

Accumuler	14%
Objectif de cours	97,00 €
Cours au 03/03/2014(c)	85,45 €
NYSE Euronext C	
Reuters / Bloomberg	ETOF.PA / INF:EN

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	21,1%	13,2%	28,9%	63,7%
Perf Cac Small	12,3%	5,9%	15,3%	33,5%

Informations boursières

Capitalisation (M€)	113,8
Nb de titres (en millions)	1,33
Volume moyen 12 mois (titres)	807
Extrêmes 12 mois	48,00 € 86,15 €

Actionnariat

Flottant	49%
Dirigeants & Fondateurs	50%

Données financières (en M€)

au 31/12	2012	2013e	2014e	2015p
CA	134,3	142,7	153,9	164,6
var %	8,7%	6,3%	7,8%	6,9%
EBE	9,4	16,8	17,7	19,4
% CA	7,0%	11,8%	11,5%	11,8%
ROC	7,1	13,9	15,2	16,7
% CA	5,3%	9,7%	9,9%	10,1%
RNPG	4,7	9,0	10,1	11,1
% CA	3,5%	6,3%	6,6%	6,7%
Bnpa (€)	3,5	6,8	7,6	8,3
Gearing (%)	-38%	-41%	-46%	-50%
ROCE (%)	16%	30%	31%	33%
ROE (%)	11%	18%	18%	17%
Dette nette 2013e	-21,0			
Dividende n (€)	2,00			
Yield (%)	2,3%			

Ratios

	2012	2013e	2014e	2015p
VE/CA (x)	0,7	0,7	0,6	0,6
VE/EBE (x)	10,0	5,6	5,3	4,8
VE/ROC (x)	13,3	6,8	6,2	5,6
PE (x)	24,4	12,6	11,2	10,3

Analyste :

Laure Pédurand
01 44 70 20 78

lpedurand@elcorp.com

INFOTEL**Le bon élève de la classe**

- Créée en 1979, Infotel est une entreprise de services du numérique (ESN) spécialisée dans la gestion des bases de données. Avec plus de 1100 collaborateurs, le groupe a réalisé en 2013 un CA de 142,7 M€ dont 94% dans les prestations de conseil et de services et 6% dans l'édition de logiciels. 15% du CA est réalisé à l'international.
- Fort de son expertise des bases de données de grands volumes, Infotel est un acteur de premier plan sur le marché du Big Data, un marché d'une taille de 18 Mds\$ et attendu en croissance moyenne annuelle de 28% entre 2013 et 2017 dont +53% en 2014. Le groupe accompagne ainsi ses clients dans la mise en place de solutions innovantes (développement applicatif) autour des grands volumes de données, d'archivage et de mobilité. Infotel a par ailleurs développé sa propre solution d'archivage Arcsys, une référence qui monte en puissance sur ce segment. Le groupe développe également toute une gamme de logiciels utilitaires autour des SGBD de type DB2 dont une partie est commercialisée en marque blanche à IBM qui reverse des royalties chaque année (4,6 M€ en 2013).
- Activité à forte valeur ajoutée, l'édition de logiciels constitue un levier de rentabilité pour le groupe (MOC supérieure à 50% en 2013e), tandis que la MOC des services est selon nous presque à son niveau normatif (entre 7,0% et 7,2%) compte tenu d'un recours important à la sous-traitance (38,5% du CA services). Cette spécificité a néanmoins pour avantage d'éviter des soubresauts dans la rentabilité. Cette flexibilité du business modèle est selon nous un élément clef de la bonne gestion du groupe.
- Infotel est clairement bien placé aujourd'hui pour bénéficier des drivers de la croissance du marché des services informatiques à savoir le big data et la mobilité. Après une croissance de +6,3% en 2013, bien supérieure au marché (-0,3% selon le Syntec), nous attendons pour 2014 une accélération de la croissance à +7,8% soit un CA estimé à 153,9 M€. Déjà attendue en forte amélioration à 9,7% en 2013 (vs 5,3%), la MOC devrait progressivement se rapprocher des 10% grâce à l'évolution favorable du mix produit.
- **Nous initions la couverture du titre avec une recommandation Accumuler et un objectif de cours de 97,00 €, fruit de la moyenne entre une valorisation par DCF (108,40 €) et comparables (85,60 €).**

Sommaire

ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT	5
MATRICE SWOT	7
PRESENTATION D'INFOTEL	8
HISTORIQUE : 35 ANS DÉJÀ !	8
UN SPECIALISTE DE LA BASE DE DONNEES...	10
... MAIS AUSSI UNE MAITRISE GLOBALE DES NOUVELLES TECHNOLOGIES	11
UN DOUBLE POSITIONNEMENT SERVICES / LOGICIELS	11
LE PÔLE SERVICES INFORMATIQUES	13
LE DEVELOPPEMENT APPLICATIF, CŒUR DE METIER DU GROUPE	13
UN BUSINESS MODELE FLEXIBLE	15
LE PÔLE LOGICIEL	17
UNE GAMME DE PRODUITS PROPRIETAIRES A FORTE VALEUR AJOUTEE	17
UN PARTENARIAT AVEC IBM QUI PORTE INFOTEL A L'INTERNATIONAL	18
UN BUSINESS MODEL FORTEMENT MARGE	19
UN MARCHÉ DES SERVICES INFORMATIQUES TIRE PAR LE BIG DATA ET LA MOBILITE	21
LE MARCHÉ DES SERVICES INFORMATIQUES EN FRANCE	21
LE BIG DATA, UN MARCHÉ A 18 MILLIARDS DE DOLLARS	23
UN MARCHÉ DE L'ARCHIVAGE ELECTRONIQUE SOUS EQUIPE	25
LA MISE EN PLACE DE LA STRATEGIE MOBILE DANS LES ENTREPRISES : UN DEFI A RELEVER	27
PERSPECTIVES STRATEGIQUES ET FINANCIÈRES	28
PLAN PERFORMANCE 2016 : UNE STRATEGIE AMBITIEUSE ET MESUREE	28
UNE ANNEE 2013 SOUS LE SIGNE DE LA CROISSANCE ET DU REDRESSEMENT DE LA RENTABILITE	28
PERSPECTIVES 2014-2016 : POURSUITE DE LA CROISSANCE DES DEUX ACTIVITES	30
UNE RENTABILITE OPERATIONNELLE A DEUX CHIFFRES A HORIZON 2016	31
UNE SITUATION BILANCIELLE CONFORTABLE	34
VALORISATION D'INFOTEL	35
VALORISATION PAR LES DCF	35
VALORISATION PAR LES COMPARABLES	37
CONCLUSION	39
ANNEXES	40
COMPTE DE RESULTAT	40
BILAN	41
FLUX DE TRESORERIE	42

Argumentaire d'investissement

Un positionnement de spécialiste sur les grands volumes de données

Infotel est une entreprise de services du numérique spécialisée dans les systèmes de gestion de bases de données. Fort de sa maîtrise des grands volumes de données, le groupe intervient auprès des grands comptes en tant que conseil et met en place des solutions innovantes de gestion des systèmes d'information en vue de les adapter aux évolutions technologiques. Son cœur de métier est le développement applicatif, maîtrisant l'ensemble de la chaîne de valeur : de l'analyse du besoin à la maintenance en passant par la conception, le développement et le test. Le groupe a également développé une activité d'édition de logiciels, toujours dans le domaine de la gestion des données, qui représente aujourd'hui 6% du CA. Son offre principale est Arcsys, logiciel d'archivage. En outre, Infotel a noué depuis 15 ans un partenariat mondial avec IBM qui lui reverse plus de 4,5 M€ de royalties.

Positionné sur des marchés en forte croissance

Infotel se positionne sur un marché des services informatiques qui devrait bénéficier de l'essor du Big Data, un marché d'une taille de 18 Mds\$ qui devrait atteindre 50 Mds\$ en 2017, soit un TCAM de +28% entre 2013 et 2017. La croissance devrait notamment se localiser dans les services informatiques à forte valeur ajoutée et les logiciels liés à la gestion du Big Data. En tant que spécialiste des grands volumes de données, Infotel maîtrise aujourd'hui parfaitement les nouvelles techniques du système d'information et notamment l'intégration et le dimensionnement des technologies Big Data. Ses efforts R&D sont orientés pour développer des gammes logicielles et des solutions d'archivage, de coffre fort numérique, d'outils analytiques adaptés.

Outre l'essor du Big Data, les entreprises sont de plus en plus nombreuses à déployer une stratégie mobile pour être en phase avec les tendances actuelles de la digitalisation. Cette stratégie nécessite l'accompagnement de spécialistes afin de connecter et d'adapter leurs systèmes d'informations sur le monde extérieur tout en conservant une problématique de protection des données. Expert en développement applicatif, Infotel a déjà accompagné avec succès d'importants clients comme BNP Paribas.

Un business modèle solide

Depuis son introduction en bourse en 1998, Infotel a toujours été rentable grâce : 1/ à un mix d'activité services/logiciels en croissance régulière, 2/ à une grande sélectivité dans ses opérations de croissance externe (9 au total) et 3/ à une bonne maîtrise de ses projets au forfait (70% du CA). Organisé en centre de services (une vingtaine dans toute la France), Infotel peut mutualiser ses ressources et ainsi réduire les coûts tout en restant proche des clients.

En 2013, Infotel a réalisé un CA de 142,7 M€ en croissance de 6,3%. Bénéficiant de l'amélioration des marges sur les 2 activités, la MOC est attendue en progression à 9,7% vs 5,3% en 2012. Compte tenu de son positionnement sur un marché dynamique, la croissance organique devrait demeurer soutenue (+7,8% en 2014 et +6,9% en 2015) et s'accompagnera de la progression des marges à plus de 10%.

Une valorisation du titre inférieure au marché

Compte tenu d'un marché dynamique, d'une stratégie bien orientée et de la solidité du business model d'Infotel, nous pensons que le titre bénéficie encore d'un potentiel de hausse de +14% avec un objectif de cours à 97,00 €. Le titre se traite aujourd'hui sur des ratios 2014 de 0,6x le CA, 6,2x l'EBIT et 11,2x le PER. A 6,2x l'EBIT 2014, le titre présente une décote moyenne de -20% par rapport à ses comparables (ESN généralistes).

SWOT

FORCES

- Une double compétence services informatiques / édition de logiciel
- Positionnement de spécialiste et de niche dans les systèmes de gestion de bases de données
- Technologies logicielles propriétaires dans le domaine de l'archivage et des utilitaires autour de la gestion de base de données
- Une offre organisée en centre de services : forfait & visibilité, proximité client
- Maîtrise de l'ensemble de la chaîne de valeur du développement applicatif
- Partenariat IBM fortement rémunérateur
- Flexibilité du business model grâce à la sous-traitance
- Une structure financière solide : près de 20 M€ de cash net

FAIBLESSES

- Forte exposition au secteur Banque / Assurance (42% du CA)
- Dépendance client : poids du 1^{er} client à 20% et des 5 premiers à 50%
- Acteur de taille marginale par rapport ses concurrents (Atos, Capgemini, Sopra, Steria & GFI Informatique)

OPPORTUNITES

- Explosion des volumes de données : le marché du Big Data, estimé à 18 Mds\$ aujourd'hui, est attendu en croissance annuelle en moyenne de 28% entre 2013 et 2017
- Des nouveaux besoins apparaissent : archivage, coffre-fort numérique
- Développement des stratégies mobiles au sein des entreprises françaises : un budget qui devrait passer de 9% à 12% d'ici 3 ans

MENACES

- Pression sur les prix
- Une politique commerciale d'IBM inconstante

Présentation d'Infotel

Historique : 35 ans déjà !

- 1979** **Création d'Infotel**
Créée en 1979 à l'initiative de Bernard Connes Lafforet, Michel Koutchouk et Alain Hallereau, tous trois experts en informatique, Infotel est une entreprise de services du numérique spécialiste des systèmes de gestion (ESN, anciennement SSII). La société se fait rapidement un nom dans le métier auprès des grands comptes grâce au professionnalisme des fondateurs et à son expertise autour de la base de données.
- 1984** **Des services informatiques au développement de logiciels**
Outre l'activité de services informatiques, Infotel investit beaucoup en R&D autour des technologies de base de données. C'est en 1984 que le logiciel Infopak voit le jour, logiciel de compression de bases de données qui devient un des produits phares du groupe. Son succès amène Infotel à poursuivre ses recherches autour des logiciels utilitaires pour bases de données qui donneront naissance à InfoVic en 1991 (automatisation et optimisation des fonctions de sauvegarde et de restauration des données) et InfoUtil (suite de solutions logicielles assurant la performance de l'exploitation et la disponibilité des données) en 1995. Aujourd'hui, Infotel dispose d'une suite logicielle complète autour de l'administration et de la maintenance des bases de données relationnelles DB2 (système de gestion de bases de données propriétaire d'IBM).
- 1989** **Un développement géographique accéléré**
A mesure que son succès grandit, Infotel étend son maillage régional en dehors de l'Île de France. La première agence régionale à s'ouvrir est celle de Toulouse en 1989, qui aujourd'hui compte plus de 1150 collaborateurs. Aujourd'hui Infotel dispose d'une quinzaine d'agences en France réparties entre la Bretagne, le Rhône Alpes, la région PACA, Lille, Bordeaux et Toulouse. Toulouse est le 2^{ème} site le plus important derrière l'Île de France, avec 296 collaborateurs (dont 125 sous-traitants).
- Pour accompagner ses clients à l'international, Infotel a créé une filiale aux Etats-Unis en 1984 et en Allemagne en 1990.
- 1998** **Premier partenariat logiciel avec IBM**
En 1998, Infotel signe un partenariat avec IBM pour la revente de sa gamme logicielle d'utilitaires en marque blanche. C'est le début d'une longue success story.
- 1999** **Infotel s'introduit en bourse pour financer la croissance externe**
En pleine phase de développement en 1999, Infotel s'introduit sur le Nouveau Marché de la Bourse de Paris (aujourd'hui sur le compartiment C d'Euronext) et se dote des ressources financières (40 millions de francs) pour poursuivre sa politique de croissance externe après une première acquisition un an plus tôt. En 15 ans, Infotel a acquis environ 8 sociétés de services et de logiciels complémentaires en termes de compétences, de positionnement géographique et de clientèle. La dernière en date est Empeiria en 2012 dans le nord de la France, une ESN de 27 collaborateurs et 2 M€ de CA.

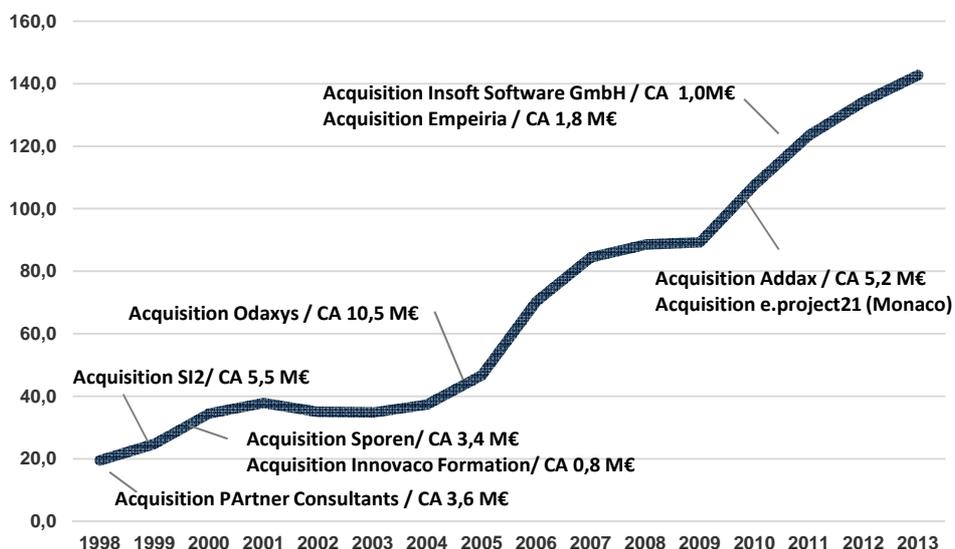
Les années 2000

Infotel évolue au fil des nouvelles technologies et des besoins clients

Au fil du temps et des évolutions technologiques, Infotel définit sa stratégie autour du Web-to-Database, concept pour exprimer la capacité du groupe à intervenir sur toute la chaîne d'information allant du poste de travail aux grandes bases de données en passant par l'ouverture du système d'information sur l'extérieur (Internet). La société élargit son domaine de compétences dans les services avec la TMA (Tierce Maintenance Applicative) et l'informatique décisionnelle et mais aussi dans les logiciels avec le développement d'Arcsys en 2004, logiciel d'archivage électronique des données sensibles, et de produits exclusivement conçus pour IBM qui les revend en marque blanche.

En 2009, Infotel engage son plan stratégique « Ambitions 2012 » visant à accélérer le développement des centres de services. Pionnier en la matière, Infotel dispose aujourd'hui d'une vingtaine de centres de services permettant d'industrialiser la production, de réduire les coûts et de proposer à ses clients des prestations au forfait. En outre, le groupe développe son offre de dématérialisation. Objectifs réussis, le groupe affiche en 2012 un CA supérieur à 134 M€ grâce à une croissance organique soutenue et 4 opérations de croissance externe à l'étranger (Insoft Software et e.project) et en France (Addax et Empeiria), renforçant ses positions géographiques, référencements et compétences technologiques.

Ainsi, depuis son IPO Infotel a acquis 9 sociétés totalisant un CA additionnel de près de 30 M€. Malgré ses acquisitions, le groupe est parvenu à maintenir des niveaux de marge élevés.

Croissance externe : un track record positif

Source: société

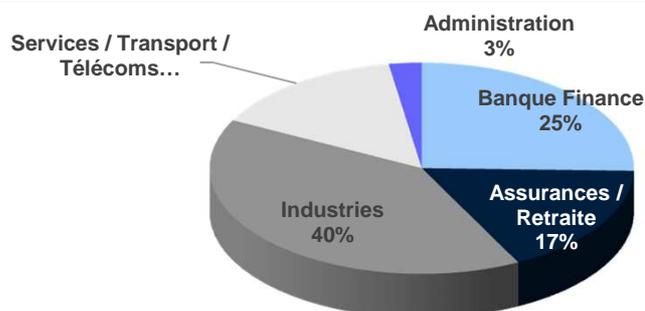
Un spécialiste de la base de données...

Très vite, Infotel s'est spécialisé sur la gestion de bases de données, en réponse à un besoin de maîtriser des volumes de données de plus en plus importants.

Un système de gestion de base de données (SGBD ou DBMS pour « Database Management System » en anglais) est un logiciel système destiné à stocker et à partager des informations dans une base de données, en garantissant la qualité, la pérennité et la confidentialité des informations, tout en cachant la complexité des opérations. Il s'agit en fait d'un logiciel intermédiaire entre l'utilisateur et la base de données. Grâce au SGBD, l'information peut être traitée sous toutes les coutures : recherche, modification, tri, impression, etc. Il permet en outre d'élaborer des compte rendus selon les critères voulus, d'assurer la cohérence des informations recherchées, d'éviter des pertes suite à une panne. Le marché tourne principalement autour des bases de données relationnelles où les informations sont organisées dans des matrices appelées « relations » ou « tables ».

Aujourd'hui, le marché des SGBD est principalement occupé par Oracle (49% de part de marché en 2012 selon Gartner) avec ses produits MySql et Oracle Database, et IBM avec son produit phare DB2 (20% de part de marché) sorti au milieu des années 80. Si les produits IBM ont une part de marché globale bien inférieure à celle d'Oracle, ils sont en revanche leaders chez les grandes entreprises car renommés pour leur capacité et leur puissance. IBM est notamment très apprécié chez les acteurs de la banque/finance/assurance, d'où l'importance du poids du secteur dans le chiffre d'affaires d'Infotel (~42%).

Répartition du chiffre d'affaires 2012 par secteur



Source: société

Etant déjà expert du mainframe d'IBM (serveur ou ordinateur central) sous système d'exploitation z/OS, Infotel a naturellement développé son expertise sur les SGBD proposés par IBM. Initialement conçu pour tourner sur un système d'exploitation z/OS, le SGBD DB2 d'IBM peut désormais être déployé sur Linux, Unix ou Windows.

... mais aussi une maîtrise globale des nouvelles technologies

En devenant un spécialiste des bases de données, Infotel a développé de nombreuses autres expertises techniques lui permettant d'offrir un large spectre de services à ses clients:

- les technologies web : Infotel a d'ailleurs été un des pionniers du concept web-to-database au début des années 2000 qui se définit comme un ensemble de solutions permettant d'accéder en toute sécurité depuis le web aux données et applications de l'entreprise résidant sur serveurs centraux.
- les technologies mobiles : Infotel propose des solutions qui permettent de répondre aux tendances actuelles de nomadisme et de dématérialisation tout en alliant ergonomie et qualité
- les technologies « Big Data » : la gestion des données étant le cœur de métier d'Infotel, le groupe a très vite intégré le concept et maîtrisé les technologies pour permettre à ses clients de repenser leur architecture système autour du Big Data.

En outre, Infotel est la pointe de la technologie sur :

- les systèmes de bases de données
- les serveurs, réseaux & protocoles : les interconnexions serveurs - système d'information - terminaux mobiles sont indispensables
- les applications : le réseau d'applications reste toujours la finalité de l'informatique d'entreprise
- le développement de couches logicielles intermédiaires entre des postes « clients légers » et des serveurs fonctionnant avec le système de gestion de bases de données IBM DB2
- le langage objet, appelé aussi la programmation orientée objet

Un double positionnement services informatiques / éditeur de logiciel

La maîtrise de l'ensemble de ces technologies et de la programmation informatique a permis à Infotel de développer une offre complète de prestations de services autour du développement applicatif mais aussi une gamme de logiciels qui se vendent à l'échelle internationale.

Répartition du CA 2013 par pôle d'activité et par zone géographique



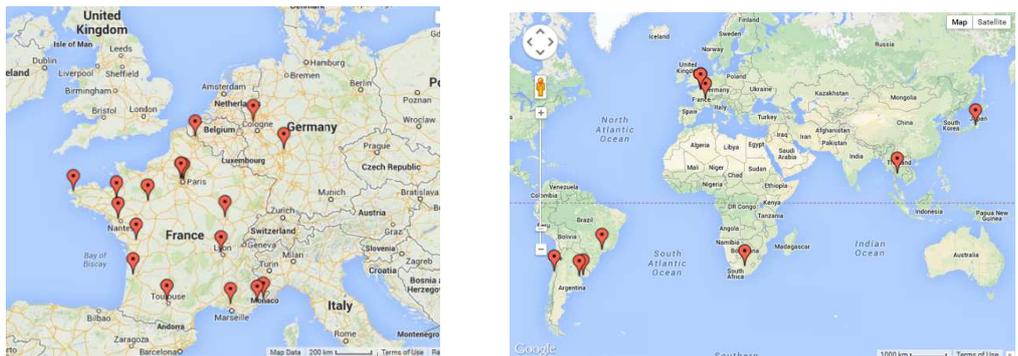
Source: société

Ainsi, l'activité logicielle représente 6% du CA. Portée par les ventes en marque blanche à IBM et la pertinence du logiciel Arcsys, l'activité a enregistré une croissance de 17% en 2013 à 8,2 M€. Une majeure partie des ventes logicielles sont faites à l'international. Les services informatiques pèsent 94% et ont conservé en 2013, avec une croissance organique de +5,7%, une bonne dynamique malgré le contexte économique, surperformant le secteur des entreprises de service du numériques (-0,3%, source Syntec). Majoritairement française, l'activité s'exporte également à l'étranger et notamment en Europe dans le cadre de l'accompagnement des clients internationaux.

Aujourd'hui, Infotel dispose d'une vingtaine d'implantations en France via ses centres de services ou agences commerciales. Infotel s'est également implanté à l'étranger via la création de filiales :

- 2 filiales en Allemagne destinées au développement et la commercialisation des logiciels
- 1 filiale à Monaco destinée aux services informatiques
- 1 filiale aux Etats-Unis, initialement destinée à commercialiser les logiciels utilitaires pour bases de données à IBM, qui perçoit désormais les royalties de la part d'IBM.

Implantations du groupe et distributeurs logiciels à l'international



Source: société

Les logiciels d'Infotel sont distribués également via des partenaires distributeurs implantés en Argentine, au Chili, Uruguay, Thaïlande, Japon et Afrique du Sud.

Le pôle services informatiques

L'activité de services informatiques pèse aujourd'hui 94% du CA du groupe. Elle consiste à conseiller et mettre en place des solutions innovantes pour permettre aux clients grands comptes d'adapter leurs systèmes d'informations aux évolutions technologiques. Plus de 900 ingénieurs contribuent au développement de cette activité.

Le développement applicatif, cœur de métier du groupe

Les étapes du développement applicatif

Infotel réalise des prestations de conseil, d'étude et d'audit de systèmes informatiques. Le groupe se positionne en maître d'œuvre, c'est à dire qu'il conçoit et réalise en régie ou au forfait des projets informatiques dans le but de faire évoluer, transformer ou maintenir le système d'information de son client. Ainsi, le cœur de métier d'Infotel est le développement applicatif, c'est-à-dire du développement logiciel pour le compte de ses clients grands comptes, répondant aux besoins spécifiques de chaque client. Le développement applicatif passe par plusieurs étapes :

- l'analyse du besoin
- l'élaboration des spécifications : choix d'architecture, choix méthodologique
- la conceptualisation du mécanisme interne au logiciel ainsi que les techniques de programmation,
- le développement de l'application
- la phase de test (tierce recette applicative)
- la maintenance ou plus précisément la Tierce Maintenance Applicative (TMA) : audit de performance, optimisation

La TMA consiste à maintenir en conditions opérationnelles tout ou partie du système d'informations. Elle représente 45% de l'activité de services chez Infotel.

Ainsi, les ingénieurs d'Infotel maîtrisent toutes les couches du système d'information de l'entreprise, du poste de travail (utilisateur) au serveur central (entreprise).

Une organisation en centres de services

Chez Infotel, la grande majorité des missions confiées par les clients sont réalisées au sein des centres de services du groupe. Cette approche alternative à la mission réalisée directement chez le client (en régie) permet de regrouper et mutualiser les compétences pour différents projets et clients. Les ingénieurs sont ainsi regroupés au sein d'un centre dédié à une spécialité, ou une technologie, ou un secteur d'activité ou un client et interviennent à distance sur plusieurs projets de développement ou de maintenance applicative nécessitant les mêmes technologies.

Le centre de services répond principalement à une problématique de réduction des coûts face à la pression tarifaire permanente de la part des donneurs d'ordre. La mutualisation des compétences et l'industrialisation des processus par la mise en place de méthodes de gestion de projets et de normes permettent aux ESN de compenser la pression tarifaire. Autre conséquence de ce modèle, la facturation au mode forfait vs le taux jour/homme. L'ESN s'engage sur des moyens et des résultats, et les projets sont facturés à l'avancement. Chez Infotel, 70% de l'activité est forfaitisée.

Si cette approche est de plus en plus adoptée par les ESN depuis quelques années, en alternative avec le mode régie, elle l'est surtout en mode nearshore ou offshore, c'est-à-dire en dehors de la France. Infotel, l'un des pionniers du centre de services (bien avant les années 2000), privilégie la proximité avec le client. C'est la raison pour laquelle les centres de services d'Infotel se situent exclusivement en France.

Le groupe dispose ainsi d'une vingtaine de centres de services répartis en France, les plus importants en terme de capacité étant :

- le centre de services de Bagnole (siège du groupe) en Ile-de France (1400m²) : il est dédié à 3 clients principaux : BNP Paribas, Groupama et l'Office Européen des Brevets.
- le centre de services de Toulouse (4000 m²), 2ème pôle historique du groupe : il est dédié au secteur aéronautique et notamment aux clients Air France et Airbus pour qui Infotel est en charge d'une partie de la maintenance des avions, de la documentation et de la maintenance de la base de données Oracle.

Quelques exemples de réalisations

Fort de sa maîtrise des gros volumes de données, la plupart des projets que le groupe se voit confier aujourd'hui concernent les solutions de mobilité, big data ou de dématérialisation. Infotel surfe ainsi sur la vague de grandes tendances et rivalise avec le top 5 des ESN françaises.

Accompagnement de BNP Paribas dans sa transformation digitale

Depuis 30 ans, Infotel accompagne BNP Paribas dans la réalisation de projets stratégiques. Depuis plus d'un an, Infotel s'est vu confier le développement mobile du groupe bancaire.



Avec sa nouvelle application Hello Bank! BNP Paribas souhaite devenir le leader de la banque en ligne en créant une banque 100% digitale au niveau Européen. Au sein de son centre de services dédié à la stratégie « accélérateur Internet et mobile », Infotel a développé les applications natives pour iPad, iPhone, Android et Android tablette. Les services métier au cœur du SI de BNP Paribas.

Toujours pour BNP Paribas, Infotel a également développé l'application iPad pour les clients de la banque de détail France. Cette application présente plusieurs fonctionnalités à valeur ajoutée telles que la possibilité de créer un tableau de bord ou de gérer ses budgets par catégorie dépenses. Le développement a nécessité 600 jours hommes.



Pour l'Office Européen des Brevets

Depuis plus de 20 ans, Infotel accompagne l'Office Européen des Brevets (OEB) dans le cadre des projets de gestion de données, de recherche et d'exploitation de gros volumes

d'information. L'OEB fait face à des besoins métier tel que l'interprétation des données non structurées en temps réduit, l'augmentation de la productivité des collaborateurs sur les tâches consommatrices de temps et de ressources et l'optimisation des processus métier. En tant que spécialiste du Big Data, Infotel a instauré une solution d'analyse intelligente sur mesure permettant à l'OEB de transformer des milliards de données en informations utiles et pertinentes pour l'activité de l'organisme. Depuis 2005, plus de 4 millions de documents ont été traités, au moyen de 5500 jours hommes.

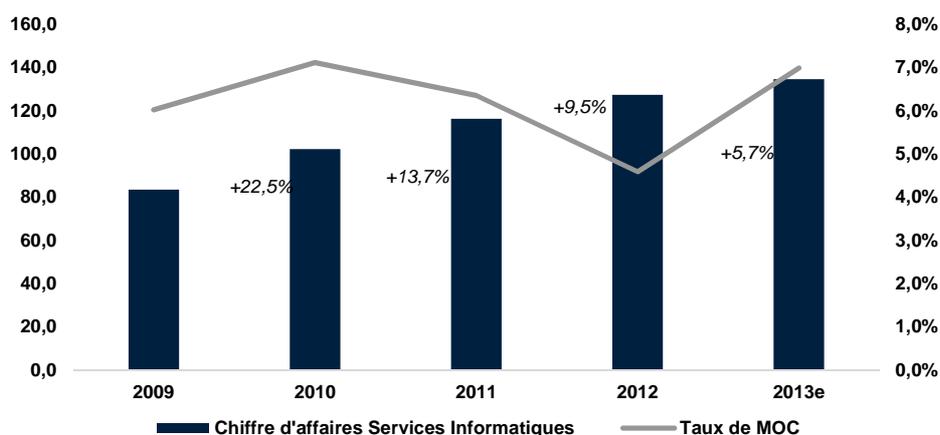
Gestion du programme de fidélisation « Flying Blue »

Depuis 20 ans, Infotel gère l'ensemble du programme de fidélisation d'Air France/KLM, « Flying Blue » qui compte 19 millions d'adhérents. Infotel a ainsi accompagné la compagnie dans l'évolution de ses besoins métiers :

- Mise en place d'une Tierce Maintenance Applicative dans le centre de services de Toulouse
- Création d'une équipe de développement chargée des programmes de fidélisations suite à la fusion entre Air France et KLM.

Un business model flexible**Une activité majoritairement facturée au forfait**

Face à la pression tarifaire quasi permanente de la part des clients et la nécessité de recourir à des compétences chères, les marges des ESN tendent à s'éroder. La régie, étant un mode d'intervention facturé au temps / homme nécessaire pour la réalisation du projet, ne convient plus aux donneurs d'ordre. Afin de rester compétitif en termes de prix tout en préservant les marges, les sociétés de services informatiques ont mis en place petit à petit durant les années 2000 l'intervention au forfait. L'intervention se fait sur la base d'une obligation de résultat en échange d'une rémunération forfaitaire pour le développement d'une application. Pour le client, cela évite les débordements en terme de temps et de facturation. Le prestataire doit quant à lui optimiser ses ressources, gérer son temps et les coûts. Infotel est un des pionniers de la forfaitisation qui représente aujourd'hui près de 70% des revenus de services. Si la plupart des ESN ont eu du mal à rentabiliser le forfait car difficile à maîtriser, Infotel est parvenu à maintenir une croissance forte (+12,7% en moyenne sur les 5 dernières années, dont +11,3% en organique) tout en préservant un niveau de marge correct entre 6% et 7%. Seul en 2012, la MOC de l'activité a reculé à 4,6%, grevée par les difficultés rencontrées sur un projet.

Evolution du chiffre d'affaires (M€) et du taux de marge opérationnelle de l'activité

Source: société

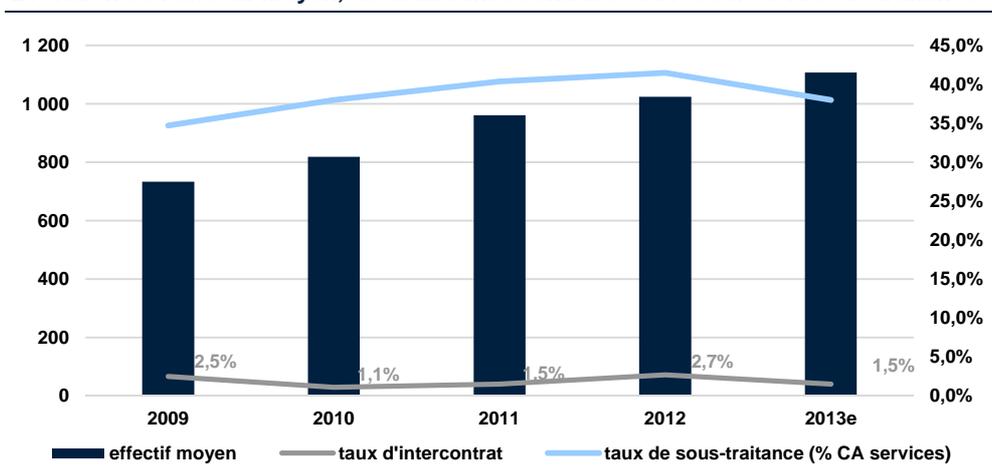
Les services informatiques ont généré en 2013 un CA de 134,5 M€, soit une croissance de 5,7%, surperformant ainsi le marché (-0,3% selon le Syntec). Nous anticipons une MOC de 7,1% compte tenu de la remontée de la MOC à 6,2% malgré une croissance modeste de 3,7%.

Flexibilité du modèle grâce à la sous-traitance

L'activité de services informatiques est une activité à forte valeur ajoutée compte tenu du fait que la production est assurée uniquement par des ressources humaines, les ingénieurs et techniciens. Infotel bénéficie aujourd'hui du travail de 900 collaborateurs internes à l'entreprise mais aussi d'environ 400 consultants et ingénieurs en sous-traitance. C'est une des particularités d'Infotel : la charge de sous-traitance représente en moyenne 40% du chiffre d'affaires services.

Le recours à la sous-traitance donne une certaine flexibilité au modèle notamment en temps de crise économique comme c'est le cas depuis 2008. Les ressources internes sont optimisées et dédiées aux missions sur le moyen ou long terme, et la sous-traitance vient en support de façon ponctuelle lorsque c'est nécessaire, notamment pour les projets à court terme. Les indicateurs opérationnels d'Infotel en font foi. Le taux d'intercontrat du groupe se situe entre 1,5% et 3%, les ressources internes étant optimisées.

Evolution de l'effectif moyen, du taux d'intercontrat et du recours à la sous-traitance



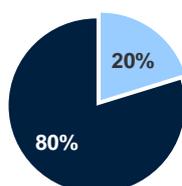
Source: société

Une forte dépendance client

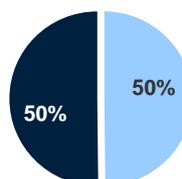
Une autre spécificité du groupe est sa forte dépendance client. En effet, le 1er client (Aribus) génère à lui seul 20% du CA. Les 10 premiers clients génèrent 66% du CA. Cette caractéristique provient du fait qu'Infotel accompagne certains grands comptes depuis sa création comme Air France ou BNP Paribas. Si cela peut être interprété comme un risque, on peut y entrevoir aussi une étroite relation de confiance entre le fournisseur et le client. Toutefois, le groupe s'efforce à réduire petit à petit cette dépendance. En 2009, les 10 premiers clients représentaient 70% du CA.

Poids des clients dans le CA du pôle services informatiques

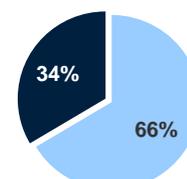
Poids du 1er client



Poids du top 5



Poids du top 10



Source: société

Le pôle Logiciels

L'activité de logiciels pèse aujourd'hui 6% du CA du groupe. Infotel conçoit et développe des logiciels qui permettent d'optimiser les fonctionnalités des systèmes d'information, qu'ils soient sous environnement IBM, Windows, Unix ou Linux. Une équipe d'environ 60 personnes est dédiée en permanence à la R&D dans ce domaine.

Une gamme de produits propriétaires à forte valeur ajoutée

Infotel a développé 3 gammes de logiciels dont le domaine commun est la gestion des données de grand volume, sous tous leurs aspects, permettant d'assurer automatiquement la gestion et la maintenance des bases de données. Ils contribuent à améliorer les performances et la qualité de service des systèmes informatiques, répondant à une demande exprimée par le marché.

L'archivage électronique avec Arcsys

Aujourd'hui, le souci majeur des entreprises est en effet l'afflux massif des informations et données numériques, le « Big Data », qu'il faut pouvoir stocker en sécurité et consulter en temps voulu.



Avec Arcsys, solution d'archivage électronique à valeur probante des données sensibles et des fortes volumétries, Infotel répond aux problématiques des grands groupes. Il permet de conserver, rechercher et restituer les données sur le long terme. Les fonctionnalités du logiciel sont multiples : traçabilité, signature électronique, gestion des accès, contrôle d'intégrité, recherche multicritère, coffre fort numérique.

Ainsi, Arcsys permet :

- de gérer le patrimoine papier et électronique
- d'organiser et structurer les données
- d'archiver et de garantir la pérennité des données stratégiques tout en assurant leur intégrité
- de dématérialiser les procédures

Arcsys s'adapte à tous types d'applications et d'archives : du mainframe aux fichiers bureautiques en passant par la messagerie, les ERP ou les bases de données.

En 2013, Infotel a par exemple équipé EDF pour archiver ses 500 000 factures quotidiennes, représentant un total de plus de 1 milliard d'archives.

Cette gamme contribue aujourd'hui à 1,2 M€ de chiffre d'affaires, dont 8,3% est réalisé en SaaS.

La gestion intelligente de bases de données

En tant que spécialiste des bases de données, Infotel a mis au point une série de sept logiciels destinés au pilotage intelligent des bases de données sous environnement IBM :

- iDBA-Online pour la gestion des tâches d'administration et l'optimisation des bases de données DB2 pour z/OS (système d'exploitation IBM)
- DB/IQ qui garantit la qualité des développements, le maintien opérationnel des applications DB2 et la performances des bases de données

- InfoPak pour la compression des données dans l'environnement IBM
- InfoVic pour une gestion automatique des stratégies de restauration des données pour DB2 ou IMS
- InfoUtil : il s'agit d'une suite de 3 logiciels (InfoLoad, Unload et Reorg) assurant la performance de l'exploitation et la disponibilité des données. Il s'agit en outre des solutions les plus rapides du marché.

La qualité et les tests des applications

Le logiciel Infoscope assure la qualité et performance du patrimoine applicatif de l'entreprise. Il permet de centraliser la gestion de l'automatisation du processus de qualité logiciel, depuis la vérification du code source à la réalisation de tests fonctionnels. Peu significative en termes de CA, Infoscope est en cours de restructuration.

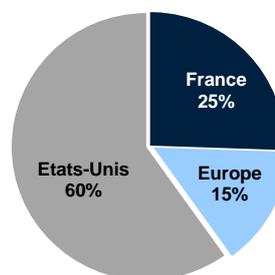
Un partenariat avec IBM qui porte Infotel à l'international

Infotel assure la distribution de ses produits via :

- sa filiale Archive Data Software (détenue à 33%) qui assure la distribution d'Arcsys en France
- sa filiale Insoft Software GmbH (détenue à 100%) qui assure la distribution des logiciels pour DB2 (les logiciels de gestion intelligente de bases de données) en Europe
- un réseau de distributeurs présents en Argentine, Uruguay, Japon, Thaïlande et Afrique du Sud
- son partenariat avec IBM

En effet, depuis 1999 Infotel vend en marque blanche le logiciel InfoUnload à IBM que ce dernier revend sous le nom « DB2 High Performance Unload for z/OS ». Ce logiciel permet un déchargement ultra rapide des bases de données DB2. Depuis 2011, IBM commercialise un autre logiciel développé par Infotel, « DB2 Merge Back Up for LUW », solution de restauration rapide des données. Grâce à ce partenariat, Infotel perçoit des royalties, un chiffre d'affaires fortement margé compte tenu de l'absence de coûts de commercialisation.

Répartition du CA logiciel par zone géographique



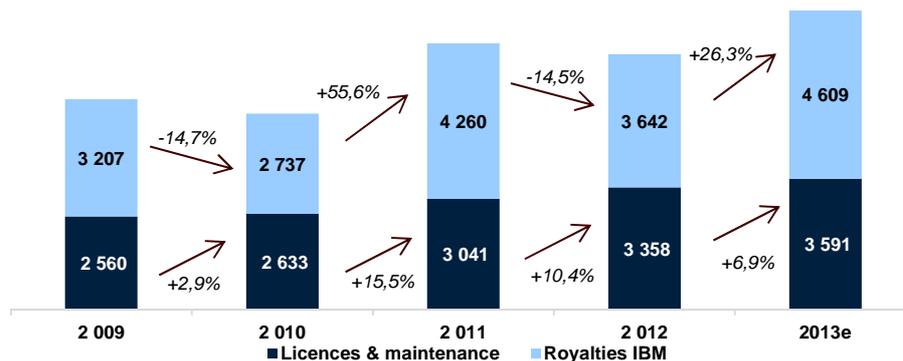
Source: société

Les ventes IBM se font surtout aux USA. Au final, 85% des revenus logiciels du groupe sont réalisés à l'international.

Un business model fortement margé

Un parc de licences qui se consolide année après année

Répartition du CA logiciel par zone géographique (en K€)



Source: société

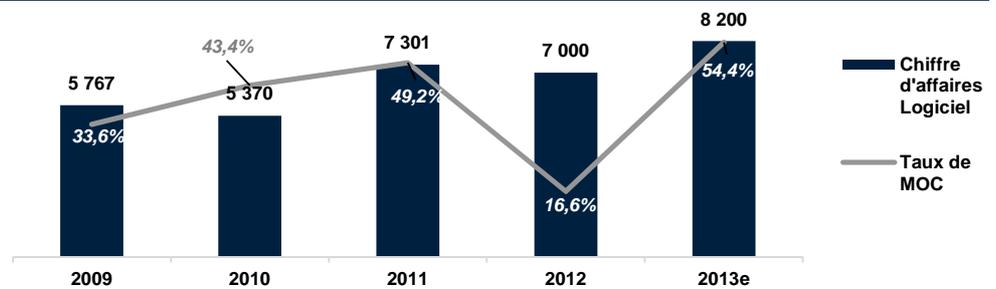
En 2013, Infotel a touché un niveau de royalties record de 4,6 M€ en provenance d'IBM, bénéficiant du succès de sa technologie dédiée à la gestion intelligente des bases de données. Pour moitié, il s'agit de la vente de nouvelles licences et pour l'autre moitié de revenus de maintenance. Les ventes IBM pèsent entre 50% et 55% des revenus logiciels. Compte tenu de l'absence de frais de commercialisation, les ventes IBM sont margées à plus de 50%.

Si les royalties IBM ont une croissance irrégulière, les autres logiciels développés et commercialisés affichent une croissance positive chaque année depuis 2009 et ont généré en 2013 un CA de 3,6 M€ (licences + maintenance), soit un taux de croissance moyen annuel de 7,0% depuis 2009. Le parc installé de licences de logiciels génère des produits récurrents de maintenance, qui représentaient en 2013 70% du CA hors IBM (59% en intégrant IBM). La 1ère année est gratuite, et les années suivantes sont facturées entre 15% et 20% du prix de la licence.

Un fort taux de marge opérationnelle courante

L'édition de logiciels jouit d'un business model à fort effet de levier opérationnel compte tenu d'une structure majoritairement à coûts fixes. En revanche, la volatilité du CA et des frais engagés en R&D peuvent entraîner des soubresauts en terme de rentabilité. Par exemple, en 2012 le CA a reculé de -4% à 7,0 M€ (vs 7,3 M€ en 2011) et le ROC a reculé de -2,4 M€ à 1,2 M€ (Moc de 16,6% vs 54,1% en 2011). En 2013, la hausse du CA à 8,2 M€ (+17,1%) et l'évolution favorable du mix produit devraient entraîner une forte amélioration de la MOC à 54,4% selon nous.

Evolution du CA logiciel et du taux de marge opérationnelle



Source: société

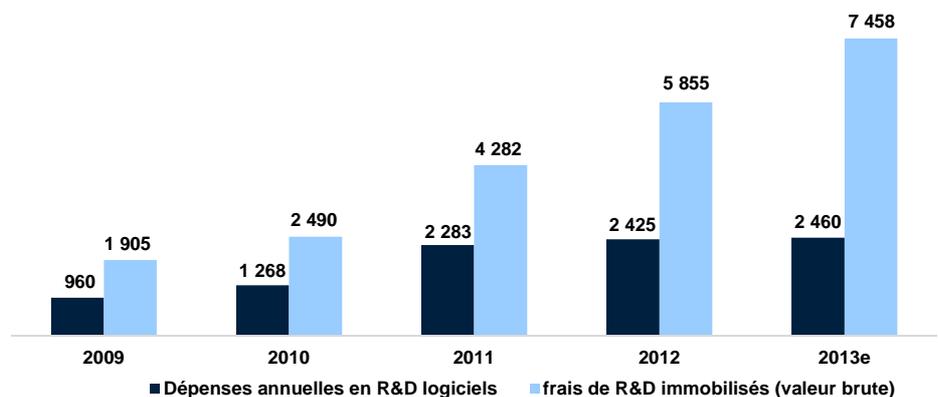
Une activité de R&D dynamique

Infotel s'engage à anticiper les besoins du marché logiciel utilitaire pour bases de données grâce à une R&D permanente sur les technologies de pointe. Chaque année, le groupe consacre environ 30% du CA logiciels à la R&D. En 2013, le groupe a concentré ses efforts sur :

- de nouveaux projets de développement avec IBM
- l'évolution des logiciels existants et notamment Arcsys, gamme phare du groupe

Les frais de R&D logiciels sont activés. Ils sont généralement amortis sur 7 ans. Le CIR perçu est retranché des frais activés, comptabilisé en actif d'impôt et amorti sur 7 ans, au même rythme que les frais de R&D.

Evolution des frais de R&D pour l'activité logicielle



Source: société

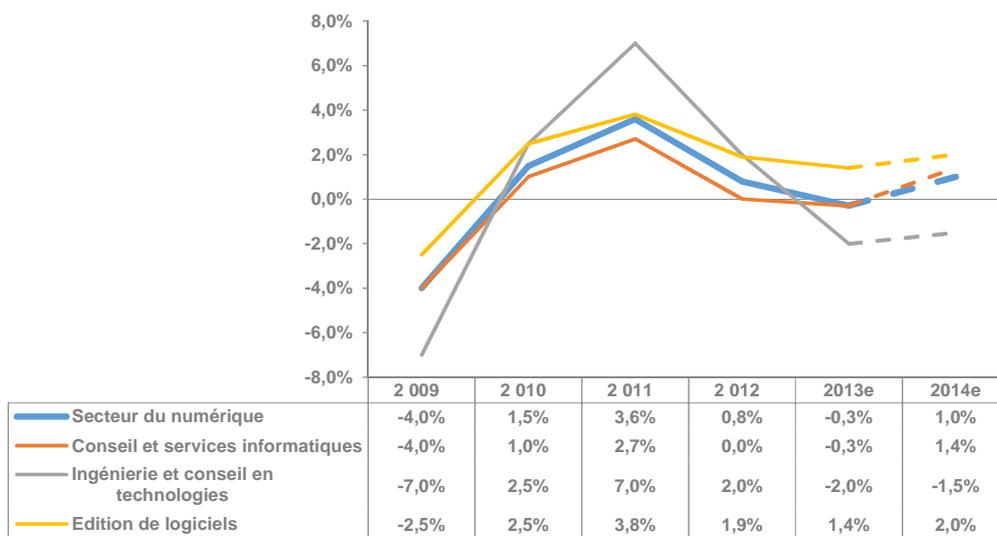
Un marché IT tiré par le Big Data et la mobilité

Le marché des services informatiques en France

Léger rebond attendu en 2014

Après une année 2009 en fort recul de -4,0%, le secteur du numérique (éditeurs de logiciels, entreprises de services informatiques et de conseil en technologies) a observé un rattrapage en 2010 et 2011. La croissance a de nouveau ralenti en 2012 compte tenu d'un environnement économique dégradé, les ESN réalisant un CA de 49,5 Mds€ en croissance de 0,8%. 2013 a donné un nouveau coup de massue au secteur que le Syntec estime en recul de -0,3% au global dont -0,3% pour les sociétés de conseil et de services informatiques, et notamment chez les PME. Seuls les éditeurs de logiciels tirent leur épingle du jeu avec une croissance estimée à +1,4%, ils devraient toujours bénéficier en 2014 d'une dynamique positive avec une progression estimée à +2,0%. Les services informatiques devraient également d'un rebond estimé à +1,0% selon le Syntec.

Croissance des services informatiques entre 2009 et 2014e



Source : IDC, Syntec

Infotel superforme le marché

En 2013, le recul a surtout été marqué dans le conseil autour des systèmes d'information, les prestations de conseil étant un poste de dépenses non prioritaires, ainsi que dans les activités de formation. En outre, la plupart des ESN subissent une forte pression tarifaire, même si celle-ci s'est stabilisée en 2013, les empêchant d'augmenter leur TJM, ce qui impacte leur croissance et leurs marges. Seule l'infogérance applicative (métier d'Infotel en partie) et d'infrastructure restent en croissance à +0,8%. Les acteurs intervenant dans le développement et l'assistance technique ont connu en moyenne un recul limité de -0,7%, à l'exception de certains acteurs comme Infotel.

Croissance par segment de services informatiques

	2 009	2 010	2 011	2 012	2013e
conseil	-8,0%	0,0%	3,0%	1,1%	-2,7%
projet et intégration	-4,0%	0,5%	2,4%	1,5%	-0,6%
développement & assistance technique	-6,5%	0,5%	1,0%	0,5%	-0,7%
formation et support	nc	nc	nc	-2,9%	-3,4%
infogérance applicative	2,0%	2,0%	2,6%	1,5%	0,8%
infogérance d'infrastructures	1,0%	1,0%	3,5%	1,4%	0,8%

Source : IDC, Syntec

Du côté de l'édition de logiciels, la dynamique est forte dans l'embarqué mais aussi dans les logiciels d'infrastructure, utilitaires et middleware, segment où se positionnent les logiciels qu'Infotel développe.

Croissance par segment de logiciels

	2 009	2 010	2 011	2 012	2013e
Logiciels infra / outils	-1,5%	3,0%	2,5%	1,6%	1,7%
Logiciels applicatifs	-4,0%	1,0%	4,9%	1,5%	1,0%
Logiciels embarqués	2,0%	3,0%	4,5%	2,0%	1,8%

Source : IDC, Syntec

En outre, en comparant les performances de croissance organique depuis 2009 des ESN généralistes, on observe qu'Infotel surpasse le marché :

Benchmark de la croissance organique dans le secteur

	2009	2010	2011	2012	T1 2013	T2 2013	T3 2013	T4 2013
Atos	-3,7%	-3,5%	0,3%	0,8%	-1,2%	0,0%	0,2%	nc
Cap Gemini	-5,5%	-1,1%	5,6%	1,2%	-1,7%	-0,4%	1,6%	nc
GFI Informatique	-6,7%	-0,6%	2,4%	2,6%	-1,9%	0,5%	1,9%	0,7%
Groupe Steria	-3,1%	1,5%	3,3%	2,4%	-3,4%	-1,2%	-2,6%	nc
Sopra Groupe	-4,5%	6,2%	8,0%	2,4%	2,4%	7,3%	5,5%	nc
Infotel	0,8%	14,7%	15,9%	7,0%	1,3%	7,6%	14,0%	3,9%
<i>dont pôle SI</i>	0,8%	15,9%	15,3%	8,3%	-0,9%	8,6%	13,2%	3,5%
<i>dont pôle logiciels</i>	-2,5%	-5,6%	27,8%	-13,7%	34,1%	-9,5%	33,3%	11,8%
Moyenne	-3,8%	2,9%	5,9%	2,7%	-0,8%	2,3%	3,4%	2,3%
Mediane	-4,1%	0,5%	4,5%	2,4%	-1,5%	0,3%	1,8%	2,3%

Source : communiqués des sociétés

Cette performance, Infotel la doit à :

- son positionnement de spécialiste sur les bases de données
- sa maîtrise parfaite de l'ensemble de la chaîne de valeur d'une application depuis son développement à sa maintenance (TMA) en passant par la tierce recette applicative (TRA)
- son référencement de longue date chez les grands comptes
- sa proximité avec les clients via les centres de services
- sa capacité à prendre très vite les virages technologiques : internet, big data, mobilité

Au niveau mondial, Gartner anticipe une croissance du marché informatique de +3,1% à 3777 Mds\$ (vs +0,4% en 2013). Comme en France, la dynamique sera tirée par les éditeurs de logiciels (+6,8%) et par les acteurs des services informatiques (+4,5%). Le secteur du numérique demeure dynamique grâce aux ruptures technologiques dans le cloud computing, la mobilité et le big data. Infotel qui accompagne depuis plus de 30 ans ses clients dans la gestion de leurs données est clairement concerné par les tendances Big Data et mobilité.

Le Big Data, un marché d'une taille de 18 milliards \$

Définition du Big Data

Le Big Data se définit comme un volume de données d'une taille si importante et aux multiples caractéristiques qu'il est impossible des de l'exploiter avec une base de donnée relationnelle habituelle. Gartner résume le Big Data en « 3V » : volume de données, variété de données et vélocité des données, contribuant ainsi à la création de données et d'analyses en temps réel. un 4^{ème} V fait son apparition pour « véracité des données » qualifiant ainsi leur niveau de fiabilité, défi majeur du Big Data aujourd'hui.

Statistiques 2013 à 2017 : un marché qui devrait peser 50 Mds\$ dans 3 ans

Selon une étude réalisée par les équipes de Wikibon début 2014, le marché du Big Data qui regroupe le hardware, logiciel et services liés au Big Data a atteint un CA de 18,6 Mds\$ en 2013, en croissance de 54%. Pour 2014, le marché a été estimé à 28,5 Mds\$ soit une croissance attendue à +53%. Il devrait atteindre une taille de 50,1 Mds\$ d'ici 2017, soit une croissance moyenne annuelle de 28% entre 2013 et 2017.

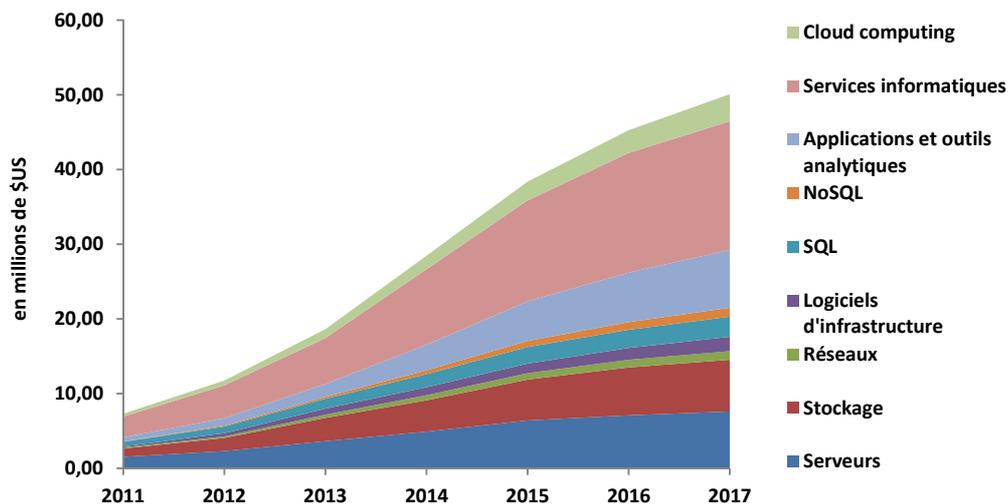
Une étude récente d'IDC chiffre le marché du Big Data à 16,1 Mds\$ en 2014 et à 23,8 Mds\$ en 2016, soit une croissance moyenne annuelle de 22%.

Les moteurs de la croissance du Big Data

Quelle que soit l'étude, il est clair le Big Data est le principal relais de croissance ces prochaines années, bénéficiant de différents drivers :

- on assiste à une prise de conscience de la part des entreprises des bénéfices apportés par le Big Data : outils de relation client, etc.
- aujourd'hui les technologies d'exploitation des bases de données de gros volumes sont au point :
 - Hadoop : framework qui permet le requêtage, l'analyse et la manipulation des données de masse
 - NoSQL (NotOnly SQL) : système de gestion de bases de données qui permet de traiter d'importants volumes de données et une scalabilité (capacité à monter en charge) à l'inverse du langage SQL qui est adapté aux bases de données relationnelles telles que DB2 (IBM)
 - les outils analytiques de Big Data
- une infrastructure aujourd'hui adaptée à l'exploitation du Big Data grâce aux investissements réalisés : OVH, Amazon, Google, Bull

Avec un portefeuille de produits et services très large, IBM est le leader du marché du Big Data avec 1,37 Mds\$ générés (~1% de son CA total), suivi de HP. Sur le segment des services, le géant mondial Accenture est le leader avec un CA de 194 M\$. Le 1^{er} pure player du Big Data est Palantir, entreprise de services et logiciels dédiés à l'exploitation du Big Data.

Prévisions du marché du Big Data par segment en millions de \$ US

Source : Wikibon 2014

Pour les 3 prochaines années, la croissance devrait surtout se localiser dans les services à valeur ajoutée (TCAM 2013-2017 de +29%) et les logiciels (TCAM 2013-2017 +46%) tandis que le marché des infrastructures devrait ralentir car déjà mature.

Infotel, un des pionniers français du Big Data

Le défi des entreprises de services du numérique (services informatiques et logiciels) réside donc dans leur capacité à apporter des solutions à forte valeur ajoutée et permettre une exploitation et analyse optimisée des données de grands volumes. Le principal atout d'Infotel est sa connaissance des bases de données complexes, ce qui lui permet d'accompagner les grands comptes dans la gestion des énormes volumes de données. Infotel, pionnier en la matière maîtrise aujourd'hui parfaitement les nouvelles techniques du système d'information, l'intégration et le dimensionnement des technologies Big Data, la réalisation de prototypes, maquettes et le dimensionnement de l'architecture système. Pour continuer à surfer sur cette tendance, le groupe s'est donné plusieurs objectifs :

- poursuivre son partenariat avec IBM dans les logiciels utilitaires performants autour des grandes bases de données
- développer des gammes de logiciels pour l'archivage, la gestion de bases de données, la qualité et les performances
- développer des outils et des prestations de services associés, comme le coffre fort numérique ou la business intelligence
- la R&D de nouveaux algorithmes pour créer les logiciels du futur

Un marché de l'archivage électronique sous-équipé

Selon une étude de MARKESS International publiée en avril 2013 et réalisée auprès de 130 décideurs IT, près des deux tiers interrogés ont indiqué recourir à des solutions d'archivage de contenus électroniques contre un peu plus de la moitié un an plus tôt. 80% d'entre eux prévoient de mettre en place une solution d'archivage électronique d'ici 2015.

Dans un contexte de montée en puissance des volumes de données, les entreprises perçoivent la solution d'archivage et de coffre fort numérique comme une réponse aux problématiques suivantes :

- la dématérialisation des documents
- l'optimisation de la gestion de contenus électroniques
- préservation des informations stratégiques comme par exemple les brevets
- le durcissement des contraintes réglementaires
- la prévention des litiges

Deux fonctions de l'archivage ressortent en priorité :

- l'archivage électronique à « vocation probatoire » : il s'agit d'archiver des documents tels que les factures, les contrats, les fiches de paie, les documents comptables ou autres documents engageants tout en intégrant des processus et procédures de sécurité et de confiance (horodatage, signature numérique). Aujourd'hui, 63% des DSI ont recours à une solution d'archivage, dont seulement 38% est à valeur probante. 28% des décideurs IT prévoient de mettre en place une solution à vocation probatoire d'ici 2015.
- le coffre-fort numérique : il permet de conserver des contenus numériques tout en garantissant leur intégrité, confidentialité et l'accès limité aux personnes autorisées. Aujourd'hui, seulement 25% des entreprises sont équipées d'un coffre fort numérique mais 43% projettent d'investir dans les prochaines années. A noter que les solutions de coffre fort numérique ne sont pas réservées aux services métiers ou directions d'une entreprise. Elles s'adressent aussi aux collaborateurs par exemple dans le cadre de la conservation de bulletins de paie, aux clients et fournisseurs pour la conservation des échanges électroniques BtoB ou B2C, et aux citoyens avec par exemple le site servicepublic.fr qui permet la sauvegarde de documents administratifs, d'identité.

Le marché de l'archivage électronique est encore en phase de croissance et devrait bénéficier ces prochaines années d'importants catalyseurs que nous venons d'identifier. La solution Arcsys d'Infotel s'inscrit parfaitement dans les besoins identifiés et devrait ainsi s'imposer de plus en plus au sein des entreprises.

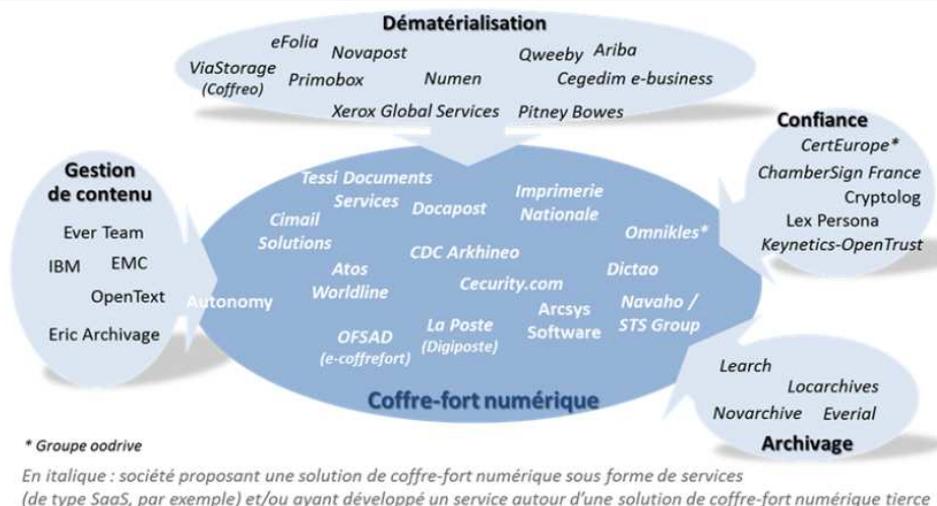
Paysage concurrentiel

Sur ce marché, Infotel avec son logiciel Arcsys rencontre notamment les acteurs suivants :

- Cimail : société française créée en 2003, Cimail développe et commercialise des logiciels de gestion documentaire, depuis la capture à l'archivage à valeur probante. Les solutions de Cimail sont développées sur des technologies Microsoft. L'offre se compose de solutions de dématérialisation, de gestion électronique des documents, d'archivage électronique à valeur probatoire, archivage de contenus Sharepoint, archivage d'emails Exchange, de coffre fort numérique. L'entreprise accompagne des clients grands comptes comme Veolia mais aussi des PME PMI. En 2011, Cimail a réalisé un CA supérieur à 4,0 M€ et ambitionnait une taille de 10 M€ d'ici 2014.

- **Cecurity.com** : créée en 2001, Cecurity.com est éditeur de logiciels de coffres-forts électroniques pour la maîtrise de l'original numérique. Les domaines d'expertise de la société couvrent la dématérialisation, l'archivage légal, la protection des données, la traçabilité et le courrier électronique certifié. Le groupe commercialise ses offres également en mode SaaS. En 2012, Cecurity.com a réalisé un CA de 5,2 M€. En décembre dernier, le groupe a annoncé reprendre l'activité de Système d'Archivage Electronique (SAE) de STS Group, société en redressement judiciaire depuis octobre. La société augmente ainsi ses effectifs de 50% et s'offre une solution complémentaire à son coffre-fort numérique. Le nouvel ensemble devrait générer en 2015 un CA de 8 M€.
- **Documentum (EMC)** : les solutions logicielles d'EMC Documentum couvrent toutes les composantes de la gestion électronique de documents : gestion intelligente des informations, accès à l'information intelligente, gouvernance intelligente, dématérialisation et archivage. Déployée dans plus de 5000 entreprises privées et publiques est un des leaders de la gestion de contenu avec un CA de plusieurs centaines de millions de dollars.

Paysage concurrentiel



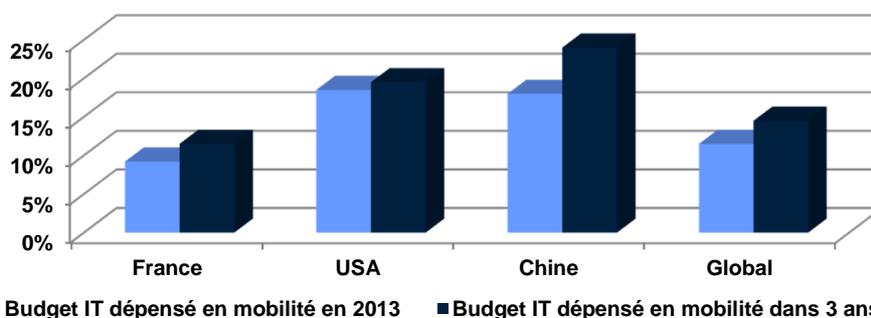
Source : MARKESS International, avril 2013

La mise en place de la stratégie mobile dans les entreprises françaises, un défi à relever

Selon Gartner, 1,8 milliards de smartphones ont été vendus dans le monde en 2013, soit 3,9% de plus qu'en 2012, représentant 53,6% des ventes mondiales de téléphones mobiles, une croissance qui provient notamment des pays émergents. Sous cet effet, les téléchargements d'applications mobiles ont explosé, et devraient atteindre 138 milliards de téléchargements en 2014 et 268 milliards en 2017 générant un revenu de 77 milliards \$. En 2014, les ventes de terminaux mobiles (PC, tablettes, smartphones) devraient progresser de 7,6% en 2014 à 2,47 milliards d'unités.

Si dans les pays développés le marché du mobile est saturé, la stratégie mobile des entreprises est encore timide, notamment en France. En effet, une étude de Vanson Bourne réalisée pour le géant du logiciel CA Technologies auprès de 1300 décideurs IT montre le retard de la France par rapport aux Etats-Unis en terme de mise en place d'une stratégie mobile. Elle révèle que seuls 40% des décideurs IT français ont mis en place une stratégie mobile versus 95% pour les DSI américains. D'autres pays européens sont également à la traîne en la matière comme l'Allemagne et la Grande Bretagne avec 47% ou encore les Pays-Bas avec seulement 24%. Les principales barrières à l'entrée sont la sécurité pour 51% d'entre eux et le budget. Seulement 4% des DSI interrogés consacreront plus de 30% à la mobilité en 2014, 28% entre 20% et 30% et 51% moins de 10%.

Une répartition des budgets IT en hausse pour la mobilité



Source : étude Vanson Bourne pour CA Technologies, 2014

La mobilité fait partie aujourd'hui de l'évolution de l'informatique d'entreprise. L'évolution technologique des organisations (développement et déploiement applicatif, utilisation de plusieurs équipements, politiques de sécurité et confidentialité des données) induit un impact important sur les outils nécessaires à l'adaptation des terminaux et applications mobiles. Les entreprises françaises devraient progressivement rattraper leur retard.

Ces changements de modèle doivent être accompagnés par des spécialistes pour assurer l'intégrité du système d'information, gérer le parc de terminaux, sécuriser les données et l'infrastructure, déployer les applications adaptées et ceci quelque soit la fonction, la localisation ou le mode d'interaction de l'utilisateur. L'ambition d'Infotel est d'accompagner les services informatiques des grandes comptes vers ce passage à la mobilité. Cela nécessite des compétences techniques et fonctionnelles, par la transformation de l'ensemble des applications sur toutes les plateformes (Android, iOS, Microsoft ou BlackBerry). Infotel a déjà relevé le défi avec l'accompagnement de BNP Paribas dans la mise en place de sa stratégie mobile.

Perspectives stratégiques & financières

Plan performance 2016 : une stratégie ambitieuse et mesurée

Après son plan 2012 « Web to Database » initié en 2009, Infotel a présenté son plan stratégique « Performance 2016 », un plan qui s'inscrit dans le contexte de généralisation de la mobilité connectée et de croissance exponentielle du volume des données à traiter. Le groupe ambitionne d'atteindre un CA de 200 M€ à horizon 2016 grâce à :

- une croissance interne soutenue via :
 - une politique RH dynamique : l'objectif est d'atteindre 1700 collaborateurs vs 1100 actuellement
 - la poursuite du développement des centres de services et des prestations au forfait, domaines parfaitement maîtrisés par Infotel
 - l'accompagnement des grands comptes dans leur stratégie mobile et Big Data
 - la conquête de nouveaux clients à savoir les PME et ETI de plus en plus concernées par la mobilité et le Big Data
 - la poursuite de l'innovation logicielle
 - le développement de l'offre d'archivage avec Arcsys
- des opérations de croissance externe avec pour vocation :
 - de renforcer les marchés géographiques domestique (est de la France où Infotel n'est pas implanté) et internationaux
 - de renforcer ou conquérir de nouveaux clients grands comptes mais aussi les PME et ETI
 - d'acquérir de nouvelles compétences technologiques (dans le CRM par exemple afin de réaliser des interfaces mobiles dans ce domaine)
 - renforcer les équipes d'ingénieurs

Une année 2013 sous le signe de la croissance et du redressement de la rentabilité

Infotel a publié un chiffre d'affaires 2013 en hausse de 6,3% à 142,7 M€, superformant le secteur (-0,3% selon le Syntec).

Récapitulatif des trimestriels 2013 (en M€)

	T1	T2	T3	T4	Année
Services	34,1	32,9	31,7	35,8	134,5
% croissance	-0,9%	8,6%	13,2%	4,3%	5,7%
Logiciels	3,0	1,7	1,6	1,9	8,2
% croissance	34,1%	-9,5%	33,3%	11,8%	17,1%
Chiffre d'affaires total	37,2	34,5	33,3	37,7	142,7
% croissance	1,3%	7,6%	14,0%	4,7%	6,3%

Source : société

Après 6 mois d'accélération de la croissance, le T4 observe un ralentissement qui était néanmoins attendu compte tenu de l'allongement des délais de prise de décisions constaté par le management. Les deux activités, logiciel et services, demeurent au global dynamiques lorsqu'on compare avec les chiffres publiés dans le secteur.

Infotel doit cette performance à son positionnement de spécialiste des bases de données qui en outre a su prendre le virage du big data et de la mobilité à l'heure où la demande explose. L'activité logicielle a été tirée par les ventes IBM mais aussi par les ventes d'Arcsys.

En 2012, l'activité de services informatiques a vu sa marge opérationnelle grevée par un projet mal géré au sein du groupe, auquel la société a rapidement remédié. En effet, le S1 2013 s'est terminé sur une progression du ROC de 42% au niveau du groupe grâce à l'évolution favorable du mix produit (logiciels) mais aussi au redressement de la rentabilité de l'activité de services, qui a bénéficié d'un taux d'intercontrat de 2%. Cette performance est d'autant plus notable qu'une provision pour redressement du CIR de 0,8 M€ vient grever le ROC du S1. En effet, de nombreux acteurs des services informatiques font l'objet depuis plus d'un an de contrôles du fisc en vue de détecter d'éventuels abus. Certains projets pour lesquels Infotel a perçu du CIR ont été remis en question quant à leur éligibilité. A ce stade, Infotel ne prévoit pas de passer d'autres prévisions.

Compte tenu des bons résultats semestriels et de la croissance dynamique, nous pensons que les résultats annuels devraient être en nette amélioration par rapport à 2012. Nous attendons un ROC de 13,9 M€ (9,7% du CA) et un RNPG de 9,0 M€.

Résultats semestriels et 2013e

en M€	S1 2012	S1 2013	2012	2013e
Chiffres d'affaires Services informatiques	64,6	67,0	127,3	134,5
Taux de marge opérationnelle courante	4,3%	6,2%	4,6%	7,1%
Chiffres d'affaires Logiciels	4,1	4,7	7,0	8,2
Taux de marge opérationnelle courante	41,9%	48,7%	16,6%	52,7%
Chiffre d'affaires Groupe	68,8	71,7	134,3	142,7
% var	4,2%	4,2%	8,7%	6,3%
Résultat opérationnel courant	4,5	6,4	7,1	13,9
en % du CA	6,6%	9,0%	5,3%	9,7%
Résultat net part du groupe	3,1	4,5	4,7	9,0
en % du CA	4,4%	6,3%	3,5%	6,3%

Source : société, Euroland Corporate

Un bilan solide

La situation financière d'Infotel est particulièrement solide : en l'absence totale d'endettement, la trésorerie nette du groupe s'élevait au 30 juin 2013 à 19,7 M€ et les fonds propres à 45,7 M€. L'actif économique s'élève à 28,6 M€, principalement constitué :

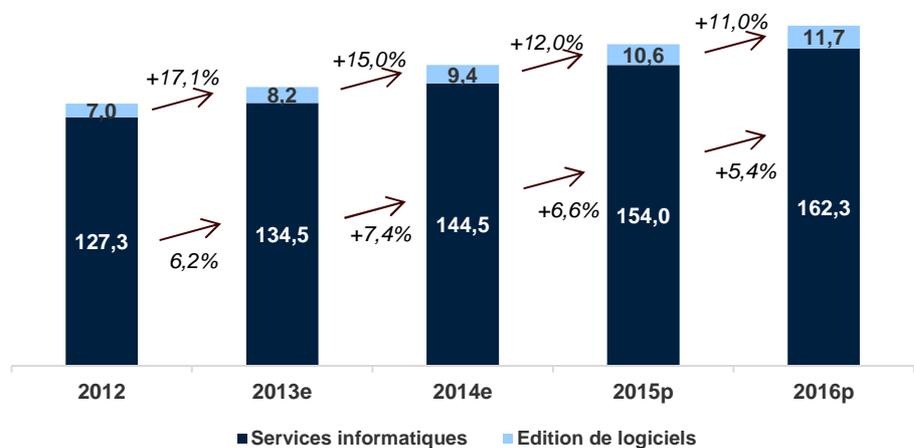
- d'écarts d'acquisition pour près de 11,0 M€ liés à Infotel Conseil, Insoft Software GmbH et Empeiria
- d'immobilisations incorporelles pour 5,3 M€ principalement liées à l'activation des frais R&D
- un BFR de 4,6 M€ (6,9% du CA)

Perspectives 2014-2016: poursuite de la croissance des deux activités

Compte tenu du positionnement d'Infotel, nous sommes pleinement confiants dans la poursuite de la croissance des deux activités :

- les **services informatiques** devraient bénéficier de :
 - l'essor du Big Data qui entraîne des besoins réels en terme de gestion des bases de données (analyse, business intelligence, archivage, etc.
 - la montée en puissance des stratégies mobiles des entreprises afin d'être dans l'air du temps et optimiser leurs relations clients
- ainsi nous tablons sur un taux de croissance moyen annuel de 6,5% (croissance organique) entre 2013 et 2016. Pour 2014, nous anticipons un CA de 144,5 M€ en hausse de 7,4%.
- **l'édition de logiciel** devrait continuer à monter en puissance, portée par :
 - la pertinence des solutions proposées dans un contexte d'explosion des volumes de données : archivage électronique, coffre fort numérique, vocation probatoire
 - le partenariat avec IBM qui ouvre la voie à la R&D d'autres produits utilitaires autour de la base de données
 - des efforts de R&D permanents destinés à l'amélioration des produits et à l'innovation

Prévisions de croissance par activité



Source : société, Euroland Corporate

Une rentabilité opérationnelle à deux chiffres d'ici 2016

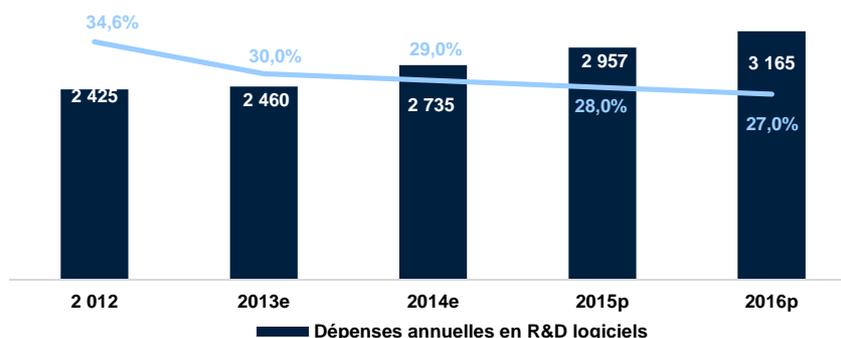
La montée en puissance de l'édition de logiciel comme levier de rentabilité

L'édition de logiciel, activité à forte valeur ajoutée d'Infotel, bénéficie d'un fort levier opérationnel grâce à :

- la montée en puissance des revenus, qu'ils proviennent des royalties IBM ou des ventes du groupe
- une structure majoritairement de coûts fixes : frais de personnel R&D et commerciaux (une équipe d'environ 60 collaborateurs au service de l'activité logiciels)

Pour rappel, les frais de R&D logicielle sont immobilisés et amortis sur 7 ans. Le produit de CIR est donc inscrit en créance de l'état et amorti sur 7 ans (produit d'amortissement en résultat).

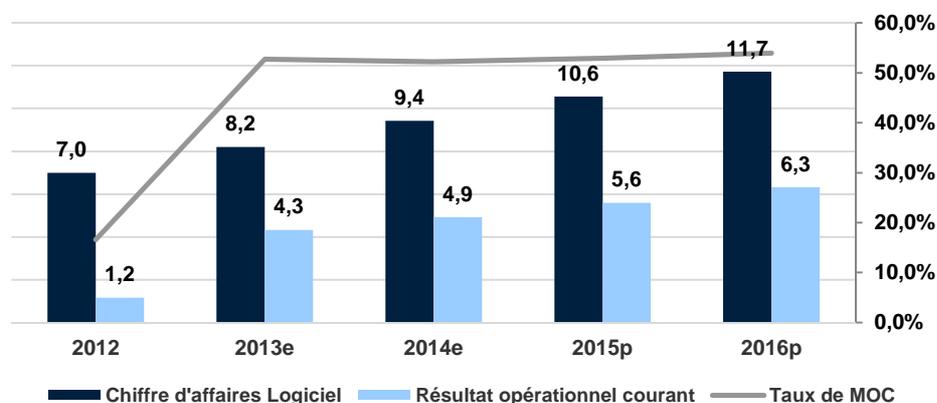
Evolution prévisionnelle des frais de R&D logiciels



Source : société, Euroland Corporate

Si en 2012 le ROC a été fortement impacté par la baisse du CA conjuguée à une hausse des coûts (R&D), nous l'attendons en forte hausse en 2013 à 4,3 M€ (vs 1,2 M€ en 2012). Il devrait continuer à progresser d'ici 2016 pour atteindre un taux de MOC autour de 54%.

Edition de logiciels : prévisions de rentabilité opérationnelle (en M€)



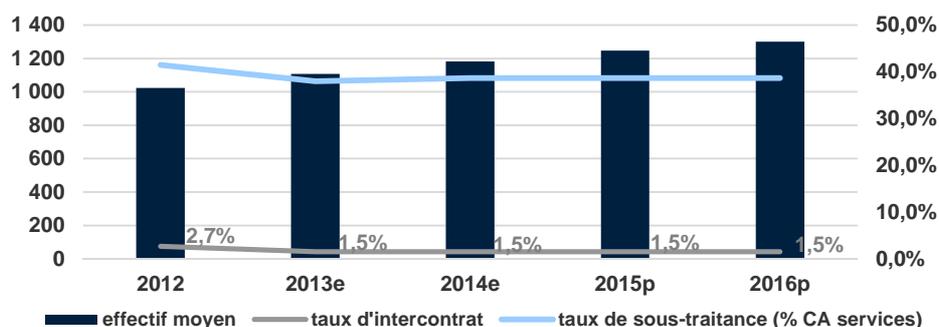
Source : société, Euroland Corporate

Une activité de services qui a atteint son niveau de MOC normative

Nous pensons qu'une MOC d'environ 7,2% est le niveau normatif du groupe en raison notamment d'un recours à la sous-traitance relativement important avec un taux moyen de 38,5% du CA services sur ces 5 dernières années. Si ce business model permet une certaine flexibilité en termes de ressources humaines et donc d'éviter des soubresauts au niveau de la marge opérationnelle, il limite néanmoins le levier de rentabilité opérationnel.

D'autre part Infotel devrait maintenir une politique de recrutements dynamique afin de soutenir la croissance sur des missions long terme. En 2014, le groupe se donne comme objectif de recruter plus de 200 personnes. A noter que le taux de turnover est relativement bas et oscille entre 10% et 12%. Ainsi nous estimons l'effectif moyen à 1 182 collaborateurs en 2014, 1 247 en 2015 et 1 302 en 2016. Nous fixons un objectif de taux d'intercontrat à 1,5%, niveau normatif du groupe.

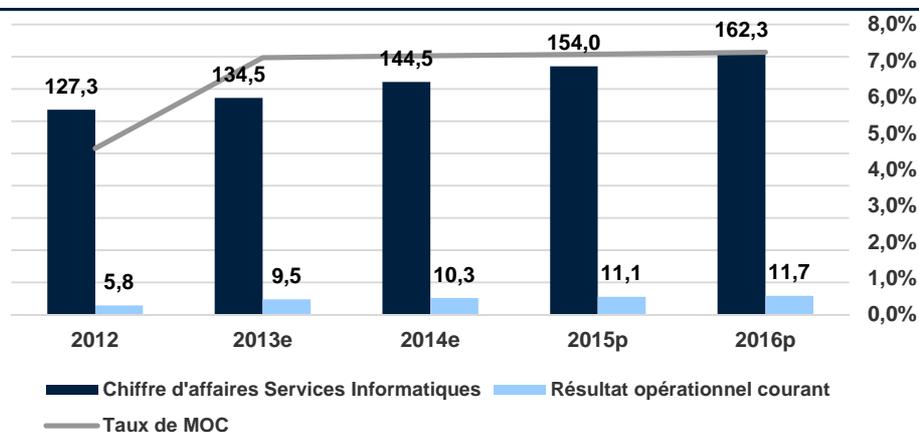
Evolution prévisionnelle des indicateurs clés pour le CA et la rentabilité



Source : société, Euroland Corporate

Compte tenu de l'ensemble de ces paramètres, nous anticipons une légère amélioration puis une stabilité de la MOC à 7,2% pour 2015 et 2016. A noter que cette activité intègre également des frais de R&D pour compte de tiers (~1,5% du CA services), qui ne sont pas immobilisés. Le produit de CIR est donc intégralement comptabilisé en résultat.

Services informatiques : prévisions de rentabilité opérationnelle (en M€)



Source : société, Euroland Corporate

Synthèse des résultats attendus au niveau du groupe

Au niveau du groupe, nous anticipons une croissance de +7,8% en 2014 et un CA de 153,9 M€. La croissance organique devrait demeurer soutenue en 2015 et 2016 à +6,9% et +5,8%.

L'évolution favorable du mix produit devrait permettre au groupe Infotel d'améliorer sa marge opérationnelle courante à 9,9% en 2014, 10,1% en 2015 et 10,4% en 2016.

Compte tenu du niveau de trésorerie élevé du groupe (19,7 M€ net à fin juin 2013), le résultat financier du groupe devrait demeurer positif et croître chaque année. A noter qu'il peut y avoir des effets de change lié aux royalties IBM, concernant ainsi 3,2% du CA.

Après comptabilisation de l'IS, le RN de l'ensemble consolidé est attendu à 10,1 M€ en 2014, soit 6,6% du CA. La marge nette devrait s'améliorer à 6,8% en 2015 et 7,0 % en 2016.

Compte de résultat prévisionnel au niveau du groupe

en M€		2012	2013e	2014e	2015p	2016p
Chiffre d'affaires Groupe		134,3	142,7	153,9	164,6	174,1
% var		8,7%	6,3%	7,8%	6,9%	5,8%
La masse salariale est nette du produit de CIR et de CICE	Sous-traitance	52,9	51,1	55,9	59,6	62,8
	Autres achats & charges externes	7,3	8,1	8,8	9,4	9,9
	Masse salariale	62,8	64,5	69,2	73,7	77,7
	Autres	1,8	2,1	2,3	2,5	2,6
Excédent brut d'exploitation		9,4	16,8	17,7	19,4	21,0
en % du CA		7,0%	11,8%	11,5%	11,8%	12,1%
Les amortissements concernent principalement la R&D.	Amortissements & provisions	2,3	3,0	2,5	2,8	3,0
	Résultat opérationnel courant	7,1	13,9	15,2	16,7	18,1
en % du CA		5,3%	9,7%	9,9%	10,1%	10,4%
Une provision exceptionnelle de 0,8 M€ en 2013 lié au redressement fiscal	Résultat courant avant impôts	7,2	14,3	15,8	17,3	18,9
	Charge d'impôts	2,6	5,2	5,5	6,1	6,7
Résultat net de l'ensemble consolidé		4,8	9,1	10,2	11,2	12,2
en % du CA		3,5%	6,4%	6,6%	6,8%	7,0%
Une partie du résultat est reversée aux minoritaires d'Infotel Business Consulting (Infotel détient 75% d'IBC)	Résultat net part du groupe	4,7	9,0	10,1	11,1	12,1
	en % du CA	3,5%	6,3%	6,6%	6,8%	7,0%
<i>Bénéfice net par action</i>		<i>3,54 €</i>	<i>6,78 €</i>	<i>7,61 €</i>	<i>8,34 €</i>	<i>9,07 €</i>
<i>% croissance du bnpa</i>		<i>-37,1%</i>	<i>91,5%</i>	<i>12,3%</i>	<i>9,6%</i>	<i>8,8%</i>

Source : société, Euroland Corporate

Une situation bilancielle confortable

Fortement générateur de cash, le modèle économique d'Infotel permet à la trésorerie de se renforcer année après année, malgré une politique dynamique de R&D et de financement.

Flux de trésorerie et structure financière prévisionnels

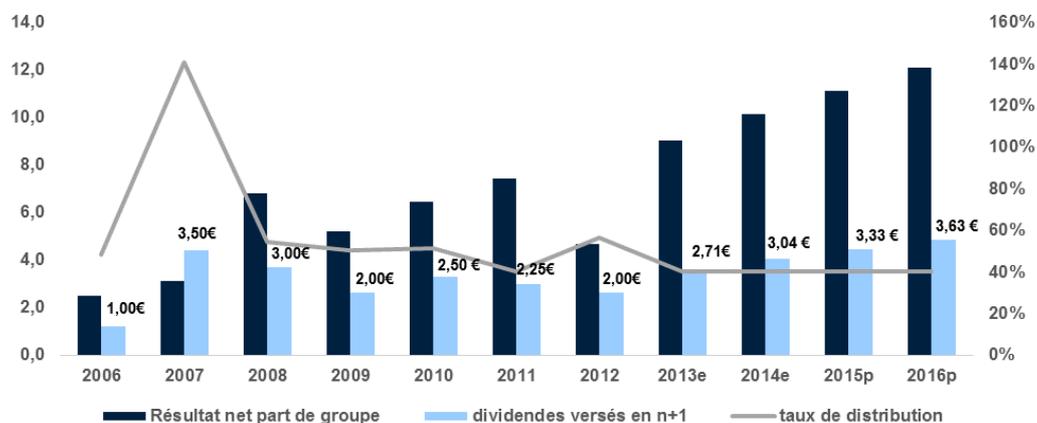
	2012	2013e	2014e	2015p	2016p
Capacité d'autofinancement	6,9	10,7	12,1	13,4	14,7
Variation de BFR	-0,9	1,5	0,3	0,5	0,4
Cash flow opérationnel	4,8	9,3	11,9	13,0	14,2
Cash flow d'investissement	-3,9	-2,5	-2,7	-3,0	-3,2
Cash flow de financement	-2,7	-2,6	-3,6	-4,1	-4,4
Trésorerie à l'ouverture	18,7	16,9	21,0	26,5	32,4
Trésorerie à la fermeture	16,9	21,0	26,5	32,4	39,0
Fonds propres	44,2	50,6	57,2	64,4	72,1
Endettement net	-16,9	-21,0	-26,5	-32,4	-39,0
<i>Gearing</i>	-38%	-41%	-46%	-50%	-54%

Source : société, Euroland Corporate

Une politique de distribution de dividendes soutenue mais irrégulière

Depuis 1999, Infotel verse des dividendes à ses actionnaires, avec parfois des distributions exceptionnelles comme en 2007 et 2008 où le niveau de trésorerie le permettait. Depuis l'exercice 2009, le montant du dividende est toutefois irrégulier et oscille entre 2,00 € et 2,50 € et ce dans un but de préserver la trésorerie du groupe pour saisir d'éventuelles opportunités de croissance externe. Nous pensons également que le management conserve du cash pour réaliser d'éventuels rachats de titres. Pour nos estimations, nous avons retenu un taux de distribution de 40%, le même taux qu'en 2011.

Politique de dividende historique et prévisionnelle



Source : société, Euroland Corporate

Valorisation d'Infotel

Pour valoriser la société, nous avons retenu deux méthodes : 1/ l'actualisation des flux futurs de trésorerie et 2/ la méthode des comparables boursiers.

Valorisation par les DCF

Les principales hypothèses de notre valorisation par les DCF sont les suivantes :

- **Croissance du chiffre d'affaires :**
 - un taux de croissance moyen annuel de 6,8% entre 2013 et 2016 compte tenu de la dynamique du marché Big Data et mobilité,
 - un TCAM de 3,7% entre 2016 et 2023
 - un taux de croissance à l'infini de 1,0 % pour le calcul de la valeur terminale
- **Rentabilité opérationnelle :**
 - progression attendue de la MOC de 9,7% en 2013 à 10,4% en 2016
 - une MOC normative de 10% à partir de 2017 afin de prendre en compte une éventuelle érosion des marges
- **Besoin en fonds de roulement :** un BFR positif qui représente entre 4,0% et 4,20 % du CA (15 jours de CA)
- **Investissements :** 1,8%% du CA jusqu'en 2016 puis 2,0% du CA jusqu'en 2023 principalement de la R&D.
- **Un taux d'actualisation (WACC) de 10,09% % basé sur :**
 - un taux sans risque de 2,09 % ;
 - une dette financière nette de -19,7 M€ au 30 juin 2013 ;
 - une prime de risque ajustée de 8,00% (prime de risque marché de 4,60% + prime de risque ajustée Small Caps de 3,40%) ;
 - un bêta sans dette de 1,0

Hypothèses retenues pour le calcul du WACC

Taux sans risque (OAT 10 ans)	2,09%
Prime de risque (JDF - Natixis)	4,60%
Prime de risque ajustée (Euroland Finance)	8,00%
Bêta sans dette	1,00
Bêta endetté	1,00
Coût des capitaux propres	10,09%
Coût de la dette après impôt	3,49%
Coût moyen pondéré du capital	10,09%

Source : Euroland Corporate

Tableau des DCF

en M€	2014e	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p
CA	153,9	164,6	174,1	182,8	191,9	199,6	207,6	213,8	220,2	224,6
Taux de croissance	7,8%	6,9%	5,8%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	2,0%
Résultat opérationnel courant	15,2	16,7	18,1	18,3	19,2	20,0	20,8	21,4	22,0	22,5
Taux de marge opérationnelle courante	9,9%	10,1%	10,4%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
-Impôts	5,5	6,1	6,7	6,5	6,8	7,1	7,4	7,6	7,8	8,0
+ DAP nettes	2,5	2,8	3,0	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5	3,6
Cash Flow opérationnel	12,2	13,3	14,3	14,8	15,5	16,1	16,7	17,2	17,7	18,1
- Variation du BFR	0,3	0,5	0,4	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
- Investissements opérationnels	2,7	3,0	3,2	3,7	3,8	4,0	4,2	4,3	4,4	4,5
Free Cash Flows opérationnels	9,2	9,8	10,7	10,5	11,3	11,8	12,2	12,7	13,0	13,4
Coefficient d'actualisation	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62	0,56	0,51	0,46	0,42	0,38
FCF actualisés	8,3	8,1	8,0	7,2	7,0	6,6	6,2	5,9	5,5	5,1
Somme des FCF actualisés	67,9									
Valeur terminale actualisée	57,0									
Valeur d'entreprise Infotel	124,8									
Endettement net	-19,7									
Actifs financiers	0,6									
Valeur des minoritaires	0,8									
Valeur totale	144,3									
Nombre d'actions (en millions)	1,33									
Valeur par action en €	108,4									

Source : Euroland Corporate

Matrices de sensibilité

		Taux de croissance à l'infini				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
C M P C	9,1%	114,4	117,3	120,6	124,4	128,6
	9,6%	108,8	111,3	114,1	117,3	120,9
	10,1%	103,8	106,0	108,4	111,1	114,1
	10,6%	99,2	101,1	103,2	105,6	108,1
	11,1%	95,1	96,8	98,6	100,6	102,8
		Taux de marge opérationnelle courante				
		0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
C M P C	9,1%	114,5	117,6	120,6	123,7	126,7
	9,6%	108,6	111,4	114,1	116,9	119,7
	10,1%	103,4	105,9	108,4	110,9	113,4
	10,6%	98,7	101,0	103,2	105,5	107,8
	11,1%	94,4	96,5	98,6	100,7	102,8

Source : Euroland Corporate

La valorisation d'Infotel par les DCF ressort à 108,40 € par action compte tenu d'un WACC de 10,1% et d'un taux de croissance à l'infini de 1,0%.

Valorisation par les comparables

Pour valoriser Infotel par les comparables, nous avons retenu un échantillon d'entreprises de services du numérique qu'Infotel rencontre souvent lors des appels d'offre : Atos, Capgemini, GFI Informatique, Sopra et Steria. Ces ESN sont toutes généralistes, c'est-à-dire qu'elles interviennent sur de multiples domaines du système d'information. Mais leur cœur de métier demeure le développement applicatif et le conseil. Ces cinq géants français de l'informatique présente des niveaux de croissance et de marge légèrement inférieurs à ceux d'Infotel mais s'en rapprochent.

Atos : depuis l'acquisition de Siemens IT Solutions & Services en 2011, Atos fait partie du top 10 mondial des services informatiques et des services critiques et est le 2ème leader européen derrière IBM avec un chiffre d'affaires de 8,7 Mds € et 77 000 collaborateurs dans 48 pays. 88% du CA est réalisé à l'international. Son activité se répartit de la manière suivante : l'infogérance (47% / n°5 mondial), l'intégration de systèmes (24%), les Services Transactionnels de Haute Technologie et Activités spécialisées (22%), le conseil & services technologiques (7%).

Capgemini : un des leaders mondiaux du conseil, des services informatiques et de l'infogérance, Capgemini réalise un CA de 10,1 Mds€ grâce à ses 130 000 collaborateurs et a une présence dans une quarantaine de pays. 78% du CA est réalisé à l'international. Le groupe est spécialisé sur 4 métiers : le conseil en management et organisation (5%), l'intégration de systèmes complexes et le développement d'applications informatiques (40%), les services informatiques de proximité (filiale Sogeti) : infrastructures, applications, ingénierie, tests, exploitation (15%) et l'infogérance (40%)

GFI Informatique : GFI Informatique compte près de 10 000 collaborateurs et 40 implantations dans 3 grandes régions de la France, en Belgique, Luxembourg, Suisse, Espagne, Portugal et Maroc. GFI réalise un CA de près de 743 M€ dont 15% à l'international. Son activité est scindée en 5 grandes lignes de métiers : le Consulting (2%), Enterprise Solutions pour les grands comptes PME / PMI et multi-sectorielles (8%), Application Services (54%), Infrastructure Services (22%), Software (14%) où GFI est le 7^{ème} éditeur de logiciels en France.

Sopra : avec un CA de 1,35 Mds€ dont 32% est réalisé à l'international et 12 000 collaborateurs, Sopra Group est l'un des acteurs majeurs du conseil, des services informatiques et de l'édition de logiciels en Europe. Le positionnement de Sopra repose sur 3 métiers complémentaires : le conseil et l'intégration de systèmes et de solutions (86%) : amélioration du patrimoine applicatif, mise en place de solutions innovantes, restructuration des systèmes d'information, l'édition de logiciels (15%) avec Banking Software

Steria : avec un chiffres d'affaires de près de 1,8 Mds€, ses 19 000 employés et 16 implantations à travers le monde, Steria figure parmi les plus importantes SSII. 67% du CA est réalisé en Europe hors France. Steria propose des services de transformation des processus métiers de ses clients et prend en charge la gestion des systèmes et processus. L'activité de Steria se divise en 4 pôles : conseil et intégration de systèmes (43%), maintenance applicative (16%) gestion des infrastructures informatiques (30%), Business Process Outsourcing (11%).

Consensus analystes sur les comparables (en M€)

société	Chiffre d'affaires			taux de croissance du CA			Gearing		
	2013	2014e	2015e	2013	2014e	2015e	2 013e		
ATOS SA	8 615,0	8 681,6	8 854,0	-3%	1%	2%	-31%		
Cap Gemini SA	10 092,0	10 376,2	10 750,0	-2%	3%	4%	-15%		
GFI Informatique SA	742,9	777,5	799,3	11%	5%	3%	17%		
Groupe Steria SCA	1 754,9	1 861,8	1 915,0	-4%	6%	3%	71%		
Sopra Groupe SA	1 349,0	1 436,0	1 493,5	11%	6%	4%	43%		
INFOTEL	142,7	153,9	164,6	6%	8%	7%	-41%		

société	EBIT			taux de marge d'EBIT			taux de croissance de l'EBIT		
	2 013	2014e	2015e	2 013	2014e	2015e	2013	2014e	2015e
ATOS SA	645,2	684,7	742,0	7%	8%	8%	20%	6%	8%
Cap Gemini SA	788,5	914,0	980,3	8%	9%	9%	4%	16%	7%
GFI Informatique SA	45,1	51,4	54,1	6%	7%	7%	24%	14%	5%
Groupe Steria SCA	110,2	123,1	133,8	6%	7%	7%	5%	12%	9%
Sopra Groupe SA	104,9	120,1	138,4	8%	8%	9%	11%	14%	15%
INFOTEL	13,9	15,2	16,7	10%	10%	10%	96%	10%	9%

société	Résultat net			taux de marge nette			taux de croissance du RN		
	2 013	2014e	2015e	2 013	2014e	2015e	2013	2014e	2015e
ATOS SA	415,0	464,0	511,0	5%	5%	6%	85%	12%	10%
Cap Gemini SA	510,0	585,8	643,9	5%	6%	6%	38%	15%	10%
GFI Informatique SA	19,7	24,1	26,4	3%	3%	3%	139%	22%	10%
Groupe Steria SCA	51,0	56,3	70,4	3%	3%	4%	1%	10%	25%
Sopra Groupe SA	71,9	76,4	86,3	5%	5%	6%	29%	6%	13%
INFOTEL	9,0	10,1	11,1	6%	7%	7%	93%	12%	10%

Source : Consensus Analystes Factset au 03/03/2014, Euroland Corporate

Multiples boursiers

société	Capitalisation boursière (M€)	VE / CA		VE / EBIT		PER	
		2014e	2015e	2014e	2015e	2014e	2015e
ATOS SA	6 127,3	0,6	0,6	7,6	7,0	13,2	12,0
Cap Gemini SA	9 027,4	0,8	0,8	9,1	8,5	15,4	14,0
GFI Informatique SA	255,0	0,4	0,4	5,7	5,4	10,6	9,7
Groupe Steria SCA	461,2	0,4	0,4	6,0	5,6	8,2	6,6
Sopra Groupe SA	1 089,6	0,9	0,8	10,4	9,0	14,3	12,6
MOYENNE		0,6	0,6	7,8	7,1	12,3	11,0
MEDIANE		0,6	0,6	7,6	7,0	13,2	12,0

Source : Consensus Analystes Factset au 03/03/2014, Euroland Corporate

En appliquant les multiples de VE/CA, VE/EBIT et de PER aux agrégats financiers d'Infotel et une décote de taille de 10%, la valorisation ressort à 85,60 € par action.

Synthèse de la valorisation d'Infotel

La moyenne des deux méthodes fait ressortir une valorisation cible d'Infotel de 97,00 €/action. **Pour conclure, nous initions la couverture d'Infotel avec un objectif de cours à 97,00 € et une recommandation ACCUMULER**

Multiples induits par notre valorisation d'Infotel

société	Objectif de cours (€)	Valeur induite des capitaux propres	Dette nette (M€)	VE (M€)	VE / CA		VE / EBIT		PER	
					2014e	2015e	2014e	2015e	2014e	2015e
					Valorisation par les DCF	108,40	144,3	-19,7	124,9	0,8
Valorisation par les comparables	85,60	114,0	-19,7	94,2	0,6	0,6	6,2	5,7	11,3	10,3
Valorisation moyenne	97,00	129,1	-19,7	109,5	0,7	0,7	7,2	6,6	12,8	11,6

Source : Euroland Corporate

Compte de résultat historique et prévisionnel

en M€	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015p	2016p
Chiffre d'affaires	70,3	84,4	88,5	89,2	107,6	123,5	134,3	142,7	153,9	164,6	174,1
<i>taux de croissance</i>	50,8%	20,1%	4,9%	0,8%	20,6%	14,8%	8,7%	6,3%	7,8%	6,9%	5,8%
Autres produits	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Produits d'exploitation	70,3	84,4	88,5	89,2	107,6	123,5	134,3	142,7	153,9	164,6	174,1
Achats consommés	19,6	28,8	29,2	29,2	39,2	47,1	52,9	51,1	55,9	59,6	62,8
Marge brute	50,7	55,6	59,3	60,0	68,4	76,3	81,4	91,6	98,0	105,0	111,2
<i>Taux de marge brute</i>	72,1%	65,9%	67,0%	67,2%	63,6%	61,8%	60,6%	64,2%	63,7%	63,8%	63,9%
Autres achats et charges externes	4,5	4,8	5,3	5,2	6,2	6,2	7,3	8,1	8,8	9,4	9,9
Impôts et taxes	1,7	2,1	2,4	2,4	1,8	1,9	2,0	2,1	2,3	2,4	2,5
Charges de personnel	39,2	42,3	41,5	44,3	49,2	55,0	62,8	64,5	69,2	73,7	77,7
Autres charges	-0,1	0,5	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EBITDA	5,2	6,9	10,0	8,1	11,1	13,3	9,4	16,8	17,7	19,4	21,0
<i>taux de marge</i>	7,3%	8,2%	11,3%	9,1%	10,4%	10,8%	7,0%	11,8%	11,5%	11,8%	12,1%
DAP nettes	0,6	0,8	1,1	1,2	1,5	2,3	2,3	3,0	2,5	2,8	3,0
Résultat opérationnel courant	4,6	6,1	9,0	7,0	9,6	11,0	7,1	13,9	15,2	16,7	18,1
<i>taux de marge opérationnelle courante</i>	6,5%	7,3%	10,1%	7,8%	8,9%	8,9%	5,3%	9,7%	9,9%	10,1%	10,4%
Autres produits (+) / Autres charges (-) non courantes	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat opérationnel	4,6	6,1	9,0	7,0	9,5	11,0	7,0	13,9	15,2	16,7	18,1
<i>taux de marge opérationnelle</i>	6,5%	7,3%	10,1%	7,8%	8,9%	8,9%	5,2%	9,7%	9,9%	10,1%	10,4%
Résultat financier	0,1	0,3	1,0	0,5	0,2	0,2	0,2	0,5	0,5	0,6	0,8
Résultat avant impôt	4,7	6,4	10,0	7,5	9,7	11,2	7,2	14,3	15,8	17,3	18,9
Impôts sur les sociétés	2,2	3,1	3,2	2,3	3,4	4,0	2,6	5,2	5,5	6,1	6,7
<i>Taux d'IS apparent</i>	46,0%	48,2%	31,7%	30,0%	34,7%	36,0%	35,8%	36,5%	35,2%	35,4%	35,5%
Résultat net des entreprises intégrées	2,5	3,3	6,8	5,3	6,4	7,1	4,6	9,1	10,2	11,2	12,2
<i>taux de marge nette</i>	3,6%	3,9%	7,7%	5,9%	5,9%	5,8%	3,5%	6,4%	6,6%	6,8%	7,0%
Quote part dans les résultats des SME	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net de l'ensemble consolidé	2,5	3,3	6,8	5,3	6,5	7,5	4,8	9,1	10,2	11,2	12,2
Intérêts minoritaires	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Résultat Net Part du Groupe	2,5	3,1	6,8	5,2	6,4	7,4	4,7	9,0	10,1	11,1	12,1
<i>taux de marge nette</i>	3,5%	3,7%	7,7%	5,8%	6,0%	6,0%	3,5%	6,3%	6,6%	6,7%	6,9%

Source : société, Euroland Corporate

Bilan historique et prévisionnel

en M€	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015p	2016p
Immobilisations incorporelles	1,2	1,4	1,4	1,5	2,2	4,1	5,0	5,6	6,3	7,0	7,6
Immobilisations corporelles	0,9	1,5	2,1	2,3	2,3	2,2	2,5	2,4	2,3	2,2	2,2
Immobilisations financières	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Ecart d'acquisition	6,5	6,3	6,3	6,3	9,2	10,2	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Autres actifs non courants	0,4	0,6	0,6	0,6	1,0	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Actifs non courants	9,3	10,1	10,7	11,1	15,2	18,5	20,5	21,0	21,6	22,2	22,8
Stocks et en-cours	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Clients et comptes rattachés	22,9	24,5	26,1	27,4	31,9	42,5	43,0	45,7	49,2	52,7	55,7
Autres actifs courants	2,0	2,3	2,8	2,9	2,8	3,8	4,4	4,7	5,1	5,4	5,7
VMP et trésorerie	14,5	18,9	21,6	19,8	19,6	18,7	16,9	21,0	26,5	32,4	39,0
Actifs courants	39,6	45,9	51,5	51,9	56,0	66,7	68,3	75,7	85,4	95,3	105,3
Total Actif	48,9	56,0	62,2	63,0	71,2	85,2	88,7	96,7	107,0	117,4	128,1
Capitaux propres part du groupe	24,6	29,8	32,7	34,1	38,1	42,3	44,0	50,4	56,9	63,9	71,6
Intérêts minoritaires	0,3	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5
Passifs non courants hors dettes financières	0,7	0,7	0,8	0,7	0,9	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Emprunts et dettes financières	0,0	0,0	0,0								
<i>Dont part à moins d'un an</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>								
Dettes fournisseurs	8,0	8,3	9,6	9,2	11,0	12,9	14,7	14,5	15,8	16,9	17,8
Autres passifs courants	15,4	16,4	19,2	18,9	21,2	28,1	28,2	30,0	32,3	34,6	36,6
Total Passif	49,8	56,0	62,2	63,0	71,2	85,2	88,7	96,7	107,0	117,4	128,1
Dettes financières nettes	-14,5	-18,9	-21,6	-19,8	-19,6	-18,7	-16,9	-21,0	-26,5	-32,4	-39,0
Gearing	-59%	-63%	-66%	-58%	-51%	-44%	-38%	-42%	-47%	-51%	-54%
BFR	1,6	2,1	0,1	2,3	2,5	5,4	4,4	5,9	6,2	6,6	7,1
BFR en % du CA HT	2%	3%	0%	3%	2%	4%	3%	4%	4%	4%	4%
BFR en jours de CA	8	9	0	9	8	16	12	15	14	15	15

Source : société, EuroLand Corporate

Flux de trésorerie historiques et prévisionnels

en M€	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015p	2016p
Marge Brute d'autofinancement	5,1	6,6	7,9	6,3	7,8	9,1	6,9	10,7	12,1	13,4	14,7
Variation de BFR	-0,6	0,5	-1,5	3,6	2,6	2,6	-0,9	1,5	0,3	0,5	0,4
Flux net de trésorerie généré par l'activité	6,2	6,0	8,6	3,3	7,9	6,9	4,8	9,3	11,9	13,0	14,2
Acquisition d'immobilisations	-1,0	-1,6	-1,8	-1,5	-1,4	-3,2	-2,9	-2,5	-2,7	-3,0	-3,2
Cession d'immobilisations	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de périmètre	-3,2	0,7	0,0	0,0	-4,2	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers nets	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-2,0	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-4,3	-0,9	-1,9	-1,5	-5,6	-4,6	-3,9	-2,5	-2,7	-3,0	-3,2
Augmentation de capital	0,6	0,4	0,5	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emission d'emprunt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Remboursement d'emprunt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	-0,8	-1,2	-4,4	-3,8	-2,6	-3,3	-3,0	-2,6	-3,6	-4,1	-4,4
Flux de trésorerie liés au financement	-0,2	-0,9	-3,9	-3,7	-2,5	-3,2	-2,7	-2,6	-3,6	-4,1	-4,4
Variation de trésorerie	1,6	4,2	2,8	-1,8	-0,2	-0,9	-1,8	4,1	5,5	5,9	6,6
Trésorerie d'ouverture	13,1	14,7	18,9	21,6	19,8	19,6	18,7	16,9	21,0	26,5	32,4
Trésorerie de clôture	14,7	18,9	21,6	19,8	19,6	18,7	16,9	21,0	26,5	32,4	39,0

Source : société, Euroland Corporate

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 :

Achat : (-)

Accumuler : depuis le 04/03/2014

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière

Disclaimer

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

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

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

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

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

Il est possible que EuroLand 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