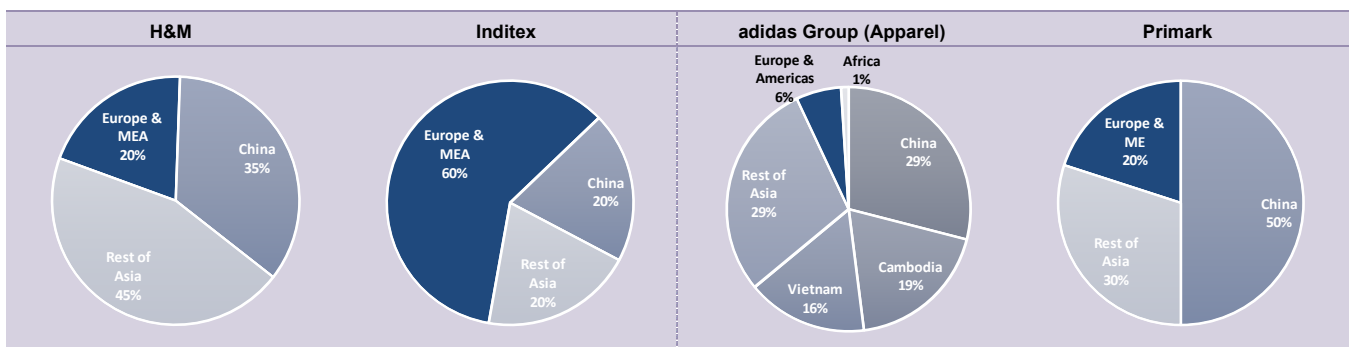
La réactivité et l'adaptabilité de son offre aux changements de mode (et aux conditions météo) vont permettre à Zara d'afficher un taux de produits soldés inférieur à la moyenne du secteur (~15-20% vs. ~30-40%) ainsi qu'un taux d'inventus très bas (~10% vs. ~15-20% pour l'industrie).

Selon nous, cette réactivité est le principale avantage concurrentiel d'Inditex, non seulement face à ses concurrents traditionnels, mais aussi par rapport aux acteurs internet. Ces derniers auront un choix de produits plus large, mais le *sourcing* de leurs marques propres est majoritairement effectué en Asie, ne leur permettant pas d'adapter leur offre aussi rapidement.

En effet, la grande majorité des marques de prêt-à-porter produisent en Asie, comme le mettent en exergue les graphiques ci-dessous. Le *sourcing* d'H&M est proche de ceux d'adidas Group et de Primark mais **Inditex** se distingue véritablement avec 60% de la production située dans les pays d'Europe ou limitrophes (Turquie, Maroc, Afrique).

Ce *sourcing* rendra le groupe moins sensible à l'évolution du dollar. En effet, uniquement 35% des COGS d'Inditex sont libellés dans la devise américaine contre au moins 80% pour H&M. Rappelons que son renforcement l'an dernier a eu un impact significatif sur le taux de marge brute de la plupart des acteurs du textile.

Fig. 9: Répartition du sourcing chez quatre acteurs du prêt-à-porter :



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

2.2. L’omnicanal chez H&M et Inditex

Bien que les deux groupes ne communiquent pas leurs ventes *online*, nous estimons qu’en 2015, elles ont représenté environ 7-8% du CA d’H&M et ~5-6% du CA d’Inditex. Nous verrons que le poids de ce circuit est amené à progresser ces prochaines années, mais il est encore plus important que ces deux groupes réussissent la mise en place d’une stratégie omnicanal afin de minimiser les risques de cannibalisation (= baisse du trafic dans les magasins physiques), surtout compte tenu de leur volonté d’ouvrir plusieurs centaines de nouveaux magasins par an à MT.







































































Selon nous, l’omnicanal sera un catalyseur sur la croissance des ventes mais en revanche, il sera encore plus difficile de mesurer précisément la contribution du circuit *online* aux résultats. Toutefois une chose est sûre, ne pas avoir de plateforme e-commerce présente un risque majeur. En effet, l’enseigne **Primark** a vu sa croissance annuelle à magasins comparables reculer de 2% (à fin septembre) pour la première fois depuis 16 ans. Cette contreperformance est imputée à l’impossibilité d’acheter en ligne sur le site de la marque.

2.2.1. Le déploiement *online* se poursuit

Le fait que la part du e-commerce soit légèrement plus élevée chez H&M que chez Inditex peut s’expliquer par le plus gros poids de sa marque éponyme dans le groupe, mais aussi parce que le suédois a inauguré son premier site e-commerce en 1998, soit douze ans avant Zara. Mais dès 2010, Zara a lancé ses plateformes dans 11 pays et a eu un déploiement plus agressif ces dernières années :

- La marque **H&M** devrait avoir un site marchand disponible dans 34 pays d’ici la fin d’année (vs. 23 à fin novembre 2015) ;
- **Zara** dispose d’une plateforme e-commerce dans 40 pays contre 27 à fin janvier 2016 et notons que depuis avril 2016 l’ensemble des marques d’Inditex sont au moins présentes dans les 28 pays de l’UE.

Fig. 10: E-commerce : H&M a commencé 12 ans avant Zara :

Year	H&M Brand	Zara Brand
1998		
1999	 	
2000		
2001		
2002		
2003		
2004		
2005		
2006		
2007	 	
2008		
2009		
2010		           
2011		      
2012		
2013		 
2014	   	   
2015	        	  
2016e	         	        

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

Selon nous, H&M et Inditex auront donc, d'ici la fin d'année, une présence *online* dans respectivement 34 et 40 marchés qui représentent environ 90% du CA des deux groupes. Par conséquent, la montée en puissance des sites marchands dans les principaux marchés des deux groupes sera un catalyseur plus important que leur déploiement dans de nouveaux pays, au poids plus limité dans les ventes totales.

A partir de nos estimations de CA *online* 2015 pour H&M et Inditex, nous avons tenté de prévoir l'évolution de ces ventes *online* (en % du CA total) ainsi que leur contribution théorique à la croissance à magasins comparables pour chaque groupe, sur la période 2016-18.

Fig. 11: H&M : évolution du e-commerce et contribution à la croissance LFL :

H&M	2015	2016e	2017e	2018e
If CAGR of 20% – Online as a % of total sales	7.0	7.9	8.6	9.4
Estimated contribution to LFL growth sales	-	1.4pp	1.6pp	1.7pp
If CAGR of 30% – Online as a % of total sales	7.0	8.5	10.1	12.0
Estimated contribution to LFL growth sales	-	2.1pp	2.6pp	3.0pp
If CAGR of 40% – Online as a % of total sales	7.0	9.2	11.7	15.0
Estimated contribution to LFL growth sales	-	2.8pp	3.7pp	4.7pp

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Notons que la montée en puissance de l'e-commerce semble avoir un impact théorique moins important chez Inditex que chez H&M : (i) parce qu'il pèse légèrement moins chez l'espagnol (~5% du CA groupe contre ~7% pour le suédois), mais aussi (ii) en raison de nos estimations de croissance des ventes totales plus prudentes chez H&M.

Fig. 12: Inditex : évolution du e-commerce et contribution à la croissance LFL :

Inditex	2015	2016e	2017e	2018e
If CAGR of 20% – Online as a % of total sales	5.0	5.4	5.8	6.4
Estimated contribution to LFL growth sales	-	1.0pp	1.1pp	1.2pp
If CAGR of 30% – Online as a % of total sales	5.0	5.9	6.9	8.1
Estimated contribution to LFL growth sales	-	1.5pp	1.8pp	2.1pp
If CAGR of 40% – Online as a % of total sales	5.0	6.3	8.0	10.1
Estimated contribution to LFL growth sales	-	2.0pp	2.5pp	3.2pp

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

2.2.2. Le magasin physique reste au centre de la stratégie de croissance (pour le moment)

Malgré la montée en puissance du circuit *online*, le magasin reste le point de contact privilégié avec leur clientèle, tant chez H&M que chez Inditex. En outre, leurs magasins et leurs vitrines sont le premier vecteur de communication pour accroître leur notoriété car contrairement à la quasi-totalité des acteurs du prêt-à-porter, ces deux groupes ne dépensent quasiment rien en publicité et marketing : 0% pour Inditex et environ 3-4% pour H&M !

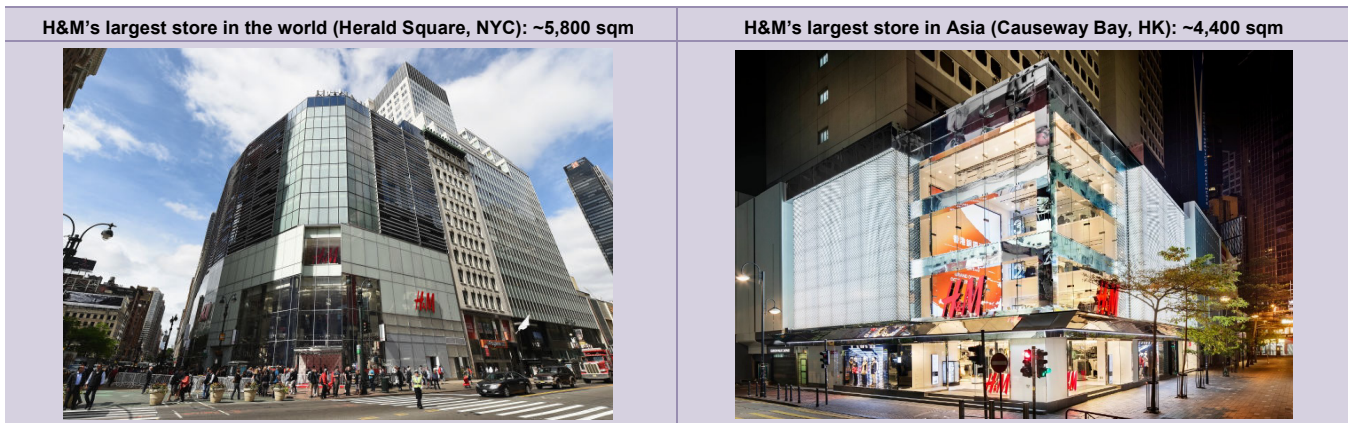
La stratégie *Retail* des marques H&M et Zara est très similaire à celles des groupes de luxe : il s'agit de se concentrer surtout sur les ouvertures de magasins *flagships* dans les artères les plus commerçantes. Comme abordé plus tard dans cette partie, on voit en effet la taille moyenne des magasins grandir année après année.

H&M : toujours 10-15% de surface supplémentaire par an

Le groupe suédois a maintenu son objectif de faire croître sa surface commerciale de 10-15%/an. Nous pensons toutefois qu'H&M sera dans le bas de fourchette sur la période 2016-18 (~10%), ce qui implique néanmoins l'ouverture d'au moins 420 magasins sur la période 2016-18 :

- (i) **Marque H&M :** l'expansion de la marque représentera un peu moins de 80% du total d'ouverture sur la période. Cette marque a naturellement le potentiel pour conquérir de nouveaux marchés en plus des 61 pays où elle est déjà présente, mais aussi renforcer quelques marchés du Top 10 où la pdm est proche ou inférieure à 0,5%, tels que les **US** (445 DOS à fin août) où la marque connaît un succès plus rapide qu'Inditex et la **Chine** (400 DOS). Notons que la taille moyenne des nouveaux magasins (>1,500m²) est supérieure à la moyenne historique (1,300-1,400m²), tirée notamment par les *flagships* qui dépassent souvent 3,000m² (cf. Fig 13) car ces nouveaux magasins consacrent un espace à la maison (H&M) et à la beauté (H&M Beauty) en plus des catégories habituelles.

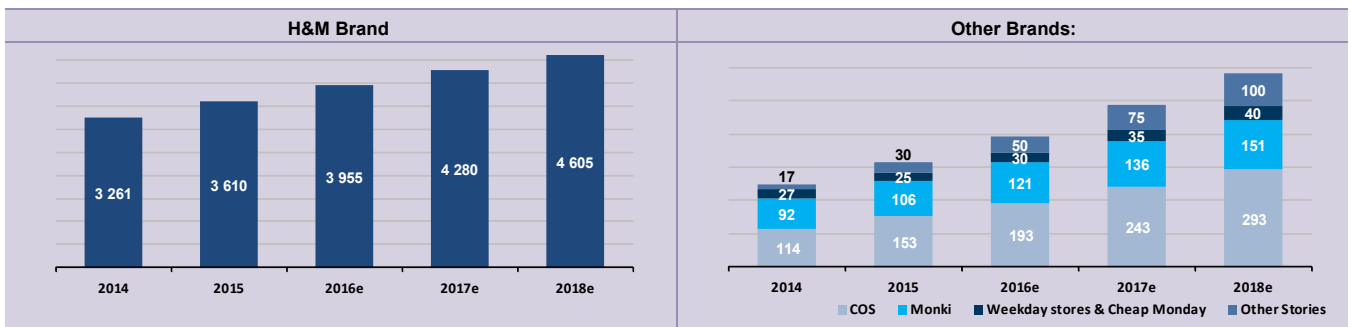
Fig. 13: Deux exemples de flagships d'H&M ouverts en 2015 :



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co

- (ii) **COS :** Son positionnement haut de gamme dans le *mass market* présente des perspectives de croissance intéressantes face à la montée en gamme des marques de « *Paffordable luxury* ». La marque a déjà démontré qu'elle savait s'internationaliser puisqu'elle comptait 177 DOS dans plus de 30 pays à fin août, mais peut encore se développer face à des marques telles que **Banana Republic** (Gap, 668 DOS dont 607 en Amérique du Nord) ou **Massimo Dutti** (Inditex, 749 DOS) qui opèrent aussi dans ce segment de marché. A noter que les magasins COS et des quatre autres marques du groupe suédois ont une surface moyenne nettement plus réduite : nous l'estimons à environ 450m² pour **COS**, **Weekday** (+**Cheap Monday**) et **& Other Stories** et à 275m² pour **Monki**.

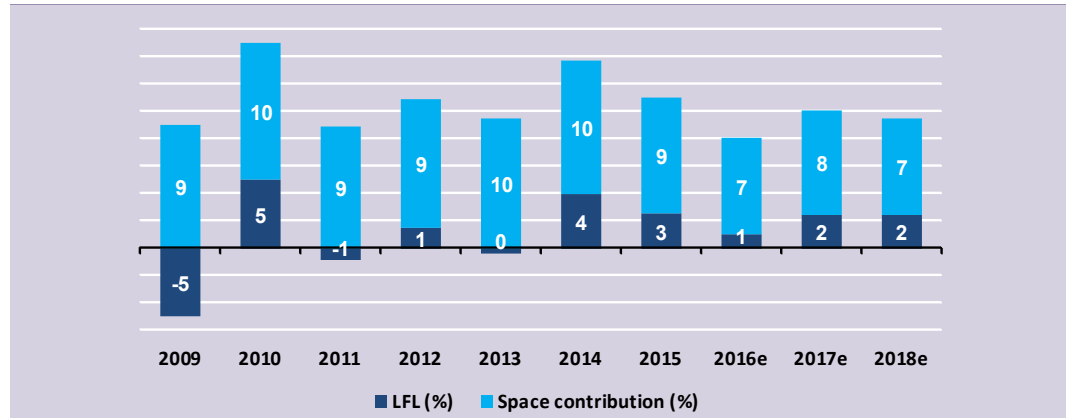
Fig. 14: Evolution du réseau de magasins du groupe H&M (2014-18e) :



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co

L'évolution de la croissance à tcc d'H&M depuis 2009 est reprise dans le graphique ci-dessous. Entre 2016 et 2018, nous prévoyons donc une croissance de la surface commerciale de près de 10% (soit le bas de fourchette de la guidance MT de +10-15%) à laquelle nous retenons une productivité de 60% en 2016, puis de 70% en 2017-18, soit un effet surface compris entre 7% et 8% sur la période.

Fig. 15: Evolution de la croissance à tcc d'H&M (2009-2018e, en %) :



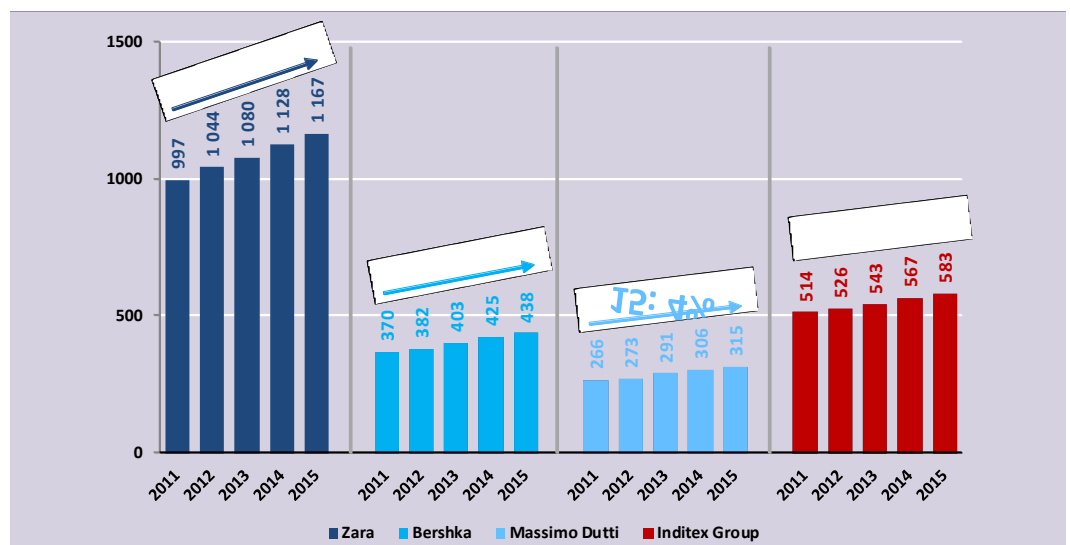
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Inditex : vers moins d'ouvertures mais la taille des magasins s'agrandit aussi

Contrairement à H&M, en début d'année Inditex a abaissé son objectif MT de croissance de la surface commerciale, qui s'élève désormais à +6-8%/an contre +8-10% précédemment. S'il est vrai que le groupe espagnol compte plus de magasins que son principal concurrent (FY15 : 7 000 magasins contre 3 924 pour H&M), le CEO a aussi expliqué que cette nouvelle guidance tenait compte de la montée en puissance du circuit *online* et de la volonté du groupe d'ouvrir moins de points de vente, mais de taille plus importante.

En effet, le graphique ci-dessous montre que pour les trois principales marques d'Inditex, la surface moyenne des magasins a progressé de 4% sur la période 2011-15 et de plus de 3% pour Inditex.

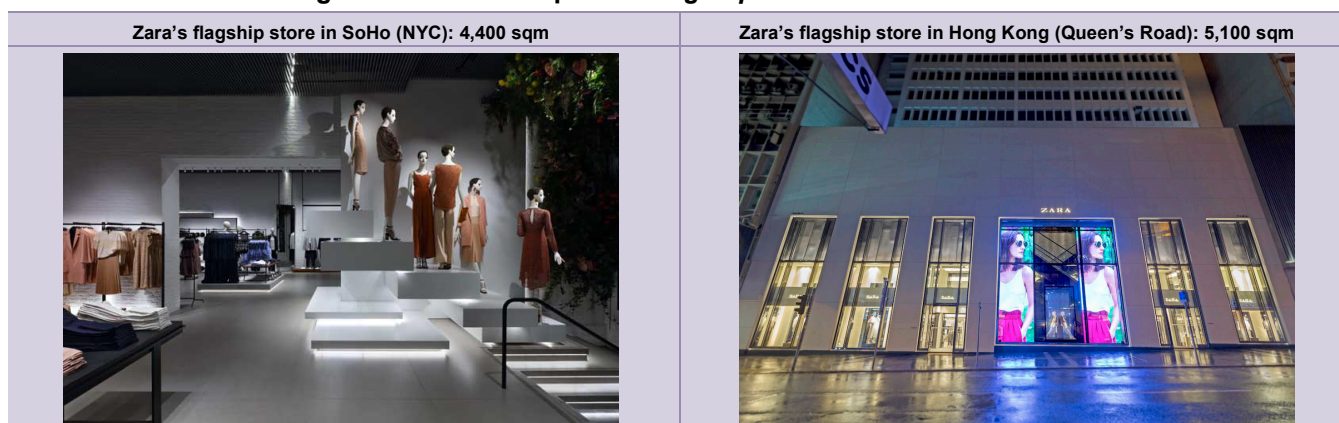
Fig. 16: Surface moyenne des magasins d'Inditex Group (en m²) :



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

La marque Zara a ouvert son nouveau *flagship* à New York dans le quartier de SoHo (4 400m²) en mars 2016 tandis que le plus grand magasin de la marque en Asie se trouve à H-K (5 100m²). Il est intéressant de noter que Zara (et H&M) continue d'ouvrir des magasins dans des marchés tels que les US ou la Grande Chine où de nombreuses marques connaissent des baisses de trafic dans leurs boutiques.

Fig. 17: Deux exemples de *flagships* Zara :



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co

H&M et Inditex : priorité aux meilleurs emplacements !

Le tableau ci-dessous liste les 10 artères commerçantes les plus chères du monde qui sont aussi très prisées des marques de luxe. Or on voit bien que malgré leur positionnement « *value* », H&M et Zara n'hésitent pas à s'implanter dans les mêmes avenues !

Outre la nécessité de profiter du trafic naturel de ces rues commerçantes, ces *flagships* jouent un rôle clé dans la communication et le développement de la notoriété de ces marques qui, rappelons-le, dépensent très peu en marketing (voire rien dans le cas d'Inditex !). Selon nous, ceci démontre le décloisonnement des habitudes d'achats des consommateurs qui peuvent à la fois acheter des produits de luxe tout en étant aussi client d'H&M et/ou de Zara. Cette tendance s'accélère à mesure que la génération « *Millennial* » gagne en importance.

Fig. 18: Les magasins H&M et Zara sont proches des marques de luxe :

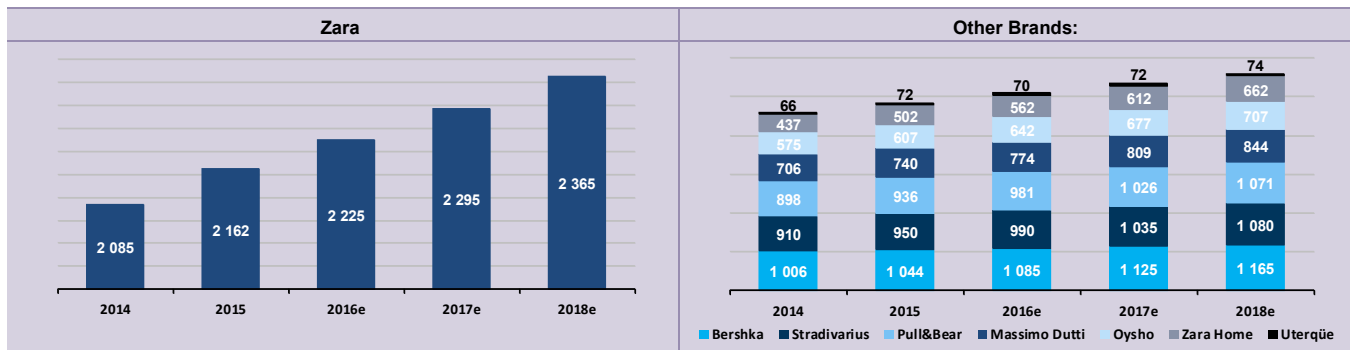
Rank	City	Street	H&M	Zara	Comments
1	New York	Upper 5 th Avenue (49th-60th)	✓	✓	H&M store is on 5th Av & 48th
2	Hong-Kong	Causeway Bay	✓	✓	
3	Paris	Av. des Champs Elysées	✓	✓	Two Zara stores + 1 Zara Home
4	London	New Bond Street	✓	✓	H&M and Zara stores are on the corner of Oxford St. and New Bond St.
5	Milan	Via Montenapoleone	✗	✗	
6	Sydney	Pitt Street Mall	✓	✓	
7	Zurich	Bahnhofstrasse	✓	✓	
8	Tokyo	The Ginza	✓	✓	
9	Seoul	Myeongdong	✓	✓	
10	Vienna	Kohlmarkt	✗	✗	No Zara store but Massimo Dutti is there

Source: Cushman & Wakefield, Company Data, Bryan, Garnier & Co.

Selon nos prévisions, reprises dans les graphiques de la page suivante, le groupe Inditex devrait détenir près de 8 000 magasins d'ici la fin de l'exercice fiscal 2018 (janvier 2019), ce qui implique l'ouverture d'environ 320 points de vente (dont 70 pour la seule marque Zara) par an.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

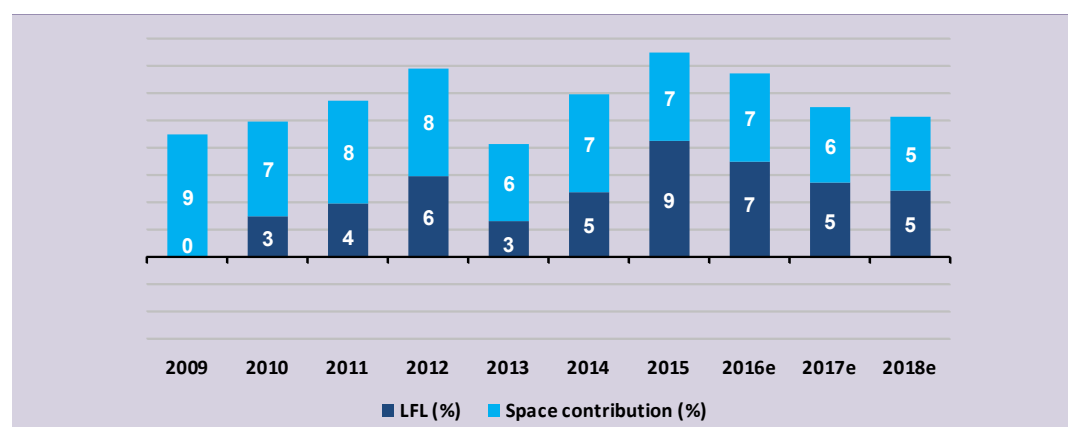
Fig. 19: Evolution du réseau de magasins d'Inditex (2014-18e) :



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co

L'abaissement de l'objectif de croissance de la surface commerciale est reflété dans nos prévisions d'effet surface ci-dessous (~6% en 2017 et ~5% en 2018), qui induisent une productivité liée à la surface supplémentaire de 75% sur la période 2017-18.

Fig. 20: Evolution de la croissance à tcc d'Inditex (2009-2018e, en %) :



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

2.2.3. Qu'en est-il du "Click-and-Collect" ?

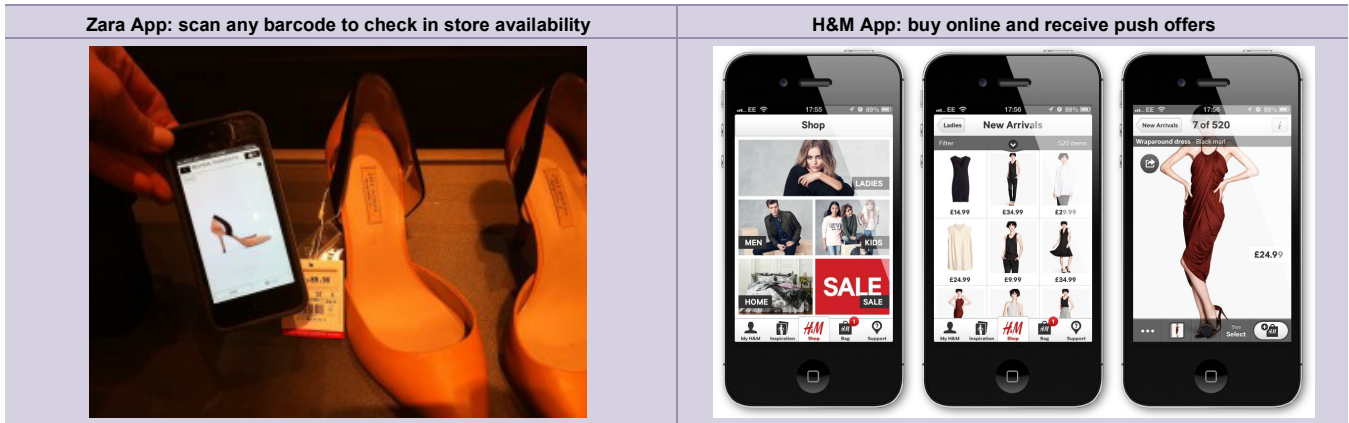
Le management d'Inditex a récemment dévoilé deux tendances intéressantes : **un tiers des commandes en ligne sont retirées en magasin et près de deux tiers des retours sont effectués en magasin.** H&M n'a pas communiqué sur ce sujet mais puisque le circuit online est légèrement supérieur à celui d'Inditex en % du CA, nous pensons que le suédois doit observer le même phénomène avec sa clientèle.

Ces statistiques valident la pertinence du modèle omnicanal. Ainsi, le magasin reste un passage obligé et fait partie intégrante de « l'expérience client ». L'omnicanal présente deux avantages importants :

- (i) **Les dépenses logistiques restent sous contrôle**, en particulier celles associées aux retours (ces coûts peuvent représenter jusqu'à 14-15% du CA pour des acteurs tels qu'ASOS ou Zalando) ;
- (ii) **Nouvelle opportunité d'achat** : la visite du client en magasin constitue en effet une nouvelle opportunité pour lui vendre un/plusieurs articles supplémentaires et améliorer l'expérience d'achat.

Les deux groupes ont développé des applications mobiles afin d'assurer à leur clientèle une continuité au magasin physique. Les clients ont évidemment la possibilité d'acheter en ligne à partir de leur *smartphone*, mais l'objectif principal de ces applications est bien d'attirer leurs utilisateurs dans un magasin de la marque. Ainsi, ils reçoivent des offres promotionnelles et des alertes dès l'arrivée de nouveaux produits. En cas de non-disponibilité en magasin, les visiteurs peuvent alors scanner le code-barres et vérifier immédiatement la disponibilité en ligne.

Fig. 21: Les applications mobiles pour attirer les consommateurs en magasin :



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co

Le service « *Click-and-Collect* » est l'illustration de la mise en place d'une stratégie omnicanal par les marques, même si sa mise en place requière des investissements importants en matière de *supply chain*, afin d'assurer la liaison entre les entrepôts et le réseau de magasins. Face à ces coûts supplémentaires, en deçà d'un montant minimum, l'offre « *Click-and-Collect* » est redevenue payante chez certains distributeurs tels que **John Lewis** (40% de son CA sur internet) qui a décidé de faire payer le service 2GBP pour tout ordre inférieur à 30GBP et **Tesco** qui charge un coût additionnel de 4GBP pour toute commande de moins de 40GBP.

Nous avons comparé les options de livraison et de retour offertes par d'**H&M/Zara** et celles de **ASOS** et **Zalando** qui sont deux acteurs importants du prêt-à-porter dans le milieu de gamme. Le tableau ci-dessous montre qu'H&M et Zara offrent des prestations quasiment identiques à celles des acteurs *online*. En revanche, nous pensons qu'H&M et Zara ont un atout de taille avec leurs magasins. Ils peuvent offrir une meilleure expérience client dans le cadre du « *click-and-collect* » (vérification des tailles, essayage, conseils de vendeuses, achats complémentaires, etc.) et des retours (connaître les raisons du retour, échange immédiat, orienter/conseiller vers une solution alternative, etc.)

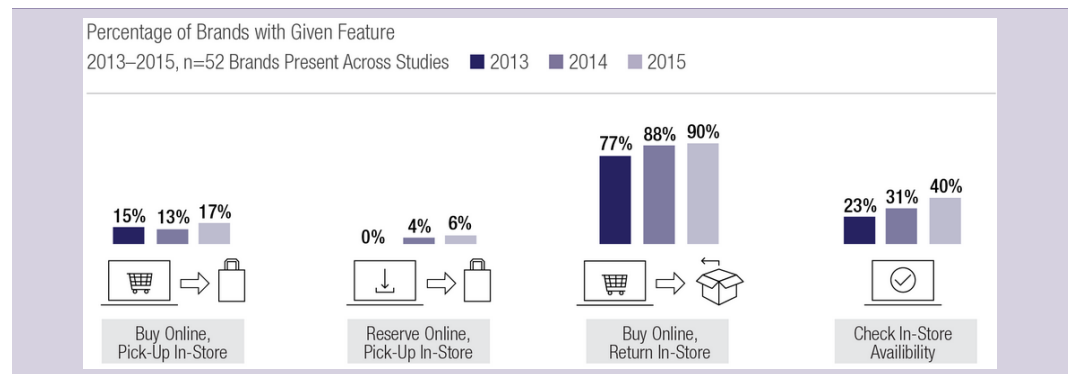
Fig. 22: Options de livraison et de retour sur leur site marchand UK :

Delivery & Returns	H&M brand	Zara (Inditex)	ASOS	Zalando
Free Delivery?	YES – Free standard delivery (2-3 days) over GBP50	YES – Free standard delivery (2-3 days) over GBP50	YES – Free standard delivery (2-3 days) over GBP20	YES – Free standard delivery (2-4 days) and no minimum
Next Day Delivery?	YES – Fee of GBP5.99	YES – Fee of GBP9.95	YES – Fee of GBP5.95 and free over GBP100	YES – Fee of GBP5.95
Click-and-Collect option?	YES – Free	YES – Free but not available everywhere (e.g. France)	YES – Fee of GBP5.95 and free over GBP100	YES, in a Parcel Shop – Free
Returns for online orders	YES – Free : all returns must be made within 1 month	YES – Free : all returns must be made within 1 month	YES – Free : all returns must be made within 28 days	YES – Free : all returns must be made within 100 days

Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co.

Paradoxalement, si 90% des marques de textile étudiées par le cabinet de conseil en marketing digital L2 permettent déjà à leur clientèle de retourner leurs produits en magasin (leur évitant ainsi des frais logistiques trop importants), elles n’offrent en revanche que très peu de services complémentaires tels que l’achat/réservation en ligne + retrait du produit en magasin qui nécessitent des investissements importants au niveau de la *supply chain* (synchronisation de la gestion des stocks, etc.). **H&M et Inditex sont donc plutôt en avance sur leur industrie en ce qui concerne la stratégie omnicanal.**

Fig. 23: Services omnicanal : H&M et Inditex sont en avance par rapport au reste de l’industrie :



Source: L2 Digital IQ Index

2.2.4. Les réseaux sociaux : H&M est plus actif que Zara

Le tableau ci-dessous montre en effet qu’H&M est plus engagée sur les réseaux sociaux que sa concurrente espagnole, notamment sur Facebook et Twitter. Les deux marques les utilisent pour présenter leurs nouvelles collections et renforcer les liens avec leurs clients tout en minimisant les dépenses marketing, surtout en ce qui concerne Zara.

Mais selon nous, la forte présence d’H&M sur ces plateformes peut s’expliquer par le fait qu’H&M fasse régulièrement appel à des égéries (ex : Gisèle Bündchen, David Beckham, etc.) ainsi que pour promouvoir ses collections « capsules » qui créent un énorme buzz sur internet.

Fig. 24: Les marques et leur présence sur les réseaux sociaux :

Social Media	H&M brand	Zara	adidas	ASOS	Gap brand	Mango	Nike	Primark	Zalando
Facebook (Likes)	28.8m	24.7m	25m & 29.1m *	4.4m	8.2m	10.3m	27.2m	4.7m	4.1m
Instagram (Followers)	17.4m	14.4m	11.4m & 15.5m *	5.1m	1.5m	5.8m	65.9m	3.6m	334k
Pinterest (Followers)	295k	302k	82k	534k	140k	65k	Nike Women: 10k	56k	DE: 7.5k FR: 3k
Twitter (Followers)	8.19m	1.19m	2.9m & 3.5m *	1.0m	675k	774k	6.66m	182k	DE: 17k FR: 16k
Youtube (Views)	117.8m	3.2m	72.3m & 51.3m *	23.3m	17.7m	10m	179.3m	3.2m	15.6m

* = adidas Originals

Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co.

2.3. H&M et Inditex : nos prévisions de croissance du CA 2016-18

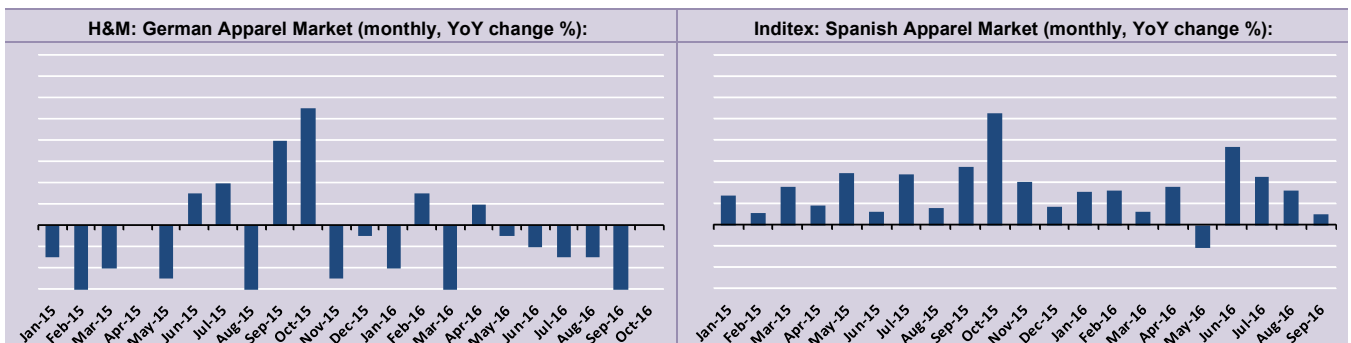
Bien que la conjoncture économique mondiale reste fragile, nous tablons sur une croissance du CA dynamique chez H&M (TCAM 2016-18e: +8,7%) et chez Inditex (TCAM 2016-18e: +10,8%) qui vont continuer leur stratégie reposant sur : (i) leur capacité à bien exécuter pour surperformer le marché mondial, (ii) la montée en puissance de l'omnicanal et (iii) les ouvertures de magasins.

2.3.1. Comment se comportent-ils dans leurs 1^{ers} marchés respectifs ?

H&M réalise 18% du CA en Allemagne (pdm : ~5%) et l'Espagne représente aussi 18% des ventes d'Inditex (pdm : ~15%). Dans ces marchés relativement matures pour chacun des groupes et malgré des conditions de marché différentes, cette analyse montre si la stratégie et l'exécution sont bonnes, ce qui aura naturellement une incidence sur leur croissance LFL.

Les deux graphiques ci-dessous mettent en exergue les conditions de marché du prêt-à-porter plus favorables en Espagne qu'en Allemagne, malgré un léger tassement sur les derniers mois, qui s'explique par les inquiétudes des Espagnols face à l'absence de gouvernement, mais cette crise politique est réglée depuis fin octobre. Le marché allemand reste impacté par la prudence des consommateurs allemands et des conditions météorologiques plutôt défavorables par rapport au timing de sortie des collections (absence d'hiver en début d'année et mauvais ensoleillement cet été).

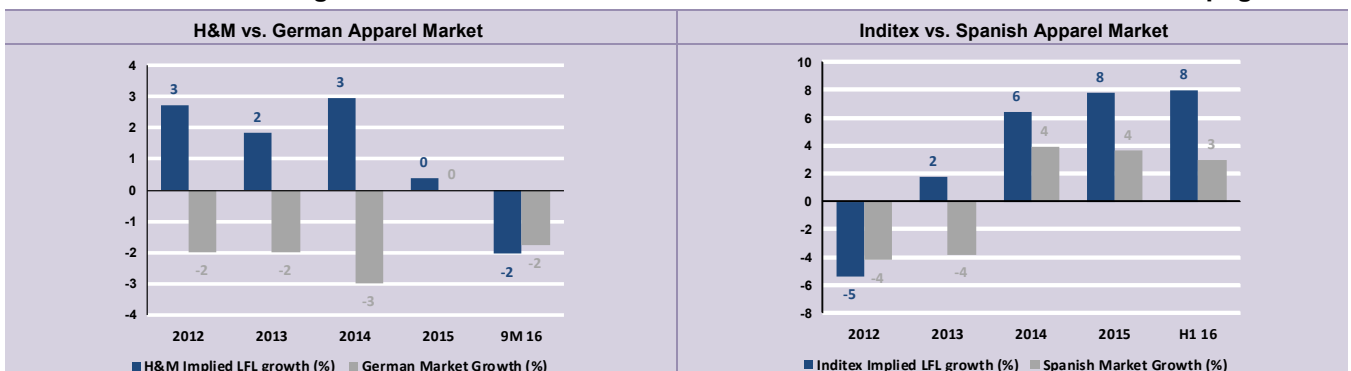
Fig. 25: Evolution du marché du prêt-à-porter en Allemagne et en Espagne :



Source: Textilwirtschaft, INE, Bryan, Garnier & Co ests.

Si **H&M** a régulièrement surperformé le marché allemand ces dernières années, ce n'est pas le cas cette année avec une baisse de 2%e LFL compte tenu du marché allemand difficile et de la concurrence grandissante de Primark (21 magasins en Allemagne), tandis qu'**Inditex** a maintenu une dynamique très forte en Espagne (est. BG : ~+8%e vs marché domestique à +3%).

Fig. 26: Performances LFL d'H&M et Inditex vs marchés allemand et espagnol :



Source: Textilwirtschaft, INE, Bryan, Garnier & Co ests.

2.3.2. Réactivité face aux changements de tendances : avantage Inditex

Comme abordé dans la partie 2.1.4, la *supply chain* et le *sourcing* d'H&M sont plutôt classiques et semblables au reste de l'industrie : une approche « top-down » (l'équipe de création donne l'impulsion pour le design des collections) et **une production majoritairement effectuée en Asie (~80%)**.

Par conséquent, environ 80% des collections sont dessinées et commandées 6 mois avant leur livraison en magasin, **ce qui rend H&M, à l'instar de l'industrie, sensible aux variations de tendances (mode, consommateurs, etc.) et aux conditions météorologiques**, comme en témoigne le tableau ci-dessous :

Fig. 27: Les ventes d'H&M sont dépendantes des aléas climatiques :

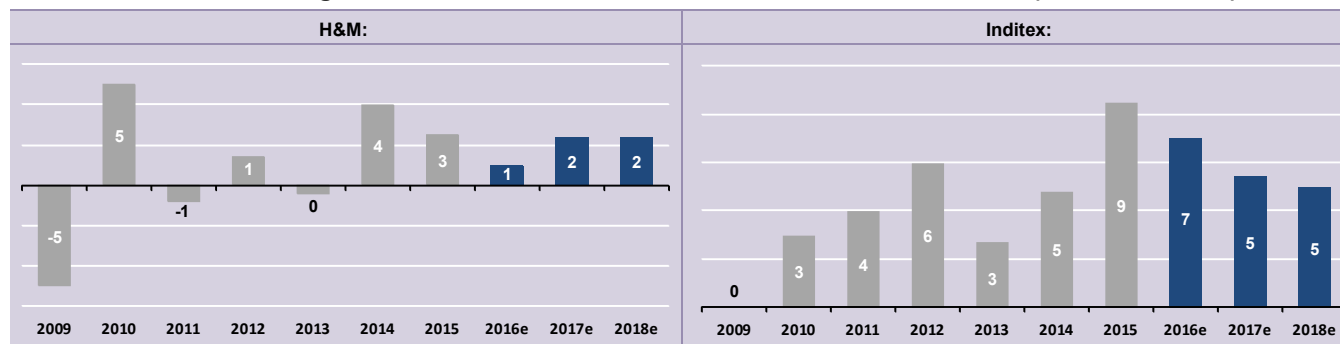
Month	FX-n growth and implied LFL (%)	H&M comment:
March 2016	+2% / -6%	"Weather conditions in March last year were favourable for the season, while the opposite is true this year"
April 2016	+5% / -3%	"The cold spring which continued into April in several of H&M's large markets has had an unfavourable impact on sales of transitional garments"
August 2016	+7% / -1%	"Sales development in August had a very good start. But sales were negatively affected in the second half of the month by exceptionally hot weather in most of the group's markets"
September 2016	+1% / -7%	"The unseasonably warm weather in September had a very negative impact on the H&M group's sales in the month of September".

Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests.

Dès le début, le groupe Inditex s'est construit autour d'une *supply chain* très souple et réactive : **1/ c'est le consommateur**, avec ses décisions d'achat remontées deux fois par semaine par chaque responsable de magasin, **qui va orienter l'équipe de stylisme** sur les tendances de la mode, **2/ près de 60% la production est basée à « proximité »** (c.-à-d. Espagne, Portugal et Maroc principalement), permettant : **3/ de dessiner et produire près de 50% d'une collection au milieu de la saison** (ce chiffre est surtout vrai pour la marque Zara) et **4/ de la livrer en deux semaines environ**.

Ainsi, le groupe espagnol est moins exposé aux changements de tendance et aux conditions climatiques qui sont rarement évoqués dans sa communication. Inditex ne communique pas de croissance LFL mensuelle, mais lors des résultats du S1/16 communiqués le 21 septembre, le groupe précisait que le CA avait progressé de 13% à tcc sur les sept premières semaines du S2 (1^{er} août => 18 septembre), soit une croissance LFL estimée à 7-8%.

Fig. 28: Evolution de la croissance LFL d'H&M et Inditex (2009-18e, en %) :



Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests.

2.3.3. Montée en puissance des ventes online et harmonisation des prix en cours

A l'instar de nombreuses marques, H&M et Inditex, ont entamé une stratégie d'harmonisation des prix sur le plan mondial. Toutefois, le rapide relevé de prix dans les tableaux ci-dessous montrent que la stratégie de *pricing* d'H&M est plus homogène que celle de Zara.

Rappelons qu'en raison d'un *sourcing* majoritairement basé en Asie, **H&M** commande d'importantes quantités de produits destinées à être vendues dans la quasi-totalité de ses marchés, ce qui rend la politique de prix plus lisible, mais qui peut aussi l'exposer au risque de change si la marque ne peut/veut augmenter les prix en cas de chute de certaines devises, comme le GBP par exemple.

Fig. 29: Un différentiel de prix plus réduit chez H&M... :

	 Spain	 UK	 France	 Germany	 China	 US
Cold Shoulder Dress Price in local currency	 EUR39.99	GBP29.99	EUR39.99	EUR39.99	CNY349	USD49.99
Price in EUR (base 100 = Spain)	100	86	100	100	118	115
Wool-blend Coat Price in local currency	 EUR99	GBP79.99	EUR99	EUR99	CNY899	USD129
Price in EUR (base 100 = Spain)	100	99	100	100	123	120

Source: HM.com (14 November 2016), Bryan, Garnier & Co ests

Chez **Zara**, l'écart de prix reste important même au sein de la zone euro (+33% en France et Allemagne vs. Espagne) même s'il s'est réduit avec certains pays grâce aux devises (GBP, CNY). Même si la majorité des collections sont destinées au monde entier, la marque adapte les volumes et la taille de certaines collections en fonction de la demande et des tendances de chaque pays, rendant le différentiel de prix moins problématique à CT. Néanmoins, le groupe Inditex va poursuivre ce mouvement d'harmonisation au cours des prochaines années.

Fig. 30: ... Alors qu'il reste encore important chez Zara :

	 Spain	 UK	 France	 Germany	 China	 US
Knot Skirt Dress Price in local currency	 EUR29.95	GBP29.99	EUR39.95	EUR39.95	CNY299	USD49.90
Price in EUR (base 100 = Spain)	100	115	133	133	135	153
Long Masculine Coat Price in local currency	 EUR149	GBP179	EUR199	EUR199	CNY1,999	USD299
Price in EUR (base 100 = Spain)	100	138	133	133	181	184

Source: Zara.com (14 November 2016), Bryan, Garnier & Co ests

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

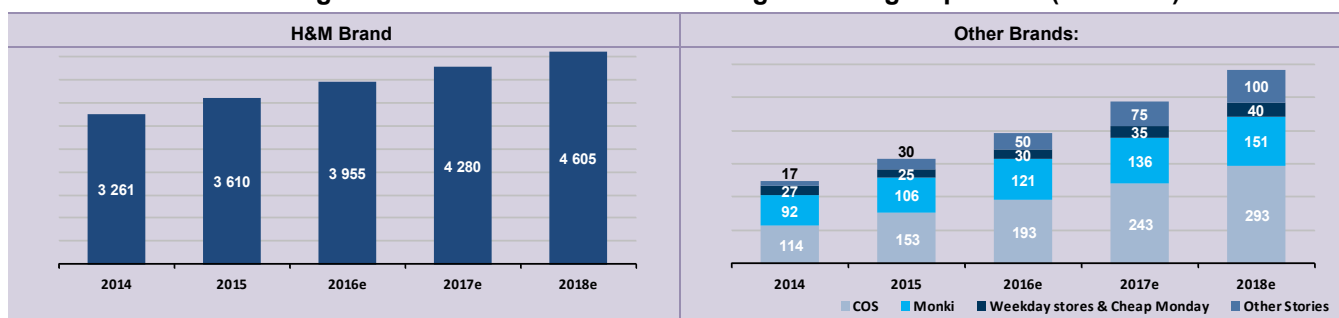
Selon nos estimations, en 2016, les ventes *online* devraient représenter environ 8% du CA d'H&M (cf. Fig. 11) et 5,5% des ventes d'Inditex (cf. Fig. 12). La montée en puissance de ce circuit devrait contribuer positivement à la croissance LFL des deux groupes : sur la base d'un TCAM de 20%, nous parvenons à un impact positif théorique pour H&M et Inditex de respectivement 2 points et 1 point à partir de 2018.

2.3.4. 2016-18 : vers un ralentissement de l'effet ouverture de magasins

Même si H&M et Inditex comptaient déjà respectivement 3 924 et 7 013 magasins en 2015, le segment « mass » ou « mode accessible » du marché mondial du prêt-à-porter est très vaste (~1 100 MdsEUR) et très fragmenté puisque les deux marques phares H&M et Zara ne détiendraient que respectivement 1,7 et 1,4% de pdm. Ils ont donc encore la possibilité d'agrandir leurs réseaux de magasins.

Le **groupe suédois** a maintenu son objectif de faire croître sa surface commerciale de 10-15%/an. Nos prévisions reposent sur le bas de cette fourchette (~10%), ce qui implique l'ouverture d'au moins 420 magasins sur la période 2016-18 mais celles-ci n'incluent pas le lancement de nouveaux concepts. En effet, le CEO d'H&M a rappelé fin septembre qu'une voire deux nouvelles marques « *totalelement différentes des six marques existantes* » seraient lancées en 2017, ce qui pourrait impliquer un programme d'ouverture de nouveaux magasins plus important que nos hypothèses.

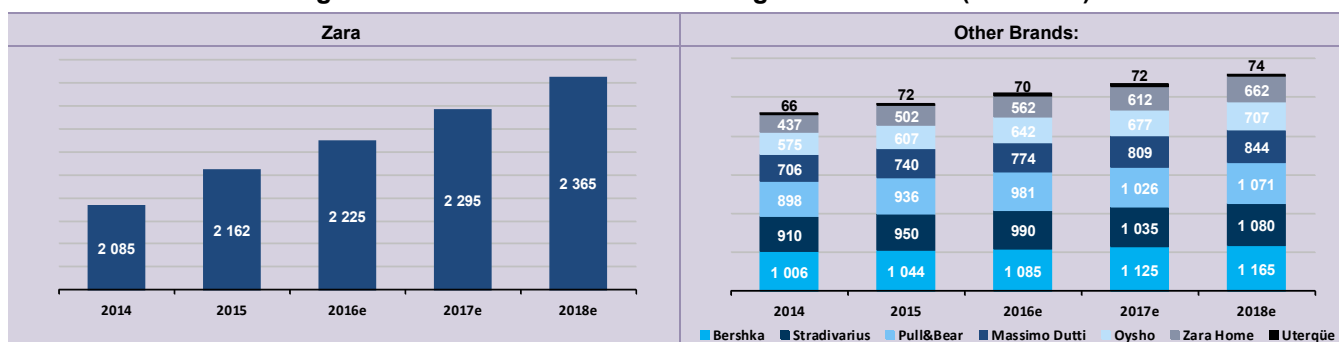
Fig. 31: Evolution du réseau de magasins du groupe H&M (2014-18e) :



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co

A contrario, en début d'année Inditex a abaissé son objectif MT de croissance de la surface commerciale (+6-8%/an contre +8-10% précédemment), soit environ 320 nouvelles boutiques par an selon nos estimations. Pour justifier cet abaissement de la guidance, le CEO a évoqué la montée en puissance du circuit *online* et la volonté d'ouvrir moins de magasins, mais de plus grande taille. Selon nous, cette stratégie rendrait la structure de coûts moins exposée à un éventuel « effet de ciseau » (c.-à-d. faible croissance LFL combinée à une inflation des coûts opérationnels).

Fig. 32: Evolution du réseau de magasins d'Inditex (2014-18e) :

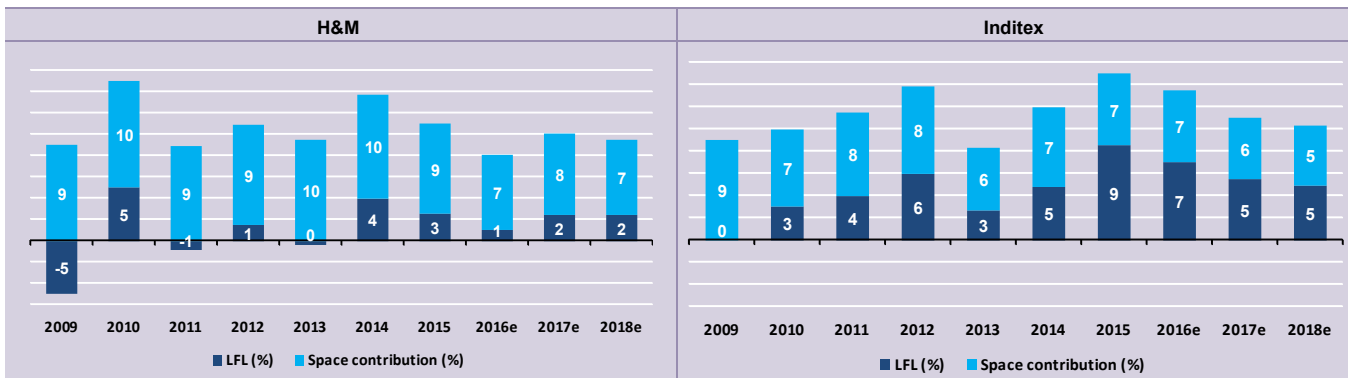


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co

Entre 2016 et 2018, nous prévoyons donc une croissance de la surface commerciale de près de 10% pour **H&M** (objectif MT de +10-15%) à laquelle nous retenons une productivité de 60% en 2016, puis de 70% en 2017-18, soit un effet surface compris entre 7% et 8% sur la période. En ce qui concerne **Inditex**, l'abaissement de l'objectif de croissance de la surface commerciale est reflété dans nos prévisions d'effet surface ci-dessous (~6% en 2017 et ~5% en 2018), qui induisent une productivité liée à la surface supplémentaire de 75% sur la période 2017-18.

Pour les deux groupes, la contribution de l'effet surface sera donc inférieure à celles des années antérieures, comme le montrent les deux graphiques ci-dessous. Selon nous, les investisseurs vont encore plus surveiller les croissances LFL !

Fig. 33: H&M et Inditex : évolution de la croissance à tcc (2009-18e, en %) :



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

2.4. Nos prévisions de rentabilité 2016-18

H&M et Inditex continuent d'investir et d'ouvrir des magasins dans une industrie de plus en plus concurrentielle et avec un *pricing power* plus que limité puisqu'ils opèrent dans le segment mass/value du prêt-à-porter. Il s'agit donc d'analyser dans cette partie, quels sont les facteurs de risques (*sourcing*, FX, déflation des prix, etc.) qui pourraient mettre à mal les niveaux de rentabilité et les leviers pour les augmenter.

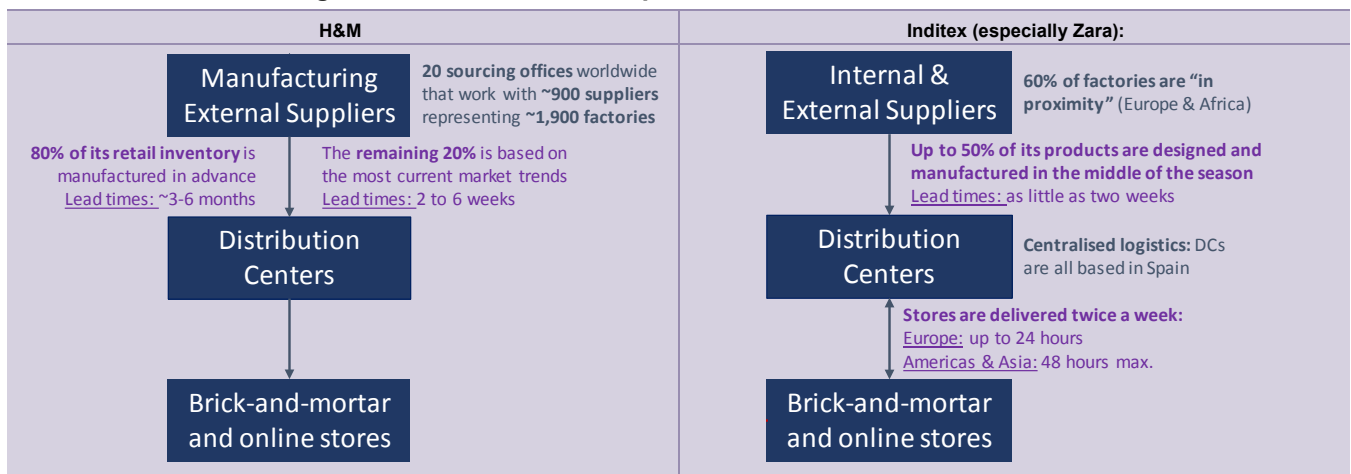
2.4.1. La *supply chain* flexible est aussi bénéfique au taux de MB

Nous le soulignons dans la partie 2.3.2 concernant la différence de souplesse au niveau de la *supply chain*, celle d'H&M est proche des standards de l'industrie (délais de production de six mois pour 80% de la production), la rendant sensible aux variations de tendances (mode, consommateurs, etc.) et aux conditions météorologiques. H&M, qui communique généralement l'impact du niveau de promotion, précisait que le poids grandissant des promotions avait eu un effet négatif de 25pb en 2015 et selon nous, cet impact devrait être de même ampleur pour 2016.

La plus grande souplesse d'Inditex pouvant produire au moins 50% de sa production dans un délai de quelques semaines maximum, lui permet d'être très réactif face à d'éventuelles ruptures de tendances liées aux consommateurs ou aux conditions météorologiques. **Ce raccourcissement des délais se retrouve aussi en magasin puisque chaque article ne reste pas plus de 15 jours en magasin en moyenne et il ne fait pas l'objet d'un réassort.** Cette approche comporte plusieurs avantages par rapport au reste de l'industrie :

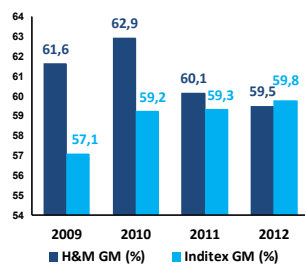
- (i) Le taux d'invendus est proche de 10% alors que la moyenne de l'industrie s'élève plutôt à près de 20% ;
- (ii) Le taux de retour est de 25-30% contre une moyenne de 50% pour le secteur, ce qui rend la gestion de produits retournés moins complexe et moins coûteuse (pour le circuit *online*), surtout lorsque près de deux tiers des retours ont lieu dans un magasin du groupe.
- (iii) La conséquence positive est qu'environ 80-85% des produits d'Inditex sont vendus « *full-price* » contre 60-70% en moyenne pour l'industrie.

Fig. 34: Plus les délais de production sont courts, mieux c'est !



Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Evolution du taux de MB
(2009-12, en %) :



Source: Company Data

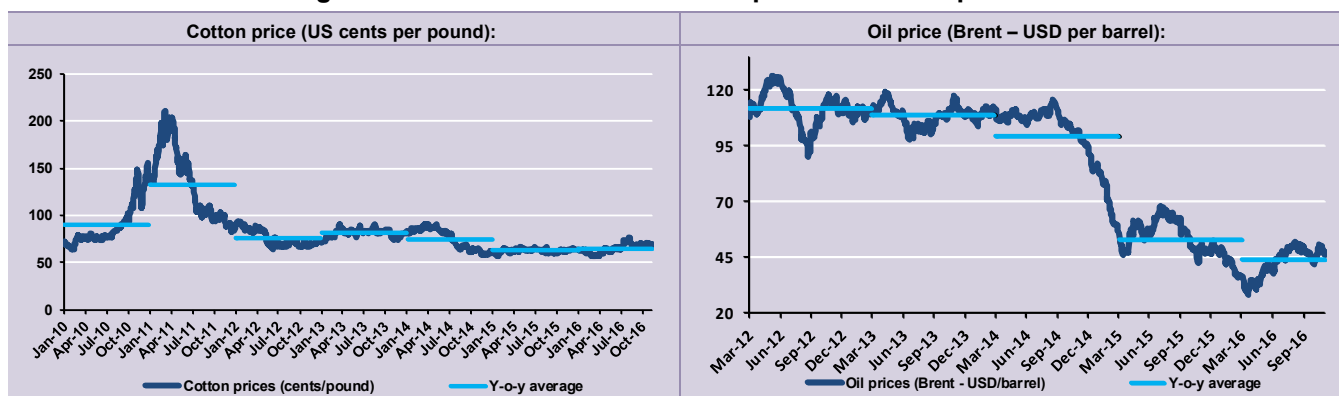
2.4.2. L'environnement matières premières n'est pas une menace à CT

La principale matière première à laquelle sont exposés H&M et Inditex est bien sûr le **coton**. Puisque les contrats d'approvisionnements sont négociés généralement 6 mois en avance (80% de la production d'H&M, jusqu'à 50% de celle d'Inditex), **l'évolution du cours du coton a un effet retardateur de trois (Inditex) à six mois (H&M) environ sur le taux de marge brute.**

Comme l'indique le graphique de gauche ci-dessous, la dernière envolée du cours du coton date de 2010-11 et avait eu un impact négatif en 2011-12 sur les taux de MB d'H&M et Inditex (*cf. graphique ci-contre*). Contrairement à beaucoup de concurrents (notamment les équipementiers sportifs), H&M et Inditex avaient choisi de ne pas augmenter les prix pour répercuter cette inflation mais le groupe espagnol avait mieux absorbé le choc grâce à la flexibilité de sa structure et son intégration verticale (gains de productivité/efficacité qui ont compensé la hausse du *sourcing*).

Il faut aussi surveiller le cours du baril de **pétrole** dont l'évolution peut avoir deux répercussions : **(i)** influencer sur le prix d'autres matières utilisées dans la confection de vêtements et chaussures (nylon, caoutchouc etc.) et **(ii)** impacter les frais logistiques. Les deux graphiques ci-dessous montrent que sur 2017, les deux groupes n'ont pas à craindre de hausse majeure des COGS liée aux matières premières et au transport.

Fig. 35: L'environnement matières premières n'est pas une menace à CT :



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

2.4.3. Accalmie progressive au niveau des devises

Comme pour tous les groupes qui ont une part importante de leur production en Asie, **H&M** a composé avec des conditions de *hedging* très défavorables qui découlent de l'envolée du dollar en 2015. Ainsi, selon nos calculs et les indications communiquées par le management, la force du dollar aurait entraîné un impact négatif compris entre 200 et 500pb sur le taux de MB sur les six derniers trimestres (T2/15 => T3/16).

Selon nous, la pression sur le taux de MB devrait être encore un peu pénalisante au T4/16 (à fin novembre 2016) mais grâce à une légère dépréciation du CNY combinée à une stabilisation du taux EUR/USD (*cf. Fig. 36: page suivante*), cet impact pourrait s'inverser à partir du T1/17 (à fin février 2017). Il faut toutefois surveiller la dépréciation de la couronne suédoise par rapport à l'euro, qui profite certes au CA (impact de conversion positif car 43% des ventes), mais environ 20% de la production est facturée dans cette devise.

Fig. 36: Devises : le pire est derrière H&M :

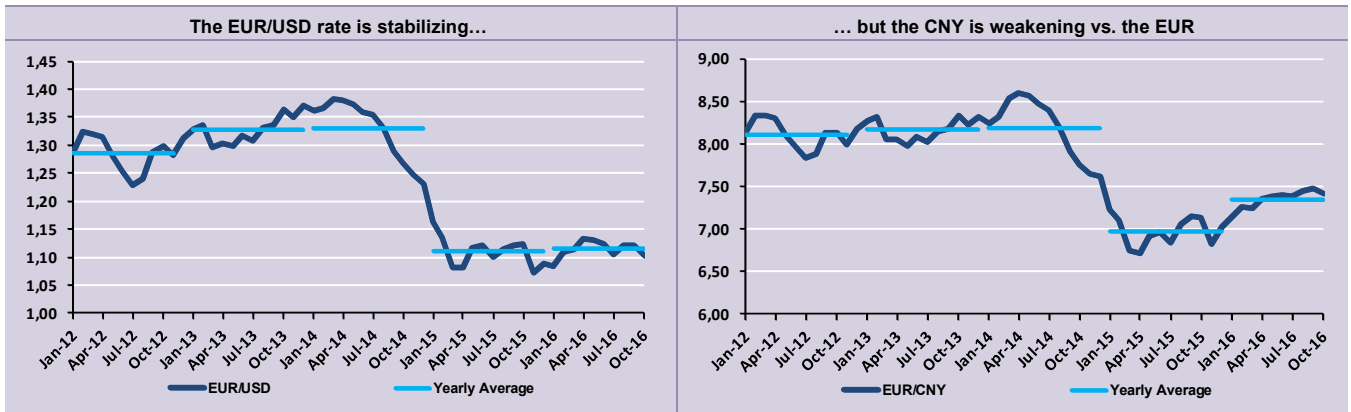


Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

Grâce à une production majoritairement située dans les pays limitrophes, environ 60-65% des COGS d'Inditex sont libellés en euro et le reste (~35-40%) est acheté en USD, contre ~80% pour le reste de l'industrie. Le risque de transaction lié au dollar est donc nettement moins élevé chez Inditex que chez ses concurrents.

En raison de sa stratégie centralisation (= l'ensemble des sièges et des entrepôts logistiques sont situés en Espagne), les coûts opérationnels sont très majoritairement en euros. Selon nos calculs, environ 60% de la structure de coûts (COGS et OPEX) serait libellée en euros, contre ~45% du CA. Toutes choses étant égales par ailleurs, une baisse de l'euro de 10% entraînerait un impact théorique de 5,5% sur le CA et de 18% sur l'EBIT. Par conséquent, Inditex est plus sensible au risque de conversion.

Fig. 37: Même si Inditex était moins impacté, l'environnement s'améliore aussi :



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

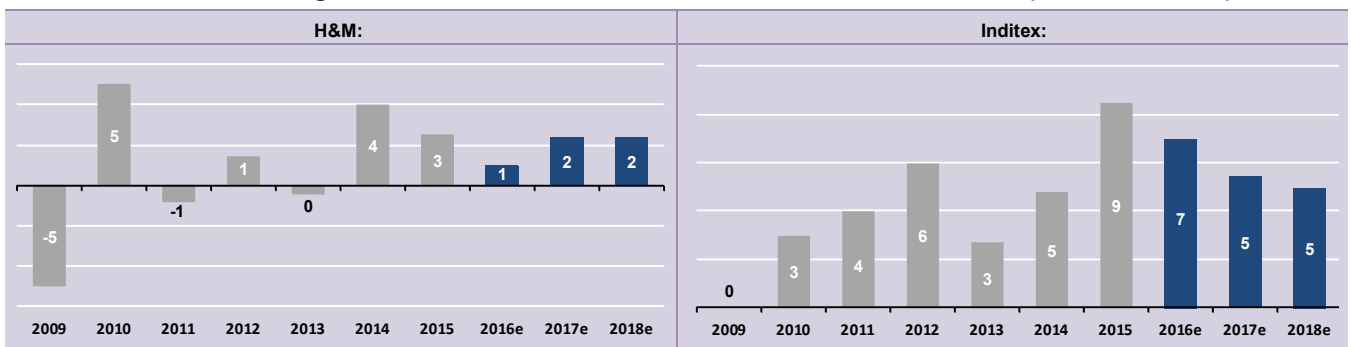
2.4.4. OPEX : les sources du levier opérationnel se trouvent principalement dans les magasins

En effet, profiter de l'effet ouverture de magasins c'est bien pour dynamiser la croissance du CA, mais afficher une croissance à magasins comparables c'est encore mieux, surtout au niveau de la rentabilité. De plus, rappelons qu'H&M et Inditex devraient voir leur effet surface légèrement ralentir au cours des prochaines années, l'attention des investisseurs va donc encore plus se porter sur les performances à magasins comparables.

Cette problématique du levier opérationnel est naturellement partagée par toutes les marques qui ont choisi de contrôler leur distribution (les groupes de luxe en tête), mais elle est encore plus vraie pour H&M et Inditex qui continuent d'étendre leurs réseaux de magasins. En outre, les emplacements plus sélectifs des boutiques et une taille moyenne de magasin qui augmente progressivement, induit une certaine inflation des coûts opérationnels qui doit être maîtrisée.

En ce qui concerne cette thématique, nous serions plus confortables avec Inditex qui devrait afficher des croissances LFL supérieures à celles d'H&H sur la période 2016-18, comme l'indiquent les graphiques ci-dessous.

Fig. 38: Evolution de la croissance LFL d'H&M et Inditex (2009-18e, en %) :

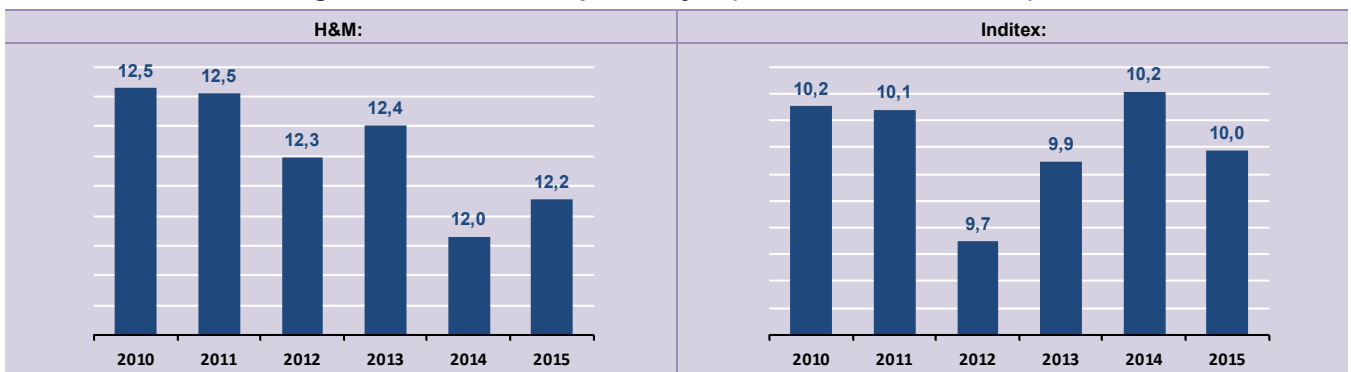


Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests.

Les loyers restent sous contrôle

H&M et Inditex sont locataires de quasiment tous leurs magasins, sauf quelques magasins Zara dont les murs appartiennent au fondateur M. Ortega. Au vu des graphiques ci-dessous, le poste « loyers » est resté plutôt stable chez les deux groupes au cours des dernières années, **aux alentours de 12% pour H&M et 10% pour Inditex**. Selon nous, le groupe espagnol dispose d'un potentiel de levier sur ce poste plus important car il a décidé d'ouvrir moins de magasins, mais de plus grande taille.

Fig. 39: Evolution du poste loyer (2010-2015, en % du CA) :



Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests.

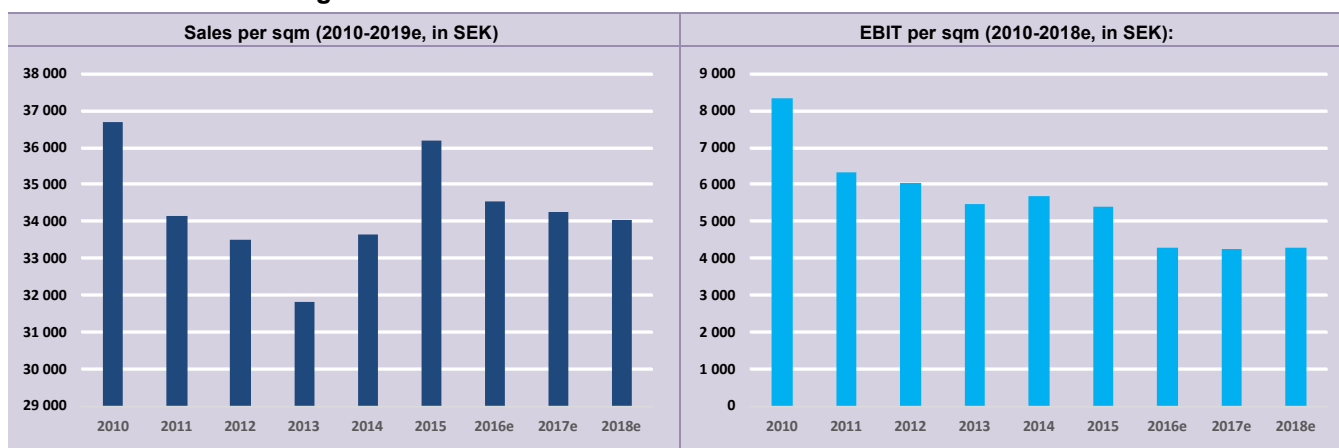
Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

Erosion continue des ratios chez H&M pour une stabilisation en 2018 ?

Le groupe suédois ne communique pas sa surface commerciale totale. Pour nos hypothèses nous faisons progressivement monter la taille moyenne d'un magasin **H&M** (1 350m² en 2015 => 1 430m² en 2018) puisque nous comprenons que les nouveaux magasins ont une surface moyenne d'au moins 1 500m² pour présenter les concepts *H&M Beauty* et *H&M Home*. Les marques **COS** et **Weekday** et **& Other Stories** disposent de boutiques de 450m² en moyenne tandis que celles de **Monki** sont de plus petite taille (275m²).

Cette érosion des ratios CA/m² et EBIT/m² illustrée dans les graphiques ci-dessous reflète : **(i)** les performances LFL négatives (2011, 2013) ou insuffisamment élevées pour *leverager* les coûts opérationnels comme cette année (+1%e) et **(ii)** la baisse de la rentabilité depuis 2010 marquée par des investissements importants (IT, *online*, expansion *Retail*) et des éléments externes telles que l'impact FX ou la hausse des coûts de production.

Fig. 40: H&M : Les ratios CA/m² et EBIT/m²

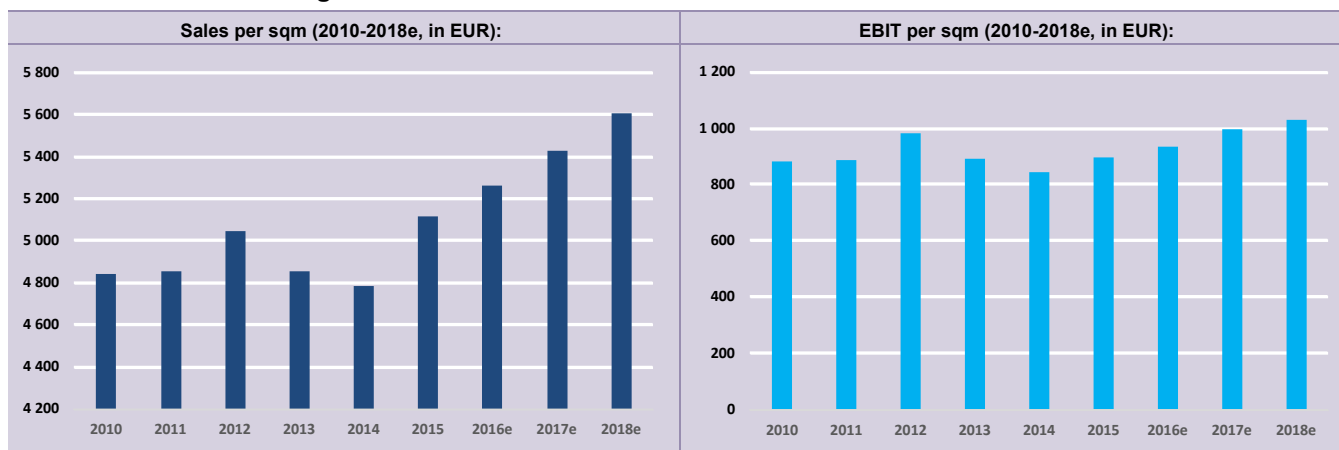


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co

Le rebond entamé en 2014 se poursuivra à l'avenir

Le groupe espagnol a aussi investi massivement ces dernières années (logistique, IT, *online*, etc.) tout en subissant l'impact FX négatif, mais cette phase est quasiment achevée et le groupe pourra d'autant plus capitaliser sur le résultat de ces investissements que nous prévoyons de croissances LFL plutôt dynamiques (+7%e en 2016, +5%e en 2017-18).

Fig. 41: Inditex : les ratios s'améliorent :



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co

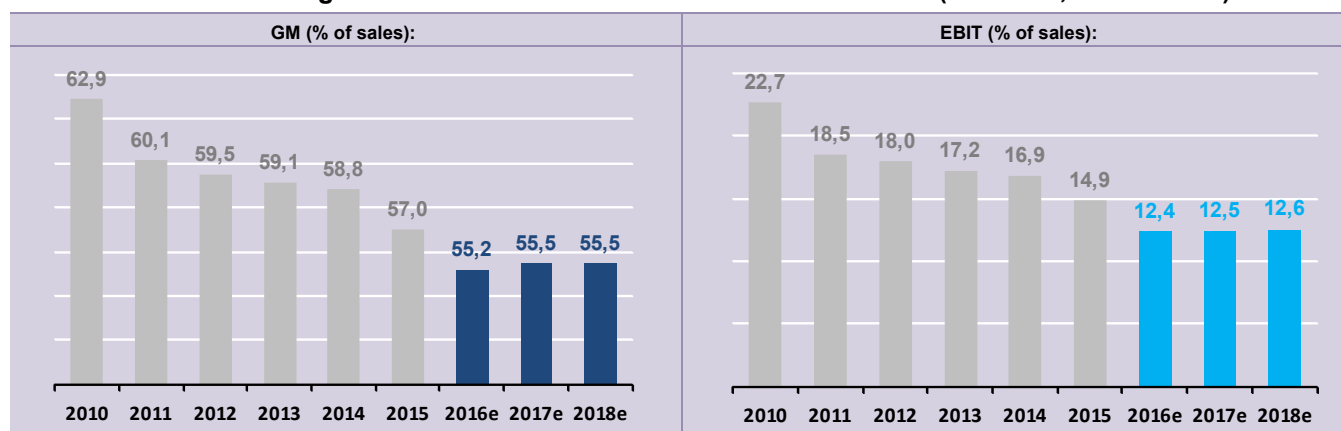
2.4.5. Synthèse de nos prévisions de rentabilité

Le taux de MB d'**H&M** a fortement chuté entre 2010 et 2015 (-590pb) sous l'impact d'effets matières premières (environ -250pb entre 2010-12) et devises très négatifs pour lesquels le groupe avait décidé de ne pas répercuter par une hausse de prix. Le suédois a aussi beaucoup investi pour renforcer ses équipes de *sourcing* et développer les autres marques du groupe (dont le lancement d'& Other Stories en 2013).

Maintenant que le gros du cycle d'investissement est achevé et que l'environnement devises se normalise progressivement, nous pensons qu'H&M sera en mesure de légèrement apprécier son taux de MB en 2017 (+30pb) pour le stabiliser aux alentours de 55,5%. Outre la question des devises, il existe deux limites à ces prévisions : **(i)** le poids des promotions pourrait avoir un impact plus négatif qu'attendu (peu de risques au S2/16 selon nous) et **(ii)** elles n'incluent pas les investissements liés aux lancements d'une voire deux nouvelles marques en 2017.

Si la baisse du taux de MB est la principale source de la chute de la marge EBIT (-780pb entre 2010-15), le « de-levier opérationnel » est aussi responsable, avec des opex totaux qui sont passés de 40,2% du CA (2010) à 42,1% (2015). Malgré un rythme d'ouverture important, nous pensons qu'avec des croissances LFL de ~2% en 2017-18, le groupe arrivera à stabiliser le poids des frais opérationnels à ces niveaux et pourrait même profiter d'un léger effet de levier positif en cas de croissance LFL plus élevée.

Fig. 42: H&M : évolution du taux de MB et d'EBIT (2010-18e, en % du CA) :



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co

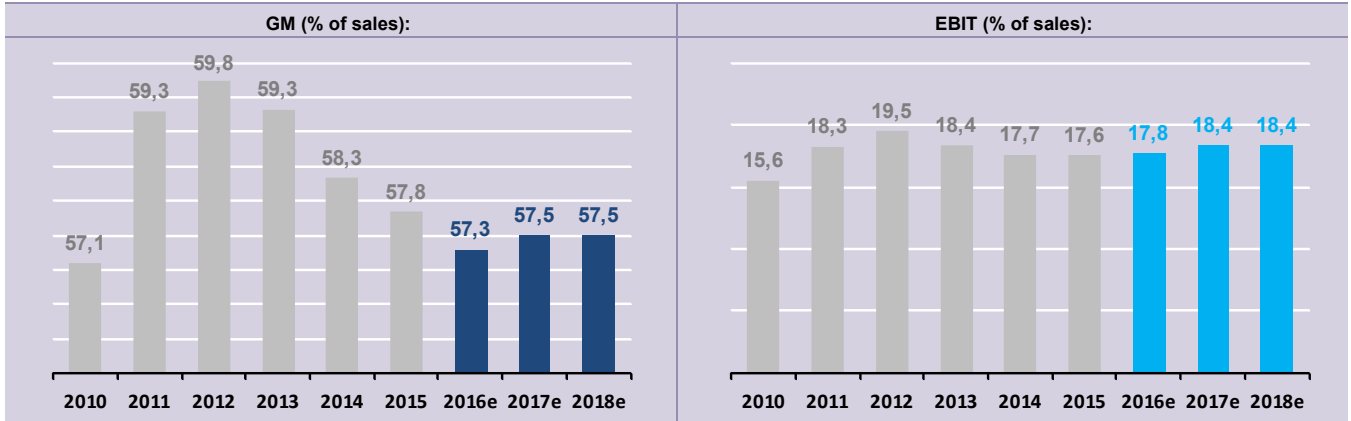
Le taux de MB d'**Inditex** a aussi subi les mêmes éléments négatifs que son concurrent suédois, à savoir l'inflation des coûts de production et l'effet FX défavorable, mais aussi des investissements sur ses autres marques (centres de distribution, IT, *online*). Toutefois grâce à son *business model* unique dans le secteur, ces impacts ont été moindres, avec une baisse du taux de MB limitée à 200pb entre 2012 et 2015, mais il reste à un niveau plus élevé qu'en 2010.

Nous pensons qu'Inditex sera aussi en mesure d'améliorer légèrement son taux de MB en 2017-18 (+20pb vs. 2016e à 57,5%). Selon nous, Inditex est mieux armé pour maintenir ses prix dans cet environnement concurrentiel grâce à sa *supply chain*, à la force de sa marque et son positionnement un peu plus élevé qu'H&M.

En ce qui concerne le potentiel d'effet de levier, nous sommes convaincus qu'il est supérieur chez Inditex qui : **(i)** va ralentir son rythme d'ouvertures de magasins (=> moindre hausse des loyers et des salaires), **(ii)** ne pas lancer de nouvelles marques et **(iii)** va profiter de la montée en puissance de ses

« autres marques » grâce aux investissements consentis ces dernières années. Ainsi, les coûts opérationnels devraient baisser de 100pb à 34,4% par rapport à 2015.

Fig. 43: Inditex : évolution du taux de MB et d'EBIT (2010-18e, en % du CA) :



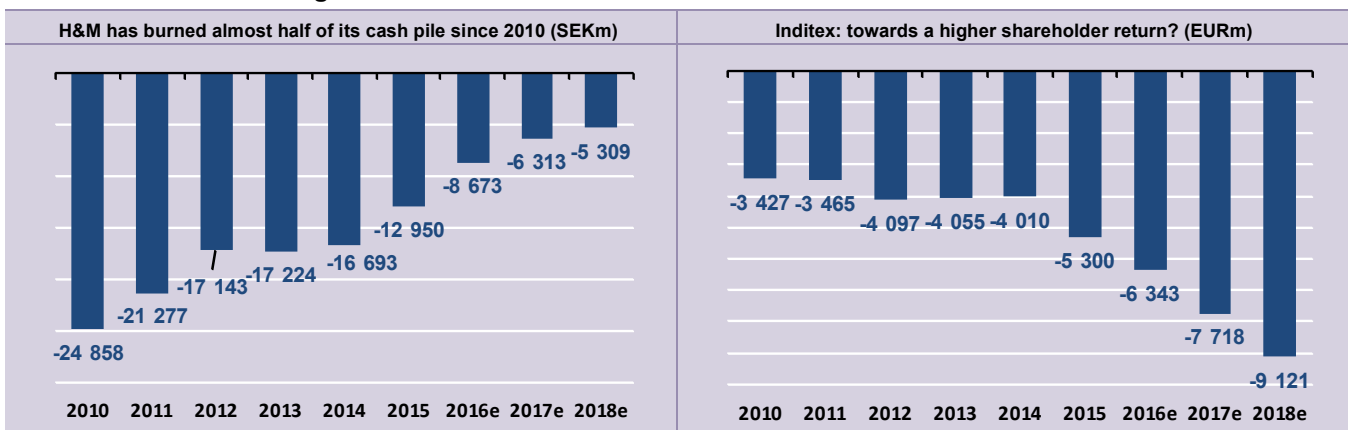
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co

2.5. Cash : deux situations contrastées

H&M et Inditex étaient en situation de trésorerie nette plutôt confortable en 2015 comme le montrent les graphiques ci-dessous. En revanche, **H&M** a « brûlé » plus de la moitié de sa trésorerie nette au cours de ces dernières années car il a voulu maintenir une politique de dividende plutôt généreuse (cf. page suivante) malgré des investissements significatifs et une baisse de la rentabilité. Selon nos estimations, cette tendance perdurera au moins jusqu'en 2018 car H&M ne sacrifiera pas son taux de *pay-out* attractif.

Inditex est exactement dans la situation inverse : le groupe espagnol devrait doubler son cash en banque entre 2010 et 2016. Bien que les capex aient été plus importants en % du CA (8% en moyenne sur la période vs. ~6% pour H&M), la rentabilité de l'espagnol a mieux résisté et le taux de *pay-out* a été inférieur de près de 20 points à celui d'H&M.

Fig. 44: Situation de trésorerie nette : deux situations contrastées :

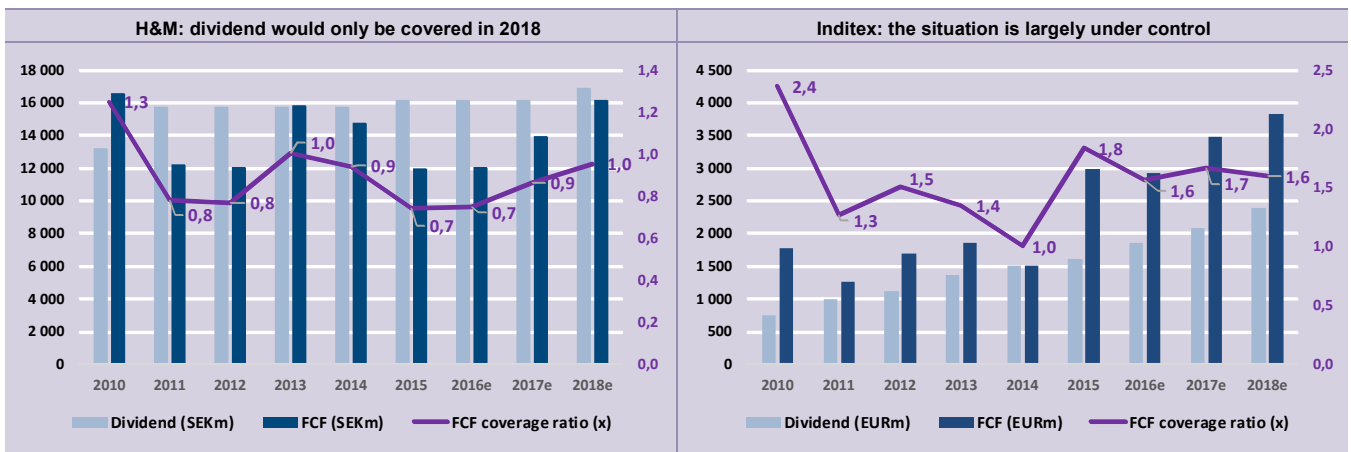


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co

Les situations que nous venons de décrire se reflètent dans les graphiques ci-dessous. Depuis 2011, la génération de FCF d'**H&M** n'est pas suffisamment élevée pour couvrir le paiement des dividendes car le groupe a toujours maintenu un taux de *pay-out* très élevé (~90% en moyenne entre 2010-15), cette politique généreuse devrait être maintenue. Comme l'indique le graphique de gauche, ce n'est qu'en 2018 que la génération de FCF (baisse des capex en % du CA, stabilisation de la rentabilité) devrait couvrir intégralement le paiement du dividende. Selon nos estimations, ce taux de *pay-out* restera au-dessus des 80%.

La génération de FCF d'**Inditex** a largement couvert le paiement de son dividende, d'autant plus que son taux de *pay-out* s'élevait à un peu plus de 60% sur la période 2010-15, largement en-deçà de celui d'H&M. A ce stade, nous tablons sur un taux de 65% entre 2016 et 2018 mais compte tenu de la situation de trésorerie nette très favorable et d'un ralentissement du rythme d'ouverture de magasins, les investisseurs attendent de plus en plus une remontée de ce taux de *pay-out*.

Fig. 45: Pas de stress sur les dividendes :



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co

3. Valorisation

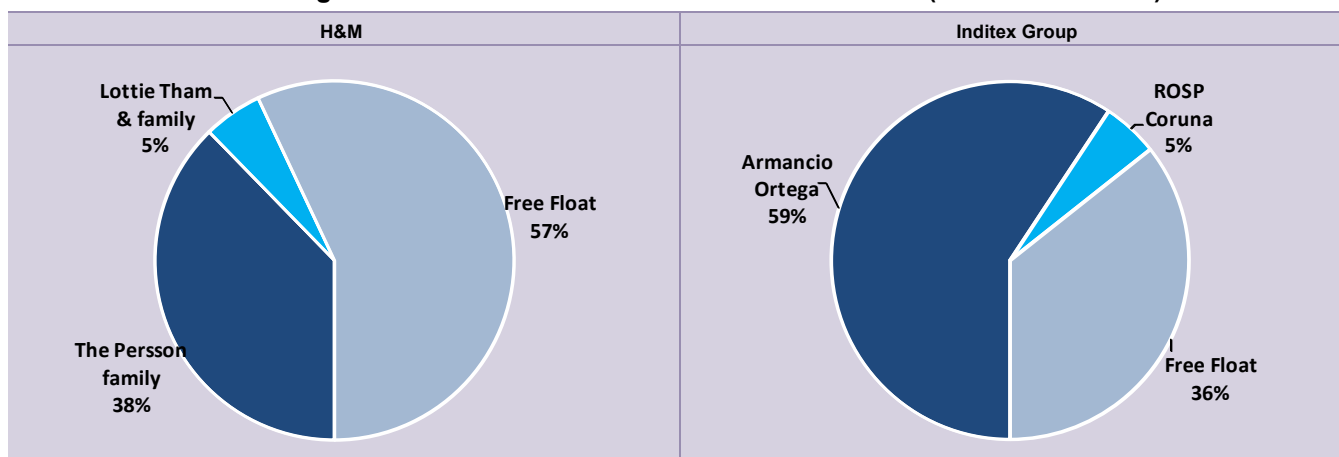
3.1. Des groupes toujours détenus par les familles fondatrices

Les héritiers du fondateur du groupe suédois de la mode (Erling Persson) sont pleinement impliqués dans la gestion opérationnelle d’H&M puisque son fils (Stefan Persson) est Président du CA et son petit-fils, Karl-Johan Persson, occupe la fonction de CEO du groupe depuis le 1^{er} juillet 2009. Stefan Persson détient la totalité des 194,4m actions « A » (non cotées) ainsi que plus de 403m actions « B » (cotées) à travers une holding appelée Ramsbury Invest AB. Au total, les membres de la famille Persson détiennent 37,7% des actions et 69,7% des droits de votes. A noter que la sœur de Stefan Persson, Lottie Tham, détient 5,3% du capital et 2,6% des droits de votes.

Chez **Inditex**, le fondateur Amancio Ortega reste naturellement le principal actionnaire avec 59,3% du capital et des droits de vote. Sa participation est rassemblée dans deux holdings familiales : **(i)** Pontegadea (1,558m d’actions = 50% du capital) et **(ii)** Partler 2006 (289m d’actions = 9,3% du capital). La holding Pontegadea est d’ailleurs représentée au CA par l’épouse d’Amancio Ortega, Mme Flora Pérez Marcote. Enfin, la holding ROSP Coruna (~5% du capital) regroupe la participation détenue par la fille d’Amancio Ortega (Sandra Ortega Mera).

Depuis 2005, Pablo Isla est le CEO du groupe espagnol et a même récupéré la fonction de Président du CA en 2011 lorsqu’Amancio Ortega a pris du recul.

Fig. 46: Structure actionnariale d’H&M et Inditex (% actions totales) :



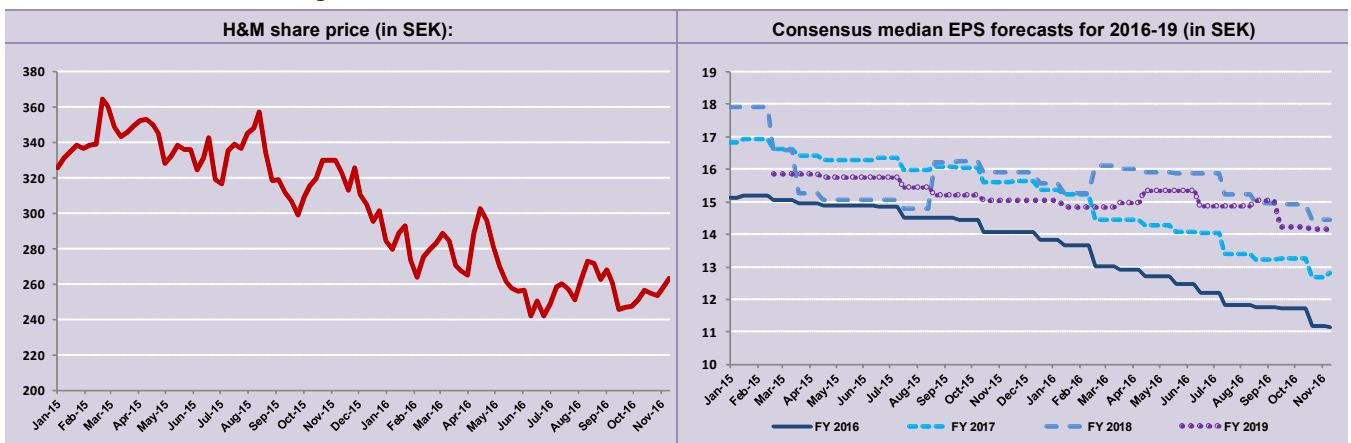
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co

3.2. Les attentes du consensus

Le parcours boursier des titres **H&M** et **Inditex** (cf. graphiques de gauche Fig. 47 et Fig. 48) sont cohérents avec l'évolution des prévisions de BPA par le marché. Depuis début 2015, le consensus médian a révisé à la baisse de 26% ses attentes de BPA 2016 d'**H&M** compte tenu de l'environnement FX très défavorable et d'un « effet de ciseaux » négatif sur les marges du groupe suédois (croissance de la *top line* insuffisante, inflation des coûts opérationnels).

Cette année, le marché a coupé ses estimations 2017 et 2018 de respectivement 17% et 7% mais au cours des dernières semaines, la spirale négative semble avoir ralenti à mesure qu'H&M sort progressivement de l'effet changes négatif. Pouvons-nous en conclure que la phase baissière est définitivement derrière nous ? Nous n'en sommes pas complètement convaincus car le consensus table sur une hausse de la MOP sur 2017-18 de respectivement 50pb (BG : +10pb) et 20pb (BG : +10pb), ce qui nous semble un peu agressif compte tenu de prévisions de croissances LFL prudentes (=> faible potentiel d'effet de levier) et de d'investissements liés au lancement d'une voire deux nouvelles marques en 2017.

Fig. 47: Attentes du CS : est-ce la fin des révisions à la baisse sur H&M ?

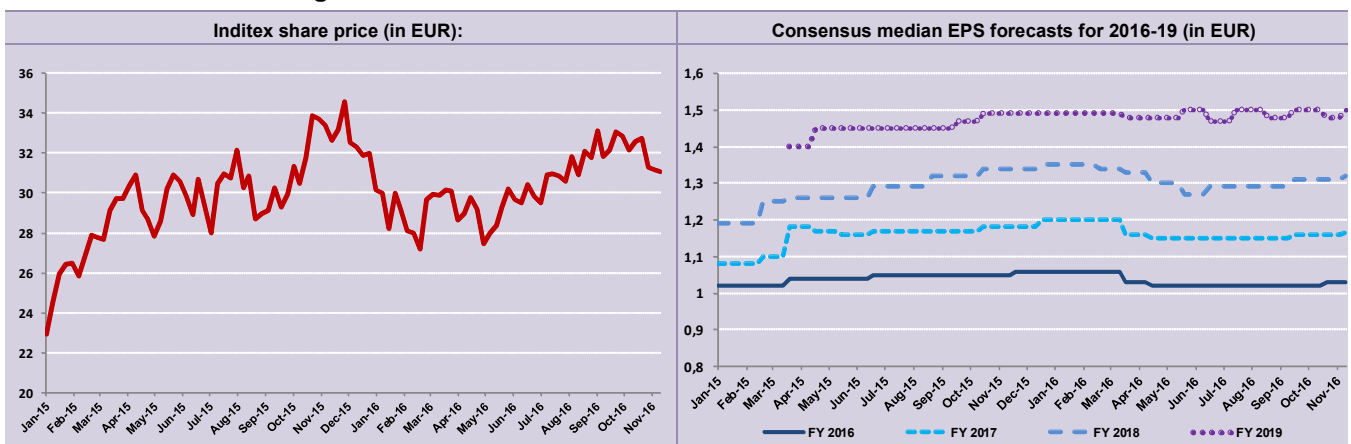


FY 2016: FY ending November 2016

Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co

Il est frappant de constater que les attentes du CS concernant le BPA d'**Inditex** n'ont quasiment pas bougé : -3% sur 2017 et -2% sur 2018 depuis le début d'année. Cette faible dispersion montre la confiance du marché vis-à-vis de la solidité de son business model et du risque de déception relativement limité (bon *track record* historique).

Fig. 48: Attentes du CS sur Inditex : le marché la confiance du marché :



FY 2016: FY ending January 2017

Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

3.3. Multiples d'H&M et d'Inditex

3.3.1. Evolution des P/E 12 mois *forward*

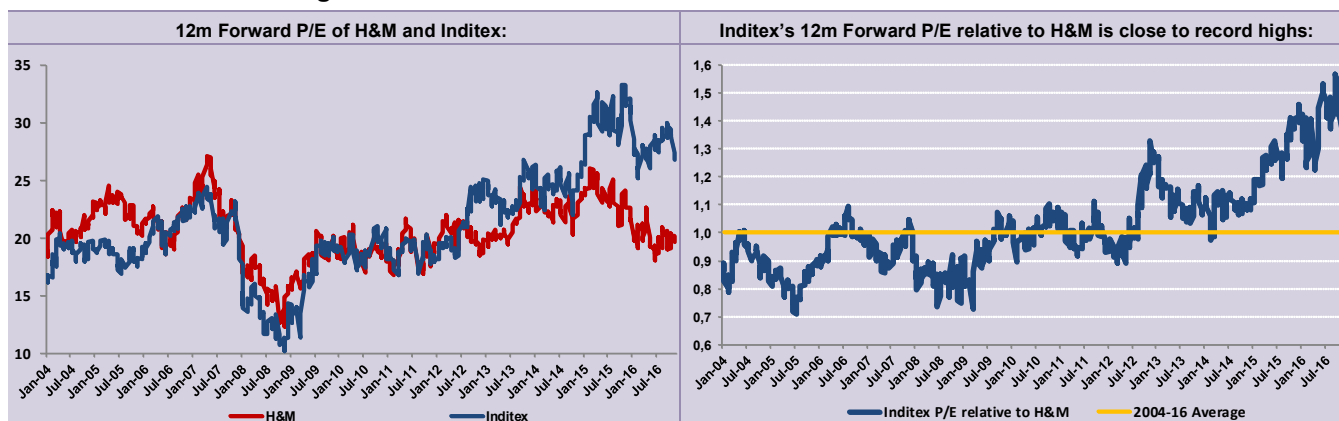
Les graphiques montrent qu'en P/E 12m *forward*, les titres **H&M** et **Inditex** avaient pour habitude de se traiter en ligne. En effet, lorsqu'on rapporte le P/E 12m *forward* d'Inditex sur celui d'H&M, nous parvenons à une moyenne de 1x sur la période 2004-16 (*cf. graphique de droite*).

Toutefois, à partir de début 2015, le titre **Inditex** a commencé à se payer avec une prime par rapport à **H&M** et l'écart n'a cessé de s'agrandir pour atteindre un niveau record de près de 60% en septembre 2016. La constitution de cette prime se justifiait par le différentiel de momentum au niveau de la croissance bénéficiaire : ainsi pour l'exercice 2016 nous tablons sur une hausse du BPA d'Inditex de 11,5% (à fin janvier 2017) quand celui d'H&M devrait baisser de 11% (à fin novembre 2016).

Actuellement, Inditex se paie avec une prime de 36% par rapport au suédois, niveau qui nous semble soutenable compte tenu de perspectives de croissance supérieures chez le groupe espagnol (*cf. partie suivante*).

Admettons que l'idée de revenir sur H&M pour jouer la réduction de cette prime serait tentante. Toutefois cette convergence ne pourrait se justifier que si le suédois arrive à retrouver des croissances LFL proches de celles d'Inditex (+5-7%e) et redresser sa rentabilité qui n'a cessé de baisser depuis 2010. Par ailleurs, la valorisation reste à des niveaux élevés en absolu (19,7x en P/E 12 mois *forward*).

Fig. 49: Evolution du P/E 12m *forward* d'H&M et Inditex :



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co

3.3.2. Rapport valorisation/croissance

Etant donné qu'H&M et Inditex se traitent avec de hauts multiples en absolu, il nous semble plus pertinent de rapporter cette valorisation avec leurs perspectives de croissance. A noter que nous faisons déjà cet exercice avec les valeurs de l'Optique qui ont aussi des multiples élevés.

Outre les deux leaders mondiaux de la mode, nous nous sommes aussi intéressés à d'autres distributeurs opérant dans le segment du prêt-à-porter, tous britanniques : **(i) Associated British Foods** qui détient la marque Primark (~44% du CA et ~58% de l'EBIT groupe), **(ii) Marks & Spencer** (*General Merchandise* = ~37% du CA), **(iii) Next** et **(iv) SuperGroup** (marque Superdry). A l'exception de SuperGroup (-7% ytd), les titres des trois autres distributeurs UK ont fortement corrigé depuis le début d'année (-26% en moyenne) à cause de conditions de marchés difficiles (attentisme des consommateurs anglais, concurrence online, impact FX transactionnel GBP/USD).

Le tableau ci-dessous montre que « l'EV/EBIT to growth » d'**H&M** et **Inditex** reste relativement abordable : si leurs multiples *spots* sont effectivement supérieurs à leurs pairs anglais, cette valorisation est soutenue par des perspectives de croissance plus solides, notamment chez Inditex.

Fig. 50: Ratios « d'EV/EBIT to growth » des principaux groupes de textile :

Companies	Market Cap (EURm)	2017e EV/EBIT (x)	2018e EV/EBIT (x)	EBIT CAGR 2016-2019e (%)	EV/EBIT to growth	
					2017e (x)	2018e (x)
H&M – SEK	45,369	16.6	15.0	10.3	1.6	1.5
Inditex	97,737	19.0	17.0	12.1	1.6	1.4
AB Foods – GBP	20,789	16.9	15.6	13.3	1.3	1.2
M & S – GBP	5,492	11.3	11.0	7.2	1.6	1.5
Next – GBP	7,146	9.9	10.0	0.2	46.2	46.5
SuperGroup – GBP	1,242	11.8	10.5	15.1	0.8	0.7

Source: IBES consensus, Bryan, Garnier & Co ests

En ce qui concerne le ratio PEG, celui du groupe suédois est légèrement inférieur à Inditex en raison de la sous-performance du titre par rapport à son concurrent espagnol. Nous tablons sur une croissance *double-digit* du BPA sur la période 2016-19 mais rappelons qu'à l'instar des autres distributeurs de l'échantillon, la croissance bénéficiaire d'H&M est plus volatile car la structure de coûts est plus sensible à des pressions externes telles que les devises, les changements de tendances et la pression concurrentielle.

Fig. 51: Ratios PEG des principaux groupes de textile :

Companies	Market Cap (EURm)	2017e P/E (x)	2018e P/E (x)	EBIT CAGR 2016-2019e (%)	PEG	
					2017e (x)	2018e (x)
H&M – SEK	45,369	21.7	19.6	10.3	2.1	1.9
Inditex	97,737	26.5	24.0	12.0	2.2	2.0
AB Foods – GBP	20,789	22.2	20.0	11.3	2.0	1.8
M & S – GBP	5,492	11.5	11.3	3.1	3.7	3.6
Next – GBP	7,146	11.3	10.8	4.1	2.7	2.6
SuperGroup – GBP	1,242	16.5	14.6	13.6	1.2	1.1

Source: IBES consensus, Bryan, Garnier & Co ests

3.4. Valorisation par les DCF

H&M : Une FV de 295SEK

Comme abordé précédemment, la croissance de la *top-line* reste certes dynamique entre 2017 et 2021, mais elle sera majoritairement tirée par l'effet ouverture de magasins puisque nous tablons sur une croissance à magasins comparables de 2,5% en moyenne sur la période. Nous la faisons ensuite progressivement décliner pour atteindre notre croissance à l'infini (2,5%).

Nous pensons que la rentabilité opérationnelle d'H&M atteindra le point bas en 2016, puis sera en mesure de légèrement s'apprécier sur la période 2017-19 (+30pb à 12,7%) grâce à une stabilisation de l'environnement FX et à un début d'effet de levier opérationnel à partir de 2019. A partir de 2020 nous prévoyons une MOP normative de 13% qui reste loin du plus haut historique atteint en 2007 (23,5%).

Nous parvenons à un WACC de 7,2% qui repose sur un taux sans risque de 1,6%, une prime de risque de 7% et un beta de 0,80.

Fig. 52: H&M : valorisation par les DCF :

SEKm	2017e *	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Net Sales	212 025	232 252	253 155	270 875	289 837	307 227	322 588	335 492	345 557	354 196
% change	10.1%	9.5%	9.0%	7.0%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%	3.0%	2.5%
EBIT	26 397	29 264	32 024	35 078	37 534	39 786	41 775	43 446	44 750	45 868
EBIT margin (%)	12.5%	12.6%	12.7%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
Income taxes	-6 116	-6 773	-7 408	-8 068	-8 633	-9 151	-9 608	-9 993	-10 292	-10 550
Tax rate (%)	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
Operating profit after taxes	20 281	22 491	24 616	27 010	28 901	30 635	32 167	33 454	34 457	35 319
+Depreciations	8 693	9 987	11 392	12 189	13 043	13 825	14 516	15 097	15 550	15 939
-Change in WCR	2 458	2 556	2 641	2 817	3 014	3 195	3 355	3 489	3 594	3 684
-Investments in fixed assets	12 721	13 935	15 189	14 898	14 492	13 825	14 516	15 097	15 550	15 939
Operating cash flow	13 795	15 986	18 177	21 484	24 438	27 440	28 812	29 964	30 863	31 635
PV of terminal value	326,050									
+PV of future cash flows (2017-26)	160,328									
= Enterprise Value	486,378									
Net debt (2017e)	-6,313									
Other liabilities	449									
Minority interest	0									
Financial assets	2,338									
Theoretical value of equity	494,581									
Number of shares (m)	1,665									
Theoretical FV per share (SEK)	295									

* = 2017e: FY ending in November 2017

Source: Bryan, Garnier & Co ests

Nous ré-évaluons la valeur avec une FV de 295SEK et une recommandation Neutre compte tenu d'un *upside* limité et de quelques facteurs de risque qui restent en suspens (volatilité de la croissance LFL, inflation des coûts opérationnels, investissements liés au lancement d'une voire deux nouvelles marques en 2017).

Inditex : une FV de 38EUR

Nous pensons qu'Inditex sera en mesure de maintenir une croissance *double-digit* entre 2017 et 2020 avec un bon équilibre entre croissance LFL et effet surface. Rappelons qu'à MT, le groupe espagnol prévoyait d'ouvrir moins de magasins mais que ces derniers auront une plus grande taille. A partir de 2021, nous faisons progressivement décliner cette croissance du CA pour se rapprocher de notre croissance à l'infini (2,5%).

La MOP d'Inditex devrait s'apprécier de manière régulière sur la période 2017-21 (60pb à 19%), qui devient notre niveau de rentabilité normatif à partir de 2021. Selon nous, cette progression est moins « à risque » grâce à deux principaux points : **(i)** une croissance LFL supérieure (+5,5% vs. +2,5% pour H&M) et moins volatile grâce à l'approche « *fast-fashion* » (délais de production très courts) et **(ii)** un ralentissement des ouvertures de magasins (moindre inflation des opex).

Nous parvenons à un WACC de 7,4% qui repose sur un taux sans risque de 1,6%, une prime de risque de 7% et un beta de 0,85.

Fig. 53: Inditex : valorisation par les DCF :

EURm	2017e *	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Net Sales	25 724	28 393	31 233	34 356	37 104	39 702	42 084	44 188	45 955	48 253
% change	11.0%	10.4%	10.0%	10.0%	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%	5.0%
EBIT	4 728	5 219	5 809	6 459	7 050	7 543	7 996	8 396	8 732	9 168
EBIT margin (%)	18.4%	18.4%	18.6%	18.8%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Income taxes	-1 103	-1 218	-1 336	-1 453	-1 586	-1 697	-1 799	-1 889	-1 965	-2 063
Tax rate (%)	23.0%	23.0%	23.0%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%
Operating profit after taxes	3 626	4 001	4 473	5 006	5 464	5 846	6 197	6 507	6 767	7 105
+Depreciations	1 209	1 334	1 437	1 546	1 670	1 787	1 894	1 988	2 068	2 171
-Change in WCR	-126	-118	-156	-172	-186	-199	-210	-221	-230	-241
-Investments in fixed assets	1 543	1 704	1 562	1 546	1 670	1 787	1 894	1 988	2 068	2 171
Operating cash flow	3 417	3 751	4 504	5 177	5 649	6 045	6 407	6 728	6 997	7 347
PV of terminal value	74,755									
+PV of future cash flows (2017-26)	36,774									
= Enterprise Value	111,529									
Net debt (2017e)	-7,718									
Other liabilities	950									
Minority interest	41									
Financial assets	898									
Theoretical value of equity	119,154									
Number of shares (m)	3,113									
Theoretical FV per share (EUR)	38									

* = 2017e: FY ending in January 2018

Source: Bryan, Garnier & Co ests

Nous ré-évaluons la valeur avec une FV de 38EUR et une recommandation Achat. Dans un environnement concurrentiel et volatile, Inditex nous semble parfaitement armé grâce à sa stratégie mondiale, multi-concept et reposant sur son organisation « *fast-fashion* » inégalée dans l'industrie, lui permettant de satisfaire au mieux les besoins changeants des consommateurs.

4. Appendix

4.1. H&M : démarrage du multi-concept en 2007







En 1947, Erling Persson, grand-père de Karl-Johan Persson qui dirige actuellement le groupe, ouvre son premier magasin de mode féminine en Suède et fonde la marque Hennes (« pour elles » en suédois). En 1968, Hennes rachète une marque suédoise de chasse appelée Mauritz Widforss et le groupe est ainsi rebaptisé Hennes & Mauritz. La même année, H&M se lance aussi dans la mode masculine et pour enfant.

Le développement du groupe suédois a longtemps reposé sur sa seule marque éponyme qui représente aujourd'hui plus de 92% du nombre total de magasins dans le monde (H&M ne communique par le CA par marque).

H&M n'a élargi son portefeuille de marques qu'en 2007 avec le lancement de la marque **COS** à Londres. L'année suivante, H&M rachète 60% du groupe suédois de mode Fabric Scandinavien AB pour 564 MSEK (les 40% restant seront acquis en 2010) lui permettant de mettre la main sur trois marques supplémentaires : **Monki**, **Weekday** et **Cheap Monday**. En 2013, H&M a lancé **& Other Stories**.

Il est important de noter qu'H&M pourrait inaugurer une voire deux nouvelles marques en 2017, qui seraient « *totalemment différentes des six marques existantes* » selon son CEO.

Fig. 54: Présentation des six marques (données à fin novembre 2015) :

Concept	Number of stores	Number of markets	Comments
	3,610 92%	61 23 online	H&M offers fashion and quality at the best price for <u>women</u> , <u>men</u> , <u>teenagers</u> , <u>children</u> and the home (H&M Home since 2009). The brand also sells cosmetics (H&M Beauty since 2015).
	153 4%	30 19 online	COS ("=" Collection of Style") was launched in 2007, it is a fashion brand for <u>women</u> and <u>men</u> with a modern and functional style. The price positioning (i.e. upper end mass market) is higher than H&M brand and the customer base is also older.
	106 3%	13 18 online	MONKI is a fashion brand offering clothing and accessories primarily for <u>young women</u> . Yet, the brand is positioned within the mass-market (> H&M).
	30 1%	10 13 online	& Other Stories is the most recent format launched by H&M, launched in 2013. The fashion brand focusing on the whole look, i.e. selling clothing, shoes, bags, accessories and beauty to <u>women</u> . Like COS, the brand operates in the upper end of the mass market.
	20 <1%%	5 18 online	WEEKDAY is a modern fashion and denim brand influenced by Scandinavian style, for <u>women</u> and <u>men</u> .
	5 <1%%	4 (35 incl. 2,000 wholesale retailers) 18 online	CHEAP MONDAY's collections are mostly sold via wholesalers. It is a denim brand selling clothing and accessories to <u>men</u> and <u>women</u> .

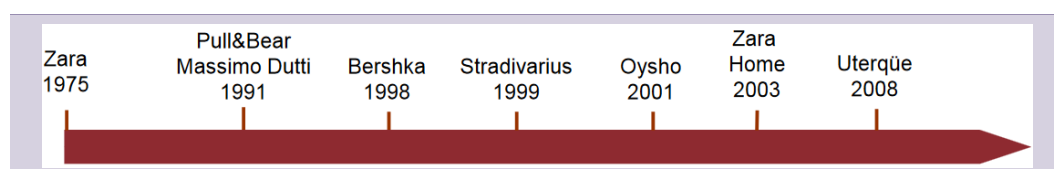
Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co

4.2. Inditex : le multi-concept a déjà 25 ans

Après avoir travaillé de nombreuses années dans le secteur du textile, le fondateur du groupe Inditex, Amancio Ortega Gaona, inaugure sa première boutique Zara en 1975 à La Corogne en Espagne. La holding Inditex (= « **IND**ustria de **DI**seno **TEX**til») est fondée en 1985 afin de regrouper les différentes sociétés détenues par Amancio Ortega Gaona.

La stratégie multi-concept est lancée en 1991 avec la création de la marque **Pull&Bear** concomitante à l'acquisition de **Massimo Dutti**. Puis vient la création de **Bershka** (1998) et le rachat de **Stradivarius** (1999). La marque de lingerie **Oysho** est lancée en 2011, suivie par **Zara Home** (2003) et **Uterqüe** en 2008.

Fig. 55: Un portefeuille de concepts qui s'est construit progressivement :



Source: Company Data

Le tableau ci-dessous présente les huit marques du groupe espagnol ainsi que leur positionnement.

Fig. 56: Les huit « marques » d'Inditex (chiffres 2015 à fin janvier 2016) :

Concept	Sales (EURm) % of total	Number of stores	Number of markets	Comments
ZARA	13,628 65%	2,162 31%	88 27 online	Zara stores have <u>men's</u> clothing and <u>women's</u> clothing for customers of all ages, as well as <u>children's</u> clothing (Zara Kids).
Bershka	1,875 9%	1,044 15%	70 17 online	Latest fashions aimed at a younger customer base than Zara (i.e. <u>men</u> and <u>women</u> from 13 to 23). Hence Bershka's price positioning is also the Group's most affordable brand.
<i>Massimo Dutti</i>	1,498 7%	740 11%	69 24 online	More elegant design for <u>men</u> , <u>women</u> and <u>children</u> . Massimo Dutti's price range (just below affordable luxury) is one of the highest among the portfolio. The brand also has a Personal Tailoring service.
PULL&BEAR	1,417 7%	936 13%	68 21 online	Pull&Bear focuses on casual fashion and sport styles for young <u>men</u> and <u>women</u> (i.e. 14 to 28). The concept has a value fashion position like Bershka.
Stradivarius	1,289 6%	950 13%	60 18 online	Stradivarius is a clothing fashion concept only for <u>women</u> from 18 to 35 years old. The price positioning is close to Zara's.
ZARA HOME	666 3%	502 7%	53 25 online	Zara Home specializes in textile ranges for the home, which is completed by bedding and bed linen, tableware, bath linen and other accessories (dishware, glassware, etc.).
OYSHO	452 2%	607 9%	42 16 online	Oysho has different product lines in <u>women's</u> lingerie, gymwear, sleepwear, beachwear, accessories and footwear.
UTERQÜE	75 1%	72 1%	25 16 online	Uterqüe is a sophisticated <u>women's</u> clothing and accessory brand, positioned in the lower end of the affordable luxury segment.

Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co

H & M

Income Statement (SEKm)	30/11/13	30/11/14	30/11/15	30/11/16e	30/11/17e	30/11/18e
Revenue	128,562	151,419	180,861	192,575	212,025	232,252
<i>Change (%)</i>	6,4%	17,8%	19,4%	6,5%	10,1%	9,5%
<i>Change LFL (%)</i>	-0,4%	4,0%	2,5%	1,0%	2,4%	2,4%
Gross Profit	76,033	89,052	103,167	106,301	117,674	128,900
EBITDA	26,359	30,628	33,341	31,390	35,090	39,251
EBIT	22,168	25,583	26,942	23,879	26,397	29,264
<i>Change (%)</i>	1,9%	15,4%	5,3%	-11,4%	10,5%	10,9%
Financial results	358	312	300	198	195	185
Pre-Tax profits	22,526	25,895	27,242	24,077	26,592	29,449
Tax	(5,374)	(5,919)	(6,344)	(5,538)	(6,116)	(6,773)
Minority interests	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net profit	17,152	19,976	20,898	18,539	20,476	22,676
<i>Change (%)</i>	1,7%	16,5%	4,6%	-11,3%	10,4%	10,7%
Cash Flow Statement (SEKm)						
Operating cash flows	23,590	24,949	26,647	26,050	29,169	32,662
Change in working capital	(250)	793	2,580	1,480	2,458	2,556
Capex, net	8,027	9,391	12,059	12,517	12,721	13,935
Financial investments, net	31,0	21,0	153	193	212	232
Dividends	15,723	15,723	16,137	16,137	16,137	16,944
Other	(22,0)	(448)	(539)	0,0	0,0	0,0
Net debt	(17,224)	(16,693)	(12,950)	(8,673)	(6,313)	(5,309)
Free Cash flow	15,813	14,765	12,008	12,052	13,989	16,171
Balance Sheet (SEKm)						
Cash & liquid assets	13,918	14,091	12,950	8,673	6,313	5,309
Other current assets	25,270	28,650	32,586	34,455	37,558	40,785
Tangible fixed assets	22,186	26,948	32,962	37,969	41,997	45,946
Intangible assets	2,004	2,737	3,937	3,937	3,937	3,937
Other assets	2,298	3,171	3,378	3,378	3,378	3,378
Total assets	65,676	75,597	85,813	88,412	93,184	99,354
LT & ST debt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other liabilities	20,428	24,041	27,764	28,153	28,798	29,469
Shareholders' funds	45,248	51,556	58,049	60,259	64,386	69,885
Total liabilities	65,676	75,597	85,813	88,412	93,184	99,354
Capital employed	39,394	47,452	59,931	66,418	72,904	79,409
Financial Ratios						
Gross Margin (% of sales)	59,14	58,81	57,04	55,20	55,50	55,50
EBITDA margin (% of sales)	20,50	20,23	18,43	16,30	16,55	16,90
EBIT margin (% of sales)	17,24	16,90	14,90	12,40	12,45	12,60
Tax rate	23,86	22,86	23,29	23,00	23,00	23,00
Net Margin	13,34	13,19	11,55	9,63	9,66	9,76
ROE (after tax)	37,91	38,75	36,00	30,77	31,80	32,45
ROCE (after tax)	42,85	41,59	34,49	27,68	27,88	28,38
Gearing	(38,07)	(32,38)	(22,31)	(14,39)	(9,81)	(7,60)
Pay out ratio	91,67	80,78	77,22	87,04	82,75	82,75
Number of shares, diluted	1,655,072	1,655,072	1,655,072	1,655,072	1,655,072	1,655,072
Per share data (SEK)						
EPS	10,36	12,07	12,63	11,20	12,37	13,70
Restated EPS	10,36	12,07	12,63	11,20	12,37	13,70
<i>% change</i>	1,7%	16,5%	4,6%	-11,3%	10,4%	10,7%
BVPS	27,34	31,15	35,07	36,41	38,90	42,22
Operating cash flows	14,25	15,07	16,10	15,74	17,62	19,73
FCF	9,55	8,92	7,26	7,28	8,45	9,77
Net dividend	9,50	9,75	9,75	9,75	10,24	11,34

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Inditex

Income Statement (EURm)	31/01/14	31/01/15	31/01/16	31/01/17e	31/01/18e	31/01/19e
Revenue	16,724	18,117	20,900	23,166	25,724	28,393
<i>Change (%)</i>	4,9%	8,3%	15,4%	10,8%	11,0%	10,4%
<i>Change LFL (%)</i>	2,7%	4,8%	8,5%	7,0%	5,5%	5,0%
Gross Profit	9,923	10,569	12,089	13,274	14,791	16,326
EBITDA	3,926	4,103	4,699	5,231	5,937	6,554
EBIT	3,071	3,198	3,677	4,119	4,728	5,219
<i>Change (%)</i>	-1,5%	4,1%	15,0%	12,0%	14,8%	10,4%
Financial results	(18,2)	14,5	10,1	0,0	10,0	15,0
Pre-Tax profits	3,053	3,245	3,743	4,169	4,794	5,296
Tax	(671)	(735)	(861)	(959)	(1,103)	(1,218)
Minority interests	(4,5)	(9,6)	(7,6)	(6,0)	(6,0)	(6,0)
Net profit	2,377	2,501	2,875	3,204	3,685	4,072
<i>Change (%)</i>	0,7%	5,2%	15,0%	11,5%	15,0%	10,5%
Cash Flow Statement (EURm)						
Operating cash flows	3,237	3,415	3,904	4,322	4,900	5,412
Change in working capital	121	102	(602)	(118)	(126)	(118)
Capex, net	1,250	1,796	1,518	1,506	1,543	1,704
Financial investments, net	159	29,2	22,3	23,2	25,7	28,4
Dividends	1,378	1,510	1,626	1,868	2,082	2,395
Other	370	22,3	49,8	0,0	0,0	0,0
Net debt	(4,055)	(4,010)	(5,300)	(6,343)	(7,718)	(9,121)
Free Cash flow	1,865	1,517	2,988	2,934	3,483	3,827
Balance Sheet (EURm)						
Cash & liquid assets	3,847	3,798	4,226	5,269	6,643	8,046
Other current assets	2,918	3,308	4,224	4,595	5,021	5,480
Tangible fixed assets	5,138	6,041	6,597	6,991	7,326	7,695
Intangible assets	642	684	695	695	695	695
Other assets	1,211	1,546	1,616	1,616	1,616	1,616
Total assets	13,756	15,377	17,357	19,165	21,301	23,531
LT & ST debt	4,7	10,1	11,0	11,0	11,0	11,0
Other liabilities	4,473	4,898	5,895	6,385	6,937	7,514
Shareholders' funds	9,278	10,469	11,451	12,770	14,352	16,006
Total liabilities	13,756	15,377	17,357	19,165	21,301	23,531
Capital employed	6,824	7,709	9,136	9,648	10,109	10,596
Financial Ratios						
Gross Margin (% of sales)	59,33	58,34	57,84	57,30	57,50	57,50
EBITDA margin (% of sales)	23,47	22,65	22,48	22,58	23,08	23,08
EBIT margin (% of sales)	18,36	17,65	17,60	17,78	18,38	18,38
Tax rate	21,98	22,64	23,00	23,00	23,00	23,00
Net Margin	14,21	13,80	13,75	13,83	14,33	14,34
ROE (after tax)	25,76	24,07	25,26	25,17	25,75	25,50
ROCE (after tax)	35,11	32,09	30,99	32,87	36,02	37,93
Gearing	(43,70)	(38,31)	(46,29)	(49,67)	(53,77)	(56,98)
Pay out ratio	63,44	64,75	64,98	65,00	65,00	65,00
Number of shares, diluted	3,115,562	3,113,773	3,113,152	3,113,152	3,113,152	3,113,152
Per share data (EUR)						
EPS	0,76	0,80	0,92	1,03	1,18	1,31
Restated EPS	0,76	0,80	0,92	1,03	1,18	1,31
<i>% change</i>	0,7%	5,3%	15,0%	11,5%	15,0%	10,5%
BVPS	2,98	3,36	3,68	4,10	4,61	5,14
Operating cash flows	1,04	1,10	1,25	1,39	1,57	1,74
FCF	0,60	0,49	0,96	0,94	1,12	1,23
Net dividend	0,48	0,52	0,60	0,67	0,77	0,85

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

(Page laissée blanche intentionnellement)

(Page laissée blanche intentionnellement)

Bryan Garnier stock rating system

For the purposes of this Report, the Bryan Garnier stock rating system is defined as follows:

Stock rating

BUY	Positive opinion for a stock where we expect a favourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential upside based on valuation), but also takes into account a number of elements including a SWOT analysis, positive momentum, technical aspects and the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
NEUTRAL	Opinion recommending not to trade in a stock short-term, neither as a BUYER or a SELLER, due to a specific set of factors. This view is intended to be temporary. It may reflect different situations, but in particular those where a fair value shows no significant potential or where an upcoming binary event constitutes a high-risk that is difficult to quantify. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
SELL	Negative opinion for a stock where we expect an unfavourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential downside based on valuation), but also takes into account a number of elements including a SWOT analysis, positive momentum, technical aspects and the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.

Distribution of stock ratings

BUY ratings 55,7%

NEUTRAL ratings 32,9%

SELL ratings 11,4%

Research Disclosure Legend

1	Bryan Garnier shareholding in Issuer	Bryan Garnier & Co Limited or another company in its group (together, the "Bryan Garnier Group") has a shareholding that, individually or combined, exceeds 5% of the paid up and issued share capital of a company that is the subject of this Report (the "Issuer").	No
2	Issuer shareholding in Bryan Garnier	The Issuer has a shareholding that exceeds 5% of the paid up and issued share capital of one or more members of the Bryan Garnier Group.	No
3	Financial interest	A member of the Bryan Garnier Group holds one or more financial interests in relation to the Issuer which are significant in relation to this report	No
4	Market maker or liquidity provider	A member of the Bryan Garnier Group is a market maker or liquidity provider in the securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
5	Lead/co-lead manager	In the past twelve months, a member of the Bryan Garnier Group has been lead manager or co-lead manager of one or more publicly disclosed offers of securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
6	Investment banking agreement	A member of the Bryan Garnier Group is or has in the past twelve months been party to an agreement with the Issuer relating to the provision of investment banking services, or has in that period received payment or been promised payment in respect of such services.	No
7	Research agreement	A member of the Bryan Garnier Group is party to an agreement with the Issuer relating to the production of this Report.	No
8	Analyst receipt or purchase of shares in Issuer	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has received or purchased shares of the Issuer prior to a public offering of those shares.	No
9	Remuneration of analyst	The remuneration of the investment analyst or other persons involved in the preparation of this Report is tied to investment banking transactions performed by the Bryan Garnier Group.	No
10	Corporate finance client	In the past twelve months a member of the Bryan Garnier Group has been remunerated for providing corporate finance services to the issuer or may expect to receive or intend to seek remuneration for corporate finance services from the Issuer in the next six months.	No
11	Analyst has short position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a short position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
12	Analyst has long position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a long position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
13	Bryan Garnier executive is an officer	A partner, director, officer, employee or agent of the Bryan Garnier Group, or a member of such person's household, is a partner, director, officer or an employee of, or adviser to, the Issuer or one of its parents or subsidiaries. The name of such person or persons is disclosed above.	No
14	Analyst disclosure	The analyst hereby certifies that neither the views expressed in the research, nor the timing of the publication of the research has been influenced by any knowledge of clients positions and that the views expressed in the report accurately reflect his/her personal views about the investment and issuer to which the report relates and that no part of his/her remuneration was, is or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.	Yes
15	Other disclosures	Other specific disclosures: Report sent to Issuer to verify factual accuracy (with the recommendation/rating, price target/spread and summary of conclusions removed).	No

A copy of the Bryan Garnier & Co Limited conflicts policy in relation to the production of research is available at www.bryangarnier.com



BRYAN, GARNIER & CO

London	Paris	New York	Munich
Beaufort House	26 Avenue des Champs Elysées	750 Lexington Avenue	Widenmayerstrasse 29
15 St. Botolph Street	75008 Paris	New York, NY 10022	80538 Munich
London EC3A 7BB	Tel: +33 (0) 1 56 68 75 00	Tel: +1 (0) 212 337 7000	Germany
Tel: +44 (0) 207 332 2500	Fax: +33 (0) 1 56 68 75 01	Fax: +1 (0) 212 337 7002	+49 89 2422 62 11
Fax: +44 (0) 207 332 2559	Regulated by the	FINRA and SIPC member	
Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (FCA) and Conduct Authority (FCA)	the Autorité de Contrôle prudentiel et de resolution (ACPR)		

Important information

This document is classified under the FCA Handbook as being investment research (independent research). Bryan Garnier & Co Limited has in place the measures and arrangements required for investment research as set out in the FCA's Conduct of Business Sourcebook.

This report is prepared by Bryan Garnier & Co Limited, registered in England Number 03034095 and its MIFID branch registered in France Number 452 605 512. Bryan Garnier & Co Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (Firm Reference Number 178733) and is a member of the London Stock Exchange. Registered address: Beaufort House 15 St. Botolph Street, London EC3A 7BB, United Kingdom

This Report is provided for information purposes only and does not constitute an offer, or a solicitation of an offer, to buy or sell relevant securities, including securities mentioned in this Report and options, warrants or rights to or interests in any such securities. This Report is for general circulation to clients of the Firm and as such is not, and should not be construed as, investment advice or a personal recommendation. No account is taken of the investment objectives, financial situation or particular needs of any person.

The information and opinions contained in this Report have been compiled from and are based upon generally available information which the Firm believes to be reliable but the accuracy of which cannot be guaranteed. All components and estimates given are statements of the Firm, or an associated company's, opinion only and no express representation or warranty is given or should be implied from such statements. All opinions expressed in this Report are subject to change without notice. To the fullest extent permitted by law neither the Firm nor any associated company accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from the use of this Report. Information may be available to the Firm and/or associated companies which are not reflected in this Report. The Firm or an associated company may have a consulting relationship with a company which is the subject of this Report.

This Report may not be reproduced, distributed or published by you for any purpose except with the Firm's prior written permission. The Firm reserves all rights in relation to this Report.

Past performance information contained in this Report is not an indication of future performance. The information in this report has not been audited or verified by an independent party and should not be seen as an indication of returns which might be received by investors. Similarly, where projections, forecasts, targeted or illustrative returns or related statements or expressions of opinion are given ("Forward Looking Information") they should not be regarded as a guarantee, prediction or definitive statement of fact or probability. Actual events and circumstances are difficult or impossible to predict and will differ from assumptions. A number of factors, in addition to the risk factors stated in this Report, could cause actual results to differ materially from those in any Forward Looking Information.

Disclosures specific to clients in the United Kingdom

This Report has not been approved by Bryan Garnier & Co Limited for the purposes of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 because it is being distributed in the United Kingdom only to persons who have been classified by Bryan Garnier & Co Limited as professional clients or eligible counterparties. Any recipient who is not such a person should return the Report to Bryan Garnier & Co Limited immediately and should not rely on it for any purposes whatsoever.

Notice to US investors

This research report (the "Report") was prepared by Bryan Garnier & Co Limited for information purposes only. The Report is intended for distribution in the United States to "Major US Institutional Investors" as defined in SEC Rule 15a-6 and may not be furnished to any other person in the United States. Each Major US Institutional Investor which receives a copy of this Report by its acceptance hereof represents and agrees that it shall not distribute or provide this Report to any other person. Any US person that desires to effect transactions in any security discussed in this Report should call or write to our US affiliated broker, Bryan Garnier Securities, LLC, 750 Lexington Avenue, New York NY 10022. Telephone: 1-212-337-7000.

This Report is based on information obtained from sources that Bryan Garnier & Co Limited believes to be reliable and, to the best of its knowledge, contains no misleading, untrue or false statements but which it has not independently verified. Neither Bryan Garnier & Co Limited and/or Bryan Garnier Securities LLC make no guarantee, representation or warranty as to its accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. This Report is not an offer to buy or sell any security.

Bryan Garnier Securities, LLC and/or its affiliate, Bryan Garnier & Co Limited may own more than 1% of the securities of the company(ies) which is (are) the subject matter of this Report, may act as a market maker in the securities of the company(ies) discussed herein, may manage or co-manage a public offering of securities for the subject company(ies), may sell such securities to or buy them from customers on a principal basis and may also perform or seek to perform investment banking services for the company(ies).

Bryan Garnier Securities, LLC and/or Bryan Garnier & Co Limited are unaware of any actual, material conflict of interest of the research analyst who prepared this Report and are also not aware that the research analyst knew or had reason to know of any actual, material conflict of interest at the time this Report is distributed or made available.