

Achat	<i>Potentiel</i>	34%
Objectif de cours		1,90 €
Cours au 27/09/2018(c)		1,42 €
Euronext Paris comp C		
Reuters / Bloomberg	MUN.PA / MUN.FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	6,0%	5,6%	-3,1%	11,8%
Perf Cac Small	-6,5%	-3,4%	-6,1%	-4,3%

Informations boursières

Capitalisation (M€)	40,9
Nb de titres (en millions)	28,8
Volume moyen 12 mois (titres)	75 843
Extrêmes 12 mois	122 € 170 €

Actionnariat

Flottant	74%
Fondateurs	21%
Autocontrôle	5%

Données financières (en M €)

	au 31/12	2017	2018e	2019e	2020e
CA		114,0	119,4	127,3	135,2
var %		0,3%	4,8%	6,6%	6,2%
EBE		4,7	6,3	8,4	10,0
%CA		4,1%	5,3%	6,6%	7,4%
ROC		3,6	4,9	6,9	8,4
%CA		3,2%	4,1%	5,4%	6,2%
RNPG		-2,0	2,4	3,7	4,4
%CA		-1,8%	2,0%	2,9%	3,2%
Bnpa (€)		0,00	0,11	0,16	0,18
ROCE (%)		4%	5%	6%	8%
ROE (%)		-4%	5%	7%	7%
Gearing (%)		24%	23%	21%	15%
Dette nette		12,1	11,9	11,9	9,2
Dividende n (€)		0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)		ns			

Ratios

	2017	2018e	2019e	2020e
VE/CA (x)	0,5	0,4	0,4	0,4
VE/EBE (x)	11,3	8,3	6,3	5,0
VE/ROC (x)	14,6	10,6	7,6	5,9
PE (x)	ns	16,3	10,5	8,9

Analyste :

Eric Seclat
01 44 70 20 78
eseclat@elcorp.com

Micropole

Services informatiques

Amélioration timide des résultats / Cap sur le plan TARGET 21

Publication des résultats S1 2018

Micropole publie des résultats en légère amélioration mais néanmoins un peu en dessous de nos attentes. Pour un CA (déjà publié) à 54,5 M€ (+2,5% à pcc), le ROC s'affiche à 2,0 M€, faisant ressortir la MOC à 3,7% (+0,4 pt). Après comptabilisation de charges non courantes (-0,9 M€) et d'une charge d'impôts (-0,4 M€), le RN s'élève à 0,3 M€ (vs 0,2 M€ au S1 2017). Parallèlement, le Groupe a dévoilé son plan stratégique à 3 ans, TARGET 21, avec pour ambition d'atteindre un CA de 160 M€ (hors M&A) ainsi qu'une MOC supérieure à 8%.

Commentaires

Si les résultats progressent modestement, Micropole poursuit le redressement de ses résultats semestre après semestre. La MOC, qui s'élève à 3,7% (+0,4 pt), bénéficie notamment d'une augmentation de la marge en Europe (4,2% vs 3,6%) et plus particulièrement en Suisse, en Belgique et dans les régions. Si le taux d'occupation est relativement stable sur la période (81%), le TJM gagne près de 5% au S1 à 580 €.

Ainsi, après prise en compte de charges non courantes à hauteur de 0,9 M€ (restructuration, frais de déménagement, etc...), d'un résultat financier de -0,3 M€ et d'une charge d'impôts de 0,4 M€, le RN ressort en légère amélioration à 0,3 M€ (vs 0,2 M€). Avec des fonds propres de 50,4 M€ pour une dette nette à 15,3 M€, Micropole présente une situation bilancielle saine.

Parallèlement à la présentation de ses résultats, le Groupe a dévoilé son plan stratégique baptisé TARGET 21. Avec ce dernier, le management se fixe comme objectifs un CA de 160 M€ et une MOC supérieure à 8% à horizon 2021. Pour ce faire, le Groupe entend s'appuyer sur 4 leviers :

- 1/ Commercial** : en poursuivant la hausse progressive de ses prix, en lien avec une offre à plus forte ajoutée, mais aussi en privilégiant la rentabilité par client (vs volume d'affaire) grâce à une nouvelle politique d'incentive des commerciaux,
- 2/ Opérationnel** : en diminuant la part des projets en mode forfait (cible à 20% vs 27% à date) dans le but d'augmenter le taux d'activité, principal levier pour la rentabilité,
- 3/ RH** : en travaillant sur la marque employeur et la mutualisation du sourcing en interne pour favoriser la baisse du turnover,
- 4/ Business models disruptifs** : en développant de nouvelles offres et les nouveaux modes de facturation (usage, volume, temps d'utilisation...).

Au final, la marge sera portée par la hausse du TACE (+3 pts de contribution à la MOC) et du TJM (+1 pt) ainsi que par l'absorption des coûts de structure (+1 pt). Si nous accueillons positivement cette annonce, qui confirme la détermination du management à redresser ses résultats, nous adoptons, à ce stade, un scénario plus prudent compte tenu des conditions de marché difficiles (tensions sur les ressources). Aussi, afin de prendre en compte une amélioration plus lente qu'anticipé des résultats au S1, nous ajustons notre ROC à 4,9 M€ (vs 5,5 M€).

Recommandation

Après la mise à jour de notre modèle de valorisation, notre objectif de cours demeure inchangé à 1,90 €. Nous maintenons notre recommandation à l'Achat.

Prochain évènement : CA T3 le 13 novembre 2018

Compte de résultat (M€)	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Chiffre d'affaires	113,7	114,0	119,4	127,3	135,2
Excédent brut d'exploitation	5,0	4,7	6,3	8,4	10,0
Résultat opérationnel courant	3,4	3,6	4,9	6,9	8,4
Résultat opérationnel	1,2	1,6	3,6	5,6	7,1
Résultat financier	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Impôts	-1,0	-2,6	-0,7	-1,3	-2,2
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-0,3	-2,0	2,4	3,7	4,4
Bilan (M€)	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Actifs non courants	58,9	56,8	57,4	57,9	58,4
<i>dont goodwill</i>	51,3	50,8	50,8	50,8	50,8
BFR	16,3	8,5	10,2	13,3	14,6
Disponibilités + VMP	10,1	13,7	10,9	7,9	7,6
Capitaux propres	52,0	49,6	52,0	55,7	60,0
Emprunts et dettes financières	30,0	25,7	22,8	19,8	16,8
Total Bilan	131,8	126,4	133,6	137,1	141,7
Tableau de flux (M€)	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Marge Brute d'autofinancement	3,3	3,3	5,0	7,1	8,7
Variation de BFR	-0,9	7,0	-1,7	-3,1	-1,2
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	1,3	9,7	2,7	2,6	5,3
Investissements opérationnels nets	-1,8	-1,3	-2,0	-2,0	-2,0
Investissements financiers nets	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-3,0	-1,5	-2,0	-2,0	-2,0
Augmentation de capital	1,7	0,3	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,3	-4,4	-3,0	-3,0	-3,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	1,0	-4,5	-3,5	-3,6	-3,6
Variation de l'endettement financier net	-0,6	3,6	-2,8	-3,0	-0,3
Ratios (%)	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Variation chiffre d'affaires	10,4%	0,3%	4,8%	6,6%	6,2%
Marge EBE	4,4%	4,1%	5,3%	6,6%	7,4%
Marge opérationnelle courante	3,0%	3,2%	4,1%	5,4%	6,2%
Marge opérationnelle	1,1%	1,4%	3,0%	4,4%	5,3%
Marge nette	-0,3%	-1,7%	2,0%	2,9%	3,2%
Investissements opérationnels nets/CA	1,6%	1,1%	1,6%	1,6%	1,5%
BFR/CA	14,4%	7,5%	8,5%	10,5%	10,8%
ROCE	3,0%	3,7%	4,9%	6,4%	7,7%
ROCE hors GW	9,4%	16,4%	19,5%	22,4%	25,3%
ROE	-0,7%	-4,1%	4,6%	6,6%	7,3%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Gearing (%)	38%	24%	23%	21%	15%
Dettes nettes/EBE	4,0	2,6	1,9	1,4	0,9
EBE/charges financières	6,9	6,2	9,0	11,5	14,1
Valorisation	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Nombre d'actions (en millions)	28,56	28,56	28,56	28,56	28,56
Nombre d'actions moyen (en millions)	27,26	28,56	28,56	28,56	28,56
Cours (moyenne annuelle en euros)	0,8	1,4	1,4	1,4	1,4
(1) Capitalisation boursière moyenne	20,55	38,84	38,84	38,84	38,84
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	19,94	12,09	11,91	11,90	9,23
(3) Valeur des minoritaires	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
(4) Valeur des actifs financiers	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	40,64	51,05	50,86	50,86	48,19
PER	-68,0	-19,0	16,3	10,5	8,9
VE / EBE	9,0	11,3	8,3	6,3	5,0
VE /ROC	13,2	14,6	10,6	7,6	5,9
VE /CA	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4
P/B	0,4	0,8	0,7	0,7	0,6
Données par action (€)	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Bnpa	-0,01	-0,07	0,08	0,13	0,15
Book value/action	1,8	1,7	1,8	1,9	2,1
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

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 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% 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'analyse ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations

Achat : depuis le 28/09/2017

Accumuler : (-)

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	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 États-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