

Achat	Potentiel	65%
Objectif de cours		1,90 €
Cours au 10/04/2012(c)		1,15 €
NYSE Euronext Comp C		
Reuters / Bloomberg	MUN.PA / MUN.FP	

Micropole

Services informatiques

Résultats 2011 décevants / La BI et l'e-business devraient soutenir la croissance en 2012

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-0,9%	-8,7%	2,7%	-17,9%
Perf Small 90	10,4%	-5,2%	7,8%	-20,6%

Informations boursières (en M€)

Capitalisation (M€)		29,9
Nb de titres (en millions)		25,96
Flottant		65%
Volume 6 mois (titres)		34 375
Extrêmes 12 mois	1,04 €	1,55 €

Données financières (en M€)

	au 31/12	2010	2011	2012e	2013e
CA		102,5	120,8	130,3	139,5
var %		8,9%	17,8%	7,9%	7,0%
EBE		6,9	7,4	8,9	10,5
% CA		6,7%	6,1%	6,9%	7,5%
ROC		6,3	6,6	8,2	9,7
% CA		6,2%	5,5%	6,3%	7,0%
Rnpg		4,2	3,7	5,1	6,1
% CA		4,1%	3,1%	3,9%	4,3%
Bnpa (€)		0,10	0,16	0,14	0,20
Gearing (%)		2%	-1%	7%	3%
ROCE (%)		6%	9%	9%	11%
ROE (%)		7%	11%	11%	13%
Dettes nettes 2011		3,9			
Dividende n		-			
Yield (%)		-			

Ratios

	2010	2011	2012e	2013e
VE/CA (x)	0,3	0,3	0,3	0,2
VE/EBE (x)	4,9	4,6	3,8	3,2
VE/ROC (x)	5,4	5,1	4,1	3,5
PE (x)	7,0	8,0	5,8	4,9

Analyste :

Laure Pédurand
01 44 70 20 78
lpedurand@elcorp.com

Publication des résultats annuels 2011

Après avoir publié un CA en hausse de 17,9% à 120,8 M€, Micropole fait état d'un ROC de 6,6 M€ vs 6,3 M€ soit une MOC de 5,5% en baisse de 0,7 pt par rapport à 2010. Le ROP s'établit à 5,8 M€ vs 5,1 M€ et le RN à 3,7 M€ vs 4,2 M€ soit une marge nette de 3,1% vs 4,1%. Cette publication est inférieure à nos attentes (ROC et RN 2011 attendus à 7,2 M€ et 4,7 M€).

Commentaires

Malgré le dynamisme de l'ensemble des activités en 2011, Micropole n'a pas réussi à maintenir ses marges. Ce phénomène résulte : 1/ d'une augmentation des effectifs (environ +110 personnes en net hors acquisition) vs une baisse du taux d'occupation (82,5% au T4 2011 vs 84,5% au T4 2010), 2/ d'une hausse des salaires de 3% vs une hausse du TJM de 2,0% et 3/ d'une hausse significative des charges opérationnelles notamment dans le cadre du recours à la sous-traitance.

Le ROP est impacté par les coûts liés aux acquisitions réalisées (Oasis, Easteq et l'agence WIDE). Le RN est impacté par : 1/ un résultat financier de -0,6 M€ vs -0,3 M€ lié au coût de la dette et notamment aux taux de change défavorables (impact de 0,3 M€) et 2/ une hausse de la charge d'impôts à 1,5 M€ dont 0,6 M€ de CVAE calculée selon la réforme de la loi des finances 2011. A noter que les acquisitions contribuent aux résultats à hauteur de 0,5 M€ pour un CA supérieur à 6,0 M€. En année pleine, nous estimons le CA additionnel autour de 10,0 M€.

La dette nette est de 3,9 M€ vs -0,7 M€ fin 2010, faisant ressortir un gearing net de 6,6%. La dégradation de la trésorerie est liée à : 1/ un contexte économique dégradé au S2 qui a retardé les encaissements des facturations et entraîné ainsi une forte hausse du BFR de 3,8 M€, impactant ainsi le cash flow opérationnel (2,4 M€ vs 5,9 M€), 2/ des investissements nets de 3,9 M€ dont 2,3 M€ liés aux acquisitions + 0,9 M€ d'earn-out versés sur précédentes acquisitions, 3/ les remboursements de prêt pour 2,6 M€ dont 1,6 M€ d'OBSAAR et 4/ aux programmes de rachat/annulation d'actions pour 2,7 M€ (8% des actions ont été annulées en mai 2011).

Le management ne communique pas de guidance chiffrée pour 2012 mais indique que le T1 2012 ne sera pas aussi dynamique que le T1 2011 (+14,7% vs T1 2009), marqué par les décalages d'investissements de la part des clients. Cependant, la structure financière saine du groupe permet d'envisager de nouvelles opérations de croissance externe, ce qui pourrait permettre d'atteindre un CA de 150 M€ à fin 2013, selon les objectifs fixés par le management. En terme de recrutements, le management envisage un peu plus de 300 nouvelles embauches en 2012, un objectif volontairement inférieur à 2011.

Nous rehaussons notre objectif de CA à 130,3 M€ vs 129,2 M€, soit une croissance de 7,9% intégrant une croissance organique de 5,0%. Micropole devrait bénéficier en 2012 : 1/ du CA embarqué par les acquisitions, 2/ l'essor de l'e-business et notamment du e-commerce, un secteur riche en innovations pour faire vivre au consommateur de nouvelles expériences et 3/ du dynamisme de la BI et notamment de la BI sémantique. Nous revoyons notre objectif de MOC à la baisse à 6,3% vs 6,5% afin de prendre en compte la baisse du taux d'occupation et une augmentation de la masse salariale de 1,5% (hors nouvelles embauches).

Recommandation

Suite à cette publication et à la prise en compte de nos nouvelles estimations dans notre modèle de valorisation, notre objectif de cours ressort inchangé à 1,90 €. Nous maintenons notre recommandation Achat sur le titre.

Prochain évènement : Publication du CA T1 2012 le jeudi 03 mai 2012

Système de recommandations :

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

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 20% en absolu, fondamentaux satisfaisants à excellents.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -20% et +20% en absolu par rapport au cours actuel.

Vendre : Potentiel de baisse du titre supérieur à 20% en absolu, fondamentaux dégradés ou valorisation excessive.

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

Historique des recommandations sur les 12 derniers mois :

Achat : depuis le 11/04/2011

Neutre : (-).

Vendre : (-).

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	Oui

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

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 Etats-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Finance 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