

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	34,585/26,755EUR
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

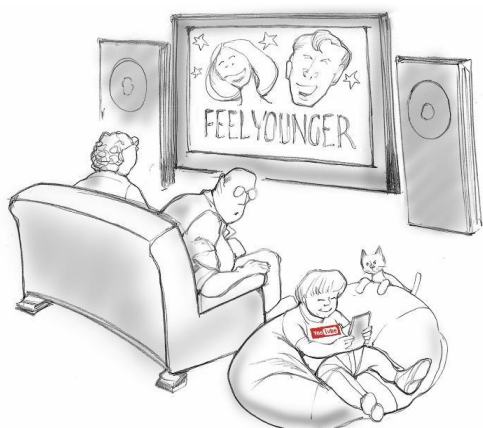
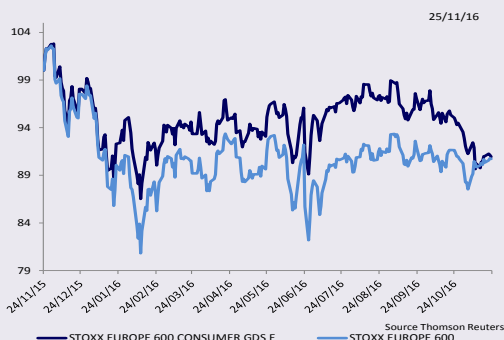
Mode

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 parmi 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 millenials, la (r)évolution digitale ne va pas se produire, elle est effective. Sa déclinaison commerciale, le e-commerce (TCAM 2012/15 de 15%e en Europe), accompagne le déficit de croissance des distributeurs traditionnels (TCAM 2012/15 de 1,4%e 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).



	<p>Analyst: Antoine Parison 33(0) 1 70 36 57 03 aparison@bryangarnier.com</p>		<p>Cédric Rossi 33(0) 1 70 36 57 25 crossi@bryangarnier.com</p>
<p>Research Assistant : Clement Genlot</p>			

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 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 dans 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'« abordable 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
Zalando EN BREF: Zalando, le « web category killer »	51
Fair Value 39EUR, NEUTRE Initiation de couverture	51
Yoox Net-A-Porter (Fair Value 33EUR ACHAT Initiation de couverture)	73
EN BREF: Yoox Net-A-Porter, la « web niche »	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 »...

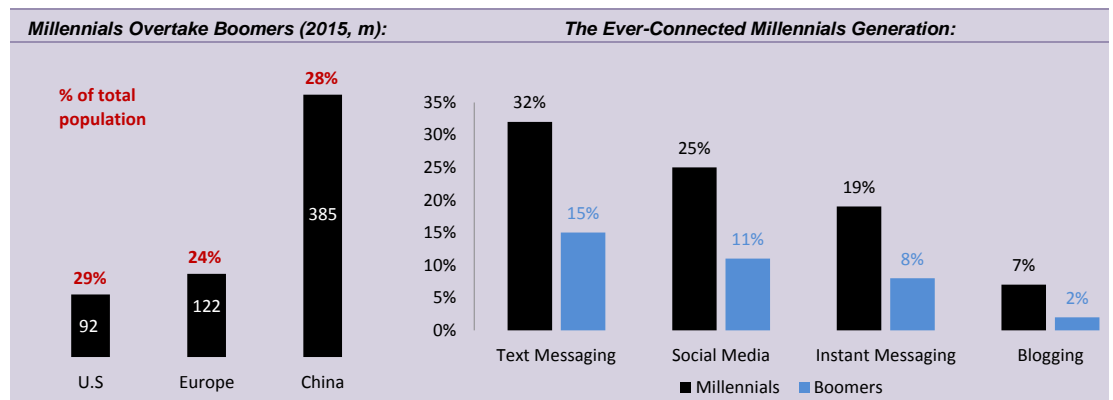
« Millennials » vs « Baby boomers »

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 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 spécimens aux US (~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 citées 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 (fermetures de magasins, stratégie omnicanal, etc.).

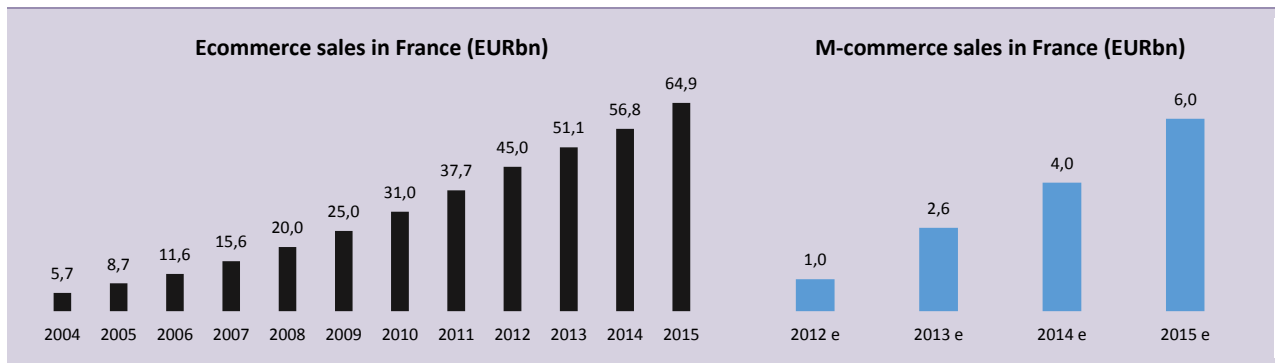
1.1.2. puis il y eut des marqueurs psychologiques

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 parmi 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... la révolution digitale orchestrée par les « Millennials » 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.

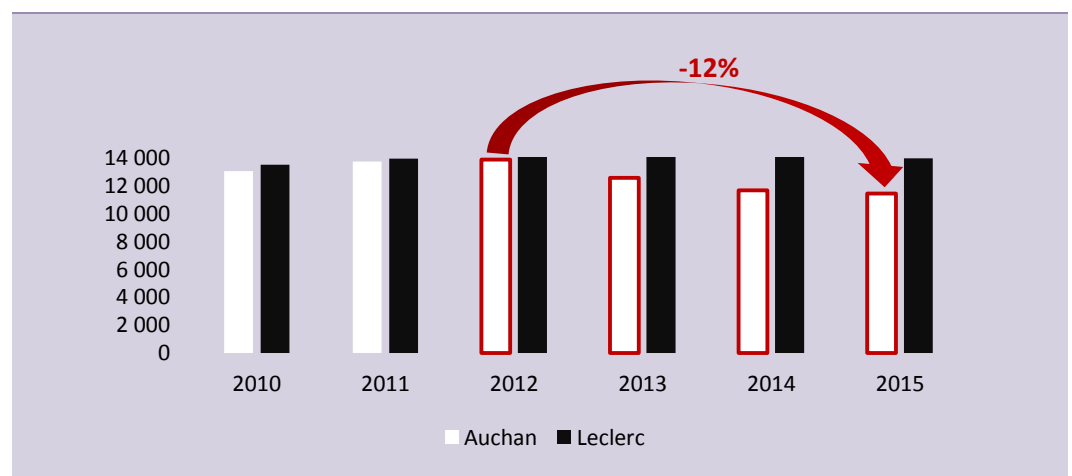
Fig. 3: CA du E-commerce (B2C) et du M-commerce en France



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, temple de la consommation, et l'e-commerce est évidemment hautement symbolique. Aussi, nous avons décidé d'en faire l'un des leitmotivs 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 d'appréciation 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 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

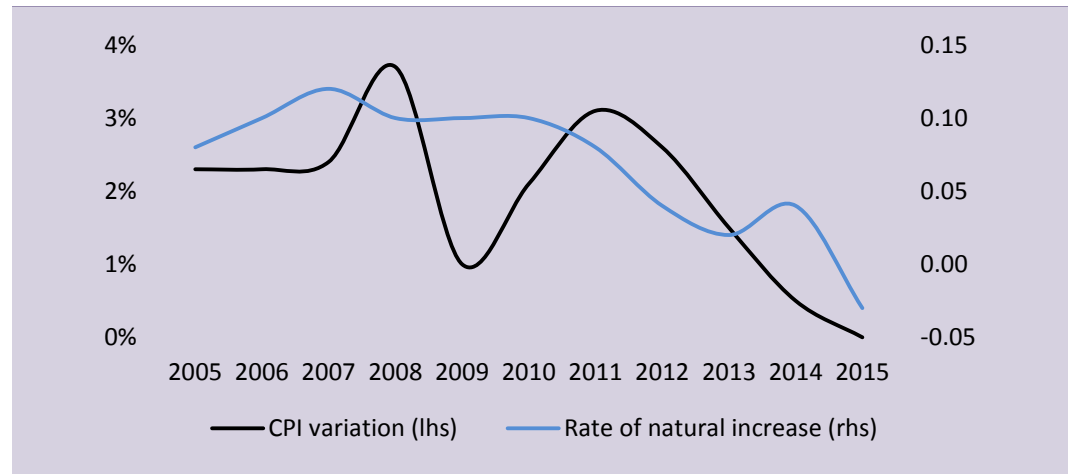
Source: Eurostat; Bryan, Garnier & Co ests.

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.

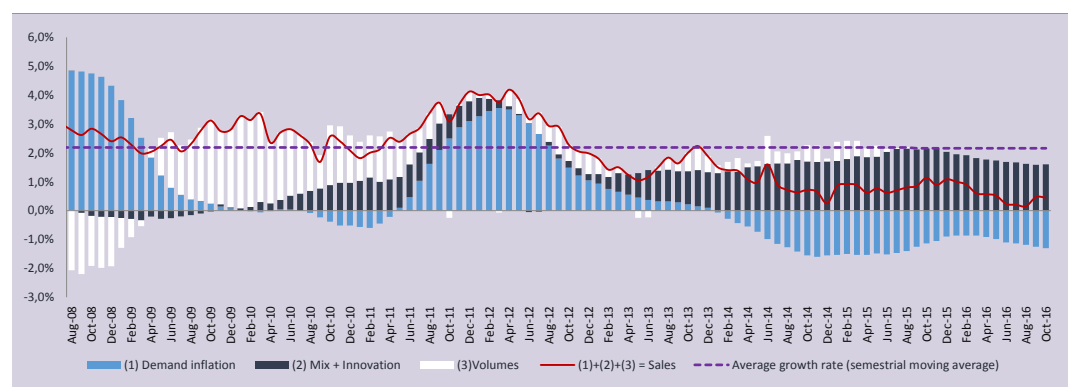
Fig. 7: Solde d'accroissement naturel vs. inflation en Europe



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

Là où le bât blesse, c'est que 1/ les émergents sont en panne et que 2/ la base de coûts, que l'on ne peut réduire drastiquement au risque d'écarter le fonds de commerce, a déjà été largement optimisée, depuis le début de la crise, chez de nombreux distributeurs. En fin de compte, 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. Aujourd'hui, les distributeurs doivent donc se battre et mendier, auprès du consommateur, quelques malheureux points de croissance via le fine-tuning de l'offre. C'est ainsi, par exemple, que la croissance des PGC (hypermarchés et supermarché) 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 17% ! 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.

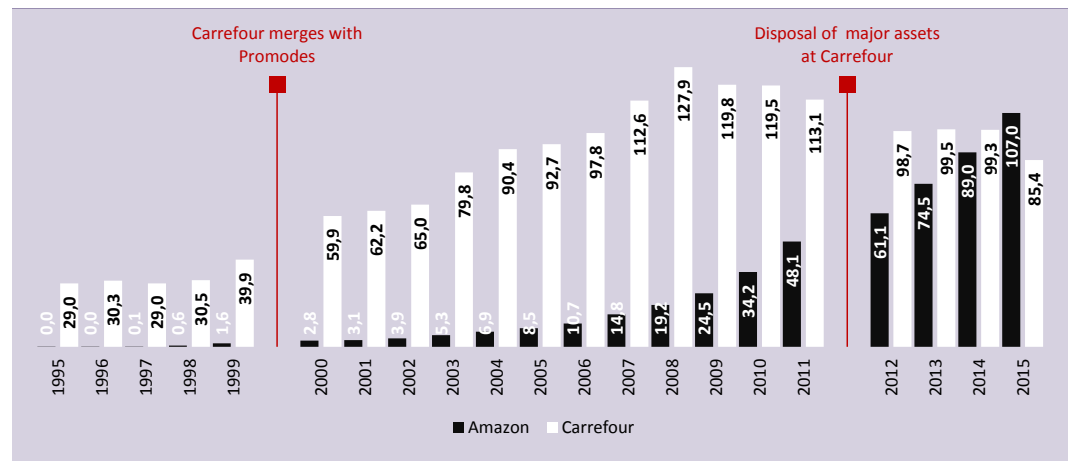
Fig. 9: Taux de croissance de la distribution (y compris internet) et progression du e-commerce (B2C) en Europe

	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.

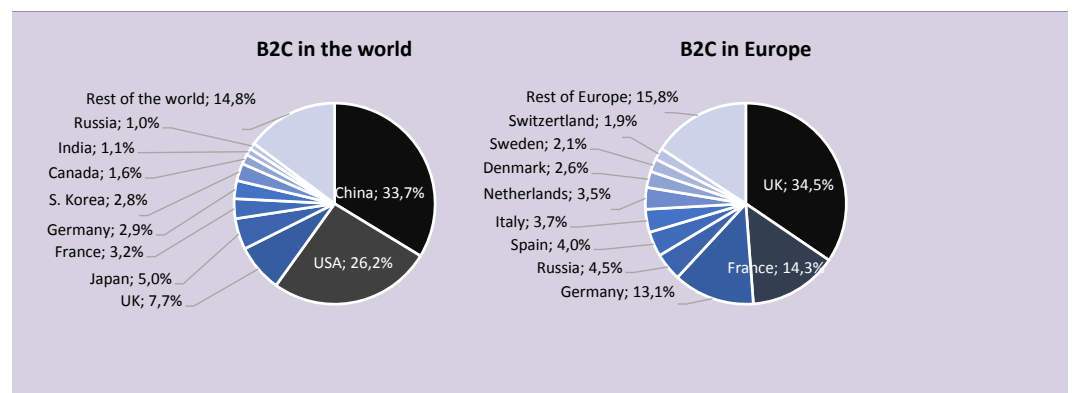
Fig. 10: Chiffres d'affaires (USD Mds) de Carrefour et Amazon



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)

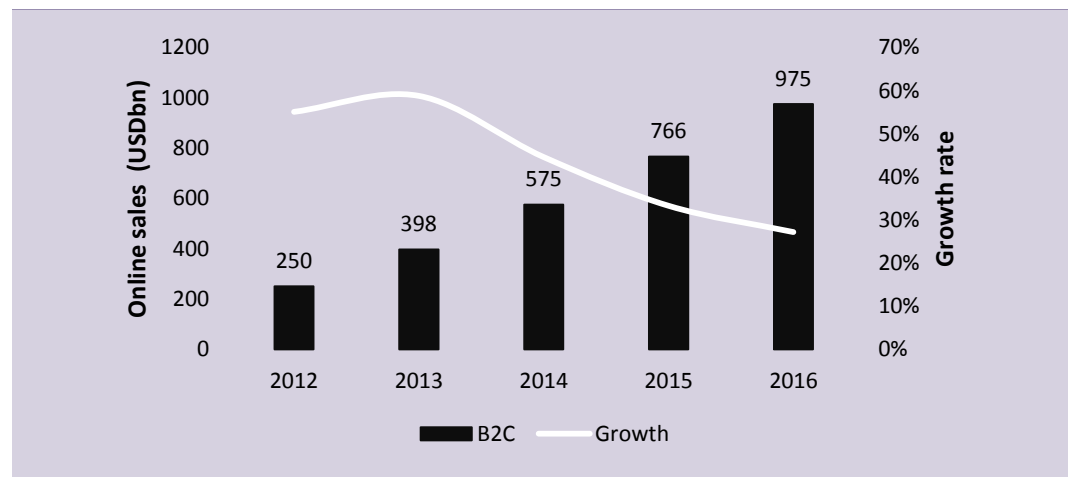


Source: E-commerce in Europe; Bryan, Garnier & Co ests.

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* »).

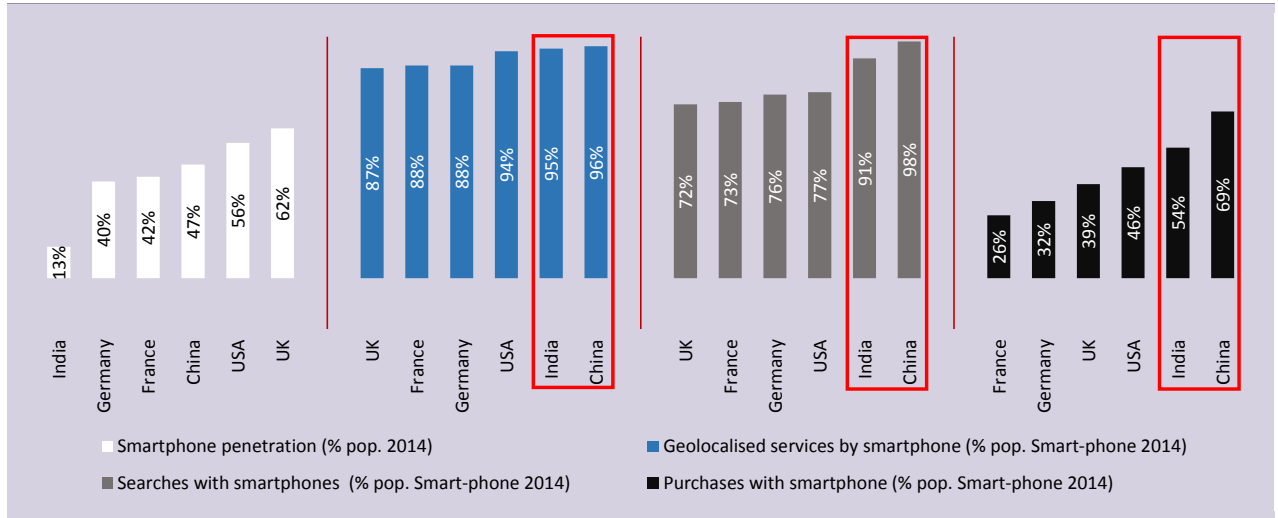
Fig. 12: Croissance du e-commerce en Chine



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, au Congo-Brazzaville, en Sierra Leone et au Tchad). Au mois d'avril 2016, au côté 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**).

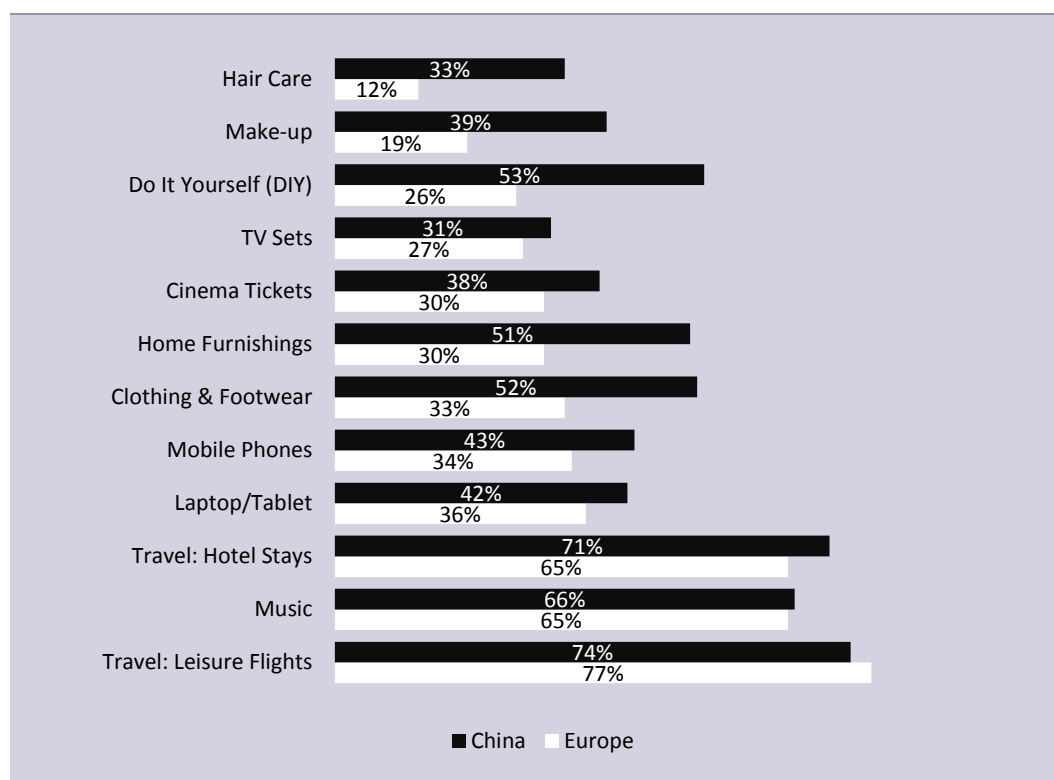
Fig. 13: L'usage des smartphones dans les pays émergents



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

Le m-commerce est évidemment porté par une nouvelle génération de consommateurs qui s'affranchissent 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'avèrent particulièrement volages (« Ils recherchent des nouveaux produits, ils cherchent des choses que les autres n'ont pas. Ils ne sont absolument pas fidèles aux marques »). « Saisir au vol » ce consommateur fantasque (« 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'estimations 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% des clients de Monoprix 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 en moyenne six enseignes différentes.

Le e-commerce, qui abolit les frontières physiques et multiplie les possibles, doit forcément attiser ce comportement volage du consommateur. Les médias étant de plus en plus fragmentés, ce dernier fait de moins en moins confiance aux messages institutionnels (recommandations sanitaires, publicité, communication d'entreprise...), se renseigne auprès des réseaux sociaux (la génération millenium 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 nouveau client.

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, une perte de CA de 20% 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.

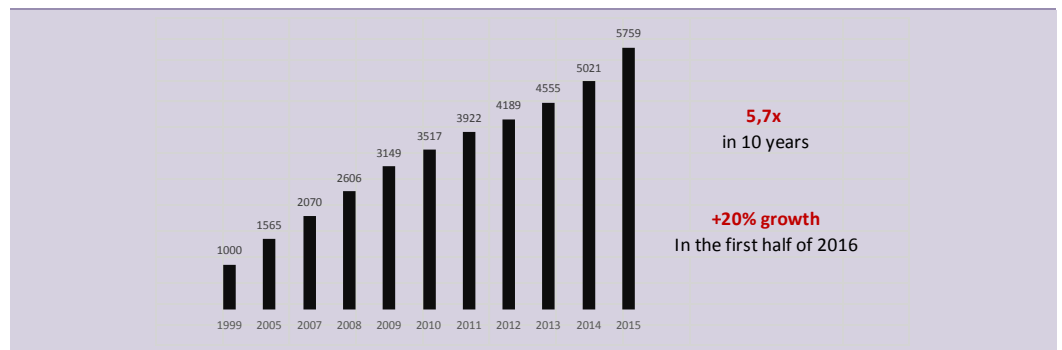
1.3.3. Dans un désert internet surpeuplé, sommes-nous des ermites digitaux?

« Je crois que les êtres humains vont prendre le contrôle de leurs vies. 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.

En effet, 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 millenials, 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 sels ajoutés, sans gluten, sans additifs et pesticides...). Concrètement, nous restons pantois devant les taux de croissance à 15/20%e (!) du **1/** marché français du Bio (5,8Md€ en 2015, selon Agence Bio), notamment 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 afférant. 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. Ajouté 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 (MdEUR)



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 rognier sur sa clientèle. Le géant répliquait, début juillet, via une opération commerciale au profit de son programme pilote de livraisons gratuites, « 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**.

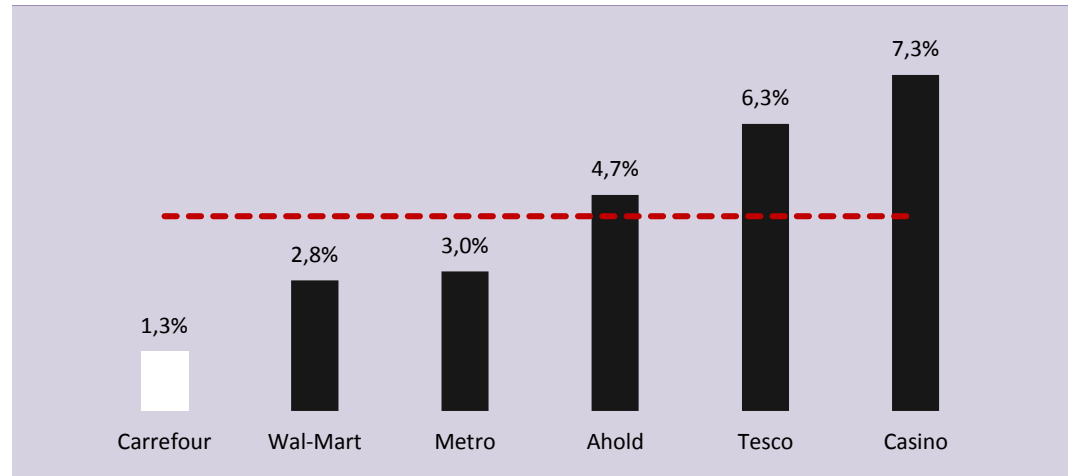
1.4.2. ... tandis que le marché s'émeut de l'attentisme (?) de Carrefour

Il est notamment reproché à ce dernier son retard sur le segment 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 la publication du T1 2016, durant laquelle le management avait tenu des propos non consensuels sur l'e-commerce.

Sur le segment alimentaire par exemple, le drive est un marché qui dépasse dorénavant les 5Md€ en France ; les investisseurs s'étonnent quelque peu qu'un 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'étonnent 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-player peuvent effectivement l'être. 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 produit Bio, Frais et locaux).

1.4.3. Dans les faits, des e-modèles 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 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 décrivons 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...

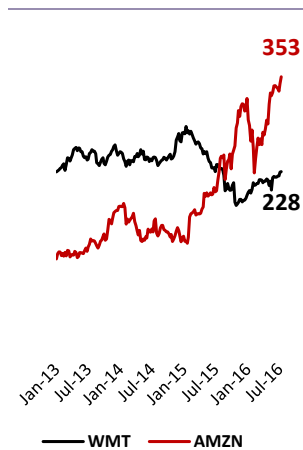
Nous reviendrons plus en détail sur ces quatre modèles au fil de cette étude dans laquelle nous initions **Zalando** avec une recommandation Neutre (FV de 39EUR), **Yoox Net-A-Porter** avec une recommandation Achat (FV de 33EUR), **H&M** avec une recommandation Neutre (FV de 295SEK) et **Inditex** avec une recommandation Achat (FV de 38EUR). Ces quatre entreprises correspondent chacune à l'un des quatre archétypes que nous avons décrits ci-dessus.

2. Uber.com ?

2.1. Le « web-hypermarché »: Amazon

2.1.1. La machine de guerre Amazon

Capitalisation boursière de Wal-Mart et Amazon (en MdsUSD) :



Source: Datastream

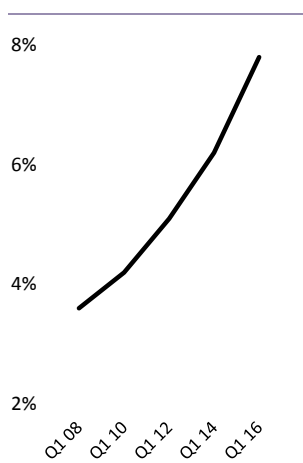
Amazon est l'un des symboles majeurs de cette mutation de la consommation vers le e-commerce. Le « passage de témoin » entre le géant de la nouvelle économie et le n°1 mondial de la distribution traditionnelle a eu lieu au cours du mois de juillet 2015, lorsque la capitalisation boursière d'Amazon a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

Ce « croisement » des courbes ne s'explique pas par le volume de CA puisque les ventes d'**Amazon** en 2015 (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 raisons principales : **(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 dans le segment des Textiles & Accessoires aux US

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



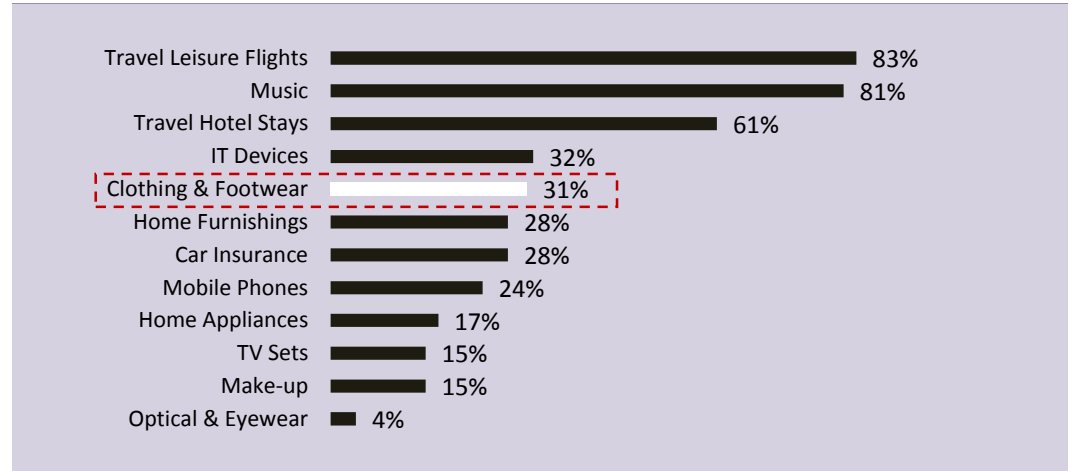
Source: U.S. Census Bureau

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, il 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 segments 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 US 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 vient de 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) :

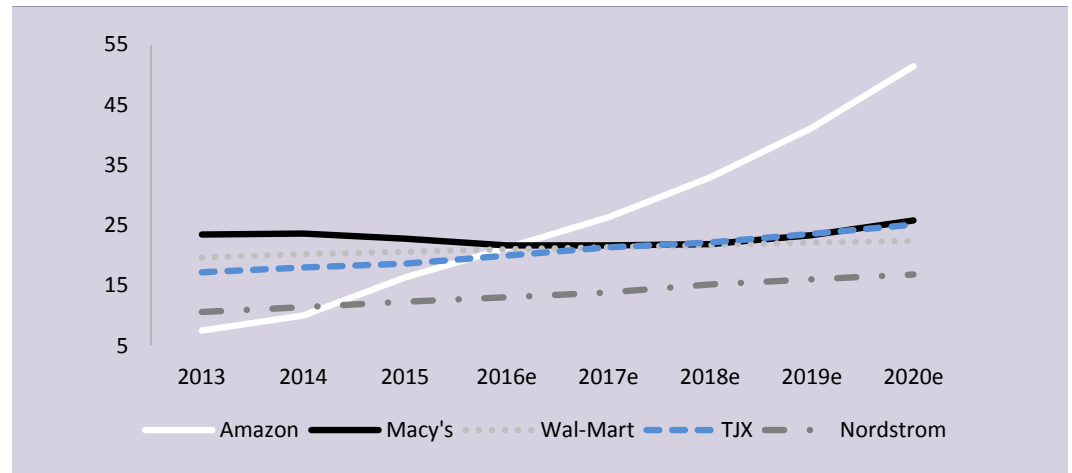


Source: Ecommerce Foundation; Bryan, Garnier & Co ests.

Les chiffres suivants illustrent bien les changements de comportements d'achats 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.

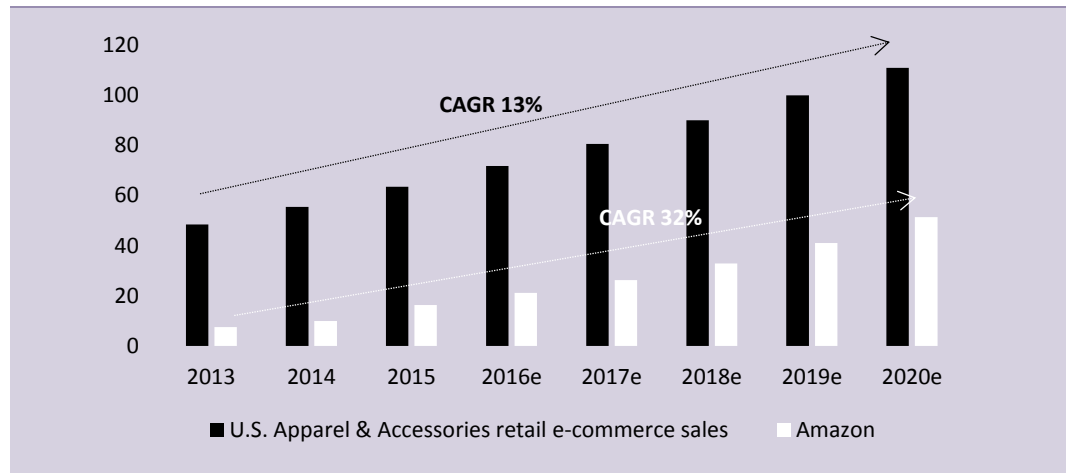
Fig. 19: Amazon vs. retailers traditionnels: évolution des ventes de prêt-à-porter et accessoires en Amérique du Nord (en MdsUSD) :



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

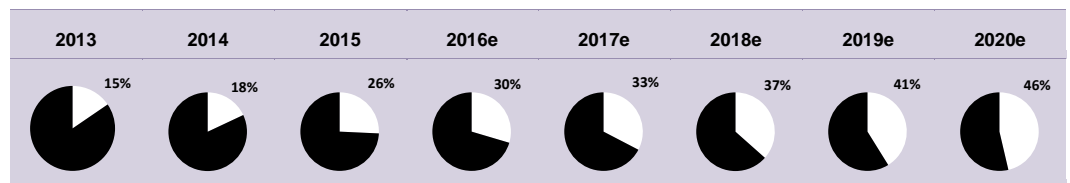
Cette montée en puissance d'**Amazon** se reflète aussi dans la forte progression de ses PdM, reprises dans les deux graphiques ci-dessous : à horizon 2020, 46% des ventes en ligne de prêt-à-porter aux US seront effectuées chez **Amazon**, contre environ 26% en 2015.

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.

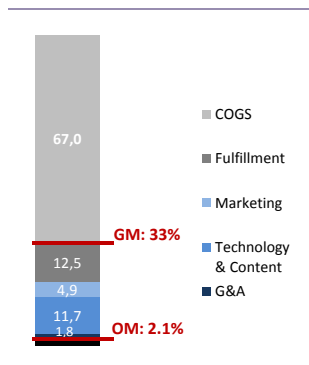
2.1.3. Un business model tourné vers la croissance de la top line

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 (11,6% du CA 2015 contre 9,3% en 2013). Il existe cependant un aspect crucial du business model d'Amazon qui diffère 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 cette offre, il s'est développé directement dans 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, ces tiers 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 US !

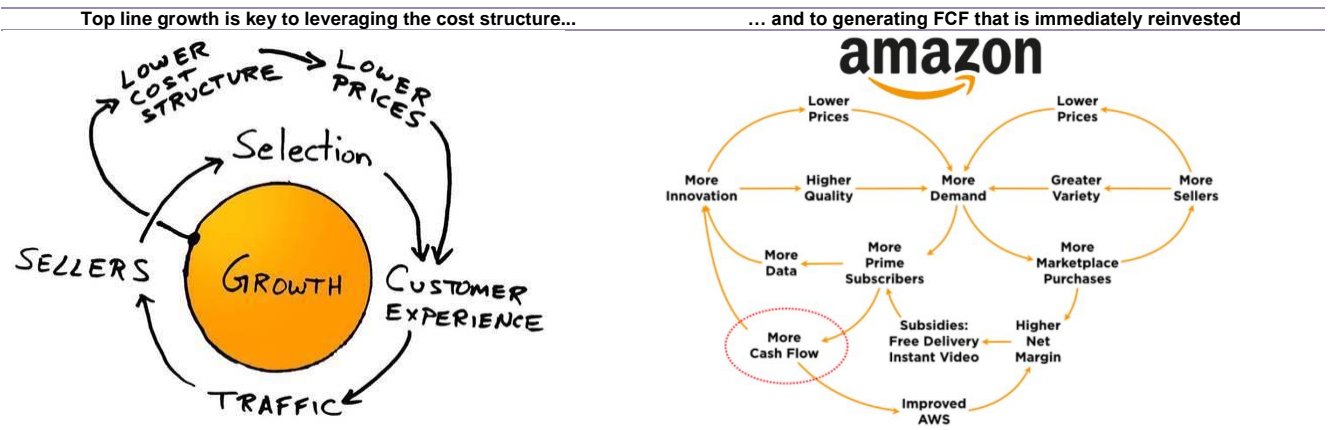
Structure de coûts d'Amazon (2015, en % du CA) :



Source: Company Data

Ainsi, l'absence d'un taux de marge élevé chez Amazon n'est pas un handicap puisque les catalyseurs de la croissance du CA sont financés par la forte génération de FCF. Cette dernière est alimentée par la hausse importante des volumes, principalement 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 voile

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. Par ailleurs, le marché 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 soulignait que depuis le début d'année, près de 75% des achats de vêtements avaient été effectués dans des enseignes à bas prix !**

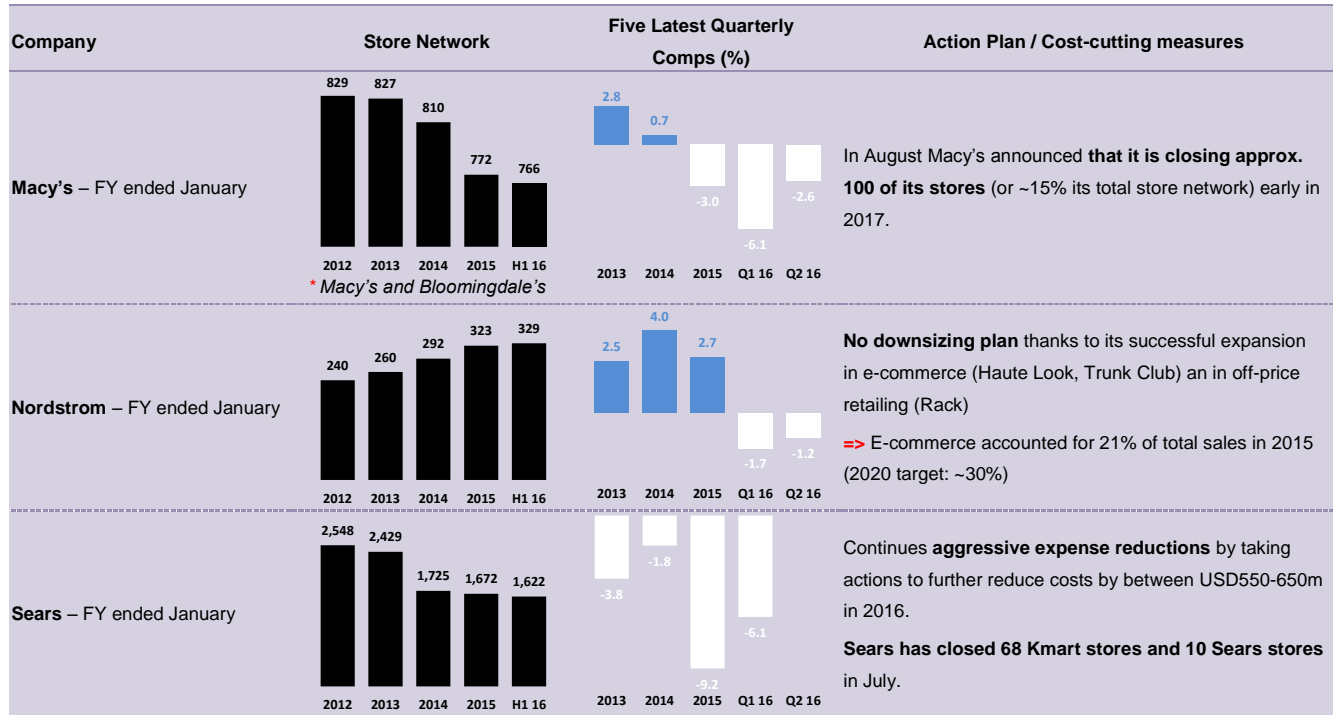
Par conséquent, assortie de cette déflation, la baisse du trafic a pénalisé les ratios des enseignes traditionnelles. Ainsi, le cabinet de conseil spécialisé en immobilier Green Street Advisors a noté que la densité commerciale (CA/m²) des *department stores* avait chuté de 24% entre 2006 et 2015 (~1 650USD/m² en 2006) alors que, dans le même temps, leur surface commerciale n'avaient 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 chaînes positionnées dans 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 » (rénovations 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 :

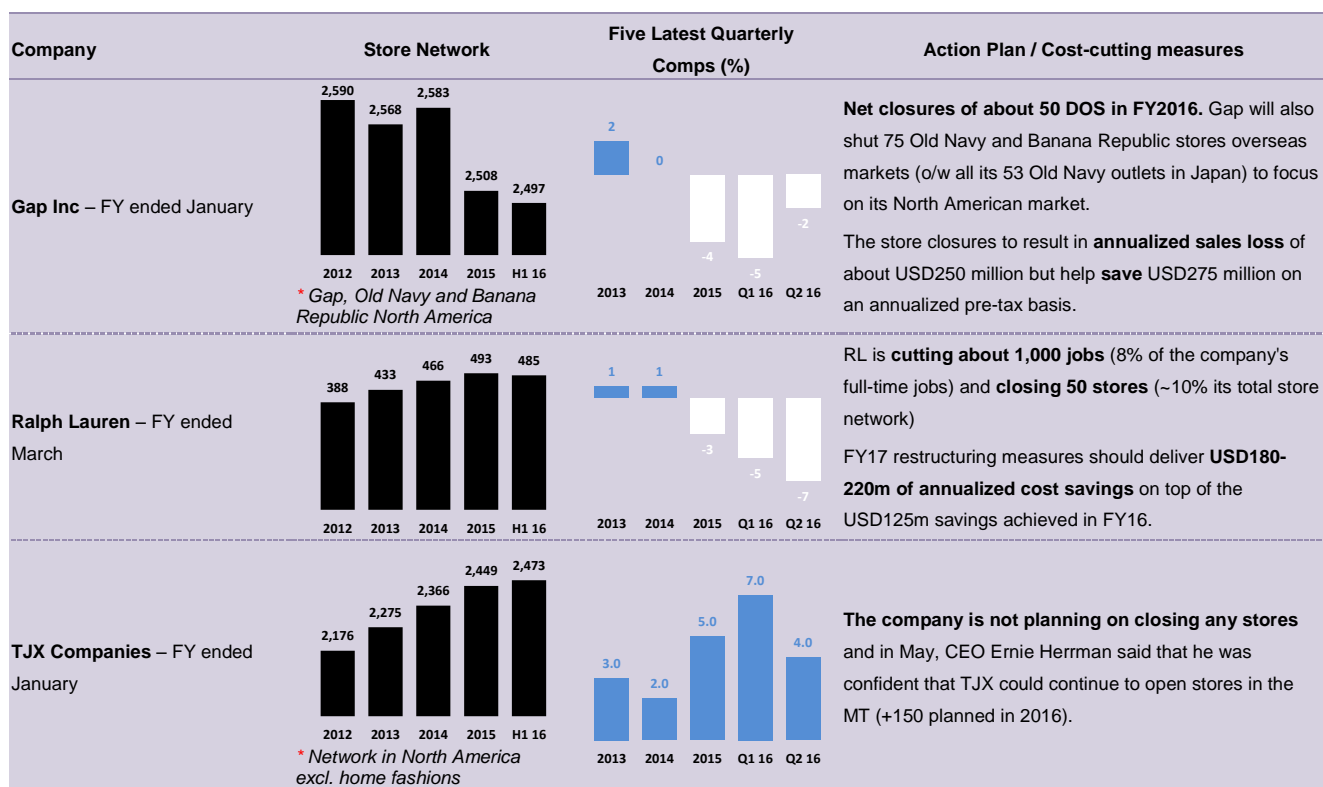


Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co

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% de CA total et 25% du *wholesale* de **Ralph Lauren**). 2/ Elles ont 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.

A noter, par ailleurs, le succès des enseignes discount. 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 réduit (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 clients 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, le 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. 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 afférant. Or, les valorisations de prime abord astronomiques des e-commerçants (le multiple de CA 2017 de 1,7x et ratio d'EBITDA de 23x, selon le consensus, en ce qui concerne Zalando) ne peuvent certainement 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 (i. 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

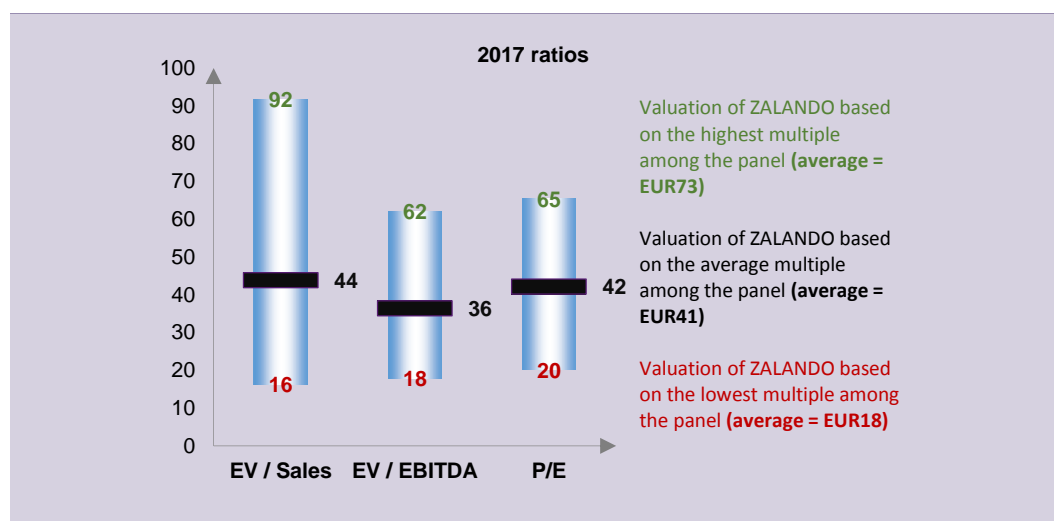
EURm	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 Normative	
Sales	3 678	4 543	5 578	6 813	8 236	9 710	11 159	12 492	13 612	14 426	14 859
Variation (%)	24,3%	23,5%	22,8%	22,1%	20,9%	17,9%	14,9%	11,9%	9,0%	6,0%	3,0%
EBIT (before SBC)	198	276	381	516	686	809	929	1 040	1 134	1 201	1 237
Margin	5,4%	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.

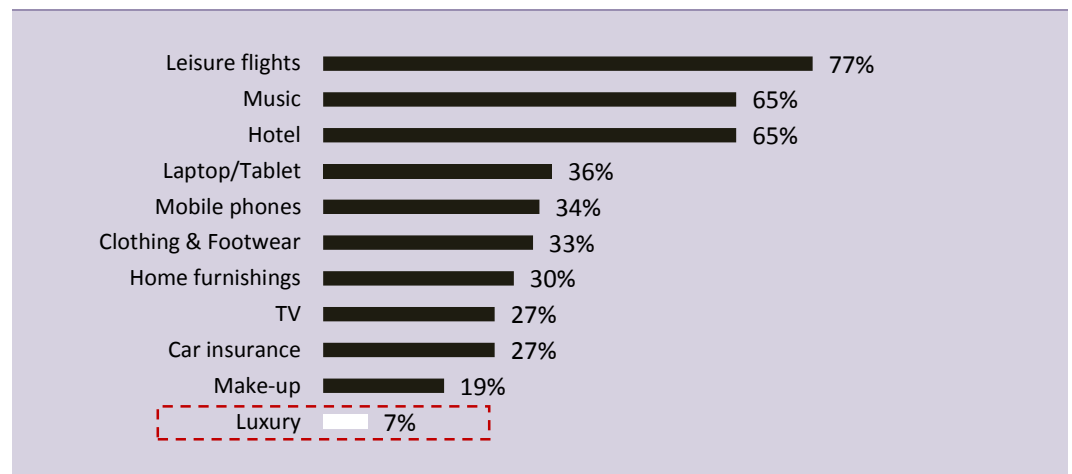
2.3. La « web-niche »: YNAP (Acheter, FV @EUR33)

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 consommations (~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 sur 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 terreau 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 mono-marque à ce jour). Le risque étant que certaines marques partenaires à l'instar de Kering décident, à terme, d'internaliser la gestion de l'ensemble des sites internet des marques qu'elles 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 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 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

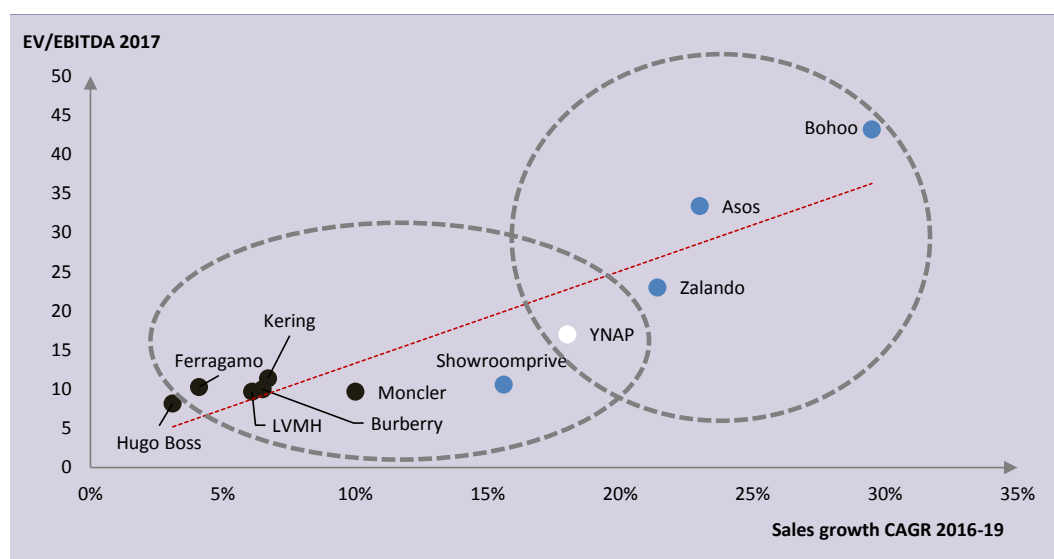
€ m	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 Normative	
Sales	1 886	2 257	2 647	3 117	3 686	4 265	4 827	5 340	5 772	6 092	6 274
Variation (%)	13,3%	19,7%	17,3%	17,8%	18,3%	15,7%	13,2%	10,6%	8,1%	5,5%	3,0%
EBIT (excl. PPA / IPC)	97	109	144	200	267	308	349	386	417	440	454
Margin	5,1%	4,8%	5,4%	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.

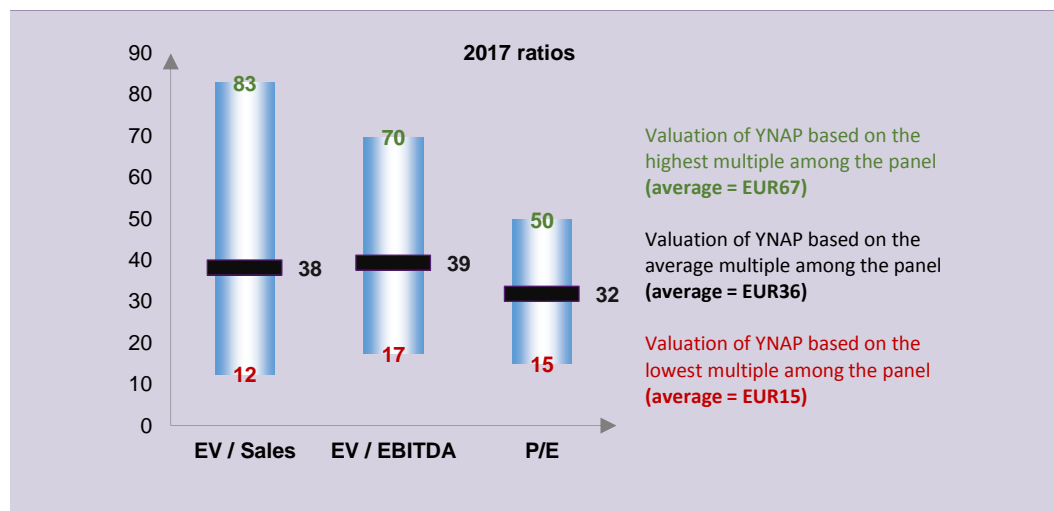
Fig. 32: Façon dont le marché perçoit et valorise YNAP



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

Néanmoins, nous ne cantonnons pas ce travail aux multiples de CA et l'élargissons au ratio 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.

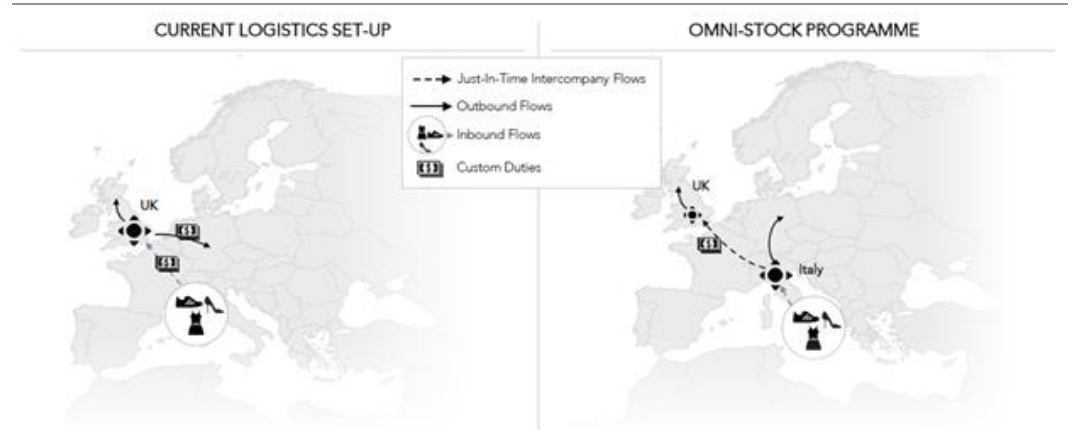
2.3.5. Quid du Brexit ?

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 UK 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 37) :

- **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, puisque leur 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 se renseignent 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 requière 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**, il 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 réalisés dans la zone de Paris* » (à Liverpool, ce même pari du physique a permis de doubler les ventes de la zone en l'espace de six mois).

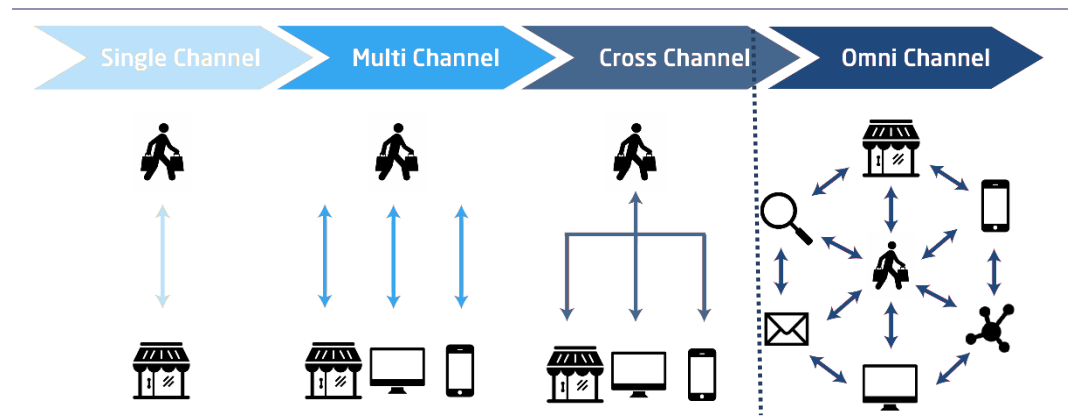
Fig. 37: Quelques exemples de Click to Mortar

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 leurs clients, meilleure réactivité, notoriété de la marque accrue, etc.).

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

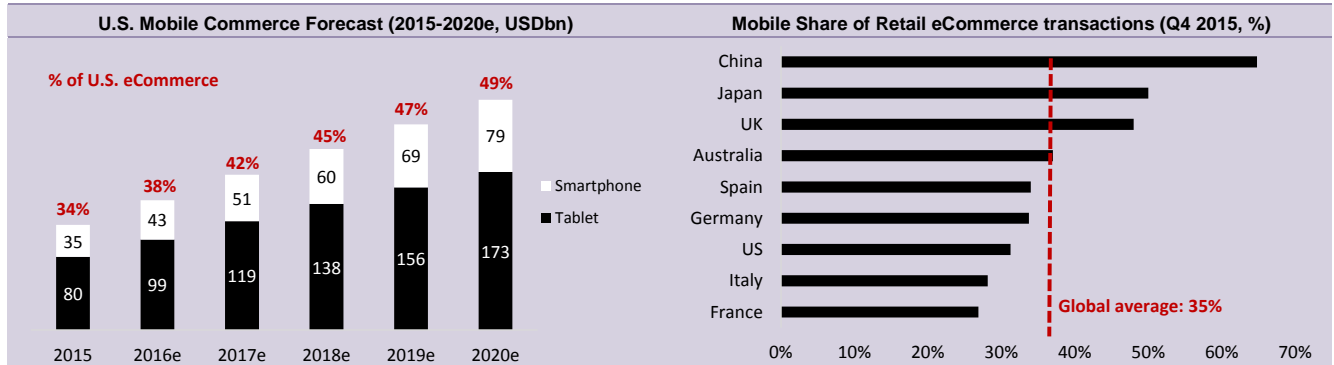


Source: Bryan, Garnier & Co.

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 est en plein essor. Comme le montre le graphique de gauche ci-dessous, le m-commerce aux US (tablettes et smartphones) a représenté 34% des dépenses online en 2015, 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).

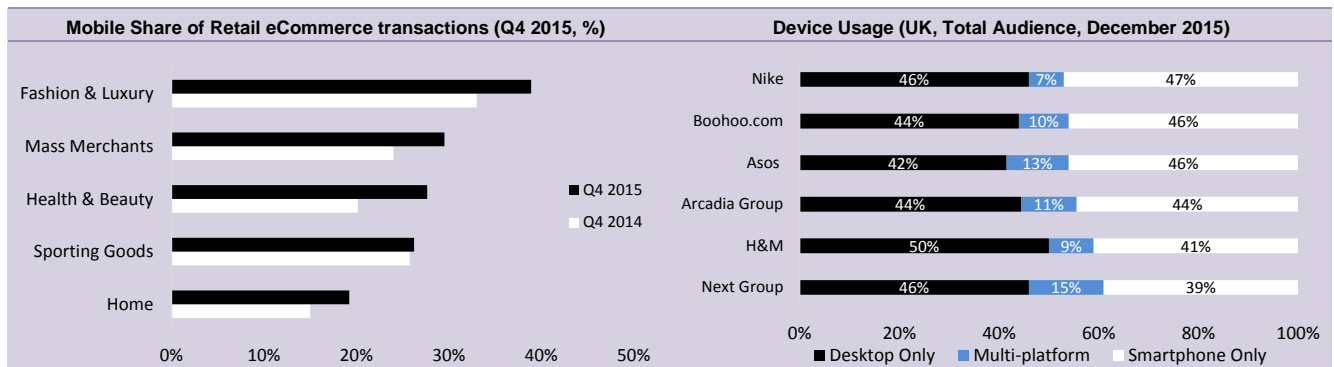
Fig. 39: Le mCommerce représente déjà 35% des achats en ligne dans le monde :



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 UK 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 :



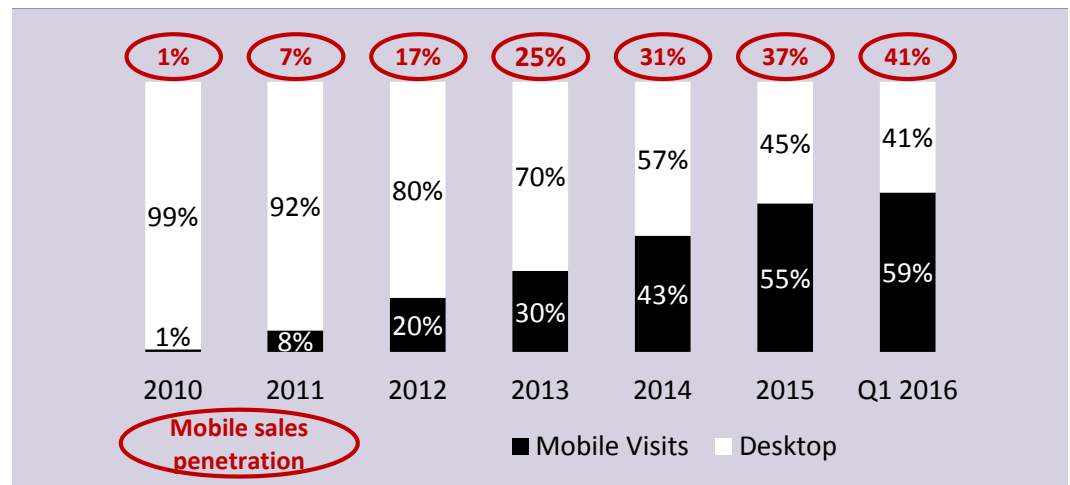
Source: Criteo, comScore

Le segment premium/luxe n'échappe au phénomène mobile

Au mois de juillet le groupe italien de ventes de luxe en ligne **YNAP** (Yoox Net-a-Porter Group) a organisé un *Capital Market Day* dans lequel il soulignait la contribution importante du mobile dans la croissance du groupe : **à la fin du T1/16, le mobile (smartphones et tablettes) représentait 59% du trafic et 41% du CA** alors que ce canal ne pesait qu'un 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 et 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 fermetures 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'achats 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 simplement 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'ouvertures 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 : une présentation ludique, assortie de conseils avisés, encourage le client à essayer le produit; le site et l'appli lui permettent de prendre rendez-vous pour des sessions de formations (Genius Bar), payer ou faire réparer ses produits ; à chaque instant, les vendeurs sont équipés de smartphones et/ou d'iPad 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

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

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, en lui permettant de connaître en temps réel l'évolution des ventes de chaque magasin (pour s'assurer que l'offre s'accorde avec les goûts de sa 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'essayages virtuelles prolongent le temps passé en boutique et améliore le taux de conversion.

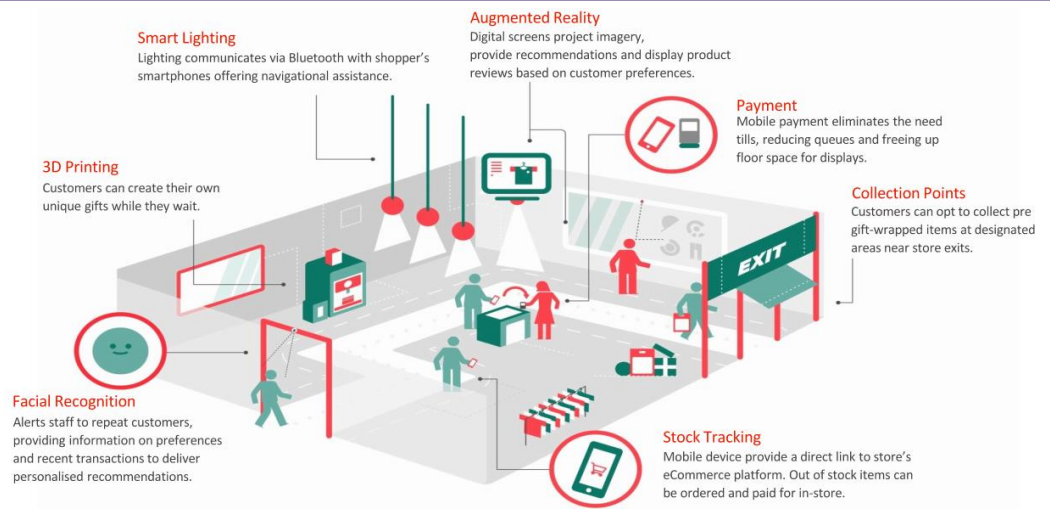
Fig. 42: Trois solutions digitales pour « connecter » un magasin :



Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co.

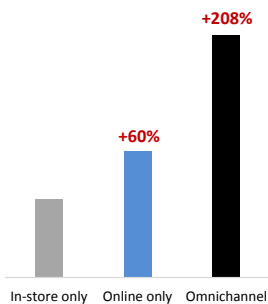
La digitalisation des magasins permet une mise en place efficace du service « Click-and-Collect » : le client d'une marque de prêt-à-porter peut commander en ligne le vêtement qu'il désire, puis se rendre dans le magasin le plus proche afin de l'essayer. Entre-temps, grâce à une gestion transversale des stocks (stocks partagés entre tous les canaux) et à un accès au profil du client, le vendeur a 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 fois plus qu'un client traditionnel

Bien que cette digitalisation des points de vente requière 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 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.

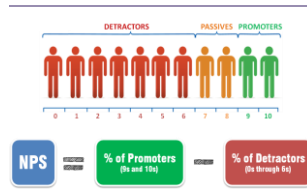
Les indicateurs classiques basés sur les transactions (croissance à magasins comparables, CA/m², taux de conversion, etc.) ont dû être revisités, parce qu'ils ne prennent pas en compte la contribution des magasins à l'amélioration de l'expérience client et la visibilité de l'enseigne. Plusieurs marques 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

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

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 :

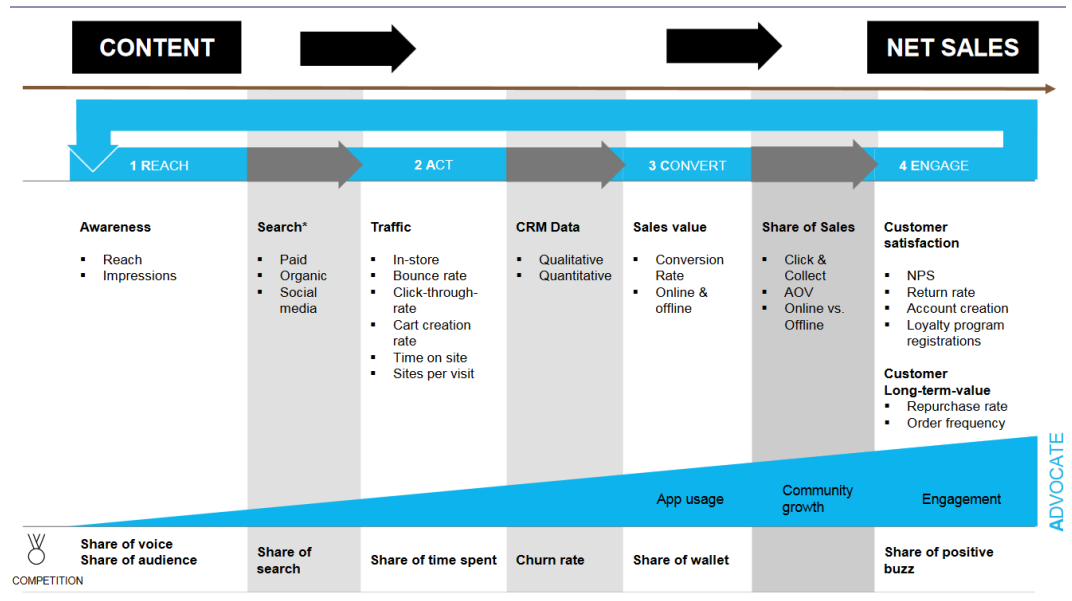


Source: Bain & Co.

(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 :

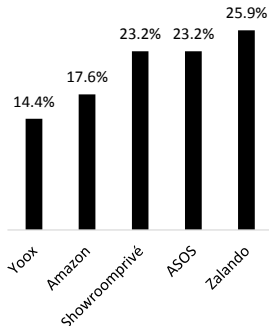


Source: Hugo Boss

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)

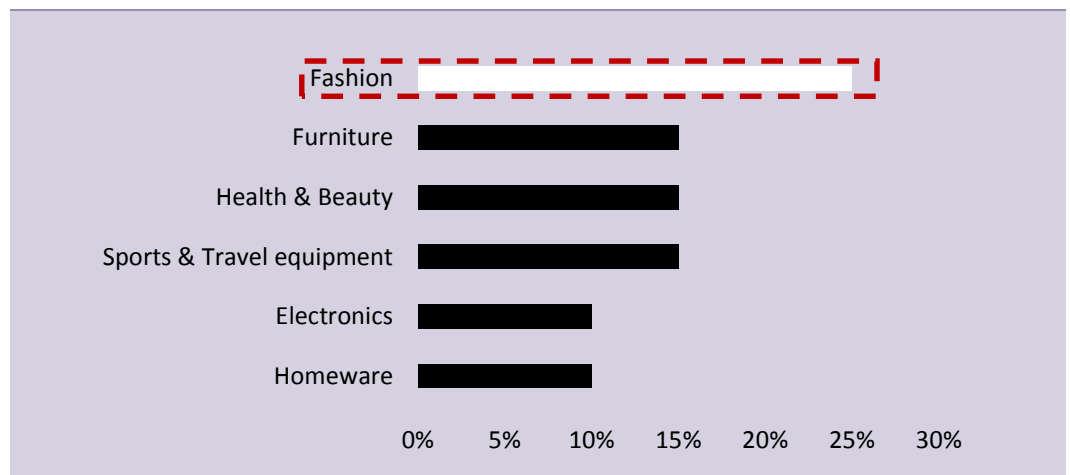
Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co.

Comme le montre le graphique ci-contre, la logistique et le traitement des commandes (« *fulfillment costs* ») est souvent 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 des nouveaux marchés (le volume d'affaires initial ne permettant pas de couvrir les frais logistique) ; **(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).

Fig. 45: Taux de retour des commandes internet (UK, 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 UK (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 leurs smartphones 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
Hugoboss.com				
 Regular-fit suit 'Jewels/Linus' by BOSS	EUR499	GBP500	EUR655	USD795
Price in EUR (base 100= Germany)	100	119	131	143
Zalando				
 Regular-fit suit by HUGO	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

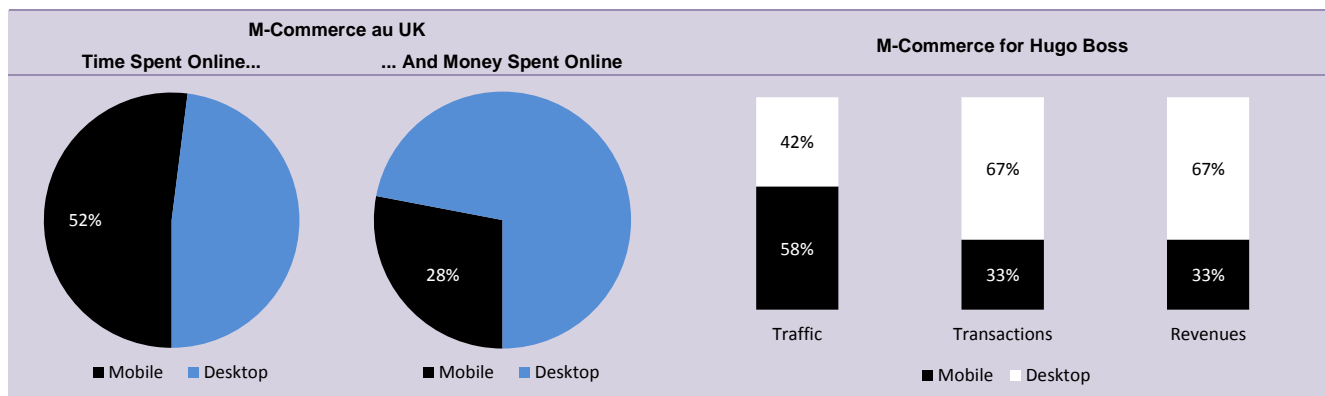
Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co.

M-Commerce : comment accroître les taux de conversion ?

Comme nous l'avons précisé auparavant, le trafic mobile (portable + tablettes) est devenu majoritaire chez quasiment tous les acteurs (67% chez **Zalando** au Q3 2016 / 59% au Q3 2015 52% vs 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 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.

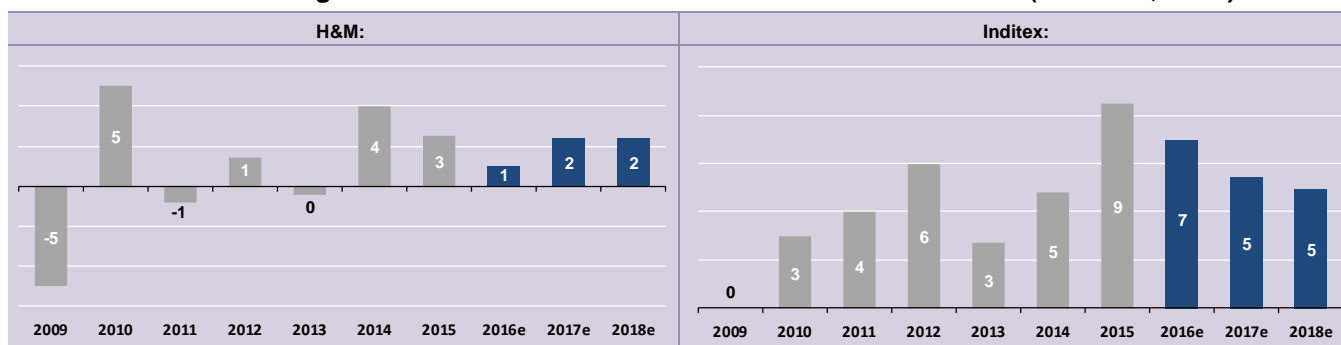
Toutefois, les groupes H&M et Inditex disposent de plusieurs atouts majeurs à faire valoir face à cette concurrence. Avant même l'apparition de la plupart de ces *retailers* online, H&M et Inditex avaient déjà une stratégie de conquête reposant sur : **(i)** l'international, **(ii)** le multicanal (puis l'omnicanal) et **(iii)** le multi-marques, 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 !

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

Dès le début, le groupe Inditex s'est construit dès le début 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 pouvoir la livrer en deux semaines** environ. Ainsi, le groupe espagnol est moins exposé aux changements de tendance et aux conditions climatiques qui sont rarement évoquées dans sa communication.

L'approche « top-down » du groupe suédois H&M est plus classique et se rapproche de celle du restant de l'industrie avec une équipe de création donne l'impulsion pour le design des collections. Il en est de même pour la *supply chain* avec **une production majoritairement effectuée en Asie (~80% du total) qui requière des délais d'approvisionnements de six mois** avant la 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.

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



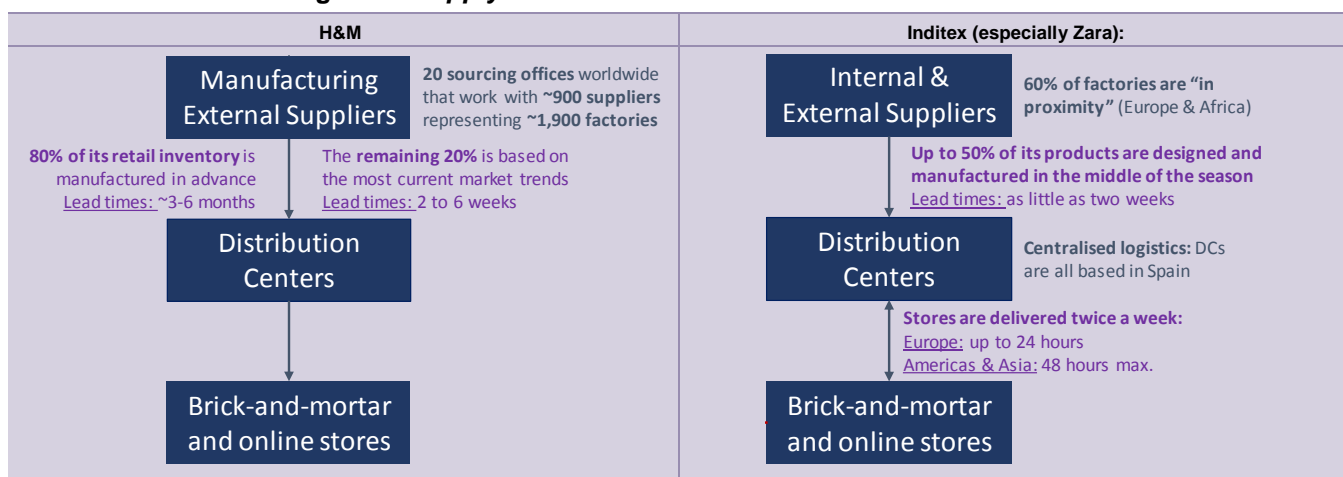
Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests.

Les « lead times » courts sont aussi bénéfiques aux taux de marges

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. Cette réactivité forte amène plusieurs avantages concurrentiels : **(i)** d’afficher un taux d’invendus de 10% environ (industrie : ~20% en moyenne), **(ii)** un taux de retour de 25-30% (industrie : ~50% en moyenne) et **(iii)** ~80-85% des produits sont vendus « *full-price* » contre ~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’en 2015, elles ont représenté environ 7% du CA d’H&M et ~5% du CA d’Inditex. A partir de nos estimations de CA *online* 2015 pour H&M et Inditex, nous avons de prévoir l’évolution de ces ventes *online* (en % du CA total) ainsi que leur contribution à la croissance à magasins comparables pour chaque groupe, 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 plus 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. 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.

Cette montée en puissance du circuit *online* va s'accompagner de coûts opérationnels supplémentaires (frais logistiques, coûts associés aux retours, etc.) mais selon nous, cette inflation ne devrait que légèrement peser sur les marges d'H&M et Inditex. En effet ce dernier a précisé **qu'un tiers des commandes en ligne étaient retirées en magasin et près de deux tiers des retours étaient effectués en magasin**. H&M mais nous pensons que le suédois doit observer le même phénomène avec sa clientèle.

Stratégie omnicanal : le magasin physique reste au centre de la stratégie de croissance

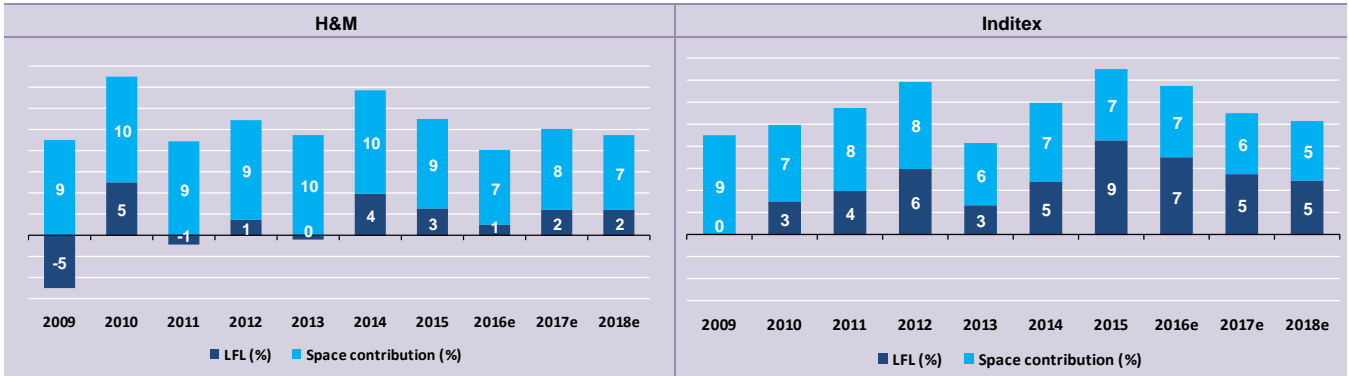
Malgré la montée en puissance du circuit *online*, le magasin reste le point de contact privilégié avec leur clientèle tant chez H&M que chez Inditex. En outre, **leurs magasins et leurs vitrines sont le premier vecteur de communication pour accroître leur notoriété** car contrairement à la quasi-totalité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

H&M a maintenu son objectif de faire croître sa surface commerciale de 10-15%/an. Nous pensons toutefois que le groupe suédois 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.

Contrairement à H&M, en début d'année Inditex a abaissé son objectif MT de croissance de la surface commerciale (+6-8%/an contre +8-10% précédemment). Selon nos prévisions, 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.

Pour les deux groupes, la contribution de l'effet surface sera donc inférieur à celles des années antérieures (cf. Fig. 54). Selon nous, les investisseurs vont encore plus surveiller les croissances LFL. Par conséquent nous sommes 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. 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

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, comme illustré dans le tableau ci-dessous.

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

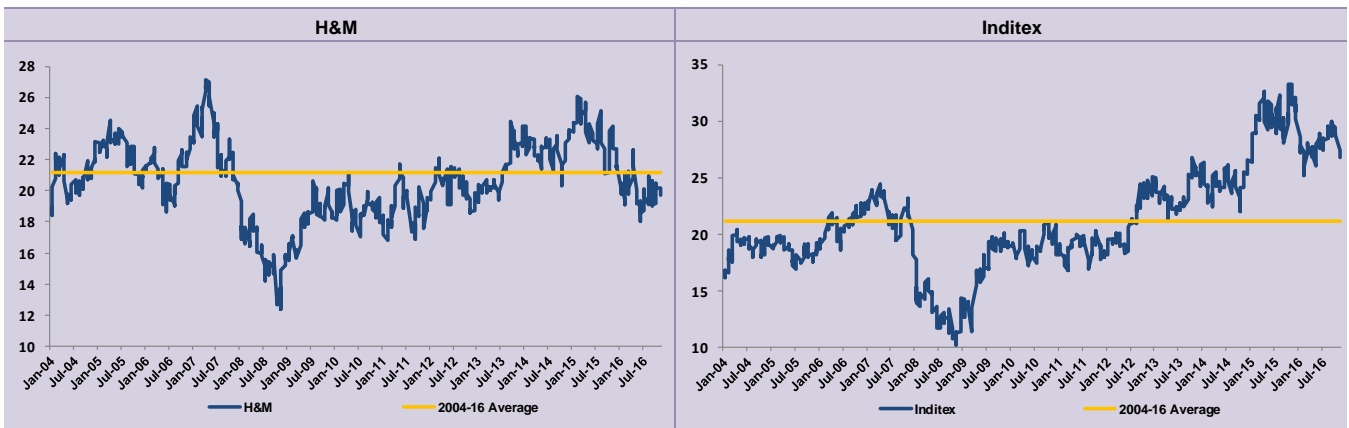
% change	Sales	EBIT	EPS
H&M	9.5	10.3	10.3
Inditex	10.5	12.1	12.0

Source: Bryan, Garnier & Co ests

Comme évoqué dans ce chapitre, nous pensons que le groupe espagnol offre un profil plus défensif grâce à son modèle *customer-centric* et la grande réactivité de sa *supply chain* pour constamment lancer des collections qui sont les plus proches possibles des attentes des consommateurs. Cette plus grande confiance du marché se reflète dans l'évolution des multiples des deux groupes (cf. graphiques ci-dessous) : 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 aussi que la marge brute d'Inditex est moins sensible à la hausse du dollar (~35% des COGS vs. >80% pour H&M), Inditex pouvant alors 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* », **H&M** et **Inditex** se traitent à des niveaux similaires (1,6x 2017e) grâce à de meilleures perspectives de croissance.

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	
					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 d'Inditex (Achat – FV : 38EUR). Nos FV sont obtenues à partir de 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

Zalando EN BREF: Zalando, le « web category killer »

Fair Value 39EUR, NEUTRE Initiation de couverture

Yoox Net-A-Porter (Fair Value 33EUR ACHAT Initiation de couverture)

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

H&M (NEUTRE, 295SEK initiation de
couverture),
Inditex(ACHAT, 38EUR initiation de
couverture)

« Fast-Fashion » : un secteur en rapide mutation

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	the Autorité de Contrôle prudentiel et de		
Conduct Authority (FCA)	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.