

<b>Achat</b>	41%
<b>Objectif de cours</b>	<b>61,60 €</b>
Cours au 20/09/2018(c)	43,60 €
Euronext Paris comp B	
Reuters / Bloomberg	ETOF.PA / INF:EN

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-18,4%	-11,2%	-21,7%	-7,2%
Perf Cac Small	-6,5%	-1,6%	-6,5%	-3,4%

**Informations boursières**

Capitalisation (M€)	290,2
Nb de titres (en millions)	6,66
Volume moyen 12 mois (titres)	5 095
Extrêmes 12 mois	44,00 € 58,50 €

**Actionnariat**

Flottant	59,4%
Dirigeants & Fondateurs	40,6%

**Données financières (en M €)**

au 31/12	2017	2018e	2019e	2020e
CA	209,3	229,6	246,9	264,3
var %	9,9%	9,7%	7,6%	7,0%
EBE	26,9	27,0	31,3	34,5
%CA	12,9%	11,8%	12,7%	13,1%
ROC	23,4	23,6	28,0	31,0
%CA	11,2%	10,3%	11,4%	11,7%
RNPG	15,8	15,3	18,0	19,9
%CA	7,5%	6,7%	7,3%	7,5%
Bnpa (€)	2,37	2,30	2,71	2,99
ROCE (%)	75%	62%	65%	0%
ROE (%)	19%	17%	18%	18%
Gearing (%)	-79%	-76%	-75%	-75%
Dette nette	-64,3	-68,4	-76,7	-84,7
Dividende n (€)	1,00	1,15	1,30	1,30
Yield (%)	2,3%			

**Ratios**

	2017	2018e	2019e	2020e
VE/CA (x)	1,1	1,0	0,9	0,8
VE/EBE (x)	8,4	8,2	6,8	5,9
VE/ROC (x)	9,6	9,4	7,6	6,6
PE (x)	18,4	18,9	16,1	14,6

**Analyste :**

Eric Seclet  
01 44 70 20 78  
eseclet@elcorp.com

**Infotel**

Services informatiques

**Des tensions RH qui pénalisent la MOC à court terme****Publication des résultats S1 2018**

Comme attendu, Infotel dévoile des résultats en léger retrait en raison des tensions rencontrées sur les ressources. Pour un CA déjà publié à 115,2 M€ (+11,5%), le Groupe publie un ROC en baisse de 4,6% à 10,7 M€, faisant ressortir la MOC à 9,2% (-1,6 pt). Le RNpg reste quant à lui stable à 7,1 M€ (6,1% du CA).

**Commentaires**

En dépit d'une gestion toujours aussi rigoureuse de ses coûts, Infotel affiche des résultats en baisse ponctuelle sur le semestre écoulé. Les actions de formation engagées (autant de formations au S1 2018 que pour toute l'année 2017) pour fidéliser les employés et réduire le turnover (16% à date vs 13% sur 2017) ainsi que le recours accru à la sous-traitance (37,5% du CA vs 33,1% au S1 2017), ont entraîné une hausse des charges externes de +22,7% (49,0 M€). A l'inverse, les charges de personnel ont connu une hausse modérée de +7,7% (51,7 M€) alors que l'effectif moyen a crû de +10%. Au final, après comptabilisation d'une charge d'impôts stable (3,8 M€), le RNpg ressort à 7,1 M€.

A la faveur d'une réduction de son BFR, Infotel enregistre un doublement de son cash-flow opérationnel à 7,1 M€ (vs 3,5 M€). Ainsi, au 30/06, le Groupe affiche une santé financière toujours aussi solide avec une trésorerie nette 59,4 M€ (vs 46,7 M€ au 30/06/2017) pour des fonds propres à 79,4 M€.

Pour la suite de l'exercice, le management se montre relativement confiant et anticipe une croissance tout aussi dynamique qu'au S1. Alors que le S2 est généralement plus contributeur à la marge, nous ajustons notre ROC à 23,6 M€ (vs 24,5 M€) compte tenu des tensions observées sur les recrutements.

**Recommandation**

**Après la mise à jour de notre modèle de valorisation et des paramètres de marché, notre objectif de cours ressort inchangé à 61,60 €. Au cours actuel, Infotel se paie 0,9x le CA et 7,6x le ROC 2019e. Aussi, compte tenu de l'upside potentiel (≈40%) et de la solidité du Groupe, nous maintenons notre opinion à l'Achat.**

*Prochain évènement : CA T3 le 24 octobre 2018*

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Chiffre d'affaires	190,5	209,3	229,6	246,9	264,3
Excédent brut d'exploitation	25,3	26,9	27,0	31,3	34,5
Résultat opérationnel courant	21,8	23,4	23,6	28,0	31,0
Résultat opérationnel	21,3	23,3	23,6	28,0	31,0
Résultat financier	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Impôts	7,6	7,3	8,1	9,8	10,9
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Résultat net part du groupe	13,7	15,8	15,3	18,0	19,9
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Actifs non courants	22,0	21,4	21,5	21,8	22,2
<i>dont goodwill</i>	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
BFR	-2,9	-4,8	-0,1	2,8	6,6
Disponibilités + VMP	51,3	64,3	68,4	76,7	84,7
Capitaux propres	72,5	81,6	90,5	102,1	113,5
Emprunts et dettes financières	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Bilan	139,4	160,6	169,5	183,8	198,0
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Marge Brute d'autofinancement	24,5	26,0	18,7	21,4	23,5
Variation de BFR	-0,7	-1,9	4,7	2,9	3,8
Flux net de trésorerie généré par l'activité	14,2	21,9	14,0	18,5	19,7
Investissements opérationnels nets	-3,1	-2,2	-3,2	-3,5	-3,7
Investissements financiers nets	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-3,3	-2,2	-3,2	-3,5	-3,7
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	-6,7	-6,9	-6,7	-6,7	-8,7
Flux nets de trésorerie nets liés au financement	-6,6	-6,8	-6,7	-6,7	-8,7
Variation de l'endettement financier net	4,3	12,9	4,1	8,4	7,3
<b>Ratios (%)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Variation chiffre d'affaires	9,1%	9,9%	9,7%	7,6%	7,0%
Marge EBE	13%	13%	12%	13%	13%
Marge opérationnelle courante	11%	11%	10%	11%	12%
Marge opérationnelle	11%	11%	10%	11%	12%
Marge nette	7%	8%	7%	7%	8%
Capex/CA	-2%	-1%	-1%	-1%	-1%
BFR/CA	-2%	-2%	0%	1%	2%
ROCE	57%	75%	62%	65%	63%
ROCE hors GW	103%	160%	109%	106%	94%
ROE	19%	19%	17%	18%	18%
Payout	49%	42%	50%	48%	44%
Dividend yield	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Gearing (%)	-71%	-79%	-76%	-75%	-75%
Dettes nette/EBE	-2,0	-2,4	-2,5	-2,4	-2,5
EBE/charges financières	-194,9	-420,9	ns	ns	-34 506,0
<b>Valorisation</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Nombre d'actions (en millions)	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Nombre d'actions moyen (en millions)	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	33,8	43,6	43,6	43,6	43,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	224,8	290,2	290,2	290,2	290,2
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-51,3	-64,3	-68,4	-76,7	-84,7
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Autres ajustements	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	172,7	225,2	221,1	212,8	204,8
PER	16,4	18,4	18,9	16,1	14,6
VE/EBE	6,8	8,4	8,2	6,8	5,9
VE/ROC	7,9	9,6	9,4	7,6	6,6
VE/CA	0,9	1,1	1,0	0,9	0,8
P/B	3,1	3,6	3,2	2,8	2,6
<b>Données par action (€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Bnpa	2,06	2,37	2,30	2,71	2,99
Book value/action	10,9	12,3	13,6	15,3	17,1
Dividende /action	1,00	1,00	1,15	1,30	1,30

**Système de recommandations :**

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

- Achat** : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.  
**Accumuler** : Potentiel de hausse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.  
**Neutre** : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.  
**Alléger** : Potentiel de baisse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.  
**Vente** : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.  
**Sous revue** : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

**Historique de recommandations**

- Achat** : depuis le 27/07/2018  
**Accumuler** : du 21/09/07/2017 au 26/07/2018  
**Neutre** : (-)  
**Alléger** : (-)  
**Vente** : (-)  
**Sous revue** : (-)

**Méthodes d'évaluation :**

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

- 1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).
- 2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.
- 3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.
- 4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.
- 5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.
- 6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).
- 7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

**DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS**

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

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

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