

Achat	Potentiel	34%
Objectif de cours		13,10 €
Cours au 24/09/2012 (c)		9,79 €
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALSTW.PA / ALSTW FP	

StreamWIDE

Edition de logiciels

Résultats semestriels impactés par un mix produit défavorable

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

Informations boursières (en M€)

Capitalisation (M€)		26,2
Nb de titres (en millions)		2,67
Flottant		17%
Volume moyen 6 mois (titres)		77
Extrêmes 12 mois		7,71 € 10,95 €

Données financières (en M€)

	au 31/12	2010	2011	2012e	2013e
CA		10,2	11,5	13,0	15,4
var %		42,2%	12,1%	13,1%	18,7%
EBE		3,0	3,8	4,4	6,3
% CA		29,5%	33,5%	33,9%	40,9%
ROC		2,3	2,8	2,7	4,0
% CA		22,7%	24,1%	21,0%	26,2%
RN		2,0	1,8	1,6	2,0
% CA		19,5%	16,0%	12,3%	12,9%
Bnpa (€)		0,7	0,7	0,6	0,7
Gearing (%)		-36%	-26%	-30%	-34%
ROCE (%)		31%	22%	18%	21%
ROE (%)		21%	17%	13%	15%
Dette nette 2011		-2,8			
Dividende n (€)		0,20			
Yield (%)		2,0%			

Ratios

	2010	2011	2012e	2013e
VE/CA (x)	2,3	2,0	1,8	1,5
VE/EBE (x)	7,7	6,1	5,3	3,7
VE/ROC (x)	10,1	8,5	8,6	5,8
PE (x)	ns	14,3	16,4	13,2

Analyste :

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

Publication des résultats S1 2012

StreamWIDE publie des résultats semestriels inattendus. En effet, le ROC s'est effondré à 0,05 M€ vs 1,3 M€ au S1 2011. Le RN est à l'équilibre contre un bénéfice de 0,6 M€. Pour mémoire, le CA S1 était en progression de 3,8% à 5,5 M€.

Commentaires

Les charges opérationnelles ont progressé de 35% soit de 1,4 M€ sur le semestre, impactant sévèrement la rentabilité. La hausse des charges est liée à: 1/ un décalage dans la reconnaissance des revenus de licences qui interviendra au S2 pour certains projets entraînant ainsi un mix produit défavorable au S1, 2/ la progression des achats de 0,4 M€ liée aux ventes de licences tierces, activité non récurrente, non stratégique et moins margée que les licences propres, 3/ la progression de la masse salariale de +0,5 M€, soit +25% liée aux filiales chinoise et américaine (taux de change US\$ et CNY défavorables lors de la conversion des charges en €, renforcement des équipes, politique salariale) et 4/ l'augmentation des amortissements R&D comme anticipé (+0,5 M€), partiellement compensé par l'amortissement du CIR.

Malgré un résultat financier en nette amélioration grâce à l'évolution positive du taux de change \$/€ sur la période, le RN est impacté par la comptabilisation de charges exceptionnelles de -0,2 M€ (honoraires, charges de personnel exceptionnelles). La charge d'impôts ressort à moins de 0,1 M€ contre 0,5 M€ l'année dernière du fait de l'évolution des résultats semestriels et des effets fiscaux différés moins significatifs qu'auparavant.

La trésorerie nette du groupe ressort à 2,1 M€ dont 2,9 M€ de trésorerie (vs 2,8 M€ au 31.12.2011) et 0,9 M€ d'emprunt contracté sur le semestre pour faire face aux évolutions de cut-off. Malgré la forte baisse de la CAF à 0,3 M€ (-0,6 M€), le cash flow d'exploitation ressort à 0,7 M€ (vs 0,8 M€ au 30.06.2011) grâce à une variation favorable du BFR. Sur le semestre, 1,5 M€ de frais de R&D ont été immobilisés, soit 27% du CA.

Le management est confiant pour le S2 qui devrait bénéficier d'un bon niveau de carnet de commandes notamment en termes de revenus de licences attendus significativement en hausse dans les pays émergents (Amérique du Sud, Afrique, Moyen-Orient) et aux Etats-Unis. Il indique en outre qu'une partie du retard constaté sur certains projets a déjà été rattrapée durant l'été. Selon le management, les résultats au S2 devraient être en nette amélioration, bénéficiant de cet effet de rattrapage.

Compte tenu de cette publication et du discours du management, nous maintenons notre prévision de CA 2012 à 13,0 M€ (+13,1%) soit un S2 attendu à 7,5 M€ en hausse de 21%. En termes de résultats, nous tablons désormais sur un ROC 2012 de 2,7 M€ (21,0% du CA) contre 3,0 M€ précédemment, afin de prendre en compte des charges de personnel plus importantes que prévu (politique salariale, effets de change). Nous tablons ainsi sur une nette amélioration du ROC au S2 qui devrait bénéficier d'un mix produits plus favorable et d'une moindre progression des charges, le S2 2011 ayant déjà enregistré une hausse des effectifs et des amortissements de la R&D. Le RN est également revu à la baisse à 1,6 M€ (vs 2,1 M€) impacté par les charges non courantes du S1 et une charge d'impôts qui sera selon nous en hausse en raison de l'activation des frais de développement générant des impôts différés passifs significatifs. Nos estimations 2013 sont légèrement impactées avec une MOC de 26,2% vs 27,4% précédemment.

Recommandation

Suite à cette publication et au changement de nos prévisions sur 2012, nous ne modifions pas notre objectif de cours de 13,10 €. Nous maintenons notre recommandation à Achat.

Prochain évènement : Publication du CA annuel le lundi 25 février 2013

Système de recommandations :

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

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

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

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

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

Historique des recommandations sur les 12 derniers mois :

Achat : depuis le 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	Non	Non	Oui

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

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre. Il est important de noter qu'EuroLand Corporate conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la société objet de la présente étude, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la société mentionnée dans la présente étude, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Corporate, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate. Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme « personnes autorisées ou exemptées » selon le « Financial Services Act 1986 » du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du « Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997 » peuvent avoir accès à ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des Etats-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate 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