

<b>Achat</b>		22%
<b>Objectif de cours</b>	<b>37,00 € (vs 48,60 €)</b>	
Cours au 15/04/2020(c)	30,30 €	
Euronext Paris comp B		
Reuters / Bloomberg	ETOF.PA / INF:EN	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-24,2%	-6,9%	-24,1%	-24,6%
Perf Cac Small	-26,4%	6,0%	-26,2%	-26,0%

**Informations boursières**

Capitalisation (M€)	2017
Nb de titres (en millions)	6,66
Volume moyen 12 mois (titres)	3 955
Extrêmes 12 mois	22,05 € 43,95 €

**Actionnariat**

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

**Données financières (en M€)**

au 31/12	2018	2019	2020e	2021e
CA	231,7	248,4	225,2	248,2
var %	10,7%	7,2%	-9,3%	10,2%
EBE	26,0	28,5	14,4	21,4
%CA	11,2%	11,5%	6,4%	8,6%
ROC	22,7	22,4	8,1	15,1
%CA	9,8%	9,0%	3,6%	6,1%
RNPG	15,1	13,0	5,1	9,7
%CA	6,5%	5,2%	2,3%	3,9%
Bnpa (€)	2,27	1,95	0,77	1,46
ROCE (%)	84%	49%	17%	34%
ROE (%)	17%	14%	6%	11%
Gearing (%)	-83%	-83%	-78%	-78%
Dette nette	-72,8	-74,6	-66,1	-67,6
Dividende n (€)	1,60	1,15	1,15	1,15
Yield (%)	5,3%			

**Ratios**

	2018	2019	2020e	2021e
VE/CA (x)	0,6	0,5	0,6	0,5
VE/EBE (x)	4,9	4,4	9,3	6,1
VE/ROC (x)	5,6	5,6	16,4	8,7
PE (x)	13,4	15,5	39,6	20,8

**Analyste :**

Cécile Aboulian  
01 44 70 20 70  
caboulian@elcorp.com

**Infotel**

Services informatiques

**Covid-19 : un point bas devrait être atteint au T2****Point de situation sur l'impact de l'épidémie de Covid-19**

Dans le contexte actuel, Infotel a pu maintenir une majorité de ses prestations avec un recours quasi-total au télétravail. Après un très bon début d'exercice, le groupe précise les répercussions de la crise liée au Covid-19 sur ses principaux segments. Alors que le secteur bancaire est préservé, les Services et l'Industrie pâtissent de clients dont l'activité est particulièrement amoindrie avec la crise.

**Au global, nous estimons que le T2 devrait atteindre un point avec une reprise très progressive sur le reste de l'exercice. Infotel bénéficie néanmoins d'un niveau de trésorerie nette de 74,6 M€ à fin décembre 2019 (sans dette) qui lui permet d'affronter la crise relativement sereinement.**

Infotel entend par ailleurs proposer un nouveau montant de dividende au titre de l'exercice 2019 lors de son AG du 20 mai prochain (1,60 € devait être proposé).

**Commentaires**

Sur son principal secteur, les **Banques/Assurances** (36,2% de l'activité Services 2019), Infotel n'observe ni report ni annulation de contrat au plus fort de la crise sanitaire. Cela permet d'être confiant sur ce segment et d'attendre une quasi stabilité sur l'exercice.

Sur le secteur de **Services/Transports** (21,2% du CA Services 2019), Infotel est exposé à la très faible activité de Air France-KLM (5<sup>ème</sup> client en 2019 / 5-6% du CA 2019) et pâtit de l'arrêt de projets. Cette branche devrait connaître un point bas au T2 (baisse supérieure à 30% selon nous) avec une reprise graduelle sur les trimestres suivants.

Sur le secteur **Industrie**, Infotel est particulièrement exposé à Airbus (1<sup>er</sup> client/ 16% du CA 2019) qui a gelé une partie de ses prestations sur le mois d'avril. La baisse sur le T2 pourrait atteindre plus de 30% selon nous et devrait également connaître une reprise sur les trimestres suivants.

Sur l'activité logicielle, la moitié des 8,5 M€ générés en 2019 est récurrente (maintenance) et le reste de l'activité (licences, royalties, upgrade) manque de visibilité. Après un bon début d'année, cette activité devrait également s'inscrire en baisse selon nous sur l'exercice.

Compte tenu de ce contexte, Infotel a gelé les embauches et va faire peser une partie de la baisse de l'activité sur la sous-traitance. En 2019, la sous-traitance représentait 39,4% du CA. Néanmoins avec une reprise des activités anticipées en séquentiel à partir du T3, Infotel devrait garder une masse salariale importante qui va peser sur ses résultats 2020.

Suite à cette publication, nous ajustons nos attentes 2020 avec un CA de 225,2 M€ et un ROC de 8,1 M€ (vs 265,5 M€ et 24,3 M€ précédemment).

**Recommandation**

**Compte tenu de la mise à jour de notre modèle et de nos estimations, notre objectif de cours ressort à 37,00 € (vs 48,60 €). Malgré un newsflow défavorable au T2, nous pensons que le profil défensif d'Infotel en cette période de forte volatilité n'est pas intégré dans le cours. Notre opinion est à l'Achat.**

Prochain évènement : CA T1 2020 le 20 mai 2020

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Chiffre d'affaires	190,5	209,3	231,7	248,4	225,2	248,2
Excédent brut d'exploitation	25,3	26,9	26,0	28,5	14,4	21,4
Résultat opérationnel courant	21,8	23,4	22,7	22,4	8,1	15,1
Résultat opérationnel	21,3	23,3	23,0	22,4	8,1	15,1
Résultat financier	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Impôts	7,6	7,3	7,9	8,9	2,8	5,1
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,2	0,2	0,2	0,5	0,3	0,3
Résultat net part du groupe	13,7	15,8	15,1	13,0	5,1	9,7
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Actifs non courants	22,0	21,4	23,4	35,9	33,2	36,2
<i>dont goodwill</i>	<i>11,0</i>	<i>11,0</i>	<i>11,0</i>	<i>11,0</i>	<i>11,0</i>	<i>11,0</i>
BFR	-2,9	-4,8	-9,1	-9,4	-5,8	-4,9
Disponibilités + VMP	51,3	64,3	72,8	74,6	66,1	62,0
Capitaux propres	72,5	81,6	87,4	90,3	85,1	87,1
Emprunts et dettes financières	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Bilan	139,4	160,6	176,5	193,7	178,1	186,1
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Marge Brute d'autofinancement	24,5	26,0	25,9	19,8	11,6	16,3
Variation de BFR	-0,7	-1,9	-4,3	-0,3	3,6	0,9
Flux net de trésorerie généré par l'activité	14,2	21,9	22,6	20,1	8,0	15,4
Investissements opérationnels nets	-3,1	-2,2	-4,8	-4,6	-2,9	-2,9
Investissements financiers nets	-0,1	0,0	-0,1	-1,5	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-3,3	-2,2	-6,5	-6,1	-2,9	-2,9
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	-6,7	-6,9	-7,7	-10,6	-10,6	-8,0
Flux nets de trésorerie nets liés au financement	-6,6	-6,8	-7,6	-12,9	-12,9	-10,3
Variation de trésorerie	4,3	12,9	8,5	1,1	-7,8	2,2
<b>Ratios (%)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Variation chiffre d'affaires	9,1%	9,9%	10,7%	7,2%	-9,3%	10,2%
Marge EBE	13%	13%	11%	11%	6%	9%
Marge opérationnelle courante	11%	11%	10%	9%	4%	6%
Marge opérationnelle	11%	11%	10%	9%	4%	6%
Marge nette	7%	8%	7%	5%	2%	4%
Capex/CA	-2%	-1%	-2%	-2%	-1%	-1%
BFR/CA	-2%	-2%	-4%	-4%	-3%	-2%
ROCE	57%	75%	84%	49%	17%	29%
ROCE hors GW	103%	160%	212%	77%	27%	42%
ROE	19%	19%	17%	14%	6%	11%
Payout	49%	48%	71%	59%	150%	79%
Dividend yield	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Gearing (%)	-71%	-79%	-83%	-83%	-78%	-71%
Dettes nettes/EBE	-2,0	-2,4	-2,8	-2,6	-4,6	-2,9
EBE/charges financières	-194,9	-420,9	-306,2	ns	ns	ns
<b>Valorisation</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Nombre d'actions (en millions)	6,7	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	6,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	33,8	30,3	30,3	30,3	30,3	30,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	224,8	201,7	201,7	201,7	201,7	201,7
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-51,3	-64,3	-72,8	-74,6	-66,1	-62,0
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,7	0,7	0,8	2,3	2,3	2,3
Autres ajustements	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	172,7	136,7	128,1	124,8	133,3	137,4
PER	16,4	12,8	13,4	15,5	39,6	20,8
VE/ EBE	6,8	5,1	4,9	4,4	9,3	6,4
VE/ROC	7,9	5,9	5,6	5,6	16,4	9,1
VE/CA	0,9	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6
P/B	3,1	2,5	2,3	2,2	2,4	2,3
<b>Données par action (€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Bnpa	2,06	2,37	2,27	1,95	0,77	1,46
Book value/action	10,9	12,3	13,1	13,6	12,8	13,1
Dividende /action	1,00	1,15	1,60	1,15	1,15	1,15

**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 16/04/2019

**Accumuler** :

**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 a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de (la « Société ») et est diffusée à titre purement informatif. Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne. Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société. 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, 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, 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. EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude.

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, 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, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient. Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique. Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus.

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