

<b>Achat</b>	<i>Potentiel</i>	26%
<b>Objectif de cours</b>	<b>1,60 € (vs 1,90 €)</b>	
Cours au 26/09/2019(c)		1,27 €
Euronext Paris comp C		
Reuters / Bloomberg	MUN.PA / MUN.FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	25,9%	-0,4%	-5,9%	-10,0%
Perf Cac Small	6,3%	1,3%	-2,9%	-16,7%

**Informations boursières**

Capitalisation (M€)		36,9
Nb de titres (en millions)		29,1
Volume moyen 12 mois (titres)		24 222
Extrêmes 12 mois	0,83 €	142 €

**Actionnariat**

Flottant	74%
Fondateurs	21%
Autocontrôle	5%

**Données financières (en M €)**

	au 31/12	2018	2019e	2020e	2021e
CA		109,3	115,2	123,3	129,8
var %		-4,1%	5,4%	7,0%	5,3%
EBE		5,8	6,5	7,9	9,8
%CA		5,3%	5,6%	6,4%	7,5%
ROC		4,6	5,1	6,7	8,3
%CA		4,2%	4,5%	5,5%	6,4%
RNPG		1,1	2,8	3,7	4,7
%CA		1,0%	2,4%	3,0%	3,6%
Bnpa (€)		0,10	0,13	0,15	0,19
ROCE (%)		5%	5%	7%	8%
ROE (%)		2%	5%	7%	8%
Gearing (%)		25%	21%	15%	8%
Dette nette		12,3	10,7	8,4	4,8
Dividende n (€)		0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)		ns			

**Ratios**

	2018	2019e	2020e	2021e
VE/CA (x)	0,5	0,4	0,4	0,3
VE/EBE (x)	8,9	7,6	6,0	4,5
VE/ROC (x)	11,3	9,6	7,0	5,2
PE (x)	35,0	13,3	10,0	7,8

**Analyste :**  
Eric Secler  
01 44 70 20 78  
esecler@elcorp.com

# Micropole

Services informatiques

## Légère amélioration de la MOC au S1

### Publication des résultats S1 2019

Après la publication d'un CA S1 globalement satisfaisant avec un CA de 57,3 M€ en hausse de +5,3% dont +4,6% à pc, Micropole publie des résultats en légère amélioration mais un peu en deçà de nos attentes. Le ROC ressort ainsi à 2,2 M€ pour une MOC à 3,8% (+0,2 bp). A jours constants, il ressortirait à 4,6%. Après comptabilisation des charges non courantes et de l'impôt, le RN s'établit quant à lui à 0,5 M€ (vs 0,3 M€ au S1 2018). Pour le S2, le management réaffirme sa confiance quant à la poursuite de la dynamique de croissance et de progression de la rentabilité.

### Commentaires

Capitalisant sur : 1/ une nouvelle hausse de ses TJM, notamment en France (+3,1% dont +6,5% en IDF), 2/ une progression de ses effectifs (+10% de recrutement réalisés en France et en Suisse au S1 2019 vs S1 2018) et 3/ une stabilisation du turnover, Micropole affiche une nouvelle progression de sa MOC à 3,8% (+0,2 bp). Alors que l'activité devrait rester particulièrement porteuse pour le Groupe, les deux principaux leviers sur la marge seront, selon nous, la baisse du turnover et l'augmentation du TACE. A cet effet, le management entend s'appuyer sur une politique volontariste (renforcement du management de proximité et de la marque employeur, refonte du mode d'incentive...) impulsée par la nouvelle DRH du Groupe. A noter que sur le plan géographique, la Chine, pèse sur les résultats avec un ROC négatif à hauteur de 0,2 M€ (vs MOC à 4,3% pour le Groupe hors Micropole Learning Solution). Aussi, nous comprenons qu'un arbitrage pourrait être envisagé à l'avenir dans cette zone.

Au final, après la comptabilisation de charges non courantes à hauteur de 0,7 M€ (frais de restructuration RH principalement) et de l'impôt (0,6 M€), le RN s'élève 0,5 M€ (vs 0,3 M€). Côté bilanciel, la situation du Groupe reste saine avec une dette nette de 31,4 M€ (y.c dettes locatives à hauteur de 12,1 M€) au 30/06.

Pour la suite de l'exercice, le management demeure confiant quant à la poursuite de la bonne dynamique de l'activité. Nous ajustons néanmoins notre prévision de ROC 2019 afin de prendre en compte une amélioration plus lente qu'anticipé. Nous attendons désormais un ROC à 5,1 M€ (vs 6,0 M€).

### Recommandation

**Après la mise à jour de notre modèle de valorisation, notre objectif de cours ressort à 1,60 € (vs 1,90 €) compte tenu de la baisse des comparables et de l'ajustement de nos estimations. Micropole reste sur la bonne voie et affiche un potentiel d'amélioration des marges important à court/moyen terme. Nous confirmons notre opinion Achat avec un upside de près de 30%.**

*Prochain évènement : CA T3 2019, le 14 novembre 2019*

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Chiffre d'affaires	113,7	114,0	109,3	115,2	123,3	129,8
Excédent brut d'exploitation	5,0	4,7	5,8	6,5	7,9	9,8
Résultat opérationnel courant	3,4	3,6	4,6	5,1	6,7	8,3
Résultat opérationnel	1,2	1,6	3,0	4,3	6,2	7,8
Résultat financier	-0,5	-0,6	-0,8	-0,6	-0,6	-0,6
Impôts	-1,0	-2,6	-1,1	-0,9	-1,9	-2,4
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1
Résultat net part du groupe	-0,3	-2,0	1,1	2,8	3,7	4,7
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Actifs non courants	58,9	56,8	58,1	58,8	59,6	60,1
<i>dont goodwill</i>	51,3	50,8	50,9	50,9	50,9	50,9
BFR	16,3	8,5	7,4	8,0	8,7	9,4
Disponibilités + VMP	10,1	13,7	11,9	10,6	9,8	10,5
Capitaux propres	52,0	49,6	49,2	52,0	55,8	60,6
Emprunts et dettes financières	30,0	25,7	24,2	21,2	18,3	15,3
Total Bilan	131,8	126,4	122,5	124,9	135,8	140,5
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Marge Brute d'autofinancement	3,3	3,3	3,0	5,7	7,4	9,3
Variation de BFR	-0,9	7,0	0,3	-0,6	-0,7	-0,7
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	1,3	9,7	2,3	4,2	4,8	6,2
Investissements opérationnels nets	-1,8	-1,3	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0
Investissements financiers nets	-0,1	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-3,0	-1,5	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Augmentation de capital	1,7	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,3	-4,4	-1,7	-3,0	-3,0	-3,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	1,0	-4,5	-2,0	-3,6	-3,6	-3,6
Variation de trésorerie	-0,6	3,6	-1,7	-1,4	-0,7	0,6
<b>Ratios (%)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Variation chiffre d'affaires	10,4%	0,3%	-4,1%	5,4%	7,0%	5,3%
Marge EBE	4,4%	4,1%	5,3%	5,6%	6,4%	7,5%
Marge opérationnelle courante	3,0%	3,2%	4,2%	4,5%	5,5%	6,4%
Marge opérationnelle	1,1%	1,4%	2,7%	3,8%	5,1%	6,0%
Marge nette	-0,3%	-1,7%	1,0%	2,5%	3,0%	3,7%
Investissements opérationnels nets/CA	1,6%	1,1%	1,7%	1,7%	1,6%	1,5%
BFR/CA	14,4%	7,5%	6,8%	7,0%	7,1%	7,2%
ROCE	3,0%	3,7%	4,7%	5,1%	6,6%	8,0%
ROCE hors GW	9,4%	16,4%	20,9%	21,5%	25,7%	29,7%
ROE	-0,7%	-4,1%	2,2%	5,4%	6,7%	7,8%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Gearing (%)	38%	24%	25%	21%	15%	8%
Dettes nette/EBE	4,0	2,6	2,1	1,6	1,1	0,5
EBE/charges financières	6,9	6,2	12,1	8,6	11,2	13,9
<b>Valorisation</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Nombre d'actions (en millions)	28,56	29,09	29,09	29,09	29,09	29,09
Nombre d'actions moyen (en millions)	27,26	28,82	29,09	29,09	29,09	29,09
Cours (moyenne annuelle en euros)	0,8	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	20,55	36,60	36,94	36,94	36,94	36,94
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	19,94	12,09	12,28	10,67	8,45	4,85
(3) Valeur des minoritaires	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3
(4) Valeur des actifs financiers	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	40,64	48,81	49,36	47,79	45,63	42,11
PER	-68,0	-18,4	35,0	13,3	10,0	7,8
VE / EBE	9,0	11,0	8,9	7,6	6,0	4,5
VE / ROC	13,2	14,2	11,3	9,6	7,0	5,2
VE / CA	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3
P/B	0,4	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6
<b>Données par action (€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Bnpa	-0,01	-0,07	0,04	0,10	0,13	0,16
Book value/action	1,8	1,7	1,7	1,8	1,9	2,1
Dividende /action	0,00	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 27/09/2018  
**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