

Achat	Potentiel	24%
Objectif de cours		13,60 €
Cours au 26/03/2013 (c)		10,93 €
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALSTW.PA / ALSTW.FP	

StreamWIDE

Edition de logiciels

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	10,4%	1,2%	10,9%	16,3%
Perf Small 90	4,7%	-2,3%	5,7%	-4,0%

Informations boursières

Capitalisation (M€)		29,2
Nb de titres (en millions)		2,67
Volume moyen 12 mois (titres)		270
Extrêmes 12 mois	8,50 €	11,50 €

Actionnariat

Flottant	18%
Fondateurs & management	79%
Salariés	3%

Données financières (en M€)

au 31/12	2011	2012	2013e	2014e
CA	11,5	14,6	15,7	17,4
var %	12,1%	27,1%	8,1%	10,5%
EBE	3,8	4,5	5,8	7,0
% CA	33,5%	30,7%	36,9%	40,1%
ROC	2,8	2,3	3,3	3,9
% CA	24,1%	15,5%	20,9%	22,3%
RN	1,8	1,3	1,4	3,0
% CA	16,0%	9,2%	8,6%	17,0%
Bnpa (€)	0,69	0,50	0,51	1,11
Gearing (%)	-26%	-15%	-26%	-34%
ROCE (%)	17%	11%	18%	20%
ROE (%)	17%	11%	11%	20%
Dettes nettes 2012	-1,7			
Dividende n (€)	0,23			
Yield (%)	2,1%			

Ratios

	2011	2012	2013e	2014e
VE/CA (x)	2,4	1,9	1,7	1,6
VE/EBE (x)	7,2	6,2	4,7	3,9
VE/ROC (x)	10,0	12,2	8,4	7,1
PE (x)	ns	21,9	21,6	9,9

Analyste :

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

Des investissements qui pèsent sur les résultats / Croissance attendue en 2013

Publication des résultats annuels

Après avoir publié un CA de 14,6 M€ en croissance de 27%, StreamWIDE publie ses résultats annuels. Si l'EBE est conforme à nos attentes à 4,5 M€ (vs 4,6 M€ estimé), affichant ainsi une progression de 16%, le ROC et le RN ressortent inférieurs à nos anticipations à 2,3 M€ et 1,3 M€ (vs 2,8 M€ et 1,7 M€ estimés) respectivement en recul de 18% et 27% par rapport à l'exercice 2011. La MOC perd ainsi 8,6 pts à 15,5% vs 24,1%.

Commentaires

Malgré la forte croissance du CA, le ROC est en net recul, impacté par une hausse des amortissements plus importante qu'anticipé de +1,1 M€ à 2,2 M€, d'où l'écart avec notre estimation. Pour rappel, StreamWIDE entreprend une politique d'investissements R&D particulièrement dynamique depuis sa création (entre 2,0 M€ et 2,6 M€ / par an) afin d'innover et de rester à la pointe de la technologie dans un environnement télécom en perpétuelle mutation. Ces frais sont activés comptablement seulement depuis 2010 et donc amortis sur 3 ou 5 ans, d'où la progression des dotations. Ceci permet à StreamWIDE en outre de toucher le CIR (~30% des frais R&D). Pour mémoire, le CIR est amorti au compte de résultat au même rythme que la R&D, représentant ainsi un produit de 0,6 M€ en 2012.

D'autre part, la progression de l'EBE (+16%), conforme à nos attentes, a été freinée par 1/ un mix produit défavorable en raison de la hausse des ventes de licences tierces et hardware, et 2/ la hausse des charges opérationnelles pour soutenir le développement de l'activité notamment à l'étranger (embauches, salaires, congrès et salons, déplacements, marketing).

Compte tenu d'une augmentation de BFR de 1,7 M€, le cash flow opérationnel progresse peu à 2,3 M€ vs 2,1 M€. Cette variation défavorable du BFR résulte du fort rebond d'activité au T4 dont les facturations n'ont pas encore été encaissées. Le CIR au titre de l'exercice 2011 n'ayant été versé que début 2013, la trésorerie nette à fin décembre 2012 ressort à 1,7 M€ vs 2,8 M€ au 31.12.2011. StreamWIDE conserve une structure financière solide, lui permettant d'envisager la distribution d'un dividende 0,23 € au titre de l'exercice 2012, soit une hausse de 15% et un pay out de 46% (vs 29%).

Lors de la réunion de présentation des résultats annuels, le management a confirmé son objectif de croissance organique positive pour 2013, bénéficiant d'un carnet de commandes bien orienté en ce début d'année notamment aux Etats-Unis. Néanmoins, il reste prudent quant à l'évolution de l'activité sur le second semestre, la visibilité étant limitée en France et en Europe. Pour nourrir la croissance, StreamWIDE met l'accent sur : 1/ son développement à l'international en ciblant des zones à fort potentiel comme les Etats-Unis, l'Afrique ou encore l'APAC et 2/ sa capacité à innover en recrutant les meilleurs profils de développeurs.

Suite à cette publication, nous ajustons nos estimations 2013 et attendons un ROC de 3,3 M€ (vs 3,7 M€ précédemment) et un RN de 1,4 M€ (vs 1,7 M€ précédemment), pour un CA de 15,7 M€ (+8,1%).

Recommandation

Bien qu'en dessous des attentes, cette publication n'altère pas notre opinion positive sur la valeur qui jouit d'une assise financière solide. Suite à cette publication et à la mise à jour de notre modèle de valorisation, nous maintenons notre objectif de cours à 13,60 € ainsi que notre recommandation Achat.

Prochain évènement : Publication du CA S1 le lundi 22 juillet 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 27/03/2012

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