

INDEPENDENT RESEARCH

28 novembre 2016

Luxe & Biens de conso

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

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



Yoox Net-A-Porter

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

Fair Value 33EUR (cours 24,89EUR)

ACHAT
Initiation de couverture

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

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

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

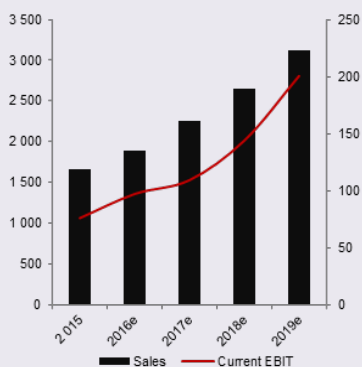


Analyst:
Antoine Parison
33(0) 1 70 36 57 03
aparison@bryangarnier.com

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

Research Assistant : Clement Genelot

Yoox Net-A-Porter



Activités

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

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

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

Sommaire

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

1. Deux âmes sœurs

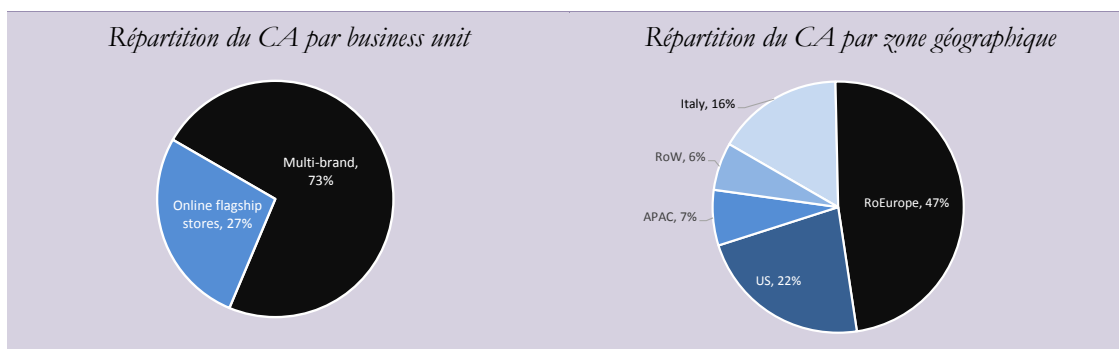
1.1. Yoox: bonnet blanc...

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

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

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

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



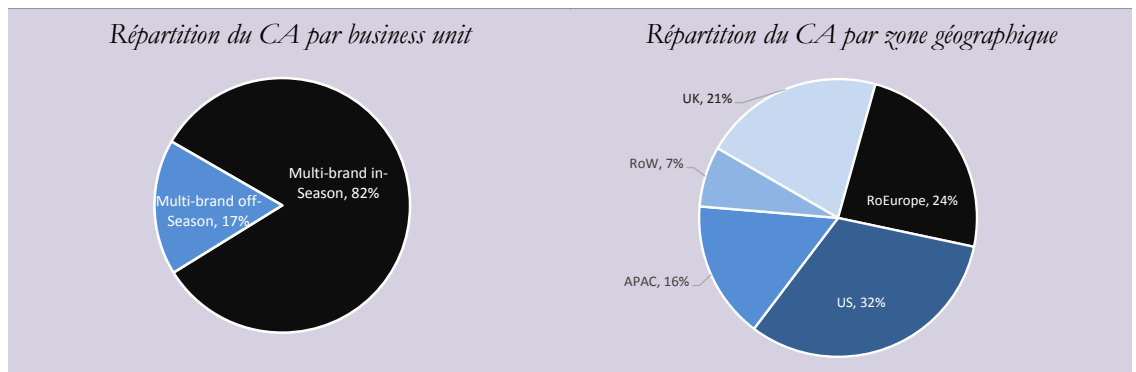
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

1.2. NAP : ...blanc bonnet

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

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

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



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

1.3. Un mariage de raison

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

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

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

Fig. 3: Présentation de YNAP – pro forma 2015



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

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

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

Fig. 4: Actionnariat du nouveau groupe YNAP

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

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

Montée en gamme et potentiel de synergies opérationnelles

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

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

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

Fig. 5: Une montée en gamme apparemment bénéfique

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

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

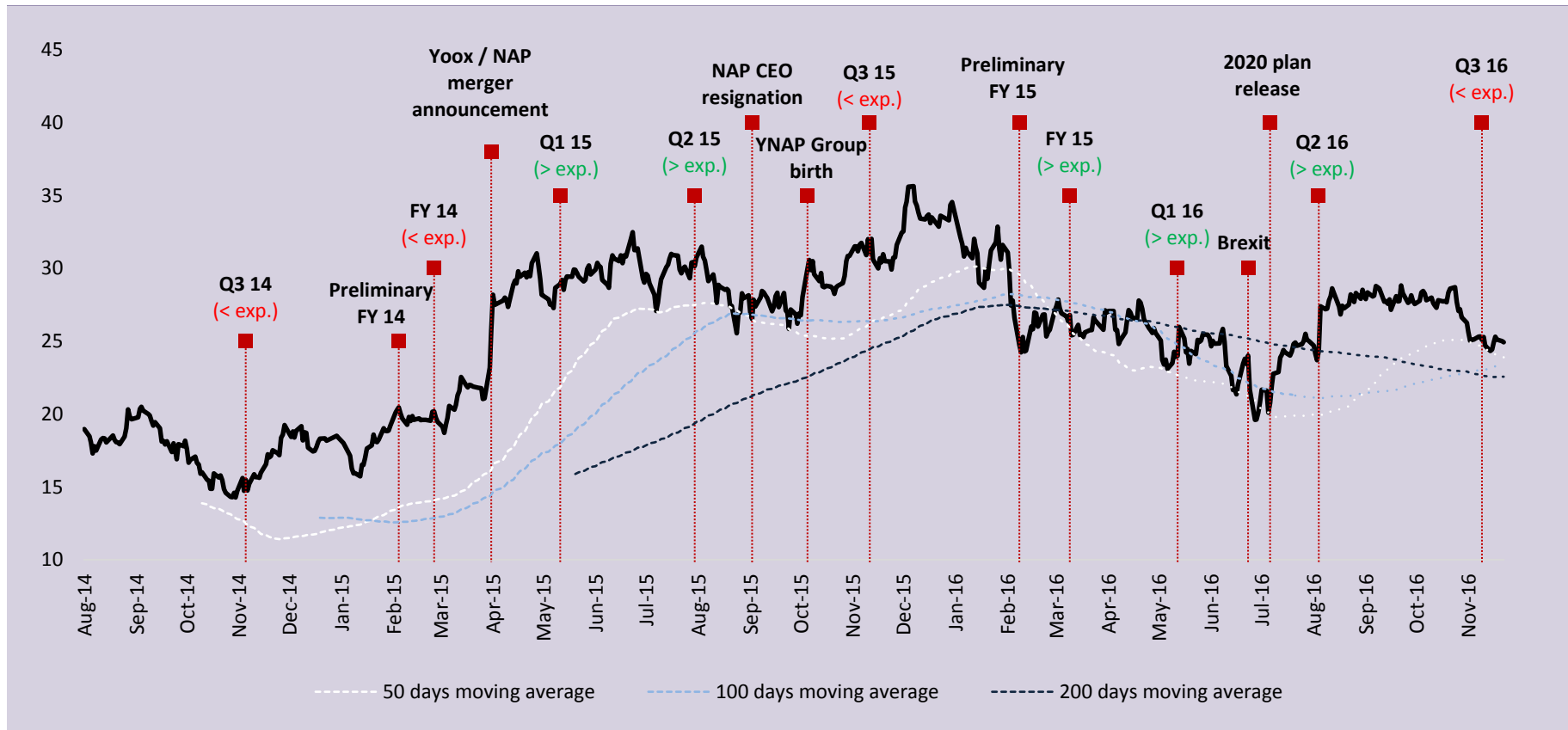
Fig. 6: De fortes complémentarités sur le « off-season » et les corners

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

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

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

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



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

1.4. Analyse swot de Yoox Net-A-Porter

Fig. 8: SWOT d'YNAP

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

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

2. Une offre unique sur le segment de l'abordable luxury

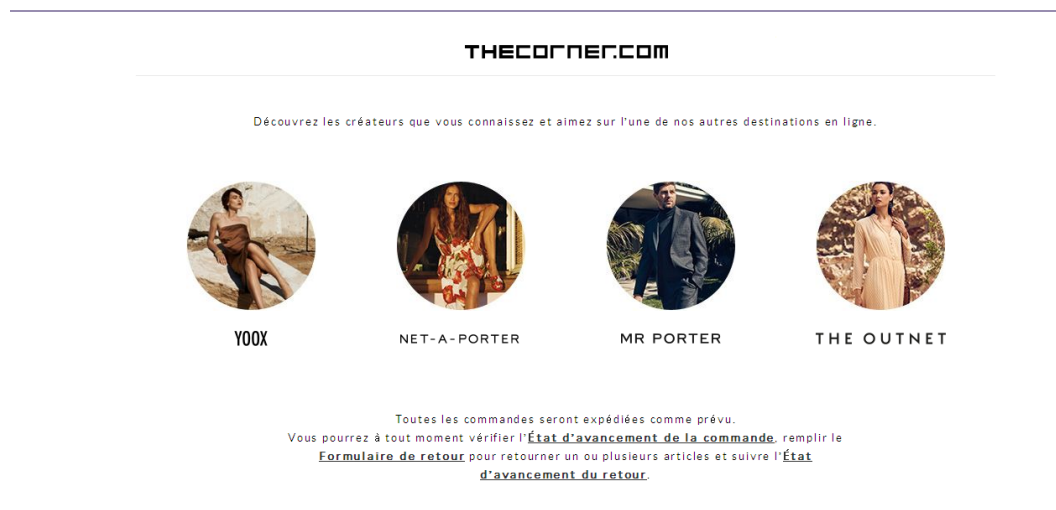
2.1. Une offre exhaustive sur le "in" et "off" season

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

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

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

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

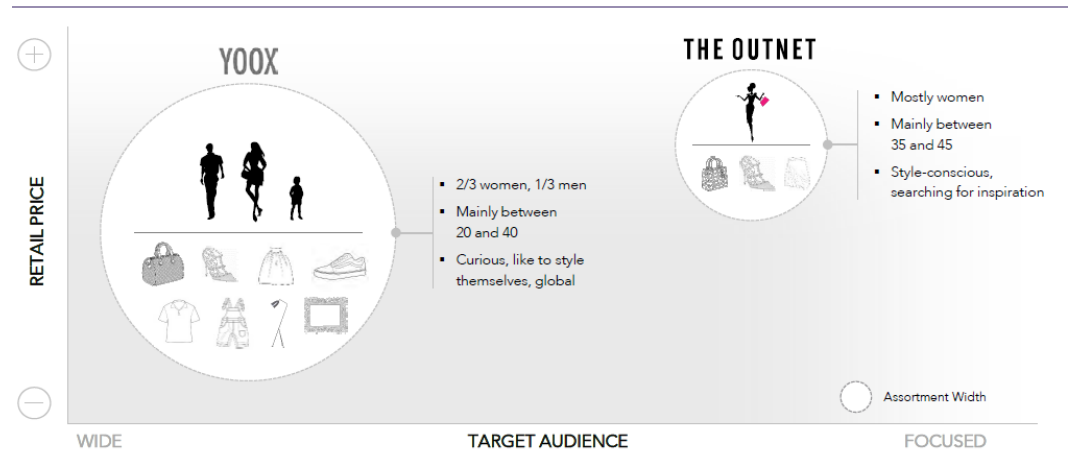


Source: TheCorner.com.

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

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

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



Source: Yoox Net-A-Porter.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3. Vers une industrialisation du modèle

3.1. Densification du maillage

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

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

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

Fig. 11: Extension des capacités logistiques

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

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

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



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

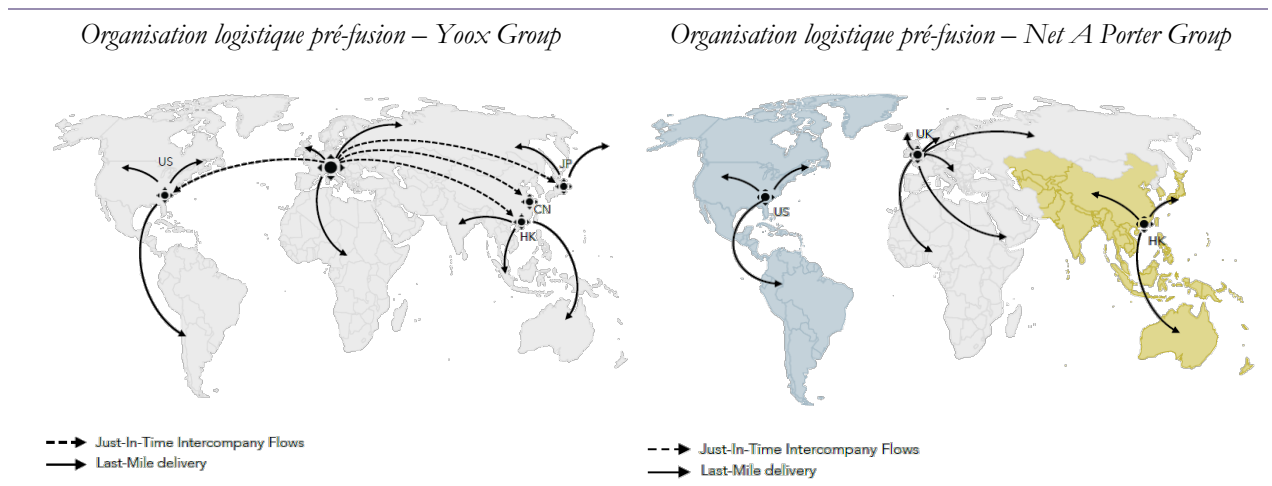
3.2. Harmonisation des processus logistiques

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

1/ Les flux « directs »

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

Fig. 13: Deux organisations différentes



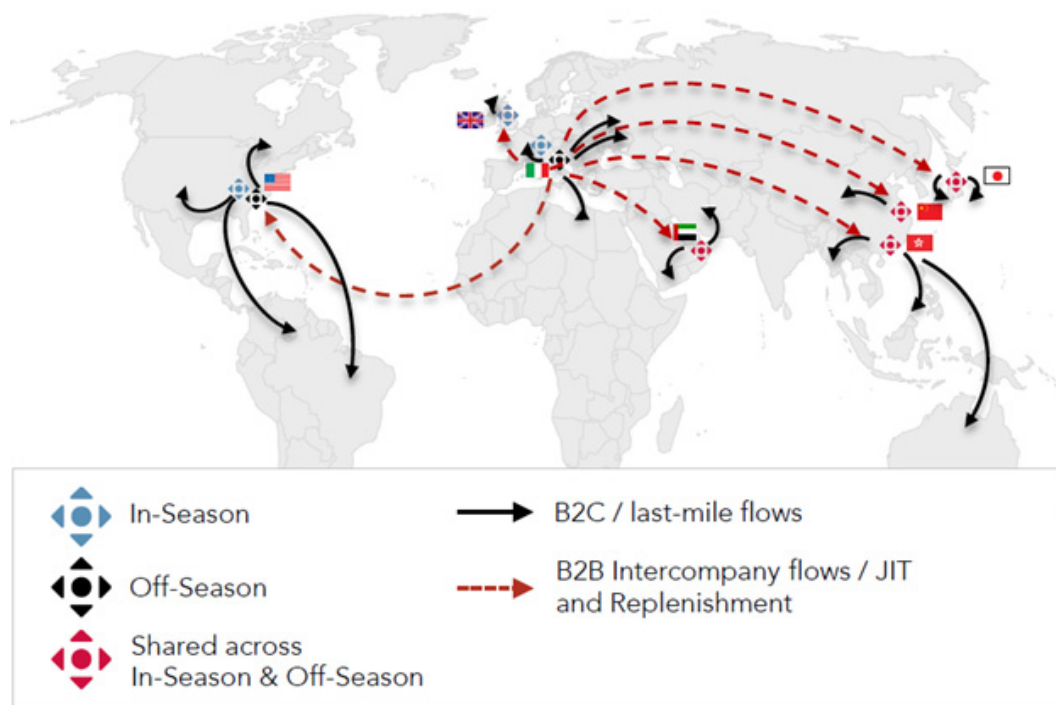
Source: Yoox Group; Net A Porter Group.

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

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

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

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



Source: Yoox Net-A-Porter.

2/ Les flux « indirects »

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

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

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

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

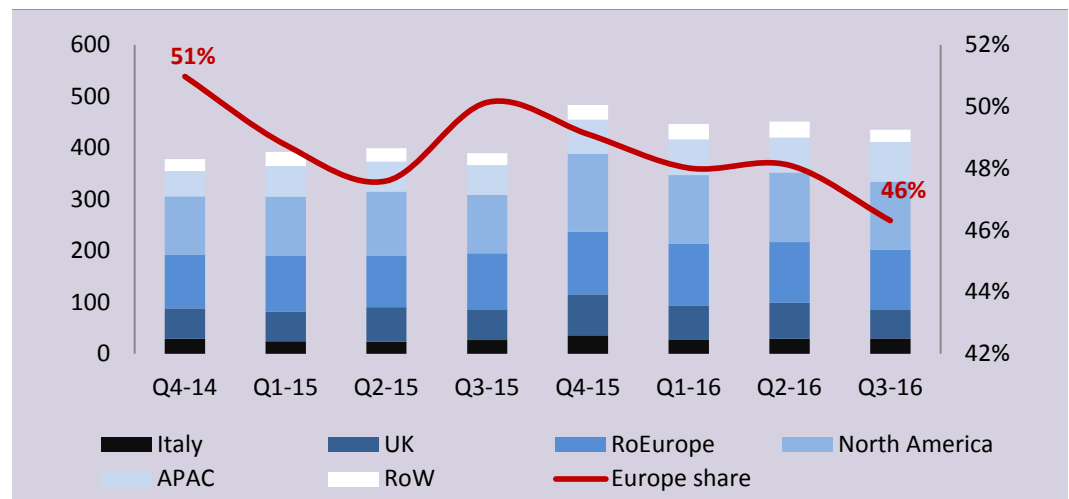
4. Les performances financières de YNAP

4.1. La croissance sur le marché du luxe online

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

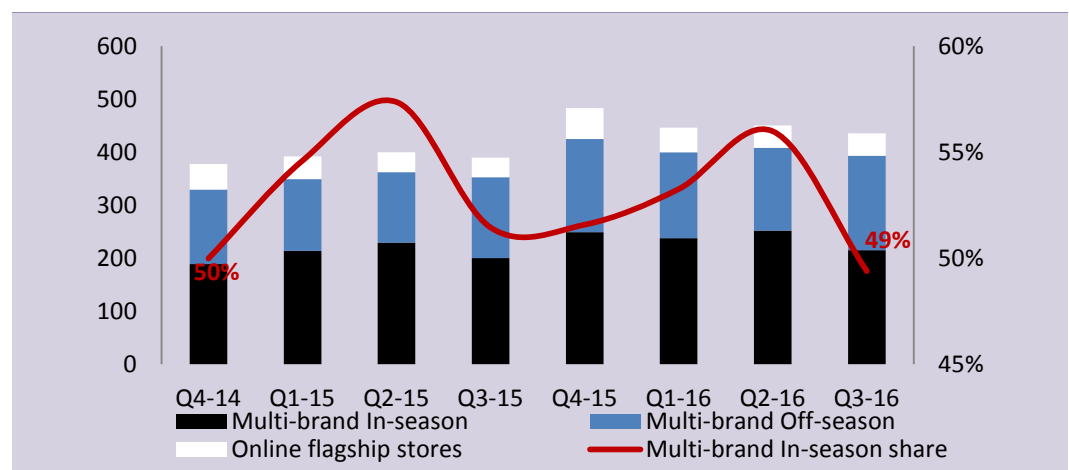
A l'instar du Moyen Orient, cette dernière revêt une attention particulière. En effet, la Chine présente l'un des plus grands potentiels de développement pour le e-commerce avec des taux de croissance proche de 33% actuellement et un potentiel qui reste à explorer (36% de la population âgée de plus de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

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



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

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



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

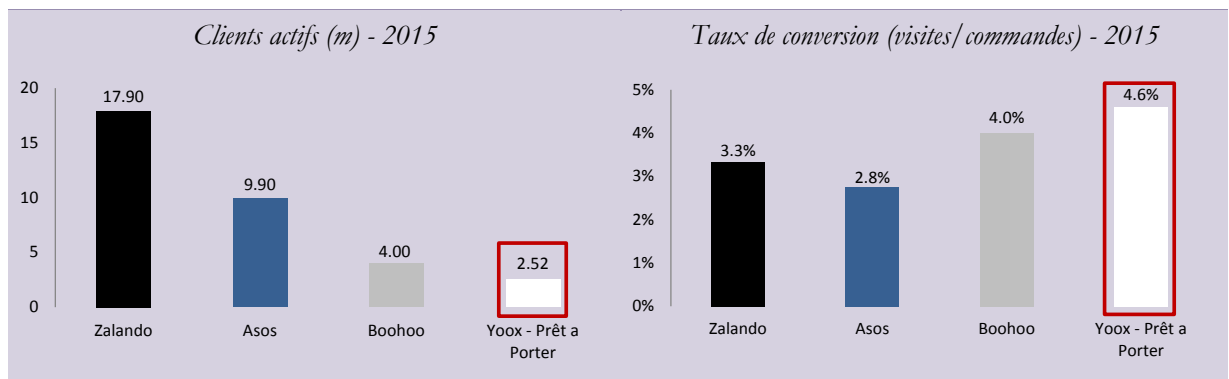
Fig. 17: Caractéristiques des trois grandes régions pour le e-commerce (année 2015)

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

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

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

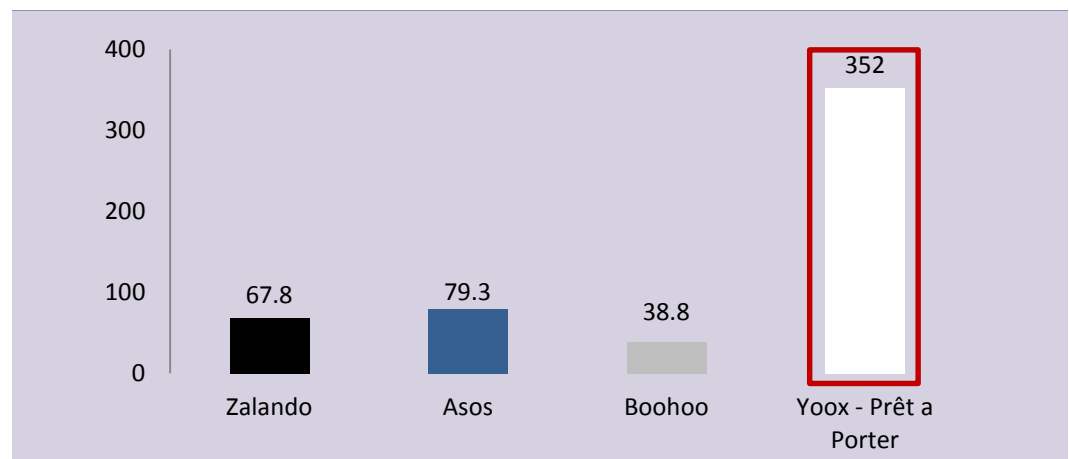
Fig. 18: Le luxe : moins de clients mais plus facilement convertis



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

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

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



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

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

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

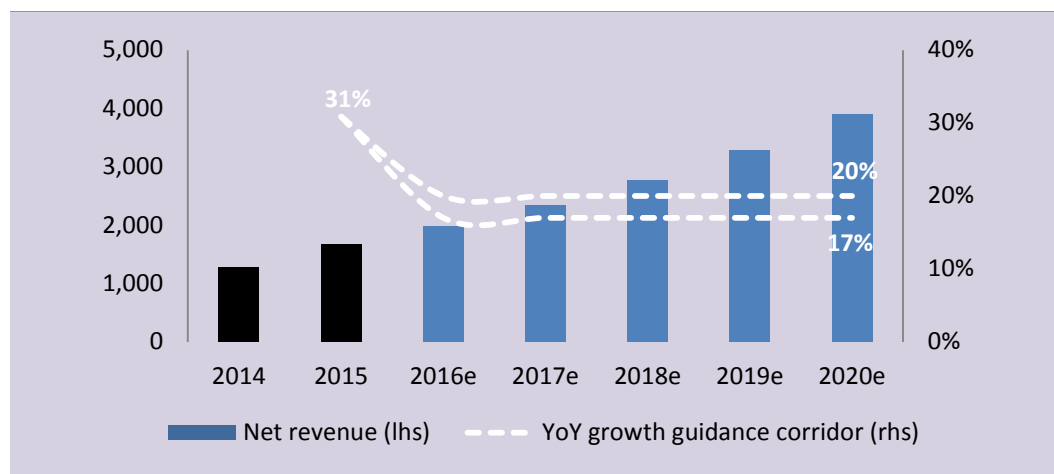
Fig. 20: Un moindre effort sur le traitement des commandes

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

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

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

Fig. 21: Des objectifs commerciaux raisonnables (EURm)



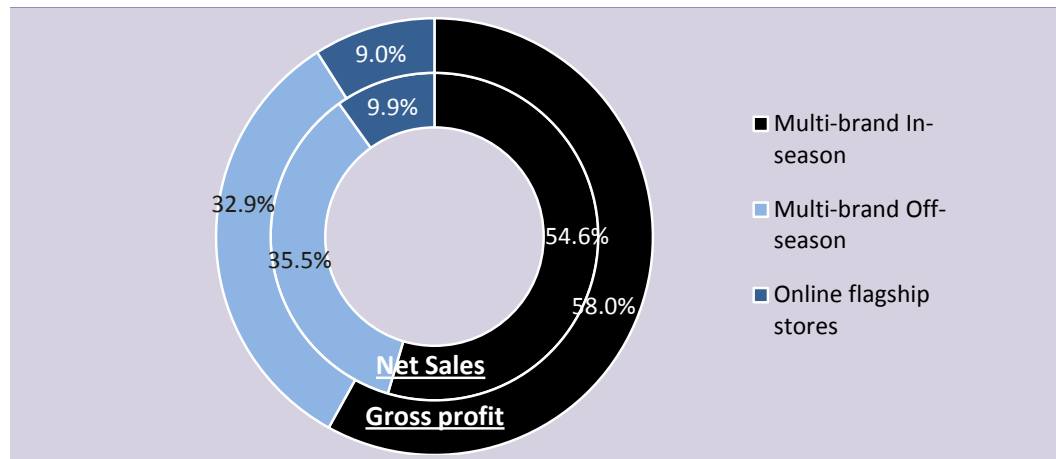
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

4.2. La rentabilité

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

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

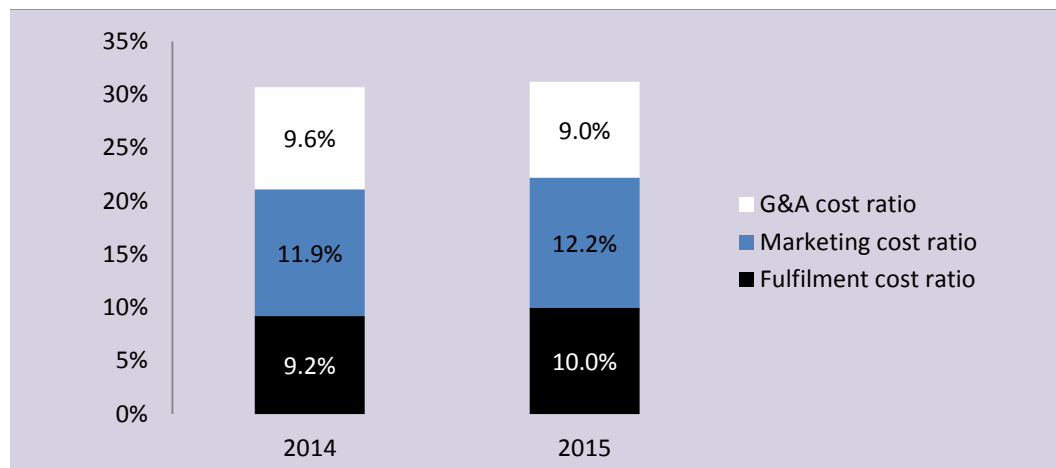
Fig. 22: Répartition du CA net et de la marge brute par activité - S1 2016



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

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

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



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

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

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

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

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

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

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 that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or 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 that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or 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

Summary of Investment Research Conflict Management Policy is available www.bryangarnier.com



BRYAN, GARNIER & CO

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

Important information

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

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

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

The information and opinions contained in this Report have been compiled from and are based upon generally available information which the Firm believes to be reliable but the accuracy of which cannot be guaranteed. All components and estimates given are statements of the Firm, or an associated company's, opinion only and no express representation or warranty is given or should be implied from such statements. All opinions expressed in this Report are subject to change without notice. To the fullest extent permitted by law neither the Firm nor any associated company accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from the use of this Report. Information may be available to the Firm and/or associated companies which are not reflected in this Report. The Firm or an associated company may have a consulting relationship with a company which is the subject of this Report.

This Report may not be reproduced, distributed or published by you for any purpose except with the Firm's prior written permission. The Firm reserves all rights in relation to this Report.

Past performance information contained in this Report is not an indication of future performance. The information in this report has not been audited or verified by an independent party and should not be seen as an indication of returns which might be received by investors. Similarly, where projections, forecasts, targeted or illustrative returns or related statements or expressions of opinion are given ("Forward Looking Information") they should not be regarded as a guarantee, prediction or definitive statement of fact or probability. Actual events and circumstances are difficult or impossible to predict and will differ from assumptions. A number of factors, in addition to the risk factors stated in this Report, could cause actual results to differ materially from those in any Forward Looking Information.

Disclosures specific to clients in the United Kingdom

This Report has not been approved by Bryan Garnier & Co Limited for the purposes of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 because it is being distributed in the United Kingdom only to persons who have been classified by Bryan Garnier & Co Limited as professional clients or eligible counterparties. Any recipient who is not such a person should return the Report to Bryan Garnier & Co Limited immediately and should not rely on it for any purposes whatsoever.

Notice to US investors

This research report (the "Report") was prepared by Bryan Garnier & Co Limited for information purposes only. The Report is intended for distribution in the United States to "Major US Institutional Investors" as defined in SEC Rule 15a-6 and may not be furnished to any other person in the United States. Each Major US Institutional Investor which receives a copy of this Report by its acceptance hereof represents and agrees that it shall not distribute or provide this Report to any other person. Any US person that desires to effect transactions in any security discussed in this Report should call or write to our US affiliated broker, Bryan Garnier Securities, LLC, 750 Lexington Avenue, New York NY 10022. Telephone: 1-212-337-7000.

This Report is based on information obtained from sources that Bryan Garnier & Co Limited believes to be reliable and, to the best of its knowledge, contains no misleading, untrue or false statements but which it has not independently verified. Neither Bryan Garnier & Co Limited and/or Bryan Garnier Securities LLC make no guarantee, representation or warranty as to its accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. This Report is not an offer to buy or sell any security.

Bryan Garnier Securities, LLC and/or its affiliate, Bryan Garnier & Co Limited may own more than 1% of the securities of the company(ies) which is (are) the subject matter of this Report, may act as a market maker in the securities of the company(ies) discussed herein, may manage or co-manage a public offering of securities for the subject company(ies), may sell such securities to or buy them from customers on a principal basis and may also perform or seek to perform investment banking services for the company(ies).

Bryan Garnier Securities, LLC and/or Bryan Garnier & Co Limited are unaware of any actual, material conflict of interest of the research analyst who prepared this Report and are also not aware that the research analyst knew or had reason to know of any actual, material conflict of interest at the time this Report is distributed or made available.