

Accumuler	5%
Objectif de cours	39,20 € (vs 37,70 €)
Cours au 16/09/2016(c)	37,28 €
Euronext Paris comp C	
Reuters / Bloomberg	ETOF.PA / INF:EN

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	17,2%	2,3%	20,0%	17,9%
Perf Cac Small	0,1%	2,3%	10,0%	7,4%

Informations boursières

Capitalisation (M €)	248,2
Nb de titres (en millions)	6,66
Volume moyen 12 mois (titres)	1464
Extrêmes 12 mois	26,00 € 39,64 €

Actionnariat

Flottant	50%
Dirigeants & Fondateurs	50%

Données financières (en M €)

au 31/12	2015	2016e	2017e	2018e
CA	174,6	190,0	203,7	216,6
var %	11,2%	8,8%	7,2%	6,3%
EBE	22,9	24,3	26,2	27,7
%CA	13,1%	12,8%	12,9%	12,8%
ROC	19,8	21,4	23,1	24,7
%CA	11,3%	11,3%	11,3%	11,4%
RNPG	12,9	13,9	14,9	15,9
%CA	7,4%	7,3%	7,3%	7,4%
Bnpa (€)	1,94	2,09	2,24	2,39
ROCE (%)	61%	55%	55%	54%
ROE (%)	20%	19%	18%	18%
Gearing (%)	-72%	-69%	-70%	-70%
Dette nette	-47,0	-50,3	-56,7	-63,7
Dividende n (€)	1,00			
Yield (%)	2,7%			

Ratios

	2015	2016e	2017e	2018e
VE/CA (x)	0,8	1,0	0,9	0,9
VE/EBE (x)	6,1	8,2	7,3	6,7
VE/ROC (x)	7,1	9,3	8,3	7,5
PE (x)	14,4	17,8	16,6	15,6

Analyste :

Eric Seclet
01 44 70 20 78
eseclet@elcorp.com

Infotel

Services informatiques

Bonne surprise sur la MOC au S1**Publication des résultats S1 2016**

Infotel publie des résultats semestriels légèrement supérieurs à nos attentes après une activité soutenue au S1 (+10,4% à 95,4 M€). Le ROC est en hausse de +12,9% à 10,3 M€, faisant ressortir une MOC en amélioration de 0,3 pt à 10,8%. Le RNpg s'établit quant à lui à 6,7 M€ pour une marge nette de 7,0% (+0,1 pt).

Commentaires

Dans un contexte de croissance à 2 chiffres et malgré les tensions observées par l'ensemble des acteurs sur le front des recrutements, Infotel parvient à afficher une hausse de sa MOC sur la période. Cette solide performance est la conjonction : 1/ d'un effet mix produit positif à la faveur des services où la MOC progresse de 0,3 pt à 8,9% et 2/ d'une maîtrise des coûts opérationnels, notamment de la sous-traitance dont le poids reste stable à 33,9% du CA. En revanche, la MOC logiciels affiche une légère baisse à 49,8% (-1,1 pt) alors qu'Infotel avait bénéficié l'exercice précédent d'un effet dollar positif sur les royalties IBM.

Après comptabilisation d'une charge d'impôt de 3,6 M€ (taux stable), le RNpg ressort à 6,7 M€, permettant de dégager un cash-flow opérationnel en nette amélioration à 4,4 M€ (vs 1,4 M€ au S1 2015). Aussi, après paiement du dividende (6,7 M€ soit 1,00 € par action), Infotel conserve une situation financière confortable avec une trésorerie nette de 42,8 M€ pour des fonds propres de 65,3 M€.

Si Infotel réalise une première moitié d'exercice de qualité, associant croissance et progression des marges, le Groupe indique abandonner son objectif de 200 M€ CA. Toutefois, cela ne constitue pas une surprise dans la mesure où il incluait une opération de croissance externe, domaine dans lequel Infotel se montre particulièrement prudent par rapport à ses concurrents. Néanmoins, le management précise être toujours en recherche active de cibles.

Suite à cette publication et au regard de la bonne tenue de la marge au S1, nous rehaussons légèrement notre objectif de MOC à 11,3% (vs 11,1%), soit un niveau équivalent à l'exercice précédent. De son côté le management table sur une MOC similaire au S2 par rapport au S1, ce qui paraît prudent compte tenu du fait que la marge au S2 est généralement plus élevée qu'au S1.

Recommandation

Après la mise à jour de notre modèle de valorisation, notre objectif de cours ressort à 39,20 € (vs 37,70 €) en raison de la hausse des comparables. Notre recommandation est maintenue à Accumuler.

Prochain évènement : CA T3 le mercredi 26 octobre 2016

Compte de résultat (M€)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Chiffre d'affaires	157,0	174,6	190,0	203,7	216,6
Excédent brut d'exploitation	19,5	22,9	24,3	26,2	27,7
Résultat opérationnel courant	16,8	19,8	21,4	23,1	24,7
Résultat opérationnel	16,7	19,8	21,4	23,1	24,7
Résultat financier	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0
Impôts	5,7	7,1	7,4	8,0	8,5
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Résultat net part du groupe	11,0	12,9	13,9	14,9	15,9
Bilan (M€)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Actifs non courants	21,4	21,7	21,8	21,7	21,8
<i>dont goodwill</i>	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
BFR	-1,1	-2,2	2,0	4,3	6,8
Disponibilités + VMP	38,2	47,0	50,3	56,7	63,7
Capitaux propres	57,7	65,6	73,0	81,5	90,9
Emprunts et dettes financières	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Bilan	113,0	131,2	139,0	149,9	161,2
Tableau de flux (M€)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Marge Brute d'autofinancement	19,7	22,4	17,1	18,4	19,2
Variation de BFR	-4,9	-1,2	4,2	2,3	2,5
Flux net de trésorerie généré par l'activité	19,6	16,4	12,9	16,1	16,7
Investissements opérationnels nets	-3,2	-2,6	-2,9	-3,0	-3,1
Investissements financiers nets	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-3,2	-2,6	-2,9	-3,0	-3,1
Augmentation de capital	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	-4,7	-5,4	-6,7	-6,7	-6,7
Flux nets de trésorerie nets liés au financement	-3,9	-5,1	-6,7	-6,7	-6,7
Variation de l'endettement financier net	12,6	8,7	3,3	6,4	7,0
Ratios (%)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Variation chiffre d'affaires	10,1%	11,2%	8,8%	7,2%	6,3%
Marge EBE	12%	13%	13%	13%	13%
Marge opérationnelle courante	11%	11%	11%	11%	11%
Marge opérationnelle	11%	11%	11%	11%	11%
Marge nette	7%	7%	7%	7%	7%
Capex/CA	-2%	-2%	-2%	-1%	-1%
BFR/CA	-1%	-1%	1%	2%	3%
ROCE	49%	61%	55%	55%	54%
ROCE hors GW	94%	122%	95%	91%	84%
ROE	19%	20%	19%	18%	18%
Payout	48%	52%	48%	45%	42%
Dividend yield	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ratios d'endettement	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Gearing (%)	-66%	-72%	-69%	-70%	-70%
Dettes nette/EBE	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,3
EBE/charges financières	ns	-90,7	ns	ns	ns
Valorisation	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Nombre d'actions (en millions)	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Nombre d'actions moyen (en millions)	4,0	6,7	6,7	6,7	6,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	18,8	28,0	37,3	37,3	37,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	74,9	186,3	248,2	248,2	248,2
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-38,2	-47,0	-50,3	-56,7	-63,7
(3) Valeur des minoritaires	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
(4) Valeur des actifs financiers	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Autres ajustements	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	37,1	139,9	198,6	192,2	185,3
PER	6,8	14,4	17,8	16,6	15,6
VE/ EBE	1,9	6,1	8,2	7,3	6,7
VE/ROC	2,2	7,1	9,3	8,3	7,5
VE/CA	0,2	0,8	1,0	0,9	0,9
P/B	1,3	2,8	3,4	3,0	2,7
Données par action (€)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bnpa	1,65	1,94	2,09	2,24	2,39
Book value/action	8,7	9,8	11,0	12,2	13,7
Dividende /action	0,80	1,00	1,00	1,00	1,00

Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations

Achat : du 30/10/2015 au 26/05/2016

Accumuler : du 16/09/2015 au 29/10/2015 et depuis le 27/05/2016

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Non	Non	Non

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière.

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre. Il est important de noter qu'EuroLand Corporate conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la société objet de la présente étude, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la société mentionnée dans la présente étude, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Corporate, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate. Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme « personnes autorisées ou exemptées » selon le « Financial Services Act 1986 » du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du « Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997 » peuvent avoir accès à ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

EuroLand Corporate
17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80