

<b>Achat</b>	<i>Potentiel</i>	19%
<b>Objectif de cours</b>	<b>2,80 (vs 3,00 €)</b>	
Cours au 02/06/2015		2,36 €
Euronext Paris Comp C		
Reuters / Bloomberg	GRIX.PA / GENX.EN	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	12,4%	0,9%	16,3%	15,7%
Perf Cac Small	20,9%	2,0%	7,8%	9,8%

**Informations boursières**

Capitalisation (M€)		52,3
Nb de titres (en millions)		22,14
Volume moyen 12 mois (titres)		24 987
Extrêmes 12 mois	1,48 €	2,93 €

**Actionnariat**

Concert Pléiade, familles Poirier et Deconninck	50%
Quaeroc (hedge fund)	11%
Autres	3%
Flottant	36%

**Données financières (en M€)**

	au 31/03	2014	2015	2016e	2017e
CA	49,4	53,7	59,1	63,9	
var %	-21,7%	8,6%	10,1%	8,2%	
EBE	4,8	4,9	5,7	7,2	
% CA	9,7%	9,2%	9,6%	11,3%	
ROC	3,9	4,2	4,3	5,9	
% CA	7,9%	7,9%	7,2%	9,2%	
RNPG	3,7	0,8	2,8	4,2	
% CA	7,5%	1,5%	4,8%	6,5%	
Bnpa (€)	0,14	0,03	0,11	0,16	
Gearing (%)	3%	-2%	-12%	-26%	
ROCE (%)	6%	6%	7%	10%	
ROE (%)	9%	2%	7%	10%	
Dette nette 31/03/2015	-0,7				
Dividende n (€)	-				
Yield (%)	-				

**Ratios**

	2014	2015	2016e	2017e
VE/CA (x)	1,0	1,0	0,9	0,8
VE/EBE (x)	10,7	10,4	9,1	7,1
VE/ROC (x)	13,2	12,1	12,1	8,8
PE (x)	14,1	64,4	18,5	12,6

**Analystes :**

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

Eric Secler  
esecler@elcorp.com

**Generix**

Edition de logiciels

**ROC 2014-2015 en ligne / Très bonne dynamique du SaaS****Publication des résultats 2014-15 (clôture à fin mars)**

Après la publication d'un CA 2014-2015 en croissance de +8,7% à 53,7 M€, Generix publie des résultats conformes à nos attentes sur le récurrent avec un ROC de 4,2 M€ (vs 4,1 M€e) en progression de +7% et un ROP de 3,3 M€ (vs 3,5 M€). Le RN des activités maintenues (hors impact GCE) est ressorti à 2,0 M€ (vs 4,3 M€), l'exercice précédent ayant été favorablement impacté à hauteur de 1,5 M€ par l'activation des déficits fiscaux, et le RNpg à 0,8 M€ (vs 3,7 M€).

**Commentaires**

Malgré des investissements importants engagés pour soutenir la croissance (environ 4 M€) avec notamment le recrutement de nouveaux commerciaux et des efforts marketing supplémentaires, l'activité dynamique a permis à Generix d'améliorer son ROC à 4,2 M€ (vs 3,9 M€) et à rentabiliser son investissement initial dès la première année. Le ROC est ainsi ressorti à 4,2 M€ (vs 3,9 M€) affichant une MOC stable à 7,9%. Le renforcement des effectifs (+ 10 personnes en net) couplé à une hausse du salaire moyen a représenté une augmentation de la masse salariale d'environ 1,5 M€ avec une montée en charge à prévoir en année pleine.

Le ROP inclut des charges non récurrentes à hauteur de -0,9 M€ principalement liées à l'OPRA et à la participation des salariés générée par la plus-value fiscale issue de la cession de l'activité ERP GCE. Retraité des éléments exceptionnels (charges non récurrentes et activation de déficits reportables), le RN des activités maintenues serait ressorti stable par rapport à l'exercice précédent.

Grâce au cash issu de la cession (9,5 M€) la trésorerie du groupe au 31/03/2015 s'est renforcée à 8,0 M€ vs 4,8 M€ au 31/03/2014, tenant compte également : 1/ d'un cash flow d'exploitation de 2,1 M€, 2/ d'un décaissement de -8,0 M€ lié à l'OPRA et 3/ d'une variation de la dette financière de +0,8 M€ (emprunt BPI, financement CIR et remboursement dette court terme).

Compte tenu de : 1/ d'un signing SaaS de plus de 12 M€ depuis le début de l'exercice 2015-16 (vs 10,9 M€ sur l'ensemble de l'exercice 2014-15) notamment avec Prestalis et Carrefour, 2/ d'un backlog en croissance de +50% et 3/ d'un allongement de la durée moyenne des contrats à 4 ans vs 3 ans auparavant, le management s'est montré confiant sur la poursuite de la croissance avec comme tendance de fonds la montée en puissance du SaaS. Par ailleurs, il est revenu sur sa stratégie visant à se développer à l'international dont le poids représente désormais 30% du CA (vs 20% un an auparavant) et qui génère 50% des nouvelles commandes du groupe. Ainsi, Generix compte poursuivre son développement à l'étranger sur 3 zones bien ciblées : le Brésil, l'Europe de l'Est et la Chine, des zones matures pour adopter les offres en mode SaaS.

Suite à cette publication, nous revoyons à la baisse nos estimations de CA 2015-16 à 59,1 M€ vs 61,2 M€ précédemment et notre ROC à 4,3 M€ vs 5,8 M€ afin de tenir compte : 1/ d'une reconnaissance en CA plus lente que prévu des importants contrats SaaS signés récemment, 2/ de la charge de personnel embarquée par la hausse des effectifs et 3/ des investissements supplémentaires sur le cloud IBM pour soutenir la montée en charge du SaaS.

**Recommandation**

**Suite à cette publication et à l'ajustement de notre modèle, notre objectif de cours passe à 2,80 € vs 3,00 €. Notre recommandation est maintenue à l'Achat.**

Prochain évènement : publication CA T1 2015-16 le lundi 27 juillet

**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	Oui

\* 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