

Achat	Potentiel	53%
Objectif de cours		12,90 €
Cours au 28/09/11 (c)		8,41 €
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALSTW.PA / ALSTW FP	

StreamWIDE

Edition de logiciels

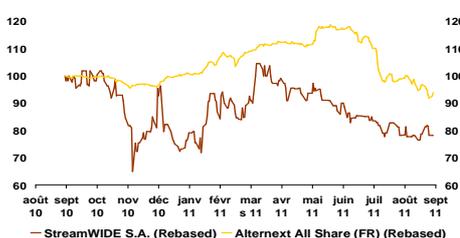
StreamWIDE, la valeur ajoutée de la chaîne télécoms

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-18,9%	0,0%	-9,0%	-21,8%
Perf Small 90	-13,5%	-7,5%	-22,7%	25,1%

Informations boursières (en M€)	
Capitalisation (M€)	22,5
Nb de titres (en millions)	2,67
Flottant	17%
Volume moyen 6 mois (titres)	529
Extrêmes 12 mois	7,15 € 11,50 €

Données financières (en M€)				
au 31/12	2009	2010	2011e	2012e
CA	7,2	10,2	11,1	12,7
var %	18,7%	42,2%	9,1%	14,2%
EBE	0,7	3,0	4,1	5,5
% CA	9,7%	29,5%	36,8%	42,9%
ROC	0,4	2,3	2,7	3,1
% CA	6,1%	22,7%	24,5%	24,4%
RN	0,1	2,0	1,8	2,6
% CA	0,9%	19,5%	16,5%	20,1%
Bnpa (€)	0,0	0,7	0,7	1,0
Gearing (%)	-32%	-36%	-35%	-43%
ROCE (%)	1%	31%	28%	34%
ROE (%)	1%	21%	17%	20%
Dette nette 2010	-3,4			
Dividende n (€)	0,19			
Yield (%)	2,3%			

Ratios				
	2009	2010	2011e	2012e
VE/CA (x)	2,7	1,9	1,7	1,5
VE/EBE (x)	27,3	6,3	4,7	3,5
VE/ROC (x)	43,4	8,2	7,0	6,1
PE (x)	ns	11,3	12,2	8,8



- Créée en 2001 par des ingénieurs spécialistes des télécoms, StreamWIDE se positionne comme le fournisseur de services à valeur ajoutée (SVA) innovants des opérateurs télécoms fixes et mobiles partout dans le monde. L'offre de StreamWIDE repose sur une technologie logicielle de pointe développée en interne, StreamWIDE Engine, de laquelle sont déployés les divers services à valeur ajoutée : messagerie, services de prépaiement, sonneries personnalisées, services vocaux interactifs, etc.
- Le marché des services téléphoniques à valeur ajoutée sur lequel évolue StreamWIDE est en pleine croissance depuis l'émergence des réseaux de nouvelle génération (NGN) et devrait continuer à être porté par : 1/ l'évolution permanente des réseaux de nouvelle génération (IP, fibre optique, 4G) fortement consommateurs de SVA, 2/ l'explosion des smartphones également très consommateurs en SVA et 3/ les pays émergents (Chine, Inde, Afrique du Nord) où la pénétration mobile croît fortement.
- La stratégie de StreamWIDE repose sur : 1/ l'effort d'innovation (la R&D représente 25% du CA), 2/ le développement à l'international dans les pays développés pour répondre aux besoins de l'évolution de l'environnement technologique et dans les pays émergents pour répondre aux besoins croissants en termes de SVA mobiles, 3/ le développement de partenariats commerciaux avec les acteurs majeurs de l'intégration ou de l'équipement télécom et les opérateurs télécoms. Face à des leaders historiques en perte de vitesse, StreamWIDE devrait petit à petit gagner des parts de marché.
- Le business model de StreamWIDE repose sur les revenus de licences (1licence par utilisateur final), qui génèrent de facto des revenus de maintenance récurrents (19% du CA en 2010) et des prestations de services. En 2010, le groupe a réalisé un CA de 10,2 M€ en croissance de 42% porté par les nouveaux contrats de licences en Amérique et Asie. Avec une stratégie bien définie et un environnement de marché favorable, StreamWIDE devrait poursuivre sa montée en puissance. Nous estimons le CA 2011^e à 11,1 M€ (+9,1%). La MOC devrait progresser à 24,5 % (vs 22,7% en 2010) grâce à un mix produit favorable et une maîtrise des charges opérationnelles.
- Nos travaux de valorisation à partir des approches DCF et comparables boursiers font ressortir une valeur d'équilibre de StreamWIDE à 34,5 M€. Nous initions la couverture du titre avec un objectif de cours de 12,90 € et une recommandation Achat. Le titre présente ainsi selon nous un potentiel de hausse de 53%, et des ratios de valorisation favorables (VE/ROC 11 de 7,0x et PE 11 de 12,2x).

Analyste :
 Laure Pédurand 01 44 70 20 78
lpedurand@euroland-finance.com

Page blanche

SOMMAIRE

MATRICE SWOT	5
10 ANS D'HISTOIRE, 10 ANS DE R&D, 10 ANS DE CROISSANCE	6
2001 : CREATION DE LA SOCIETE STREAMWIDE	6
DE 2001 A 2003 : LE PREMIER SERVEUR VOCAL NATIVEMENT SIP	6
DE 2004 A 2007 : L'AVENEMENT COMMERCIAL DE STREAMWIDE	6
DE 2008 A AUJOURD'HUI : UNE DYNAMIQUE INTERNATIONALE	7
UN BUSINESS MODELE VERTUEUX	8
DU LOGICIEL A L'OPERATEUR	8
UN MODELE ECONOMIQUE PERENNE	10
DES OPPORTUNITES DE CROISSANCE A L'INTERNATIONAL	12
PAYS DEVELOPPES : UN MARCHÉ DES SVA PORTE PAR LES AVANCEES TECHNOLOGIQUES	12
LES PAYS EMERGENTS : UN MARCHÉ DES SVA PORTE PAR LA TELEPHONIE MOBILE	16
UNE CONCURRENCE EN PERTE DE VITESSE	18
PERSPECTIVES STRATEGIQUES ET FINANCIERES	20
SUR UNE VAGUE DE CROISSANCE	20
DES LEVIERS IMPORTANTS SUR LA RENTABILITE	22
UNE STRUCTURE FINANCIERE SAIN ET SANS ENDETTEMENT	24
VALORISATION	27
VALORISATION PAR LES DCF : 15,50 €	27
VALORISATION PAR LES COMPARABLES : 10,30 €	29
ELEMENTS FINANCIERS	32
COMPTE DE RESULTAT HISTORIQUE & PREVISIONNEL	32
BILAN HISTORIQUE & PREVISIONNEL	33
TABLEAU DE FLUX DE TRESORERIE HISTORIQUE & PREVISIONNEL	33

Page blanche

Matrice SWOT

Forces

- Une offre logicielle à la pointe de la technologie qui permet le déploiement de multiples SVA à destination des opérateurs télécoms
- Le logiciel StreamWIDE Engine s'impose de plus en plus comme un modèle standard qui s'adapte à toutes les architectures IP
- Des partenariats commerciaux solides avec les intégrateurs, équipementiers télécoms et opérateurs télécoms
- Une présence Internationale (57% du CA à l'export)

Faiblesses

- la petite taille de StreamWIDE peut le décrédibiliser face à des géants comme ZTE ou Comverse Technology. Par conséquent, 64% du CA est réalisé via les ventes indirectes.

Opportunités

- une évolution rapide des nouvelles technologies dans les pays développés (IP, fibre optique, 4G)
- explosion des smartphones fortement consommateurs de SVA
- forte croissance des pays émergents dans l'univers des SVA mobiles
- une concurrence en perte de vitesse et en graves difficultés financières (Comverse Technology, Tecnotree)

Menaces

- certains équipementiers télécoms tendent à créer eux-même leurs services à valeur ajoutée comme le géant chinois, ZTE

10 ans d'histoire, 10 ans de R&D, 10 ans de croissance

2001 : Création de la société StreamWIDE

En 2001, trois anciens dirigeants de la société Kertel (opérateur alternatif de téléphonie) décident de fonder StreamWIDE : Pascal Beglin, Lilian Gaichies et Zakaria Nadhir.

Cette initiative est basée sur le constat que les technologies existantes (à savoir les TDM ou Time Division Multiplexing, protocoles de téléphonie basés sur la communication de circuits élaborés) sont inadaptées à la production de services à valeur ajoutée dans le domaine des télécommunications. En revanche, la technologie IP qui est au devant de la scène avec l'essor d'Internet, représente une opportunité de rupture technologique pour le développement de services de téléphonie à valeur ajoutée utilisant le protocole IP (voix et vidéo).

De 2001 à 2003 : le premier serveur vocal nativement SIP

Pour commencer, la société développe un serveur vocal interactif de nouvelle génération, utilisant le protocole SIP (Session Initiation Protocol). SIP assure le transport des messages, s'assure de leurs envois et de leurs réponses grâce à une architecture reposant sur les équipements qui vont dialoguer en SIP. Ce produit fait l'objet d'un dépôt de brevet en 2002 sous le nom de « IVR over the net ». IVR pour Interactive Voice Response, service vocal interactif qui consiste à interagir avec un serveur via des échanges vocaux sur un réseau téléphonique et des touches d'un combiné téléphonique. Cette technologie est implantée au sein du système d'exploitation StreamWIDE Engine dont la première vente est faite auprès de Cellcast, un fournisseur de contenus à valeur ajoutée pour les mobiles et l'audiotel.

Dès 2002, le serveur vocal développé par StreamWIDE est utilisé pour répondre aux besoins de facturations des retransmissions vidéo notamment utilisé par les émissions de télé-réalité (Star Academy, Loft Story...).

De 2004 à 2007 : l'avènement commercial de StreamWIDE

Toujours en quête d'innovations dans le domaine des technologies IP, StreamWIDE commence à développer des applications verticales comme les services de messagerie vocale (VMS ou Voice Messaging System) ou les systèmes prépayés.

En parallèle, on assiste à l'émergence des réseaux de nouvelle génération ou encore les NGN (Next Generation Network), terme générique qui englobe différentes technologies visant à mettre en place un concept, celui d'un réseau convergent multiservices. L'architecture NGN introduit un modèle en 5 couches, qui scinde les fonctions et équipements responsables du transport du trafic et du contrôle (couches d'accès, de transport, de contrôle, d'exécution de services, applications). Deux nouveaux opérateurs profitent de l'essor des nouvelles technologies, Free et Bouygues Télécom, dont les tarifs défient la concurrence. Ils mettent alors en difficulté les opérateurs existants dont les équipements TDM vieillissent et qu'il faut remplacer par des équipements adaptés aux NGN. StreamWIDE avait vu juste et ne manque pas de saisir les opportunités. La pertinence du logiciel StreamWIDE Engine et des applications novatrices est validée par l'alliance avec des partenaires commerciaux de taille : Nortel et Thomson Cirpack, des géants de l'équipement télécom, Bull et IBM les leaders de l'intégration et des systèmes d'information. En 2004, la société réalisait un CA de 1,3 M€ en croissance de 34%.

En 2005, les premiers contrats auprès des opérateurs démarrent comme avec SFR pour un service de visio 3G qui permet aux utilisateurs de communiquer en utilisant le système de caméra-vidéo via le réseau 3G. Par la suite, StreamWIDE remporte d'autres contrats avec des opérateurs mobiles pour des systèmes de messagerie convergente ou des applications

prépayées. StreamWIDE monte en puissance à l'international en ouvrant une douzaine de nouveaux pays.

Les innovations technologiques couplées à un développement commercial soutenu ont permis à StreamWIDE de réaliser un CA de 1,9 M€ en 2005, en croissance de 50% et un chiffre d'affaires de 3,2 M€ en 2006 qui progresse de près de 70%. StreamWIDE a ainsi multiplié son chiffre d'affaires par plus de 3 en 3 ans.

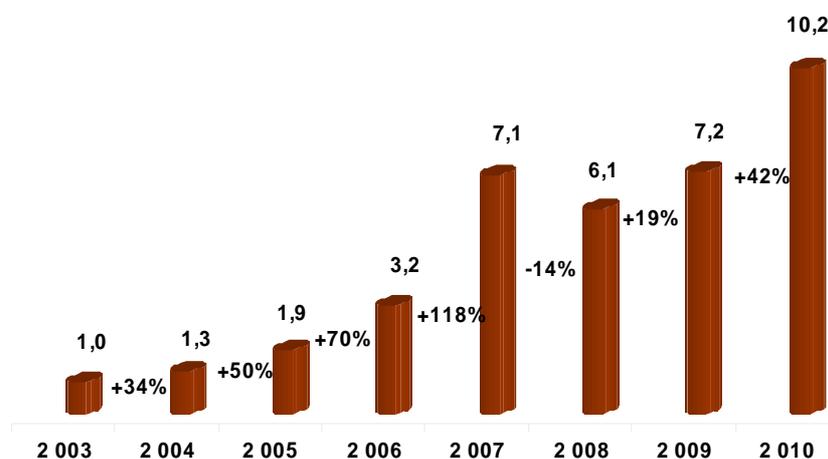
L'année 2007 marque un nouveau tournant avec l'ouverture des filiales aux Etats-Unis et en Chine où le passage aux réseaux et technologies de nouvelle génération était à peine engagé contrairement à l'Europe et la France. Présent dans 20 pays, le groupe réussit à multiplier son chiffre d'affaires par 2 atteignant près de 7,1 M€. L'introduction en bourse sur Alternext en novembre 2007 permet à l'éditeur de lever près de 5,0 M€ avec pour but de financer son développement à l'international et notamment la conquête du marché américain.

De 2008 à aujourd'hui : une dynamique internationale

Les offres Triple Play explosent en 2008 (vidéo + téléphonie + Internet) et ouvrent la voie à de nouvelles opportunités de croissance pour StreamWIDE en répondant aux appels d'offres des opérateurs. Mais la crise financière inopinée ralentit tous les projets et gèle les investissements. StreamWIDE réussit tout de même à remporter un appel d'offre significatif avec Bouygues Télécom pour la fourniture de services de messagerie convergente dans le cadre de son offre Triple Play. Grâce aux fonds levés l'année passée, StreamWIDE poursuit des avancées en R&D notamment pour les applications de messagerie et de taxation. La société développe notamment ses solutions de Ringback Tones, de messagerie vocale visuelle, une véritable révolution dans l'univers des smartphones. La société réalise un CA en baisse de 14 % à 6,1 M€, un recul limité par la bonne dynamique à l'international (+48%).

Les années 2009 et 2010 signent le retour à la croissance avec de nombreux contrats remportés, notamment avec le 3^{ème} opérateur mobile américain, Sprint, qui détient 15 % de part de marché. Le marché américain, qui voit l'émergence des offres Quadruple Play, offre une opportunité de croissance indéniable à StreamWIDE. La société poursuit ses avancées technologiques et propose de nouveaux services aux opérateurs. Entre les accords de licences, les partenariats de distribution et le déploiement d'applications à l'étranger, StreamWIDE réalise en 2010 57 % de son chiffre d'affaires à l'export. Le chiffre d'affaires global ressort en croissance de 42 % à 10,2 M€. Aujourd'hui StreamWIDE est doté d'une forte présence à l'international grâce à son réseau de distribution indirecte et aux deux filiales commerciales en Chine et aux Etats-Unis.

Evolution du chiffre d'affaires de StreamWIDE



Source : société, Euroland Finance

Un business modèle vertueux

StreamWIDE est un éditeur de logiciels dédiés aux opérateurs télécoms fixes ou mobiles, aux fournisseurs d'accès Internet et aux fournisseurs de contenus à valeur ajoutée. Le logiciel développé par StreamWIDE permet le déploiement d'applications verticales permettant la fourniture de services à valeur ajoutée au consommateur final tels que la messagerie visuelle.

Du logiciel à l'opérateur

Une technologie de pointe

Les solutions logicielles proposées par StreamWIDE reposent essentiellement sur 2 technologies développées en interne et brevetées par la société :

- **StreamWIDE Factory** : il s'agit de l'environnement de création des services intégré, permettant à StreamWIDE de créer des applications verticales et de les fournir clés en main aux clients via StreamWIDE Engine. Lorsque cette solution est proposée à l'opérateur, il peut créer lui-même ses propres services à valeur ajoutée qui seront également déployés via StreamWIDE Engine.
- **StreamWIDE Engine** : il s'agit du « système d'exploitation » ou du « moteur » duquel les applications verticales, telle que la messagerie vocale ou les services prépayés, sont déployées. Ces applications utilisent nativement le SIP, protocole standard utilisé dans les télécommunications multimédia (son, images, données). Il est depuis 2007, le protocole le plus utilisé pour la téléphonie sur protocole IP (la VoIP). Il permet d'établir, de modifier ou de terminer une session multimédia, ou un appel téléphonique entre deux équipements.

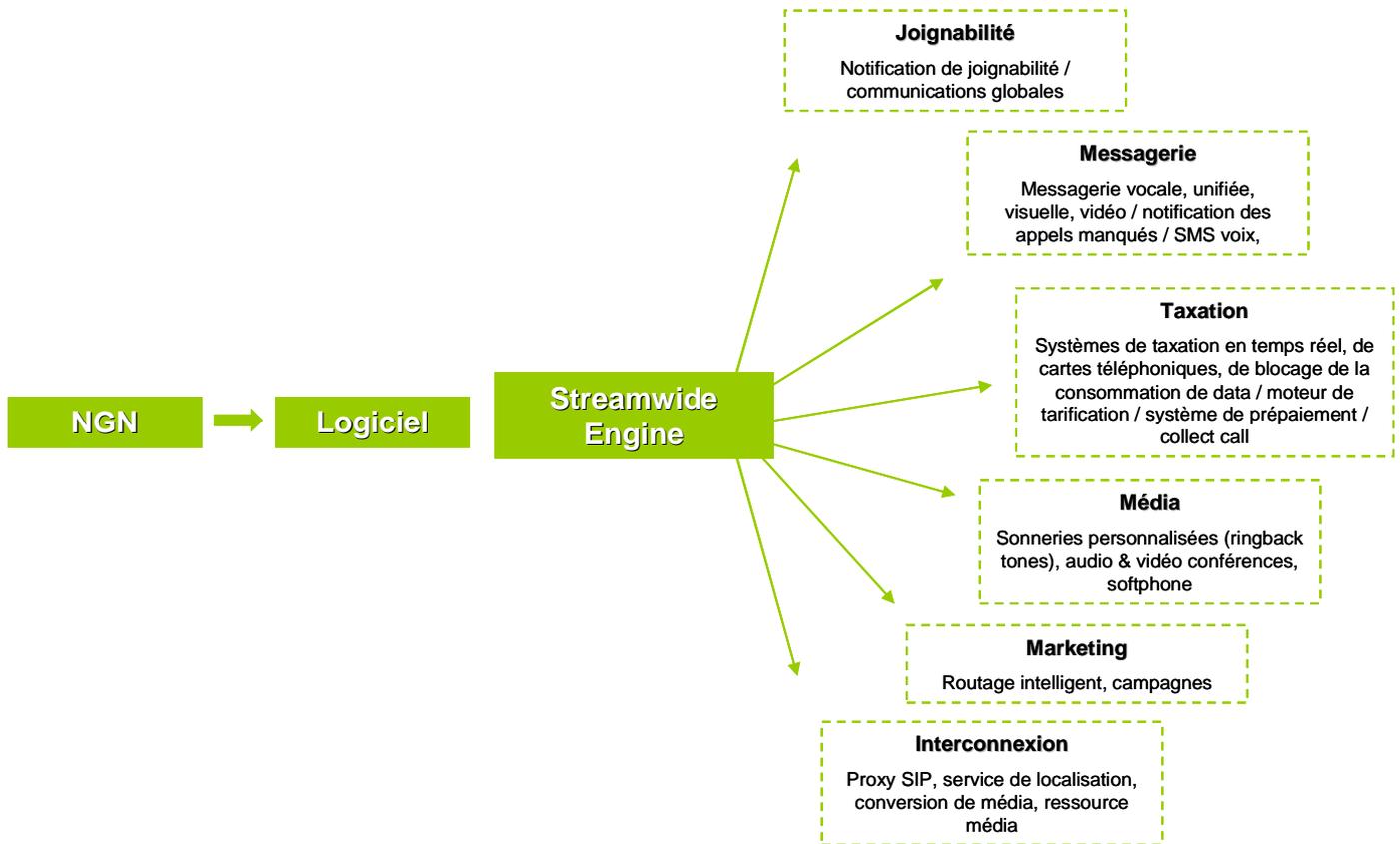
L'architecture des solutions de StreamWIDE repose sur un assemblage de composants logiciels installés sur du matériel standard fonctionnant sous Intel ou Linux. Ce mix de technologies logicielles et hardware est rendu possible grâce à de solides partenariats technologiques. Par exemple, StreamWIDE utilise les produits de bases de données Oracle pour le stockage des données client. Ces partenariats permettent entre autres à la société de bénéficier des évolutions technologiques de chacun de ses partenaires et ainsi de faire évoluer et d'optimiser sa plateforme en parallèle. Par exemple, lorsque Intel ou IBM améliorent la performance de leurs machines, la performance de la plateforme se trouve naturellement augmentée sans avoir besoin d'investir plus. Ainsi, StreamWIDE peut se concentrer sur la partie services, c'est-à-dire l'innovation pour ses clients.

La technologie StreamWIDE est notamment compatible avec le cloud computing (l'informatique dans les nuages) ce qui permet aux opérateurs de bénéficier des avantages du cloud tel que la flexibilité des business model et la capacité à s'adapter plus rapidement aux besoins du marché.

Des applications verticales qui se déclinent en services à valeur ajoutée

Les applications verticales déployées via StreamWIDE Engine sont au nombre de 6 et permettent chacune de fournir plusieurs services à valeur ajoutée :

L'offre de StreamWIDE



Source : société

Il s'agit d'une offre de solutions 100% logicielles et totalement adaptables à l'environnement technologique des opérateurs télécoms. Si les codes du moteur StreamWIDE Engine ne sont pas « open source » ils peuvent en revanche communiquer avec tous types de solutions ouvertes.

La valeur ajoutée pour l'opérateur

Les solutions proposées par StreamWIDE permettent à l'opérateur de:

- **développer ses revenus** par :
 - o le lancement de produits innovants ce qui permet à l'opérateur d'augmenter ses parts de marché
 - o la proposition de services à valeur ajoutée à de nouveaux segments de marché
 - o la proposition de services premium à des clients existants et donc augmenter l'ARPU (average revenue per user)
- **réduire le time to market** dans un environnement technologique qui évolue rapidement et très concurrentiel. L'environnement de création de services proposé par StreamWIDE est particulièrement flexible ce qui permet de développer les services plus rapidement et de se différencier des concurrents.
- **réduire leurs coûts d'acquisition des plateformes de services.** Les évolutions technologiques et l'ouverture à la concurrence ont obligé les opérateurs à baisser drastiquement leurs tarifs réduisant ainsi leurs revenus. Pour pallier à cette baisse, un

changement de modèle économique s'impose par la diminution des dépenses liés aux CAPEX et OPEX. Cela est rendu possible grâce à la solution StreamWIDE 100% logicielle compatible avec du matériel standard (donc moins coûteux).

- **protéger l'investissement** : la recherche permanente de réduction des coûts et d'introduction de mécanismes de convergence impose le protocole SIP comme le nouveau standard télécom et l'IMS comme le nouveau modèle d'architecture pour les décennies à venir. Avec ses solutions de nouvelle génération, StreamWIDE offre une technologie compatible IMS qui concrétise les promesses d'interopérabilité et de modularité des architectures.

Un modèle économique pérenne

« Pay as you grow »

Lorsque StreamWIDE conclut un contrat de licences avec un opérateur, ce dernier paye une licence par utilisateur. Ainsi, si un opérateur souhaite offrir un SVA à un certain segment de clientèle composé par exemple de 100 000 abonnés, il paye 100 000 licences à StreamWIDE. Si l'opérateur acquiert de nouveaux abonnés, il achètera des licences dans les mêmes proportions. Ce modèle économique « Pay as you grow » est particulièrement générateur de cash pour StreamWIDE.

Avec à son actif entre 30 et 40 millions d'abonnés finaux, StreamWIDE a donc fourni autant de licences depuis 10 ans. Chaque année, la société gagne de nouveaux contrats auprès d'opérateurs dont le nombre d'abonnés se compte en dizaines de millions, lui donnant ainsi l'opportunité d'atteindre toujours plus de consommateurs. En 2010, StreamWIDE a conclu pour 5,7 M€ de nouvelles licences auprès de divers opérateurs ou partenaires intégrateurs, soit une croissance de 53 % par rapport à 2009. A fin juin 2011, 72 clients faisaient confiance à la société.

Création de flux de maintenance et services dans la durée

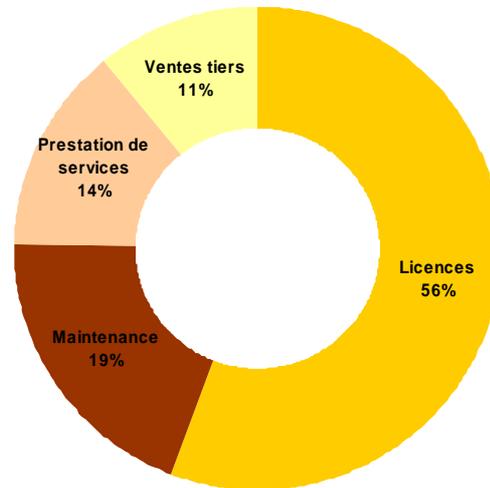
Bien souvent, les ventes de licences sont accompagnées de services connexes : prestations de conseil, d'intégration, personnalisation de modèles standards, etc. Ceci a pour effet d'embarquer du chiffre d'affaires avec les ventes de licences. En 2010, ces services représentaient près de 14 % du CA total (1,4 M€). A la demande de certains clients, la société réalise des ventes de hardware afin de fournir des services clefs en main (1,1 M€ de CA en 2010). Cette activité n'est pas vouée à croître à l'avenir car il ne s'agit pas d'une activité stratégique pour StreamWIDE.

De plus, la vente de licences génère automatiquement des prestations de maintenance. On distingue 2 types de revenus de maintenance :

- « curative » : service qui permet de maintenir le logiciel en état de marche (7 % du CA licences)
- « évolutive » : service de mise à jour régulière du logiciel (8% du CA licences)

La maintenance permet à StreamWIDE d'avoir des revenus récurrents qui croissent avec les clients existants et nouveaux. En 2010, la maintenance a progressé de 46% à 2,0 M€ et représente désormais plus de 20 % du CA. Au fur et à mesure que la récurrence augmentera, StreamWIDE gagnera en visibilité.

Répartition du chiffre d'affaires par nature en 2010



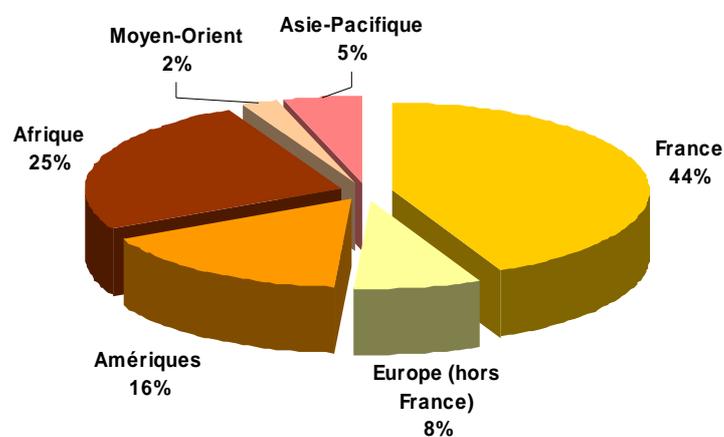
source : société

Un mode de distribution efficace à l'international

Pour commercialiser ses offres, StreamWIDE fait majoritairement appel à des partenaires externes tels que les intégrateurs de systèmes et réseaux (Bull, Capgemini, Unisys) ou bien à des câblo-opérateurs (Numéricable, GVT). En 2010, les revenus générés par les ventes indirectes se sont élevés à 6,5 M€, soit 64 % du CA. Au regard des grandes entreprises de télécoms, StreamWIDE est un acteur de petite taille, et préfère donc s'adresser à des géants de l'intégration. Néanmoins, StreamWIDE a observé que certaines de ses ventes indirectes se transforment en ventes directes témoignant d'un gain de confiance et de crédibilité auprès du secteur. Cela a été le cas récemment avec un opérateur en Afrique du Nord qui s'adressait à Bull auparavant pour se fournir en solutions StreamWIDE.

Le mode de distribution indirecte est particulièrement efficace à l'international. Aujourd'hui, les solutions de StreamWIDE sont distribuées sur tous les continents dans près de 40 pays. 57 % du CA 2010 a été réalisé à l'export (principalement en Afrique et Amérique).

Répartition géographique du CA de StreamWIDE en 2010



source : société

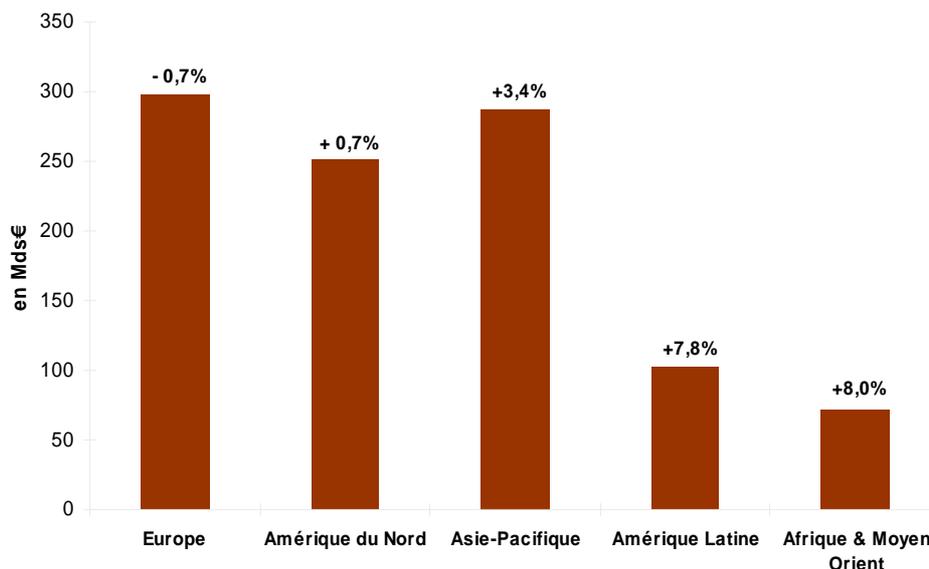
Des opportunités de croissance à l'international

Le marché mondial des services de télécommunications en 2010

En 2010, les services de télécommunication mondiaux ont enregistré un chiffre d'affaires de 1009 Mds € en croissance de 2,2% tirés par :

- la croissance du haut débit fixe (+7% en Europe),
- la démocratisation du mobile (+14% d'utilisateurs dans le monde),
- la diversification et la multiplication des terminaux
- les pays émergents :
 - o en Afrique et au Moyen-Orient la croissance a été évaluée à 8 % en 2010
 - o en Asie Pacifique, la croissance a été évaluée à 3,4 %

Marché mondial des services de télécommunications



Source : France Télécom, Rapport annuel 2010

Pays développés : un marché des SVA porté par les avancées technologiques

Mouvement général de transition vers les réseaux IP

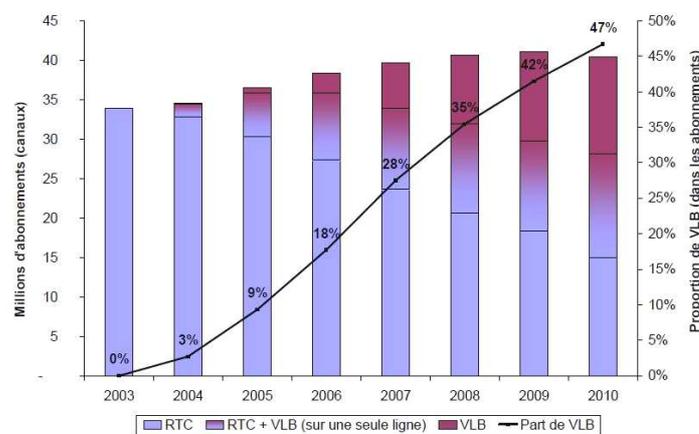
Le marché des télécoms a connu une profonde mutation dans les années 2000 avec l'essor des Next Generation Network ou NGN. Le principe est d'utiliser la technologie IP pour transporter l'ensemble des services de télécommunication. Au lieu d'utiliser un réseau par type de service comme c'était le cas auparavant, on utilise un réseau unique donnant ainsi naissance à la convergence des services de téléphonie fixe, mobile, Internet et télévision. Depuis 2005, la technologie IP se répand et s'impose progressivement comme le standard de la transmission de la voix. Aujourd'hui, certains opérateurs n'utilisent plus les technologies TDM, trop désuètes et inadaptées aux demandes du marché.

Ce phénomène sur les réseaux fixes se développe également sur les réseaux mobiles. Les

opérateurs mobiles mettent en place une architecture NGN pour élargir le spectre des services disponibles pour les utilisateurs et pour fournir des services convergents voix-données et fixe-mobile. A moyen terme, certains opérateurs anticipent que leur réseau sera totalement mutualisé fixe-mobile.

Les particuliers représentent la première clientèle des opérateurs en termes de volumes. En 2009 en France, on comptait plus de 41 millions d'abonnements à un service fixe dont 42 % passaient uniquement par la VoIP, chiffre qui est passé à 47% en 2010. Les services de VoIP ont accueilli en moyenne 2,7 millions d'abonnements de plus par an entre 2003 et 2010.

Evolution du nombre d'abonnements téléphoniques en France



Source : ARCEP, 2009

NB : VLB : voix sur large bande. On parle de VLB pour les services de téléphonie fixe utilisant la technologie de la VoIP

Cette transition vers les réseaux IP s'observe également dans le monde entier. Selon le cabinet d'études Point Topic, le nombre d'abonnés à la VoIP a atteint les 110 millions en 2009 (hors Skype). C'est aux Etats-Unis que l'on compte le plus grand nombre d'abonnés avec près de 23 millions de souscripteurs, juste devant le Japon qui en compte un peu plus de 21 millions. La France occupe la 3^{ème} place du palmarès. L'Allemagne n'en compte que 8 millions.

Au niveau mondial, le marché des services de VoIP est évalué à 49,8 Mds\$, en croissance annuelle de 19% en 2010 (source Infonetics Research). Le segment des particuliers représente 69 % du marché. Infonetics Research estime que le marché atteindra 74,5 Mds\$ en 2015, principalement porté par le segment professionnel dont la migration sur l'IP est loin d'être terminée. Avec la croissance de la VoIP, les services à valeur ajoutée vont continuer à se démultiplier et notamment au sein des entreprises très gourmandes en SVA.

Une concurrence accrue des opérateurs (exemple de la France)

La convergence des services via les réseaux NGN s'est traduite par une démocratisation en France des offres Triple Play (fixe, Internet, TV) et Quadruple Play (fixe, mobile, Internet, TV). Avec pour principe de base la fourniture de 3 ou 4 services au sein d'une seule et même offre, les opérateurs se livrent à une concurrence accrue en termes de :

- services à valeur ajoutée
- de tarifs

La convergence des services s'est en effet accompagnée d'une baisse générale des tarifs, diminuant ainsi nettement l'ARPU des opérateurs. Pour accroître leurs ARPU et parts de marché, les opérateurs investissent massivement pour fournir des services à valeur ajoutée à leurs clients. Le but est d'offrir régulièrement à son client des fonctionnalités innovantes. Cette concurrence se

joue principalement entre Orange, SFR et Bouygues Télécom et Free. Par ailleurs, l'arrivée de Free sur le marché des offres mobiles dès janvier 2012 risque d'entraîner une nouvelle pression sur les 3 autres opérateurs principaux qui devrait se traduire par une baisse sensible de l'ARPU. Nous devrions assister alors à de nouvelles stratégies pour au moins maintenir l'ARPU :

- lancement de nouvelles offres toujours plus avantageuses avec un accroissement de l'illimité
- le développement de la clientèle MVNO afin de conserver les parts de marché sur les réseaux
- l'accélération des offres 4 Play

Ces stratégies devraient naturellement s'accompagner d'une hausse de la consommation des services à valeur ajoutée.

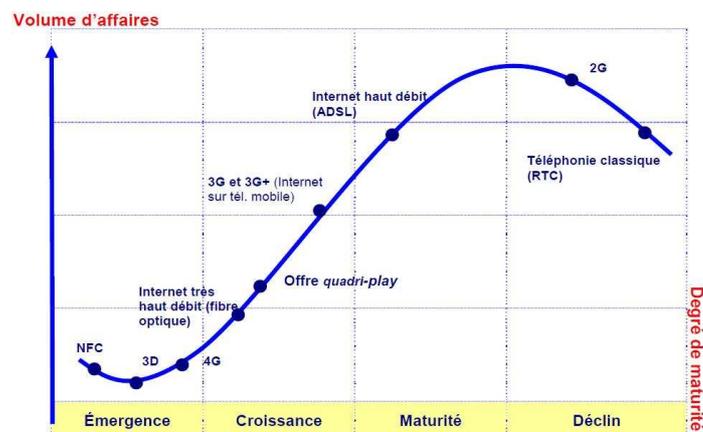
Les nouvelles technologies : la fibre optique et le 4G

L'augmentation considérable de la consommation de données ou « data » depuis l'émergence des réseaux NGN a incité le gouvernement à investir massivement pour faciliter leur circulation, augmenter le débit et accélérer le trafic : la fibre optique et le 4G.

Pour les lignes fixes, l'installation de la fibre optique (fil de verre ou de plastique qui conduit la lumière) se fait progressivement depuis 2009. Selon un rapport de l'Arcep, 1,2 millions de logements sont éligibles à la fibre optique dont 0,6 sont équipés d'offres compatibles. Cette migration progressive devrait s'accompagner d'une hausse de la consommation de SVA en particulier dans la vidéo (Vidéos à la demande, chaînes HD, images 3D, multi-écrans).

Dans le cadre des réseaux mobiles, après la 2G et la 3G, arrive bientôt la 4G dont les candidatures à la licence ont été déposées en septembre 2011 auprès de l'ARCEP par SFR, Free, Orange et Bouygues Télécom. Les réseaux 4G ne devraient être déployés en France qu'à partir de fin 2012 / début 2013. Au Etats-Unis, 2 opérateurs de téléphonie mobile américain ont déjà lancé des offres : Sprint (client de StreamWIDE) et Verizon. La téléphonie mobile de 4^{ème} génération va progressivement remplacer la 3G et entraîner également une consommation accrue de données et de services à valeur ajoutée.

Positionnement des technologies de télécommunications en France sur la courbe du cycle de vie



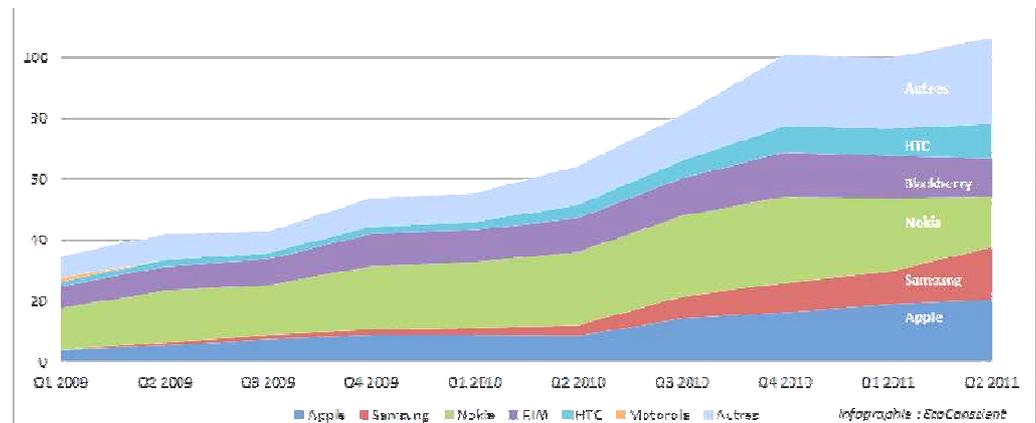
Source : Etude Xerfi, Télécommunications, juin 2010

La mise en place de ces infrastructures et réseaux de nouvelle génération devrait entraîner une nouvelle croissance de la consommation des données et services donnant l'opportunité à StreamWIDE de proposer à ses clients opérateurs plus de services à valeur ajoutée innovants pour leurs propres clients.

L'explosion des smartphones et tablettes

Depuis quelques années, nous assistons à la croissance exponentielle des smartphones, une croissance qui devrait s'inscrire dans la durée. Selon le cabinet d'études International Data Corporation (IDC), le marché des smartphones représente 106,5 millions d'unités au T2 2011 contre 64,4 en 2010 (+65,4%) et 41,9 en 2009. Au cours du deuxième trimestre 2011, les livraisons de smartphones ont dépassé pour la première fois les livraisons de mobiles en Europe de l'Ouest : elles ont représenté 52% des livraisons totales de téléphones portables, soit une croissance de 48% d'année en année (21,8 millions d'exemplaires), au détriment des mobiles classiques (-29%).

Evolution des ventes de smartphones dans le monde



Source: International Data Corporation (IDC), 2011

Les smartphones, consommaient en 2010 65 % du trafic data mobile alors qu'ils ne représentaient que 13% des mobiles dans le monde (source : Informa 2010). Avec une telle croissance en 2011, on peut imaginer une consommation des smartphones supérieure à 70% du trafic data mobile.

Le même cabinet d'études a estimé les ventes de tablettes numériques à 13,6 millions de terminaux au T2 2011. Pour 2011, IDC anticipe 62,5 millions de tablettes écoulées.

Pour StreamWIDE, l'explosion des smartphones a été particulièrement bénéfique puisqu'ils sont fortement consommateurs de SVA. Les opérateurs ont donc du investir massivement en termes de SVA pour smartphones. Par exemple, les iPhones vendus par SFR sont munis du Visual Voice Mail développé par la société, un service particulièrement apprécié des consommateurs. Chaque nouveau smartphone comme par exemple la sortie très prochaine de l'iPhone 5 par Apple donne l'opportunité à StreamWIDE d'améliorer ses interfaces de SVA en termes d'ergonomie et de design.

Conclusion

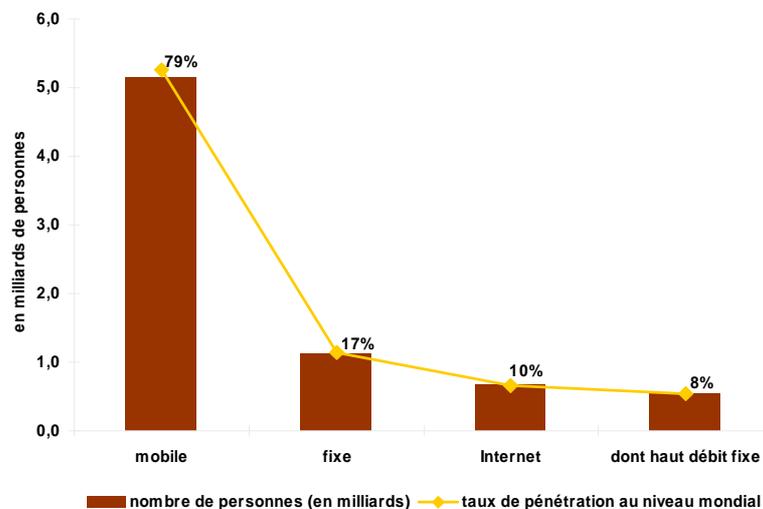
Les pays matures vivent au rythme du multi-équipement, de la connectivité sans couverture et de la convergence des réseaux, terminaux et applications. L'enjeu principal des réseaux de télécommunications est de garantir les conditions d'interopérabilité des réseaux, de convergence, de sécurité et de simplicité des services pour l'ensemble des clients fixes, mobiles et Internet. StreamWIDE est clairement au cœur des problématiques des opérateurs dont l'environnement matériel et technologique évolue constamment.

Les pays émergents : un marché des SVA porté par la téléphonie mobile

La pénétration de la téléphonie mobile

L'usage des communications se fait massivement à travers les téléphones mobiles : près de 5,2 milliards de personnes utilisent un mobile dans le monde, soit un taux de pénétration de 78%. En parallèle, le trafic de données (« data ») sur mobile a triplé en 2010 selon Cisco.

Pénétration des services télécoms dans le monde en 2010



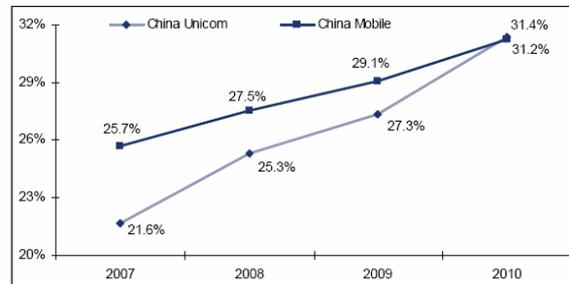
Source : France Télécom, Rapport annuel 2010

Dans les pays développés, le taux de pénétration des services mobiles dépasse les 90% comme aux USA où il est de 94% ce qui ne permet pas d'envisager une croissance forte à ce niveau. En revanche, les pays émergents ont connu en moyenne une croissance de 18% de leurs abonnés mobiles supplémentaires en 2010. En effet, si le taux de pénétration des lignes fixes est relativement faible dans les pays émergents, c'est en raison d'une forte prévalence de l'usage du mobile qui requiert un investissement largement plus abordable que le reste des équipements.

Le cas de la Chine

En juillet 2011, le taux de pénétration mobile a atteint 70 %, un taux qui se rapproche de celui des pays développés, ce qui équivaut à une quasi saturation du marché. Les analystes tablent sur un taux de pénétration de 73% à fin 2011. En revanche, les utilisateurs de la 3G représentent moins de 10% de l'ensemble des utilisateurs mobiles. La technologie 3G est arrivée en 2008 et est encore en phase d'amorçage dans le pays. Avec l'essor de la 3G et l'explosion des smartphones, on devrait assister à une forte croissance ces prochaines années des services hors voix. On peut observer sur le graphe ci-dessus que la 3G a contribué à augmenter la contribution des services à valeur ajoutée dans les revenus des opérateurs Télécom chinois et donc à augmenter leur ARPU.

La contribution des services à valeur ajoutée aux revenus des 2 principaux opérateurs chinois après le lancement de la 3G en 2008



Source : I-Sec Research, 2011

L'environnement de marché en Chine est donc particulièrement porteur pour la croissance des SVA et donc de StreamWIDE. En effet, après avoir signé un contrat avec un équipementier chinois, le groupe s'y est implanté afin d'accélérer son développement commercial en Asie-Pacifique. L'éditeur de SVA devrait saisir les opportunités liées au développement de la 3G, à la croissance de la téléphonie mobile et à l'explosion des smartphones. L'enjeu principal est d'établir un ou plusieurs partenariats avec les opérateurs mobiles leaders sur le marché chinois.

Le cas de l'Inde :

Avec 840 millions d'utilisateurs mobiles en Inde, le taux de pénétration atteint les 73%, tandis que seulement 3 % de la population est équipée d'un PC. Le marché est globalement similaire à celui de la Chine à la différence près que l'Inde n'est pas encore équipée de la 3G et ça ne saurait tarder. L'arrivée de la 3G va permettre d'accélérer l'usage des services « data » de 12% à 23% de l'utilisation mobile.

Le cas de l'Afrique :

En Afrique, le taux de pénétration mobile était de 55% à fin 2010. Il pourrait atteindre les 79 % à fin 2015. L'Amérique Latine est également une zone à fort développement dans les réseaux mobiles. On assiste actuellement au lancement des réseaux et services 3G qui devraient permettre le déploiement des smartphones et l'accélération de la consommation en SVA.

Innovation et originalité des SVA

Dans les zones émergentes, StreamWIDE propose essentiellement les services de messagerie et de taxation (prépaiement, blocage de la consommation de données), une proposition en adéquation avec les besoins du marché. Les pays émergents n'ayant pas le même profil économique et démographique que les pays développés, il apparaît évident que les besoins en termes de services de télécommunications et notamment en termes de services à valeur ajoutée ne sont pas tout à fait les mêmes : des moyens financiers faibles, des zones de couvertures réseaux faibles

Si on observe un certain retard dans le déploiement de réseaux haut débit dans les zones émergentes comme l'Afrique, les opérateurs se forcent à proposer de vrais services originaux et astucieux. De nombreuses opportunités d'innover en matière de SVA à destination des pays émergents s'ouvrent à StreamWIDE.

Une concurrence en perte de vitesse

L'environnement concurrentiel de StreamWIDE est composé de deux types d'acteurs :

Les équipementiers télécom

Ils fournissent aux opérateurs télécom le matériel hardware, l'infrastructure nécessaire aux réseaux et les terminaux. La plupart des équipementiers Télécom sont des concurrents potentiels de StreamWIDE soit parce qu'ils développent eux même leurs services à valeur ajoutée soit parce qu'ils font appel à des concurrents directs de StreamWIDE.

ZTE (coté à Hong Kong) : fournisseur chinois d'équipements télécoms et de solutions réseaux, leader sur le marché des télécoms. La société propose notamment des plateformes de SVA à ses clients. Dernièrement, ZTE a signé un contrat portant sur l'extension et le remplacement des plateformes utilisées pour divers SVA avec Telenor, opérateur en Norvège, Suède et Danemark. ZTE est un des principaux concurrents de StreamWIDE.

Alcatel-Lucent (coté à Euronext) : deuxième équipementier télécoms et réseaux au niveau mondial qui propose en outre de nombreux services à valeur ajoutée dans le domaine de la téléphonie sur IP intégrés au hardware.

Huawei : équipementier chinois en réseaux de télécommunication des opérateurs. L'entreprise fournit des matériels, des logiciels et des prestations de services pour les réseaux de télécommunications des opérateurs et les réseaux informatiques des entreprises. Huawei développe certains services à valeur ajoutée comme le service de prépaiement.

Ericsson (coté sur le Nasdaq et bourse de Stockholm) : équipementier télécom et réseaux mondial. Pour fournir des SVA à ses clients opérateurs, le groupe distribue les services de StreamWIDE.

L'enjeu pour StreamWIDE est de multiplier les partenariats commerciaux avec ces acteurs.

Les fournisseurs de plateforme à valeur ajoutée

Il s'agit des concurrents directs de StreamWIDE.

Comverse Technology (cotée sur le Nasdaq) : société américaine qui fournit des logiciels et systèmes destinés à des applications multimédia et traitement d'informations (solutions de communication, outils de signalisation, solutions de roaming, solutions de facturation et de téléphonie sur IP).

Tecnotree (cotée sur le Nasdaq) : société finlandaise, même activité que Comverse Technology.

Openwave Systems (coté sur le Nasdaq) : la société américaine fournit également des services de valeur ajoutée pour les opérateurs télécoms (logiciels pour téléphonie mobile, messagerie multimédia, solutions e-mail, passerelles de localisation et mobiles).

eServGlobal (cotée à la bourse Australienne) : société australienne spécialiste des SVA et notamment dans le domaine du m-paiement. Ces logiciels ont la particularité d'être livrés en open source, représentant un avantage économique pour le client.

Ces 4 concurrents directs de StreamWIDE rencontrent depuis quelques années de graves difficultés financières principalement en raison de la baisse drastique des prix (en moyenne divisés par 10 dont par 5 sur les 2 dernières années) liée à l'émergence des réseaux NGN alors qu'elles étaient auparavant spécialisées dans les technologies TDM. Petit à petit, ces anciens leaders du SVA perdent des parts de marchés captées par des concurrents à la pointe de la technologie comme StreamWIDE. La stratégie du groupe est de tirer profit des difficultés de ses concurrents et de reprendre petit à petit leurs parts de marché.

D'autres acteurs continuent de prospérer dans le secteur :

Acision (UK) : un des leaders mondial du secteur des données mobiles, Acision développe l'innovation et la croissance lucrative des services de données mobiles. Pionnières dans le domaine de la messagerie mobile, les solutions de données mobiles en temps réel d'Acision permettent à ses clients dans le monde entier de générer de nouveaux revenus grâce à des services novateurs, tout en contrôlant, en optimisant et en monétisant le trafic de données.

UReach Technologies (USA) : société américaine qui délivre des services à valeur ajoutée dans le domaine de la téléphonie mobile pour une meilleure convergence de services.

Conclusion :

Les concurrents sont nombreux mais certains se sont considérablement fragilisés avec l'émergence des nouvelles technologies de réseau auxquelles ils n'étaient pas adaptés (NGN vs TDM). L'enjeu pour StreamWIDE est de continuer à innover et de conquérir les parts de marché délaissées par les acteurs tels que Comverse ou Tecnotree. StreamWIDE a de toute évidence des opportunités importantes liées à l'environnement concurrentiel.

Perspectives stratégiques et financières

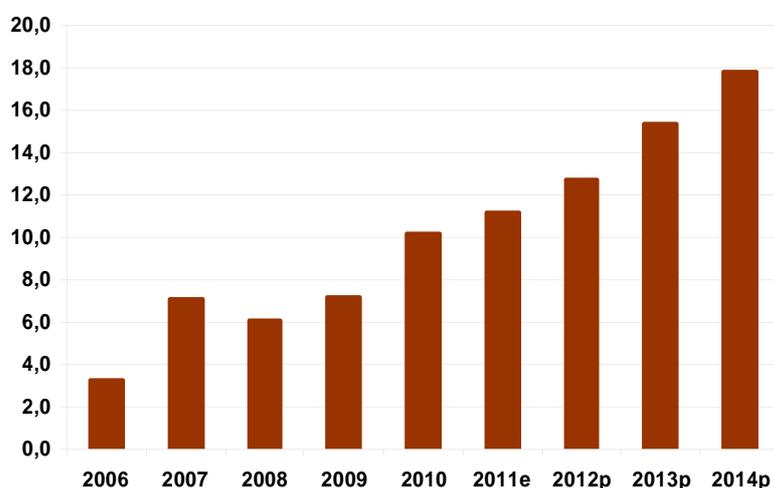
Sur une vague de croissance

Un chiffre d'affaires multiplié par 3 en 4 ans

Depuis sa création, le groupe connaît une croissance soutenue de son chiffre d'affaires. StreamWIDE n'a jamais cessé d'investir en recherche et développement en ayant pour objectifs de :

- améliorer le cœur logiciel, StreamWIDE Engine, et les applications déclinées en services à valeur ajoutée
- développer des services à valeur ajoutée innovants

Evolution du chiffre d'affaires de StreamWIDE de 2006 à 2014 (en M€)



source : société, prévisions Euroland Finance

En 2010, la société a réalisé un CA de 10,2 M€ en forte croissance de 42% porté par le dynamisme de l'activité à l'étranger :

- le développement de l'activité en Amérique de Nord qui a représenté 1,7 M€ de CA vs 0,6 M€ en 2009 suite à la signature d'un contrat avec un câblo- opérateur canadien
- la montée en puissance de la région Asie Pacifique suite à la signature d'un partenariat important avec un équipementier chinois (0,5 M€ de CA vs 0,1 M€ de CA en 2009)

Les ventes de licences ont ainsi atteint 5,7 M€ (+53%) portant la croissance de la maintenance à 2,0 M€ (+46,1%).

Sur le S1 2011, StreamWIDE a réalisé un CA de 5,3 M€ vs 5,1 M€, en croissance modeste de 4% subissant un effet de base défavorable lié aux ventes de hardware (-57% sur le semestre). Pour StreamWIDE, le hardware constitue uniquement un complément de réponse exceptionnel à la demande d'un client, et non une activité stratégique. Le CA licences s'enregistre à 3,2 M€ contre 2,9 M€ au S1 2010 soit une hausse de 7%. Au regard des performances passées de StreamWIDE, ces chiffres ne sont pas tout à fait habituels. En effet, l'activité à l'export a été pénalisée (-8%) par les troubles sociaux et politiques en Afrique du Nord et au Moyen Orient retardant ainsi les projets. D'autre part, le S1 2010 avait été particulièrement performant (+67%) constituant ainsi un effet de base défavorable. Les activités de maintenance et de prestations de services ressortent naturellement en croissance de 25% à 1,1 M€ et de 60% à 0,7 M€, soutenues

par l'accroissement de la base clients.

Une stratégie offensive qui devrait continuer à payer

Aujourd'hui, StreamWIDE dispose d'importants relais de croissance :

- l'innovation : dans un environnement technologique en constante mutation, la R&D est une priorité afin de s'adapter aux nouvelles technologies. StreamWIDE consacre plus de 25 % de son chiffre d'affaires à la R&D afin de proposer à ses clients les meilleurs produits du marché en termes de qualité, prix et innovation
- le développement à l'international : d'une part, dans les pays développés où l'environnement technologique évolue très vite, StreamWIDE devrait tirer parti de ses compétences technologiques et de ses innovations. Les pays émergents constituent également un véritable relais de croissance avec des besoins totalement différents de ceux des pays développés mais des besoins de première nécessité, fortement consommateurs de services à valeur ajoutée. Le marché se chiffre en plusieurs dizaines de milliards d'euros.
- un des objectifs de StreamWIDE est de devenir le système standard et de remplacer petit à petit toutes les anciennes architectures TDM désormais obsolètes et reprendre aussi des parts de marché à ses concurrents actuellement en perte de vitesse.
- le développement de partenariats commerciaux avec des opérateurs télécoms, les SSII, les câblo-opérateurs, les équipementiers télécoms.

En termes de perspectives, nous tablons sur un CA 2011 de 11,2 M€ en croissance de 10% porté par la maintenance et les prestations de services. La maintenance devrait représenter 2,6 M€ de CA dont 2,0 M€ sont déjà assurés par les bases clients existantes à fin 2010 et 0,6 M€ supplémentaires liés aux nouveaux contrats de licences signés en 2011. En effet, les ventes de licences, estimées à 6,0 M€ en 2011 (+5%), permettent de transformer 10% de ces mêmes montants en revenus de maintenance. Ainsi, nous estimons que les revenus récurrents (maintenance) devraient représenter 23% du CA contre 19% en 2010. Notre prudence sur les revenus de licences est liée à un environnement macroéconomique difficile retardant ainsi certains projets. Les prestations de services (installations, formation, mises à jour de logiciel) devraient rester dynamiques sur le S2 et progresser de 50% à 2,1 M€ sur l'ensemble de l'année. Comme indiqué auparavant, les ventes tierces (hardware) ne constituent pas une activité stratégique de StreamWIDE. Ainsi nos prévisions pour cette activité intègrent une décroissance annuelle, jusqu'à une activité nulle en 2013.

L'année 2012 devrait bénéficier des rattrapages sur 2011 après une année bousculée par les conflits politiques et sociaux et la crise de la dette. Nous pensons que StreamWIDE devrait notamment bénéficier d'un dynamisme plus marqué à l'étranger et notamment en Asie-Pacifique et Afrique du Nord. Nous tablons sur un CA de 12,7 M€ en croissance de 14,2%, porté par les ventes de licences (+12%), de maintenance (+26%) et de prestations de services (+30%).

Entre 2013 et 2014, l'arrivée de la 4G sur le marché des télécoms devrait sérieusement dynamiser le marché des services à valeur ajoutée et profiter à StreamWIDE. D'autre part, nous avons de fortes raisons de croire que les pays émergents vont investir progressivement dans les nouvelles technologies telles que l'IP et la 3G afin d'offrir plus de fonctionnalités aux populations.

Historique et prévisions du chiffre d'affaires de StreamWIDE

	2009	2010	2011e	2012p	2013p	2014p
Licences	3,7	5,7	6,0	6,7	7,7	8,5
% var		53%	5%	12%	15%	10%
Maintenance	1,4	2,0	2,6	3,3	4,0	4,9
% var		46%	30%	26%	24%	21%
Prestation de services	1,2	1,4	2,1	2,8	3,6	4,5
% var		21%	50%	30%	30%	25%
Ventes tiers	0,9	1,1	0,4	0,0	0,0	0,0
% var		20%	-60%	-100%	0%	0%
TOTAL CA	7,2	10,2	11,1	12,7	15,3	17,9
% var		42%	9%	14%	20%	16%

source : société, prévisions Euroland Finance

Des leviers importants sur la rentabilité
Une rapide progression des marges

A l'équilibre en 2009, StreamWIDE a nettement amélioré sa rentabilité en 2010 affichant une marge nette de 20%. Malgré la montée en puissance du chiffre d'affaires (+42%), les charges opérationnelles n'ont progressé que de 17% dont 29% de hausse liée aux charges externes afin de soutenir les efforts marketing et commerciaux. Ainsi, le résultat opérationnel courant ressortait à 2,3 M€ pour MOC de 22,7% vs 6,1% en 2009. Au S1 2011, le groupe affiche un ROC de 1,3 M€ en hausse de 31% par rapport au S1 2010 et une MOC de 23,8%. Cette performance au S1 s'explique par :

- un mix produit favorable : l'activité hardware est la moins rentable et celle dont le CA a le plus diminué au S1, conformément à la stratégie du groupe
- une stabilité des charges de personnel

Une structure basée sur des coûts fixes

Avec une structure de coûts basée essentiellement sur des coûts fixes (90%), StreamWIDE dispose d'importants leviers de rentabilité. L'évolution des charges de StreamWIDE devrait être la suivante :

Evolution des charges opérationnelles

	2009	2010	2011e	2012p	2013p	2014p
Achats consommés	0,6	1,2	1,0	1,1	1,3	1,4
Autres achats et charges externes	1,7	2,2	2,4	2,6	2,8	3,0
dont frais marketing & com	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4
dont frais déplacements & missions	0,3	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7
dont autres charges	1,3	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9
Impôts & taxes	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4
Charges de personnel	4,0	3,7	3,8	4,0	4,2	4,4
Dotations aux amortiss. & prov.	0,3	0,7	1,4	2,4	3,4	3,6
Autres charges (-) / autres produits (+)	0,0	0,1	0,4	0,7	1,0	1,1
Total des charges opérationnelles	6,8	7,9	8,4	9,6	11,0	11,8
% var		17%	6%	14%	14%	7%

source : société, prévisions Euroland Finance

Les principales augmentations de charges auront lieu sur les postes suivants :

- les frais marketing / communication, déplacements et missions : afin de soutenir son développement commercial, nous pensons que StreamWIDE devrait accroître ses participations à des salons comme le Mobile World Congress à Barcelone à travers le monde (Afrique du Sud, Asie) et engager des frais commerciaux plus importants dans le but de prospection internationale
- les charges de personnel afin de soutenir le développement commercial en France et en Europe. Nous prévoyons à partir de 2012 le renforcement des équipes opérationnelles à hauteur de 2 personnes supplémentaires par an.

Evolution des effectifs

	2009	2010	2011e	2012p	2013p	2014p
effectifs opérationnels	nc	57	57	59	61	63
effectif total (effectifs R&D inclus)	107	107	123	126	129	132

source : société, prévisions Euroland Finance

- les dotations aux amortissements : StreamWIDE a commencé à immobiliser la R&D en 2009 dont les premiers amortissements ont été significatifs en 2010 (0,3 M€). Les frais de R&D sont constitués à 90% de frais de personnel (non comptabilisés dans les charges de personnel au niveau opérationnel). Dans le but de poursuivre sa stratégie d'innovation, StreamWIDE a recruté en 2011 16 personnes supplémentaires pour renforcer ses équipes R&D en France, Roumanie et Chine. Aujourd'hui, StreamWIDE dispose ainsi d'une équipe dédiée à la R&D de 66 personnes. Nous pensons qu'il sera nécessaire de recruter une personne par an par la suite. Par ailleurs, StreamWIDE touche un Crédit d'impôt recherche (CIR) de l'ordre de 30% des frais engagés. En normes IFRS, le CIR est considéré comme une subvention publique et n'est plus comptabilisé entièrement dans le résultat. Il est amorti au même rythme que les frais de R&D immobilisés, c'est-à-dire sur 3 ans, et apparaît sur la ligne « autres charges / autres produits ».

Evolution des frais de R&D

	2009	2010	2011e	2012p	2013p	2014p
effectifs affectés à la R&D	nc	50	66	67	68	69
frais de R&D	2,2	2,5	2,9	2,9	3,0	3,0
CIR correspondant (30% de la R&D)		0,7	0,9	0,9	0,9	0,9
amortissements de la R&D	0,0	0,4	1,3	2,2	3,2	3,4
amortissements du CIR	0,0	0,1	0,4	0,7	1,0	1,1

source : société, prévisions Euroland Finance

Vers une marge opérationnelle normative de 34% en 2014p

Ainsi, nous tablons en 2011 sur une MOC de 25%. En 2012, elle devrait légèrement se contracter à 24% en raison d'une augmentation des charges dans nos prévisions afin de soutenir l'effort commercial. Par la suite, StreamWIDE tirera pleinement profit de ses investissements avec l'accélération de la croissance, une relative stabilité des charges et la hausse de l'amortissement du CIR. Nous tablons ainsi sur une MOC normative de 34% à horizon 2014.

En termes de résultat net, le groupe devrait connaître une baisse en 2011 liée à : 1/ un résultat

financier impacté par une parité euro / dollar défavorable et 2/ une charge d'IS de 0,7 M€ vs 0,4 M€ en 2010. Nous prévoyons en effet une variation d'impôts différés défavorable au groupe lié à l'augmentation des passifs d'impôts différés puisque les actifs immobilisés génèrent des passifs d'impôts (33,33% du montant de l'actif immobilisé).

StreamWIDE bénéficie de reports déficitaires de 1,6 M€ et 2,0 M€ liés respectivement aux filiales américaine et française. La société a activé ces déficits fiscaux à hauteur de 0,5 M€ (30 % de 1,6 M€) et 0,7 M€ (34% 2,0 M€) qui seront imputés dès que les filiales auront réalisé des résultats égaux ou supérieurs aux reports déficitaires. La filiale américaine ayant atteint son breakeven en 2011, il est fort probable qu'elle dégagera des résultats supérieurs à 1,6 M€ dès 2013, ainsi nous imputons l'actif de 0,5 M€. Concernant la filiale française, nous répartissons l'imputation de l'actif d'impôt sur 2 années en 2012 et 2013. En effet, la filiale française devrait mettre plus de temps à réaliser 2,0 M€ de résultats fiscaux puisqu'elle supporte des coûts de R&D sans toucher le CIR.

Au fur et à mesure de la diminution des actifs d'impôts, les impôts différés vont augmenter impactant ainsi la charge d'IS. En 2013, nous estimons le taux d'IS à 43% du résultat avant impôt.

La charge d'IS n'aura en revanche aucun impact cash sur les 2 prochaines années. StreamWIDE bénéficie aujourd'hui de 3,6 M€ de reports déficitaires l'exonérant du versement de l'impôt jusqu'en 2012 inclus. A horizon 2014, nous tablons sur une marge nette de 22%.

Résultats historiques et prévisionnels

	2009	2010	2011e	2012p	2013p	2014p
Chiffre d'affaires	7,2	10,2	11,1	12,7	15,3	17,9
<i>% var</i>		42%	9%	14%	20%	16%
EBITDA	0,7	3,0	4,1	5,5	7,7	9,6
<i>marge d'EBITDA</i>	10%	30%	37%	43%	50%	54%
Résultat opérationnel courant	0,4	2,3	2,7	3,1	4,3	6,0
<i>Marge opérationnelle courante</i>	6%	23%	25%	24%	28%	34%
résultat financier	0,0	0,1	-0,2	0,1	0,1	0,2
Résultat avant impôt	0,5	2,4	2,6	3,2	4,5	6,2
Charge d'IS	0,4	0,4	0,7	0,6	1,9	2,3
<i>taux d'IS apparent</i>	86%	18%	28%	20%	43%	38%
Résultat net	0,1	2,0	1,8	2,6	2,5	3,9
<i>marge nette</i>	1%	20%	17%	20%	16%	22%

source : société, prévisions Euroland Finance

Une structure financière saine et sans endettement

Un gearing net de -36% à fin 2010

StreamWIDE a la particularité de ne détenir aucune dette. En effet, l'activité du groupe est particulièrement génératrice de cash et permet de financer les besoins annuels en termes d'investissements et de BFR. Ainsi, avec des fonds propres de 9,5M€ à fin 2010 et une trésorerie nette de 3,4 M€, StreamWIDE présente un gearing négatif de -36%.

D'importants passifs liés aux impôts et produits fiscaux

Les passifs de StreamWIDE sont caractérisés par d'importants passifs d'impôts différés et produits fiscaux différés. Comme expliqué précédemment, les normes IFRS imposent la comptabilisation en impôts différés passifs des impôts latents sur les actifs immobilisés. Avec des actifs immobilisés croissants, ces passifs d'impôts devraient naturellement croître et atteindre 1,4 M€ en 2011e contre 0,7M€ en 2010.

Les produits fiscaux différés correspondent au CIR dont l'amortissement n'a pas encore été comptabilisé en produit dans le compte de résultat (même principe que les produits constatés d'avance). 2/3 de ces passifs sont non courants, 1/3 sont courants.

Evolution des passifs d'impôts et fiscaux

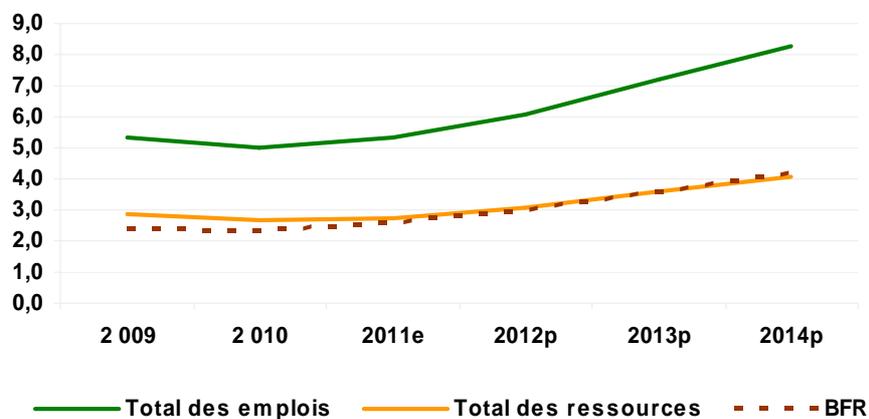
	2009	2010	2011e	2012p	2013p	2014p
Impôts différés passifs	0,0	0,7	1,4	2,0	2,0	2,3
Produits fiscaux différés non courants	0,5	0,8	1,2	1,0	0,9	0,9
Produits fiscaux différés courants	0,3	0,6	0,7	1,0	1,1	0,9

source : société, prévisions Euroland Finance

Un BFR structurellement positif

Le BFR est structurellement positif avec une rotation des créances clients de 130 jours de CA en moyenne et une rotation des dettes fournisseurs de 48 jours de CA en moyenne. En 2011, le BFR devrait être de l'ordre de 24% du CA et nous prévoyons une variation de 0,3 M€.

Evolution du BFR historique et prévisionnel



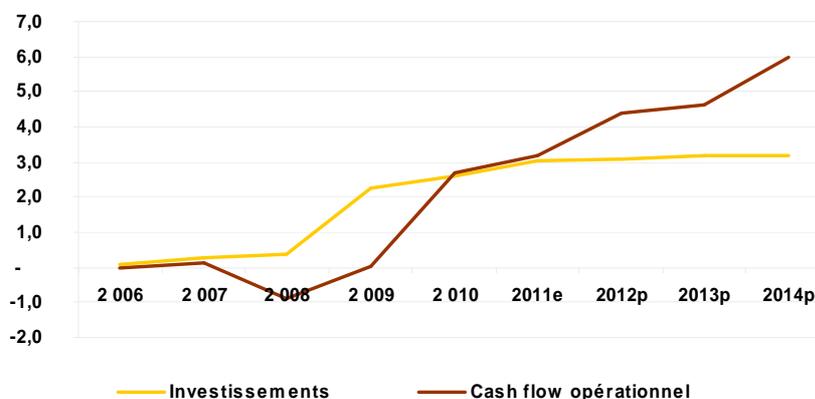
source : société, prévisions Euroland Finance

Une politique d'investissement génératrice de cash depuis 2010

Depuis sa création, StreamWIDE n'a cessé d'investir afin de développer des produits à la pointe de la technologie et en phase avec les demandes du marché. Etant donné que la R&D n'a été immobilisée qu'à partir de 2009, les flux d'investissements augmentent fortement entre 2008 et 2009 de la même manière que le cash flow opérationnel, puisque les charges de R&D ne sont plus comptabilisées de la même manière dans le compte de résultat. En 2010, on constate que le cash flow opérationnel (2,7 M€) couvre les investissements (2,6 M€ hors CIR). Ceci est le résultat de plusieurs années d'investissements R&D qui commencent enfin à « payer ». StreamWIDE devrait conserver une politique d'investissement soutenue à hauteur de 3,0 M€ par an afin de maintenir son produit logiciel et poursuivre sa démarche d'innovation. Mais le « gros » du travail a été réalisé en terme de développement et maintenant l'objectif de StreamWIDE est d'imposer son

système dans le monde entier. Nous anticipons ainsi une progression rapide des cash flows opérationnels. A fin 2011, nous l'estimons à 3,2 M€

Politique d'investissement & cash flow opérationnel



source : société, prévisions Euroland Finance

Une démarche de fidélisation des actionnaires

Pour la première fois en mai 2011 StreamWIDE a proposé le versement d'un dividende de 0,19 € par action au titre de l'exercice 2010, soit un taux de distribution de 25% du RN. Le rendement en date du 28 septembre est de 2,21%.

Nous avons de fortes raisons de penser que StreamWIDE devrait maintenir une politique de distribution de dividendes au titre que ses résultats ne vont cesser de progresser. Nous intégrons dans nos prévisions de flux de trésorerie des versements annuels de dividendes de l'ordre de 25% du RN.

Flux de trésorerie prévisionnels

	2009	2010	2011e	2012p	2013p	2014p
CAF avant coût de l'endettement financier & impôts	0,7	2,9	3,5	4,8	6,7	8,6
- Variation de BFR	0,7	0,2	0,3	0,4	0,6	0,6
- Impôt versé	-	-	-	-	1,5	2,1
Cash flow opérationnel	0,0	2,7	3,2	4,4	4,6	6,0
Immobilisations nettes	-2,2	-2,6	-3,0	-3,1	-3,2	-3,2
Investissements financiers nets	0,0	-0,0	-	-	-	-
CIR	0,9	0,9	0,7	0,9	0,9	0,9
Cash flow d'investissements	-1,3	-1,7	-2,3	-2,2	-2,3	-2,3
Augmentation de capital	-	-	-	-	-	-
Variation des emprunts	-0,0	-	-	-	-	-
Autres flux liés aux opérations de financement	-0,1	-0,0	-0,0	-	-	-
Dividendes versés	-	-	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6
Cash flow de financement	-0,1	-0,0	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6
Variation de trésorerie	-1,4	1,0	0,4	1,7	1,7	3,0
Trésorerie d'ouverture	3,8	2,4	3,4	3,8	5,5	7,2
Trésorerie de clôture	2,4	3,4	3,8	5,5	7,2	10,3

source : société, prévisions Euroland Finance

Valorisation

Pour valoriser la société StreamWIDE, nous avons retenu 2 méthodes : 1/ L'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) et 2/ La méthode des comparables boursiers.

Valorisation par les DCF : 15,50 €

Pour la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles, nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- Une croissance soutenue du CA : 8,1 % de TCMA sur 10 ans dont environ 12,0 % sur la période allant de 2011e à 2015e puis un rythme plus « normalisé » (4,4% par an) pour les années suivantes (2015-2020p);
- Un taux de croissance à l'infini de 2,0 %;
- Une marge opérationnelle variant de 24,5% en 2011^e à 33,8% en 2014p. Au-delà, nous tablons sur une marge normative stable à 33,5%;
- Un BFR positif qui représente à terme 23,5 % du CA. La variation de BFR sera toujours positive.
- Des Capex cumulés de 39,5 M€ sur la période 2011-2020p;
- Un taux d'actualisation (WACC) de 11,30 % basé sur :
 - un taux sans risque de 2,50 %
 - Une dette financière nette de -3,4 M€ à fin 2010
 - Une prime de risque ajustée de 8,80% (prime de risque marché de 7% + prime de risque ajustée Small Caps de 1,80%);
 - Un bêta sans dette de 1,0

Synthèses des hypothèses de calcul du WACC

Taux sans risque (OAT 10 ans)	2,5%
Prime de risque (JDF - Natixis)	7,0%
Prime de risque ajustée (Euroland Finance)	8,8%
Bêta sans dette	1,0
Bêta endetté	1,0
Coût des capitaux propres	11,3%
Coût de la dette après impôt	0,0%
Coût moyen pondéré du capital	11,3%
Taux de croissance à l'infini	2,0%

Tableau des DCF

	2011e	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
CA	11,1	12,7	15,3	17,9	19,6	21,2	22,5	23,4	23,9	24,3
<i>Taux de croissance</i>	9,1%	14,2%	20,5%	16,4%	10,0%	8,0%	6,0%	4,0%	2,0%	2,0%
Résultat opérationnel courant	2,7	3,1	4,3	6,0	6,6	7,1	7,5	7,8	8,0	8,2
<i>Taux de marge opérationnelle courante</i>	24,5%	24,4%	28,3%	33,8%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%
- Impôts	0,8	0,6	1,9	2,3	2,2	2,4	2,5	2,6	2,7	2,7
+ DAP nettes	1,4	2,4	3,4	3,6	3,9	4,2	4,5	4,7	4,8	4,9
Cash Flow opérationnel	3,3	4,8	5,8	7,3	8,3	9,0	9,5	9,9	10,1	10,3
- Variation du BFR	0,3	0,4	0,6	0,6	0,4	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1
- Investissements opérationnels	3,0	3,1	3,2	3,2	3,9	4,2	4,5	4,7	4,8	4,9
Free Cash Flows opérationnels	- 0,0	1,4	2,1	3,6	4,0	4,4	4,7	5,0	5,2	5,3
Coefficient d'actualisation	0,90	0,81	0,73	0,65	0,59	0,53	0,47	0,42	0,38	0,34
FCF actualisés	- 0,0	1,1	1,5	2,3	2,3	2,3	2,2	2,1	2,0	1,8
Somme des FCF actualisés	17,7									
Valeur terminale actualisée	20,0	soit	48,5%	de la valorisation						
Actifs financiers	0,2									
Valeur des minoritaires	-									
Endettement net retraité	- 3,4									
Valeur totale	41,3									
Nombre d'actions (hors auto-contrôle)	2,66									
Valeur par action en €	15,5									

Source : Euroland Finance

Matrices de sensibilité de la valorisation

		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
C M P C	10,3%	16,5	17,1	17,6	18,3	19,0
	10,8%	15,6	16,0	16,5	17,1	17,7
	11,3%	14,7	15,1	15,5	16,0	16,5
	11,8%	14,0	14,3	14,7	15,1	15,5
	12,3%	13,3	13,5	13,9	14,2	14,6

		Taux de marge d'exploitation				
		32,5%	33,0%	33,5%	34,0%	34,5%
C M P C	10,3%	17,3	17,5	17,6	17,8	17,9
	10,8%	16,2	16,4	16,5	16,7	16,8
	11,3%	15,3	15,4	15,5	15,7	15,8
	11,8%	14,4	14,5	14,7	14,8	14,9
	12,3%	13,7	13,8	13,9	14,0	14,1

Source : Euroland Finance

La valeur d'équilibre obtenue par la méthode des DCF ressort à 15,50 € par action compte tenu d'un taux de croissance à l'infini de 2,00% et d'un WACC de 11,3%.

Valorisation par les comparables : 10,30 €

Les comparables directs de StreamWIDE en termes d'activités sont Comverse Technology, Tecnotree, Openwave Systems et eServGlobal. Les prévisions financières des analystes ne sont pas optimistes et anticipent des pertes pour 2011 et 2012 pour ces 4 sociétés. Ainsi, il nous est difficile de les comparer à StreamWIDE dont le profil de croissance et de rentabilité est sensiblement différent.

Par conséquent, nous retenons pour la valorisation par les comparables les éditeurs de logiciels dont le modèle économique est similaire : ventes de licences, structure de marges et endettement.

Harvest : coté sur Alternext, Harvest est un éditeur de logiciels d'aide à la décision financière, patrimoniale et fiscale dédiés aux conseillers en gestion de patrimoine indépendants, aux banques et assurances en France. Le chiffre d'affaires au S1 2011 (7,7 M€) est réparti comme suit : licences (17%), SaaS (17%), maintenance (55%), prestations au forfait (8%), formation (3%).

IGE+XAO : coté sur Euronext compartiment C, IGE+XAO est un éditeur de logiciels de conception assistée par ordinateur (CAO) qui permettent d'aider les industriels à concevoir et à maintenir la partie électrique de tout type d'installation. Ses logiciels sont commercialisés en modes licences et SaaS à travers 16 pays.

Pharmagest Interactive : coté sur Euronext compartiment C, Pharmagest Interactive est un éditeur de logiciels et intégrateur à destination des pharmacies et laboratoires (gestion de bases de donnée, stocks, commandes, feuilles de soin électroniques). Le groupe est le leader de l'informatique officinale en France et est implanté en Belgique et au Luxembourg.

Xiring : coté sur Alternext, Xiring est un éditeur de solutions de sécurité pour les transactions électroniques et propose des solutions logicielles embarquées sur des lecteurs de cartes à puce et des terminaux pour l'authentification forte et la signature électronique. Xiring est le leader du marché des terminaux santé SESAM-Vitale, pour la génération et la signature des feuilles de soin électroniques et la mise à jour des cartes santé en France, et accompagne la dématérialisation des systèmes de santé à l'international.

Dassault Systèmes : coté sur Euronext compartiment A, Dassault Systèmes est le leader mondial du développement et de la commercialisation de logiciels de gestion du cycle de vie des produits. Le CA par famille de produits se répartit comme suit : logiciels (90,2%), prestations de service et maintenance (9,8%).

Sidetrade : coté sur Alternext, Sidetrade est le leader européen des solutions en mode SaaS pour la gestion financière de la relation clients. Ces solutions permettent de réduire les retards de paiement et de sécuriser le risque clients. Plus de 800 grandes et moyennes entreprises en Europe sont clientes.

Axway Software : coté sur Euronext compartiment B, Axway Software est un éditeur de logiciels d'infrastructure et fourniture de services associés. Spécialiste des réseaux d'interaction professionnels, ses logiciels permettent aux entreprises de gérer, sécuriser et superviser les flux métiers en interne et externe. La société possède près de 11 000 clients.

Benchmark des comparables¹

Société	Capi.	Dettes nette actuelle	gearing net	CA 10	CA 11e	CA 12e	EBE 10	EBE 11e	EBE 12e	ROC 10	ROC 11e	ROC 12e	RN 10	RN 11e	RN 12e
Harvest S.A. <i>en % du CA</i>	32,2	-2,5	-32%	15,1	15,9	17,7	3,4	3,4	4,5	3,3	3,0	3,9	2,1	2,0	2,5
							22%	21%	25%	22%	19%	22%	14%	13%	14%
IGE + XAO S.A. <i>en % du CA</i>	39,3	-20,5	-108%	21,3	22,3	23,4	4,6	5,4	5,8	3,8	4,8	5,2	2,7	3,5	3,8
							22%	24%	25%	18%	22%	22%	13%	16%	16%
Pharmagest Interactive <i>en % du CA</i>	137,8	-22,0	-44%	91,6	96,8	100,6	18,1	20,4	21,2	16,8	18,4	19,2	10,7	12,7	13,2
							20%	21%	21%	18%	19%	19%	12%	13%	13%
Xiring S.A. <i>en % du CA</i>	55,3	-12,3	-53%	20,0	21,4	23,5	6,8	7,3	8,1	4,1	4,9	5,6	2,6	5,0	4,2
							34%	34%	34%	21%	23%	24%	13%	23%	18%
Dassault Systèmes <i>en % du CA</i>	6 262,2	-1 096,0	-61%	1 563,8	1 736,0	1 863,8	456,9	533,3	589,6	445,1	500,0	548,5	221,5	285,3	325,4
							29%	31%	32%	28%	29%	29%	14%	16%	17%
Sidetrade S.A. <i>en % du CA</i>	34,3	-6,5	-82%	11,0	12,6	14,8	2,5	2,9	3,5	1,8	2,2	2,7	1,8	1,8	2,1
							23%	23%	24%	16%	17%	18%	16%	14%	14%
Axway Software <i>en % du CA</i>	326,4	-1,7	-1%	208,4	221,1	238,7	34,9	37,0	41,1	27,3	32,3	37,0	26,6	20,4	23,7
							17%	17%	17%	13%	15%	16%	13%	9%	10%
Moyenne des marges			-54%				24%	24%	25%	20%	20%	21%	13%	15%	15%
Médiane des marges			-53%				22%	23%	25%	18%	19%	22%	13%	14%	14%
Stream wide <i>en % du CA</i>	22,5	-3,4	-36%	10,2	11,1	12,7	3,0	4,1	5,5	2,3	2,7	3,1	2,0	1,8	2,6
							30%	37%	43%	23%	25%	24%	20%	17%	20%

Source : données Factset au 26/09/11,
Euroland Finance

Ratios des comparables

Société	VE/CA 11	VE/CA 12	VE/EBE 11	VE/EBE 12	VE/ROC 11	VE/ROC 12	PER 11	PER 12
Harvest S.A.	1,9	1,7	8,7	6,6	9,9	7,6	16,1	12,9
IGE + XAO S.A.	0,8	0,8	3,5	3,2	3,9	3,6	11,2	10,4
Pharmagest Interactive	1,2	1,2	5,7	5,5	6,3	6,0	10,8	10,4
Xiring S.A.	2,0	1,8	5,9	5,3	8,8	7,7	11,1	13,2
Dassault Systèmes	3,0	2,8	9,7	8,8	10,3	9,4	22,0	19,2
Sidetrade S.A.	2,2	1,9	9,6	7,9	12,6	10,3	19,1	16,3
Axway Software	1,5	1,4	8,8	7,9	10,1	8,8	16,0	13,8
Moyenne des comparables	1,8	1,6	7,4	6,5	8,8	7,6	15,2	13,7
Médiane des comparables	1,9	1,7	8,7	6,6	9,9	7,7	16,0	13,2
Stream wide	1,7	1,5	4,6	3,5	6,9	6,1	12,2	8,8

Source : données Factset au 26/09/11, Euroland Finance

Compte tenu des ratios des comparables, StreamWIDE présente une décote moyenne de 23% selon nous injustifiée au regard du profil de la société : opportunités de croissance, profil de rentabilité, valeur de rendement. La valorisation induite par la moyenne et la médiane des comparables ressort à 11,50 € / action. Afin de prendre en compte la différence de taille entre StreamWIDE et ses comparables, nous appliquons une décote de 10% seulement car le groupe a selon nous un potentiel de croissance et de rentabilité supérieur.

Notre approche de valorisation par les comparables fait ressortir un prix de 10,30 € / action après décote de taille.

¹ La capitalisation boursière de StreamWIDE prise en compte est celle relative au fixing du 28/09/2011.

Conclusion

Au final, nous initions la couverture de StreamWIDE avec une opinion Achat et un objectif de cours, issu de la moyenne pondérée de nos valorisations par les DCF et les comparables boursiers, de 12,90 €, soit un potentiel d'appréciation de 53% par rapport au cours actuel.

Eléments financiers

Compte de résultat historique & prévisionnel

	2008	2009	2010	2011e	2012p	2013p	2014p
Chiffre d'affaires	6,1	7,2	10,2	11,1	12,7	15,3	17,9
<i>Croissance</i>	-14,3%	18,7%	42,2%	9,1%	14,2%	20,5%	16,4%
Autres produits	0,0	0,0	0,0	-	-	-	-
Produits d'exploitation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Achats consommés	0,4	0,6	1,2	1,0	1,1	1,3	1,4
Autres achats et charges externes	2,4	1,7	2,2	2,4	2,6	2,8	3,0
Impôts et taxes	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4
Charges de personnel	4,8	4,0	3,7	3,8	4,0	4,2	4,4
Dotations aux amortissements & provisions	0,2	0,3	0,7	1,4	2,4	3,4	3,6
Autres produits (+) / Autres charges (-)	- 0,0	0,0	0,1	0,4	0,7	1,0	1,1
Résultat opérationnel courant	- 1,9	0,4	2,3	2,7	3,1	4,3	6,0
<i>Marge opérationnelle courante</i>	<i>ns</i>	6,1%	22,7%	24,5%	24,4%	28,3%	33,8%
Autres produits (+) / Autres charges (-) opérationnels	0	0	0	0	0	0	0
Résultat opérationnel	- 1,9	0,4	2,3	2,7	3,1	4,3	6,0
<i>Marge opérationnelle</i>	<i>ns</i>	6,1%	22,7%	24,5%	24,4%	28,3%	33,8%
Résultat financier	0,2	0,0	0,1	- 0,2	0,1	0,1	0,2
Résultat avant impôt	- 1,7	0,5	2,4	2,6	3,2	4,5	6,2
Charge d'impôts	- 0,8	0,4	0,4	0,7	0,6	1,9	2,3
<i>Taux d'IS apparent</i>	45,3%	85,5%	17,9%	27,9%	19,9%	43,4%	37,8%
Résultat net part du groupe	- 0,5	0,1	2,0	1,8	2,6	2,5	3,9
<i>Marge nette</i>	<i>ns</i>	0,9%	19,5%	16,5%	20,1%	16,5%	21,6%

Source : société, prévisions Euroland Finance

Bilan historique & prévisionnel

	2008	2009	2010	2011e	2012p	2013p	2014p
Immobilisations incorporelles	0,0	2,2	4,2	5,9	6,6	6,4	6,0
Immobilisations corporelles	0,4	0,3	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6
Immobilisations financières	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Autres actifs non courants	0,0	0,1	0,5	0,5	0,5	0,0	0,0
Actifs non courants	0,6	2,7	5,1	6,8	7,7	7,1	6,8
Stocks et en-cours	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Clients et comptes rattachés	2,7	4,2	4,4	4,8	5,4	6,4	7,4
Autres actifs courants	2,4	1,5	1,4	1,4	1,5	1,7	1,8
VMP et trésorerie	3,8	2,4	3,4	3,8	5,5	7,2	10,3
Actifs courants	8,9	8,7	9,2	10,0	12,4	15,3	19,4
Total Actif	9,4	11,3	14,3	16,8	20,1	22,4	26,3
Capitaux propres part du groupe	7,5	7,6	9,5	10,8	12,9	14,8	18,0
Intérêts minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dettes financières à plus d'un an	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres passifs non courants	0,1	0,6	1,5	2,6	3,1	2,9	3,2
Passifs non courants	0,1	0,6	1,5	2,6	3,1	2,9	3,2
Dettes financières à moins d'un an	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dettes fournisseurs	0,5	1,2	0,9	0,9	0,9	1,0	1,1
Autres passifs courants	1,3	2,0	2,4	2,6	3,1	3,6	3,9
Passifs courants	1,8	3,2	3,3	3,4	4,1	4,6	5,0
Total Passif	9,4	11,3	14,3	16,8	20,1	22,4	26,3

Source : société, prévisions Euroland Finance

Tableau de flux de trésorerie historique & prévisionnel

	2008	2009	2010	2011e	2012p	2013p	2014p
CAF avant coût de l'endettement financier & impôts	-0,7	0,7	2,9	3,5	4,8	6,7	8,6
- Variation de BFR	0,2	0,7	0,2	0,3	0,4	0,6	0,6
- Impôt versé	-	-	-	-	-	1,5	2,1
Cash flow opérationnel	-0,9	0,0	2,7	3,2	4,4	4,6	6,0
Immobilisations nettes	-0,4	-2,2	-2,6	-3,0	-3,1	-3,2	-3,2
Investissements financiers nets	-0,0	0,0	-0,0	-	-	-	-
CIR	-	0,9	0,9	0,7	0,9	0,9	0,9
Cash flow d'investissements	-0,4	-1,3	-1,7	-2,3	-2,2	-2,3	-2,3
Augmentation de capital	-	-	-	-	-	-	-
Variation des emprunts	-0,0	-0,0	-	-	-	-	-
Autres flux liés aux opérations de financement	-	-0,1	-0,0	-0,0	-	-	-
Dividendes versés	-	-	-	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6
Cash flow de financement	-0,0	-0,1	-0,0	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6
Variation de trésorerie	-1,3	-1,4	1,0	0,4	1,7	1,7	3,0
Trésorerie d'ouverture	5,1	3,8	2,4	3,4	3,8	5,5	7,2
Trésorerie de clôture	3,8	2,4	3,4	3,8	5,5	7,2	10,3

Source : société, prévisions Euroland Finance

Page blanche

Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Finance 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 Finance et l'émetteur.

Historique des recommandations sur les 12 derniers mois :

Achat : depuis le 29/09/2011

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	Oui	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 Finance s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Finance, 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 Finance 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 Finance à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

EuroLand Finance 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 Finance 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 Finance, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

EuroLand Finance est réglementée par le CECEI, la Commission bancaire et l'Autorité des marchés financiers et a mis dans ce cadre en place des procédures appropriées de séparations des activités visant en particulier à prévenir les conflits d'intérêt entre ses activités de Recherche et ses autres activités. Ces « Murailles de Chine » peuvent être détaillées sur demande auprès du Responsable de la conformité. A la date de cette publication, EuroLand Finance peut être en conflit d'intérêt avec l'émetteur mentionné. En particulier, il se peut ainsi que EuroLand Finance ou toute personne morale ou physique liée, leurs dirigeants, leurs représentants légaux ou leurs salariés aient investi pour leur propre compte ou agissent ou envisagent d'agir, dans les douze mois à venir, en tant que conseiller, apporteur de liquidité, teneur de marché d'une des sociétés mentionnées dans cette publication.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Finance. Ce document ne peut être distribué au Royaume-Uni qu'aux seules personnes autorisées ou exemptées au sens du UK Financial Services Act 186 ou aux personnes du type décrit à l'article 11(3) du Financial services Act. La transmission, l'envoi ou la distribution de ce document sont interdits aux Etats-Unis ou à un quelconque ressortissant des Etats-Unis d'Amérique (au sens de la règle « S » du U.S. Securities Act de 1993).

EuroLand Finance est une entreprise d'investissement agréée par le Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement (CECEI). En outre l'activité d'EuroLand Finance est soumise à la réglementation de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

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