

<b>Accumuler (vs Achat)</b>	8%
<b>Objectif de cours</b>	<b>42,00 €</b>
Cours au 17/09/2020(c)	38,80 €
Euronext Paris comp B	
Reuters / Bloomberg	ETOF.PA / INF:EN

**Infotel**

Services informatiques

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-2,9%	3,7%	12,1%	0,3%
Perf Cac Small	-11,8%	1,5%	4,5%	-6,0%

**Informations boursières**

Capitalisation (M€)	258,3
Nb de titres (en millions)	6,66
Volume moyen 12 mois (titres)	6 734
Extrêmes 12 mois	22,05 € 43,95 €

**Actionnariat**

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

**Données financières (en M€)**

au 31/12	2019	2020e	2021e	2022e
CA	248,4	231,1	259,7	267,7
var %	7,2%	-7,0%	12,4%	3,1%
EBE	28,7	27,6	46,5	49,5
%CA	11,6%	12,0%	17,9%	18,5%
ROC	22,4	20,8	39,7	42,7
%CA	9,0%	9,0%	15,3%	15,9%
RNPG	13,0	13,5	25,9	27,9
%CA	5,2%	5,9%	10,0%	10,4%
Bnpa (€)	1,95	2,03	3,90	4,19
ROCE (%)	42%	39%	63%	63%
ROE (%)	14%	14%	22%	20%
Gearing (%)	-80%	-79%	-76%	-76%
Dette nette	-74,6	-78,9	-89,6	-105,5
Dividende n (€)	1,05	1,05	1,05	1,05
Yield (%)	2,7%			

**Ratios**

	2019	2020e	2021e	2022e
VE/CA (x)	0,7	0,8	0,6	0,6
VE/EBE (x)	6,4	6,4	3,6	3,1
VE/ROC (x)	8,1	8,5	4,2	3,5
PE (x)	19,9	19,1	10,0	9,3

**Analyste :**Cécile Aboulian  
01 44 70 20 70  
[caboulian@elcorp.com](mailto:caboulian@elcorp.com)**Résilience et flexibilité sur le S1****Résultats S1 2020**

Pour un CA déjà publié en baisse de 3,2% à 118,4 M€, Infotel dévoile des résultats en légère baisse. Le ROC ressort à 8,0 M€ soit une MOC à 6,7% (vs 7,8% au S1 2019) et le RN ressort quant à lui à 4,8 M€ à comparer au 5,0 M€ de l'an passé. Le groupe annonce qu'il devrait afficher une baisse de CA entre -7 et -8% sur 2020 (soit un S2 entre -10,5% et -12,5%) tout en maintenant un niveau de marge opérationnelle courante équivalent à 2019, soit 9,0% (impliquant une très forte amélioration à 11,5% env. sur le S2 (vs 10,2% sur le S2 2019)). L'année 2021 est attendue à nouveau en hausse.

**La sous-traitance ajustée**

Malgré une activité grevée par la crise sur le S1 et la prise en compte d'AGA pour 2,0 M€, Infotel réussit à afficher une MOC de 6,7% (vs 7,8% au S1 2019). Infotel a effectivement procédé au gel des embauches et à des arbitrages sur les sous-traitants, en plus de bénéficier des mesures gouvernementales anti-crise (activité partielle, report de charges...). Au T2, Infotel a eu recours à 23% de sous-traitances en moins qu'au T1 et a ainsi pu préserver un taux d'inter-contrat faible de 3,2% (vs 2,0% en 2019). Dans le même temps, le nombre de personnes mis en activité partielle s'est réduit de plus de la moitié à 60 (objectif de moins de 50 sur le T4) et Infotel n'a procédé à aucun licenciement.

**Un bilan toujours très solide**

En termes de trésorerie, Infotel a généré un FCF de 8,4 M€ qui lui a permis de couvrir le versement de dividendes de 1,05 € en juin 2020 et de faire ressortir une trésorerie nette stable de 74,6 M€ (pas de recours à un PGE).

**Des axes de diversification porteurs**

En termes de perspectives, le groupe entend devenir un partenaire de référence des grands comptes européens sur les problématiques de digitalisation. Il opte ainsi pour l'élargissement de son offre chez le client en gardant son ADN technique mais en ajoutant une dimension métier. Des recrutements ont été relancés et le groupe procède à l'exploitation de nouvelles verticales pour diversifier encore son offre.

Concernant le développement de la partie logicielle, le groupe a communiqué, début septembre, sur un premier contrat signé avec American Airlines sur son logiciel Orlando qui devrait donner lieu à des suites chez d'autres compagnies. Avec un profil fortement rémunérateur, la dynamique sur les logiciels est un catalyseur du titre. Le groupe est également en ordre de marche pour saisir toute croissance externe intéressante qui se présenterait mais reste exigeant sur les valorisations.

**Ajustement à la marge de nos attentes**

Suite à cette publication, nous revoyons à la marge nos estimations avec un CA 2020 de 231,1 M€ (vs 233,0 M€ précédemment) et un ROC de 20,8 M€ (vs 21,0 M€ précédemment), soit une MOC de 9% dont 11,4% sur le S2 soutenue par le contrôle des coûts et un effet de saisonnalité traditionnellement favorable (entrée de juniors et la sortie de seniors).

**Recommandation**

**Après la mise à jour de notre modèle de valorisation, notre objectif de cours ressort inchangé à 42,00 € et notre recommandation passe à Accumuler (vs Achat).**

Prochain publication : chiffre d'affaires T3 21 octobre 2020

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Chiffre d'affaires	209,3	231,7	248,4	231,1	259,7	267,7
Excédent brut d'exploitation	26,9	26,0	28,7	27,6	46,5	49,5
Résultat opérationnel courant	23,4	22,7	22,4	20,8	39,7	42,7
Résultat opérationnel	23,3	23,0	22,4	20,8	39,7	42,7
Résultat financier	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Impôts	7,3	7,9	9,0	7,1	13,5	14,5
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
Résultat net part du groupe	15,8	15,1	13,0	13,5	25,9	27,9
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Actifs non courants	21,4	23,4	42,6	40,1	43,2	46,2
<i>dont goodwill</i>	<i>11,0</i>	<i>11,0</i>	<i>11,4</i>	<i>11,4</i>	<i>11,4</i>	<i>11,4</i>
BFR	-4,8	-9,1	-9,4	-6,9	-3,8	-3,9
Disponibilités + VMP	64,3	72,8	74,6	78,9	89,6	105,5
Capitaux propres	81,6	87,4	92,7	99,4	118,4	139,5
Emprunts et dettes financières	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Bilan	160,6	176,5	202,3	198,6	223,4	245,0
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Marge Brute d'autofinancement	26,0	25,9	30,7	20,5	32,9	34,9
Variation de BFR	-1,9	-4,3	2,1	2,5	3,0	-0,1
Flux net de trésorerie généré par l'activité	21,9	22,6	20,8	17,9	29,9	35,0
Investissements opérationnels nets	-2,2	-4,8	-4,2	-3,1	-3,1	-3,1
Investissements financiers nets	0,0	-0,1	-1,4	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-2,2	-6,5	-6,0	-3,1	-3,1	-3,1
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	-6,9	-7,7	-10,6	-7,1	-7,1	-7,1
Flux nets de trésorerie nets liés au financement	-6,8	-7,6	-13,0	-9,3	-9,3	-9,3
Variation de trésorerie	12,9	8,5	1,8	5,6	17,5	22,6
<b>Ratios (%)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Variation chiffre d'affaires	9,9%	10,7%	7,2%	-7,0%	12,4%	3,1%
Marge EBE	13%	11%	12%	12%	18%	18%
Marge opérationnelle courante	11%	10%	9%	9%	15%	16%
Marge opérationnelle	11%	10%	9%	9%	15%	16%
Marge nette	8%	7%	5%	6%	10%	10%
Capex/CA	-1%	-2%	-2%	-1%	-1%	-1%
BFR/CA	-2%	-4%	-4%	-3%	-1%	-1%
ROCE	75%	84%	42%	39%	63%	63%
ROCE hors GW	160%	212%	61%	57%	87%	85%
ROE	19%	17%	14%	14%	22%	20%
Payout	48%	71%	54%	52%	27%	25%
Dividend yield	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Gearing (%)	-79%	-83%	-80%	-79%	-76%	-76%
Dettes nettes/EBE	-2,4	-2,8	-2,6	-2,9	-1,9	-2,1
EBE/charges financières	-420,9	-306,2	292,8	282,1	474,4	505,0
<b>Valorisation</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</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)	38,8	38,8	38,8	38,8	38,8	38,8
(1) Capitalisation boursière moyenne	258,3	258,3	258,3	258,3	258,3	258,3
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-64,3	-72,8	-74,6	-78,9	-89,6	-105,5
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,7	0,8	1,3	1,3	1,3	1,3
Autres ajustements	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	193,3	184,7	182,4	178,1	167,4	151,5
PER	16,3	17,1	19,9	19,1	10,0	9,3
VE/ EBE	7,2	7,1	6,4	6,4	3,6	3,1
VE/ROC	8,3	8,1	8,1	8,5	4,2	3,5
VE/CA	0,9	0,8	0,7	0,8	0,6	0,6
P/B	3,2	3,0	2,8	2,6	2,2	1,9
<b>Données par action (€)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Bnpa	2,37	2,27	1,95	2,03	3,90	4,19
Book value/action	12,3	13,1	13,9	14,9	17,8	21,0
Dividende /action	1,15	1,60	1,05	1,05	1,05	1,05

**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** : Du 19/09/2019 au 20/05/2020 et du 29/07/2020 au 17/09/2020

**Accumuler** : Du 21/05/2020 au 29/07/2020 et depuis le 18/09/2020

**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