

<b>Achat</b>	<i>Potentiel</i>	37%
<b>Objectif de cours</b>	<b>2,50 € (vs 2,60 €)</b>	
Cours au 28/10/2014(c)		1,83 €
NYSE Euronext C		
Reuters / Bloomberg	GRIX.PA / GENX.EN	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	20,4%	-8,5%	-16,8%	35,6%
Perf Cac Small	19%	-7,4%	-9,1%	6,8%

**Informations boursières**

Capitalisation (M€)	47,2
Nb de titres (en millions)	25,78
Volume moyen 12 mois (titres)	33 391
Extrêmes 12 mois	127 € 2,96 €

**Actionnariat**

Concert Pléiade, familles Poirier et Deconninck	51%
Quaeroc (hedge fund)	12%
Autres	4%
Autocontrôle	3%
Flottant	30%

**Données financières (en M €)**

	au 31/03	2013	2014	2015e	2016e
CA		63,1	49,4	51,6	55,7
var %		-1,8%	-21,7%	4,5%	7,9%
EBE		5,8	4,8	4,3	5,7
%CA		9,2%	9,7%	8,3%	10,3%
ROC		4,4	3,9	3,6	5,1
%CA		7,0%	7,9%	6,9%	9,2%
RNPG		1,6	3,7	6,5	3,9
%CA		2,6%	7,5%	12,6%	7,0%
Bnpa (€)		0,1	0,1	0,3	0,2
Gearing (%)		3%	3%	-29%	-37%
ROCE avec GW (%)		65%	35%	104%	86%
ROE (%)		4%	9%	13%	7%
Dette nette 31/03/2014		14			
Dividende n (€)		-			
Yield (%)		-			

**Ratios**

	2013	2014	2015e	2016e
VE/CA (x)	0,6	0,7	0,7	0,7
VE/EBE (x)	6,3	7,6	8,5	6,4
VE/ROC (x)	8,3	9,4	10,2	7,1
PE (x)	28,9	12,8	7,2	12,0

**Analyste :**

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

# Generix

Edition de logiciels

**Accélération de la croissance du SaaS au T2****Publication du CA S1 2014-15**

Après un CA T1 en légère croissance de +0,4%, celle-ci s'accélère au T2 à +6,0% à périmètre comparable faisant ressortir un CA à 12,6 M€ vs 11,9 M€. Au final, le CA S1 2014-15 s'établit à 24,9 M€ en progression de +3,2%. L'évolution du mix produit nous amène à ajuster légèrement nos estimations 2014-15.

**Commentaires**

Comme attendu, la croissance des revenus SaaS s'accélère à +19,0% au T2 (+11,9% au T1), une croissance embarquée par les succès commerciaux de l'exercice 2013-2014 au cours duquel les nouveaux signing SaaS ont été multipliés par 2,2x à 8,8 M€. A la fin du S1 2014-15, les revenus SaaS s'établissent ainsi à 6,9 M€ en progression de +15,5%. La montée en puissance du modèle SaaS se poursuit, avec 4,2 M€ de nouveaux contrats signés sur le semestre (+39,6%). Lors d'un contact téléphonique, le management nous a indiqué être très confiant dans une nouvelle accélération des signatures SaaS sur le S2, avec notamment des contrats de plus en plus qualifiés.

Les ventes de licences sont en faible hausse de +1,2% au T2 à 0,7 M€, portant les revenus semestriels à 1,3 M€ en recul de -33,0%. Les revenus de licence sont temporairement cannibalisés par le modèle SaaS. Compte tenu du ralentissement des licences depuis plusieurs trimestres, la croissance de la maintenance est mécaniquement ralentie et ressort à +4,3% au T2 et +4,8% sur l'ensemble du S1 2014-15 à 8,6 M€.

Les revenus de prestations de conseil et services sont stables et ressortent à 8,1 M€ sur l'ensemble du semestre, reflétant d'une part un tassement du TJM en France dans un contexte de pression sur les prix, et d'autre part une très bonne dynamique observée à l'international.

Suite à cette publication, nous ajustons notre objectif de CA 2014-15 à 51,6 M€ en croissance de +4,5% (vs 52,0 M€ précédemment estimé) prenant en compte l'évolution plus rapide que prévu du mix produit en faveur du modèle SaaS vs licences / maintenance. L'évolution attendue du signing SaaS au S2 devrait embarquer une forte croissance des revenus pour l'exercice prochain, sur lequel nous attendons un CA de 55,7 M€ et une MOC de 9,2%. La rentabilité pour l'exercice en cours devrait être, en revanche, plus impactée que prévu par les investissements de croissance (frais marketing, salons professionnels, renforcement des effectifs) ce qui nous amène à abaisser notre objectif de MOC à 6,9% vs 7,9% précédemment.

**Recommandation**

**Suite à cette publication, la mise à jour de notre modèle fait ressortir un objectif de cours à 2,50 € vs 2,60 €, compte tenu de la hausse du taux sans risque, de la prime de risque de marché et de la baisse des comparables. Nous maintenons notre recommandation Achat.**

*Prochain évènement : publication des résultats semestriels le lundi 24 novembre 2014*

**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 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Alléger** : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% 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 30/09/2014

**Accumuler** : (-)

**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 Etats-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

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