

<b>Achat</b>	<i>Potentiel</i>	49%
<b>Objectif de cours</b>		<b>1,50 € (vs 1,90 €)</b>
Cours au 18/09/2012(c)		1,01 €
NYSE Euronext Comp C		
Reuters / Bloomberg		MUN.PA / MUN.FP

# Micropole

Services informatiques

## Résultats semestriels en baisse

### Publication des résultats S1 2012

Après avoir annoncé un CA S1 en hausse de 5,5% à 61,3 M€, Micropole publie des résultats semestriels en baisse : le ROC ressort à 2,2 M€ vs 2,8 M€ soit une MOC de 3,6% (-1,3 pts) et le RN est divisé par plus de deux fois à 0,8 M€ vs 1,9 M€. Ces résultats ne sont pas en ligne avec nos estimations.

### Commentaires

Sur le S1, la MOC s'est dégradée de 1,3 pts par rapport au S1 2011 pour 2 raisons. 1/ On assiste à une baisse du taux d'activité (impact de 2 pts sur la MOC) liée à l'attente des donneurs d'ordre et à l'annulation de certains projets. Elle touche principalement les régions France et Suisse dans les secteurs des banques/ assurances et télécoms, secteurs les plus concernés par le gel des investissements. 2/ Micropole observe une progression de la masse salariale (autour de 10%) liée notamment à la hausse du salaire moyen tandis que les effectifs évoluent peu sur le semestre (1350 vs 1300 au 31.12.2011, dont +30 personnes liées à l'intégration de Velixis). Ceci s'explique par : 1/ un report de politique salariale 2011 sur 2012 (salaires en hausse de +2,1%) et 2/ un changement de politique de recrutement. En effet, Micropole, qui avait annoncé en début d'année environ 300 embauches à venir sur l'année, a décidé de ralentir la cadence et de se focaliser sur des profils plus expérimentés, donc plus qualifiés. En outre, ceci est conforme à la volonté du management de proposer à ses clients des prestations à plus forte valeur ajoutée et donc d'améliorer le TJM.

La forte dégradation du RN résulte de la comptabilisation de charges non opérationnelles pour 0,7 M€ vs 0,2 M€ au S1 2011. Ces charges concernent principalement les frais d'acquisition pour Velixis.

Au 30.06.2012, la trésorerie du groupe diminue à 8,1 M€ vs 14,6 M€ au 31.12.2011 impactée principalement par : 1/ une variation de BFR de près de 3,9 M€, résultante de la pression des grands comptes, 2/ le versement des upfront (0,5 M€ pour Velixis) et earn-out liés aux précédentes acquisitions. La dette nette s'établit à 9,4 M€, soit un gearing de 16%.

Lors de la réunion SFAF de présentation des résultats, le management a indiqué ne pas avoir observé d'amélioration de l'activité au début du T3. Quelques signaux positifs leur permettent de fonder des espoirs sur une amélioration de l'activité au T4, période traditionnellement plus contributive en termes de CA sur l'année (environ 29% à 30% du CA annuel), sans pour autant évoquer de réelle croissance. A défaut de croissance sur les secteurs bancaires et télécoms, Micropole axe ses efforts sur des secteurs qui continuent d'investir pour innover et majoritairement orientés vers l'international comme l'industrie, l'aéronautique, le luxe... En outre, le management est toujours à l'affût d'opportunités de croissance externe ciblée en matière de compétences (BI) et d'implantation géographique (Allemagne, Benelux, Chine).

Suite à cette publication, nous modifions nos prévisions 2012 afin de prendre en compte la dégradation des résultats S1 et des incertitudes régnant sur l'activité au S2. Nous tablons désormais sur un CA de 124,5 M€ (vs 129,1 M€) en croissance de 3,1%. Notre objectif de MOC 2012 ressort à 4,0% (vs 6,0% précédemment). Ainsi, nous attendons au S2 un CA de 63,2 M€ (+0,6% par rapport au S2 2011) et une MOC de 4,4% (vs 6,1% au S2 2011), impactée par le ralentissement du CA et un effet TJM / salaire moyen défavorable. Pour 2013, nous maintenons notre prévision de croissance de 7,0%, soit un CA estimé à 133,2 M€ (vs 138,2 M€), ajustant la MOC à 5,6% vs 6,9% précédemment.

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-12,9%	1,0%	4,1%	-13,7%
Perf Small 90	6,1%	2,6%	7,5%	-2,2%

### Informations boursières (en M€)

Capitalisation (M€)		26,2
Nb de titres (en millions)		25,96
Flottant		68%
Volume 6 mois (titres)		19 104
Extrêmes 12 mois		0,91 € 1,35 €

### Données financières (en M€)

	au 31/12	2010	2011	2012e	2013e
CA		102,5	120,8	124,5	133,2
var %		8,9%	17,9%	3,1%	7,0%
EBE		6,9	7,3	5,7	8,2
% CA		6,7%	6,0%	4,6%	6,2%
ROC		6,3	6,6	5,0	7,5
% CA		6,2%	5,5%	4,0%	5,6%
Rnpg		4,2	3,7	2,7	4,6
% CA		4,1%	3,1%	2,2%	3,4%
Bnpa (€)		0,10	0,16	0,14	0,10
Gearing (%)		-1%	7%	11%	5%
ROCE (%)		9%	9%	6%	9%
ROE (%)		11%	11%	8%	11%
Dette nette 2011		3,9			
Dividende n		-			
Yield (%)		-			

### Ratios

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

### Analyste :

Laure Pédurand  
01 44 70 20 78  
[lpedurand@elcorp.com](mailto:lpedurand@elcorp.com)

**Recommandation**

**Suite à cette publication et au changement de nos prévisions, notre objectif de cours ressort à 1,50 € vs 1,90 €. Nous maintenons notre recommandation Achat sur le titre.**

*Prochain évènement : Publication du CA T3 le mardi 06 novembre 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 19/09/2011

**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