

Accumuler (vs Achat)	<i>Potentiel</i>	1%
Objectif de cours		3,10 €
Cours au 24/11/2015		3,08 €
Euronext Paris Comp C		
Reuters / Bloomberg	GRIX.PA / GENX.EN	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	44,7%	20,4%	33,8%	42,0%
Perf Cac Small	21,6%	0,3%	6,1%	22,6%

Informations boursières

Capitalisation (M€)		68,2
Nb de titres (en millions)		22,14
Volume moyen 12 mois (titres)		5 539
Extrêmes 12 mois	190 €	3,15 €

Actionnariat

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

Données financières (en M €)

	au 31/03	2015	2016e	2017e	2018e
CA		53,7	58,3	63,0	67,0
var %		8,6%	8,6%	8,0%	6,3%
EBE		4,9	4,4	6,0	7,1
%CA		9,1%	7,5%	9,5%	10,5%
ROC		4,2	4,1	5,8	7,0
%CA		7,8%	7,1%	9,2%	10,4%
RNPG		0,8	2,7	4,1	5,0
%CA		1,6%	4,7%	6,5%	7,4%
Bnpa (€)		0,03	0,11	0,16	0,19
Gearing (%)		-2%	-6%	-20%	-32%
ROCE (%)		6%	6%	7%	10%
ROE (%)		9%	2%	7%	10%
Dette nette 31/03/2015		-0,7			
Dividende n (€)		-			
Yield (%)		-			

Ratios

	2015	2016e	2017e	2018e
VE/CA (x)	1,0	1,3	1,1	0,9
VE/EBE (x)	10,5	17,3	11,6	8,9
VE/ROC (x)	12,3	18,3	12,0	9,1
PE (x)	61,9	29,2	19,3	16,0

Analyste :

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

Generix

Edition de logiciels

Des résultats semestriels globalement conformes à nos attentes**Publication des résultats S1 2015-16**

Après la publication de son CA S1 2015-16 à 27,3 M€ (+9,4%), Generix publie des résultats globalement en ligne avec un EBITDA en légère baisse à 1,5 M€ (vs 1,7 M€), tandis que le ROC est multiplié par 1,7x à 1,5 M€ (MOC de 5,6% / +2 pts). Le ROP ressort à 1,2 M€ (vs 0,3 M€) et le RN s'établit à 0,7 M€ (vs -0,9 M€). La seule surprise provient du cash qui est en baisse de 10,9 M€ sur un an.

Commentaires

Au cours du premier semestre, l'EBITDA de Generix affiche un léger recul compte tenu : 1/ du renforcement de la force commerciale et marketing opéré fin 2014/15 pour soutenir la croissance (impact négatif de 1,1 M€), 2/ de la montée en puissance de l'infrastructure cloud et 3/ des primes versées aux commerciaux pour un montant de 0,6 M€ après la signature de deux contrats exceptionnels au cours du T1 2015/16. Néanmoins, Generix parvient à faire progresser significativement son ROC sur la période grâce à une baisse des DAP nettes. La MOC ressort ainsi à 5,6% sur le semestre (vs 3,5% un an auparavant).

Le ROP inclut quant à lui des charges non récurrentes à hauteur de 0,3 M€, principalement liées au coût d'acquisition de GMI Connectivity (mai 2015).

Malgré une amélioration sensible de la génération de cash (1,8 M€ vs -0,4 M€), Generix affiche une baisse de 10,9 M€ de sa trésorerie sur un an, faisant ressortir une dette nette de 7,3 M€ à fin septembre (vs trésorerie nette de 5,2 M€ un an auparavant). Cette évolution s'explique principalement par : 1/ une variation négative du BFR de 7,9 M€ sur le semestre compte tenu de la hausse du délai de règlement clients et des effets comptables relatifs à la cession de GCE l'an passé, 2/ de la réalisation de l'OPRA en janvier 2015 pour un montant de 8 M€ et 3/ de l'acquisition de GMI Connectivity. À noter que la variation de BFR au S2 devrait être plus positive suite à la mise en place de mesures correctives.

Lors de sa réunion semestrielle, le management s'est montré confiant, indiquant qu'il poursuivrait les efforts d'investissements pour soutenir la montée en puissance du SaaS. Il en a par ailleurs profité pour annoncer le lancement, courant T1 2016, d'une nouvelle plateforme SaaS qui a nécessité 2 ans de développement et dont les phases de tests chez les clients se sont avérées concluantes. Enfin, Generix entend toujours poursuivre son développement à l'international et notamment au Brésil, en Europe de l'Est ainsi qu'en Chine.

Suite à cette publication, nous laissons inchangées nos estimations pour l'exercice en cours et attendons un CA de 58,3 M€ (+8,6%) et un ROC de 4,1 M€ (MOC de 7,1%).

Recommandation

Après ajustement de notre modèle de valorisation, notre objectif de cours est maintenu à 3,10 €. Compte tenu d'un potentiel de hausse inférieur à 15% à court terme, notre recommandation passe à Accumuler (vs Achat).

Prochain évènement : CA T3 2015-16 le lundi 25 janvier 2016

Compte de résultat (M€)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Chiffre d'affaires	63,1	49,4	53,7	58,3	63,0	67,0
Excédent brut d'exploitation	5,8	4,8	4,9	4,4	6,0	7,1
Résultat opérationnel courant	4,4	3,9	4,2	4,1	5,8	7,0
Résultat opérationnel	3,1	3,5	3,3	3,8	5,4	6,6
Résultat financier	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2
Impôts	1,1	-1,1	1,0	0,7	1,1	1,4
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	1,6	3,7	0,8	2,7	4,1	5,0
Bilan (M€)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Actifs non courants	53,6	45,4	43,8	43,9	42,7	41,4
<i>dont goodwill</i>	<i>42,6</i>	<i>34,0</i>	<i>34,1</i>	<i>34,1</i>	<i>34,1</i>	<i>34,1</i>
BFR	-7,7	-4,6	-6,3	-5,4	-6,0	-6,4
Disponibilités + VMP	7,4	4,8	8,0	8,4	14,0	20,3
Capitaux propres	38,8	42,2	34,7	37,5	41,7	46,7
Emprunts et dettes financières	8,7	6,1	7,3	6,0	5,6	5,1
Total Bilan	92,9	94,2	80,1	83,1	90,0	97,1
Tableau de flux (M€)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Marge Brute d'autofinancement	4,9	4,4	2,1	4,6	6,1	7,1
Variation de BFR	5,0	0,4	-0,1	1,0	-0,7	-0,4
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-0,1	4,7	-3,3	3,6	6,7	7,5
Investissements opérationnels nets	-0,6	-0,7	9,0	-1,0	-1,0	-1,1
Investissements financiers nets	-0,3	-0,5	-1,0	-1,2	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-0,9	-1,4	10,5	-2,2	-1,0	-1,1
Augmentation de capital	0,0	0,0	-8,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,6	-1,6	1,1	-1,3	-0,4	-0,4
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	-0,8	-2,7	-7,2	-1,3	-0,4	-0,4
Variation de l'endettement financier net	-1,8	0,6	0,0	0,2	5,3	5,9
Ratios (%)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Variation chiffre d'affaires	-1,8%	-21,7%	8,6%	8,6%	8,0%	6,3%
Marge EBE	9%	10%	9%	8%	10%	11%
Marge opérationnelle courante	7%	8%	8%	7%	9%	10%
Marge opérationnelle	5%	7%	6%	6%	9%	10%
Marge nette	3%	7%	2%	5%	7%	7%
Investissements opérationnels nets/CA	-1%	-3%	20%	-4%	-2%	-2%
BFR/CA	-12%	-9%	-12%	-9%	-10%	-10%
ROCE	-1%	5%	6%	6%	7%	10%
ROCE hors GW	ns	65%	35%	66%	57%	ns
ROE	-6%	4%	9%	2%	7%	10%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Gearing (%)	3%	3%	-2%	-6%	-20%	-32%
Dettes nette/EBE	0,2	0,3	-0,1	-0,6	-1,4	-2,1
EBE/charges financières	15,1	12,1	17,5	17,2	27,8	32,7
Valorisation	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Nombre d'actions (en millions)	25,8	25,8	25,8	25,8	25,8	25,8
Nombre d'actions moyen (en millions)	25,8	25,8	25,8	25,8	25,8	25,8
Cours (moyenne annuelle en euros)	0,7	1,1	2,0	3,1	3,1	3,1
(1) Capitalisation boursière moyenne	18,0	28,4	52,1	79,4	79,4	79,4
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	1,3	1,4	-0,7	-2,4	-8,4	-15,1
(3) Valeur des minoritaires	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,4	1,6	1,6	1,6
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	19,7	30,1	51,3	75,8	69,8	63,2
PER	11,1	7,7	61,9	29,2	19,3	16,0
VE / EBE	3,4	6,3	10,5	17,3	11,6	8,9
VE / ROC	4,4	7,7	12,3	18,3	12,0	9,1
VE / CA	0,3	0,6	1,0	1,3	1,1	0,9
P/B	0,5	0,7	1,5	2,1	1,9	1,7
Données par action (€)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Bnpa	0,06	0,14	0,03	0,11	0,16	0,19
Book value/action	1,5	1,6	1,3	1,5	1,6	1,8
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

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'analyse ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations

Achat : du 25/11/2014 au 24/11/2015

Accumuler : depuis le 25/11/2015

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 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