

Anevia

Electronique

Saison 2

Depuis début 2015, Anevia s'est engagé dans un tournant stratégique majeur qui lui permet d'afficher aujourd'hui croissance et rentabilité. L'année 2016 est ainsi marquée par une très forte hausse du CA de 55,2% à 11,7 M€ et un RN de 0,1 M€ (vs -5,3 M€ en 2015). Elle affiche aujourd'hui une gestion optimisée de son cash avec la baisse de ses coûts opérationnels (-1,5 M€ en 2016) et la maîtrise de son BFR.

Compte tenu des perspectives d'évolution et malgré le rerating du cours depuis le début de l'année (+33,8% ytd) avec l'entrée de l'industriel Vitec au capital à hauteur de 8%, nous sommes positifs sur le titre.

La levée de fonds de 2,0 M€ de mars 2017 va permettre au groupe d'accélérer le développement de fonctionnalités logicielles demandées par le marché sur son segment Télécom/Media et de conquérir de nouvelles parts de marché. Anevia va également bénéficier de la sortie de sa nouvelle tête de réseau sur son segment Entreprise et du partenariat exclusif conclu avec le prestataire Hoist Group. Nous attendons ainsi un TCAM du CA d'Anevia de près de 21% entre 2016 et 2019.

Anevia va bénéficier de la croissance des ventes de licences, de maintenance et de prestations de services fortement margées et devrait améliorer son taux de marge brute. Avec la poursuite de la maîtrise de ses coûts opérationnels, nous attendons un relèvement rapide de la rentabilité et une MOC de 9,4% en 2019 (vs 0,3% en 2016).

Sur la base de nos projections, nous estimons que les cash flows opérationnels de la société devraient couvrir ses besoins en capex et en remboursement d'emprunts dès l'exercice 2018. Nous attendons ainsi une trésorerie nette de 1,2 M€ en 2019 pour des capitaux propres de 2,7 M€.

Nous initions la couverture d'Anevia avec une opinion Accumuler et un objectif de cours fully diluted de 4,60 € issu de la moyenne des valorisations par DCF et par comparables.

Accumuler	Potentiel	10%
Objectif de cours		4,60 €
Cours au 28/03/2017 (c)		4,18 €

NYSE Alternext

Reuters / Bloomberg ALANV.PA / ALANV.FP

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	33,8%	-16%	33,8%	46,8%
Perf CAC small	6,6%	3,2%	7,6%	23,9%

Informations boursières (en M €)

Capitalisation (M €)	14,8
Nb de titres (en millions)	3,6
Volume 12 mois (titres)	162
Extrêmes 12 mois	2,85 € / 6,02 €

Actionnariat

Fondateurs et management	25%
LBO France	26%
Seventure	10%
Vitec	8%
Flottant	31%

Données financières (en M €)

au 31/12	2016	2017e	2018e	2019e
CA	11,7	13,6	17,3	20,5
var %	55,2%	16,7%	26,8%	18,4%
EBE	0,0	-0,4	1,1	2,3
%CA	0,3%	-3,1%	6,4%	11,2%
ROC	-0,5	-0,7	0,8	1,9
%CA	-4,3%	-5,3%	4,4%	9,4%
RN pdg	0,1	-0,3	1,2	2,3
%CA	0,9%	-2,2%	6,9%	11,4%
Bnpa (€)	0,04	-0,09	0,34	0,65
Dette nette	0,9	-0,4	-0,9	-2,8
Gearing (%)	-123%	-55%	-47%	-64%
ROCE (%)	-33%	-36%	27%	51%
ROE (%)	-14%	-37%	59%	54%
Dividende n	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)	ns	ns	ns	ns

Ratios

	2016	2017e	2018e	2019e
VE/CA (x)	13	11	0,9	0,7
VE/EBE (x)	428,4	-34,7	13,4	6,5
VE/ROC (x)	-29,8	-20,4	19,3	7,8
PE (x)	134,1	-48,6	12,4	6,4

Analyste :

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

Avec la participation de Rémi Ranaivoson

Sommaire

ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT	4
MATRICE SWOT	5
PRESENTATION DES ACTIVITES	5
UNE NOUVELLE HISTOIRE DEPUIS DEBUT 2015	7
LA TECHNOLOGIE DE DIFFUSION VIDEO: UNE OFFRE DIFFERENCIANTE	9
LES TETES DE RESEAUX DESTINEES AU MARCHE ENTREPRISE	12
L'AUDIOVISUEL: ENTRE CROISSANCE ET MUTATION	14
LES MODES DE CONSOMMATION DE LA TV ONT CHANGE...AINSI QUE LES SERVICES	14
LE BOOM DES OTT	17
LES SECTEURS PRIVES CHANGENT DE CHAINE	19
PERSPECTIVES STRATEGIQUES ET FINANCIERES	21
UNE DYNAMIQUE FORTE DES TELECOM/MEDIA	22
UN SEGMENT ENTREPRISE A POTENTIEL	23
UNE RENTABILITE EN HAUSSE	24
UN BILAN RENFORCE	25
VALORISATION	26
VALORISATION PAR LES DCF	26
VALORISATION PAR LES COMPARABLES BOURSIERS	27
CONCLUSION	30
ELEMENTS FINANCIERS	31

Argumentaire d'investissement

2016 est un tournant: retour de la forte croissance et de la rentabilité. Après le dérapage de 2014, Anevia a immédiatement adapté la taille de sa structure et repositionné son offre pour atteindre des résultats très satisfaisants dès le S2 2015.

Une équipe de R&D au cœur de l'offre d'Anevia

Les créateurs de VLC Mediaplayer sont à l'origine d'Anevia... L'innovation est ainsi au cœur de l'organisation d'Anevia. Depuis 3 ans environ 20% de son chiffre d'affaires sont investis en R&D avec une équipe d'une vingtaine de personnes à fin 2016 (sur 54 personnes à fin 2016 dans la société). Le succès des recherches permettent au groupe de prendre des parts de marché sur le marché de la diffusion vidéo en enrichissant son offre de façon continue (Cloud DVR, stockage et bientôt publicité, optimisation du temps de latence...).

Des perspectives de forte croissance

En proposant des solutions de distribution TV et vidéo aux opérateurs télécoms et médias, Anevia se positionne sur un marché en très forte croissance et en pleine mutation. Les changements de mode de consommation de la TV ont amené les acteurs de ce marché à réinventer leurs offres portant le marché de la vidéo en ligne. La transition des acteurs mondiaux vers des modèles OTT (TCAM du marché de 20,0% entre 2016 et 2019) associée au développement rapide des services VoD (CA 2016 à 38,2 Md€ - CA 2019e à 67,5 Mds €) va multiplier les flux et le trafic vidéo. Anevia se retrouve idéalement positionné pour capter cette croissance en accompagnant ces acteurs dans la transformation de leur modèle de distribution TV et vidéo, de leur infrastructure réseau et dans l'optimisation de leur gestion de flux vidéo.

Un business model générateur de cash

En commercialisant ses produits sous licence sur sa partie Télécom/Media, Anevia bénéficie d'une marge brute élevée et d'une forte visibilité sur son chiffre d'affaire Maintenance et Intégration, fortement générateur de cash. Compte tenu de la croissance de ce segment (TCAM de 25,3% entre 2016 et 2019 pour atteindre un CA de 13,9 M€), nous attendons un redressement rapide de la rentabilité. Le segment Entreprise (TCAM de 12,1% avec un CA de 6,5 M€ en 2019) va contribuer positivement à la rentabilité en absolu. Au global, la MOC 2019 devrait ressortir à 9,4%. Compte tenu de la maîtrise du BFR, le cash flow opérationnel devrait permettre de couvrir les besoins de la société.

Malgré le rerating de la valeur depuis le début de l'année, le niveau de valorisation d'Anevia ne reflète pas, selon nous, le potentiel de croissance de la société.

Matrice SWOT

Forces

- Forte croissance et renforcement de la rentabilité
- Capacité d'innovation
- Qualité des signatures clientes
- Capacité de nouer des partenariats forts avec des acteurs de l'écosystème pour faire une offre globale de distribution TV et vidéo
- « Best of breed » indépendant

Faiblesses

- Bilan
- Taille
- Pas de brevets

Opportunités

- Transition vers une consommation audiovisuelle personnalisée
- Multiplication des devices
- Marché en hausse de la vidéo en ligne
- Marché en croissance de l'OTT
- Nécessité de développer les services TV tout en diminuant le coût de stockage des données
- International

Menaces

- Concurrence des acteurs globaux

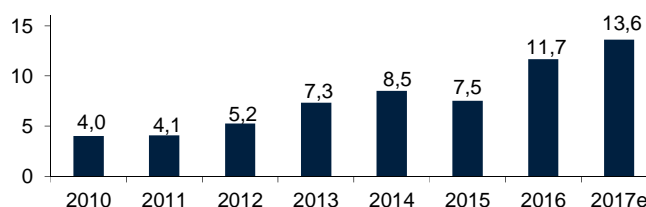
Présentation des Activités

Anevia est un éditeur de logiciel spécialisé dans les solutions de diffusion vidéo quelque soit le moment, l'endroit et le device choisis par l'utilisateur. Ses solutions logicielles ont généré un chiffre d'affaires de 11,7 M€ en 2016 (+85,8%) et ont permis aux medias et opérateurs télécoms de réduire leurs besoins en infrastructure et le coût de stockage de leurs enregistrements vidéos en ligne. Sur un marché de la vidéo attendu en hausse, Anevia devrait afficher une croissance annuelle moyenne de 20,5% d'ici 2019.

Dans le même temps, Anevia commercialise des têtes de réseau qui permettent de distribuer la TV et des vidéos dans des réseaux privés (hôtels et hôpitaux principalement). Sa nouvelle tête de réseau Flamingo sortie en mars 2016, optimise la gestion à distance des machines et participe à la réduction des coûts de ses clients intégrateurs. Le chiffre d'affaires réalisé sur ce segment ressort en hausse de 21,6% à 4,6 M€ en 2016.

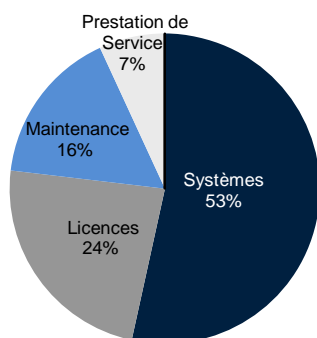
La levée de fonds de 2,0 M€ de mars 2017 va permettre le développement de nouvelles fonctionnalités demandées par le marché pour son logiciel de diffusion multiscreen de vidéos à la demande et en direct, ViaMotion. Compte tenu des développements attendus, Anevia devrait accélérer sa dynamique de croissance dès 2018 et renforcer sa génération de cash flows.

Evolution du chiffre d'affaires depuis 2010 (M€)



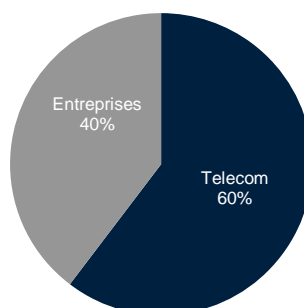
source: société / Euroland Corporate

CA 2016 par segment

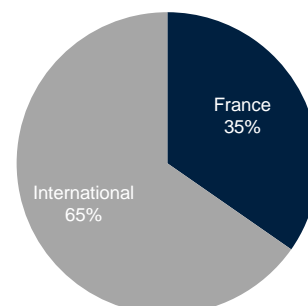


source: société / Euroland Corporate

CA 2016 par métier



CA 2016 par zone géographique



Une nouvelle histoire depuis début 2015

Laurent Lafarge, précédemment Président de la société, reprend les rôles opérationnels de la société en février 2015, après avoir alerté sur le dérapage des coûts et la stratégie de R&D dispersée dans lesquelles s'était inscrit le groupe depuis début 2014. Fort des efforts de réduction de 30% des coûts et de recentrage de la R&D sur le Cloud DVR, notamment, croissance et rentabilité sont à nouveau au rendez-vous avec un CA 2016 de 11,7 M€ (+55,2%) et un RN de 0,1 M€ (vs -5,3 M€ en 2015).

2014: le dérapage

En raison de sa croissance en 2013 (+40,3% à 7,3 M€) et dans la perspective de lever des fonds en 2014, la société commence à recruter de nouveaux profils commerciaux dès le début 2014 (ouverture de bureaux en Asie, en Amérique du Sud, aux Etats-Unis et en Europe).

Néanmoins la mise en place d'un nouvel ERP et l'externalisation de la fonction de direction financière affectent la croissance et le pilotage financier de la société. Le CA 2014 ressort ainsi en-dessous des attentes à 8,5 M€ (+15,9%) et le RN à -3,9 M€.

Dès octobre 2014, le conseil d'Administration met en place une business review qui met le doigt sur l'importante hausse des coûts de structure, sans rapport avec la hausse du chiffre d'affaires. La trésorerie levée lors de l'IPO (5,8 M€) est quasiment consommée dans les 6 mois qui suivent l'IPO.

2015: une nouvelle direction, une nouvelle stratégie

En février 2015, la nouvelle Direction Générale met en place une stratégie pour redresser rapidement la situation.

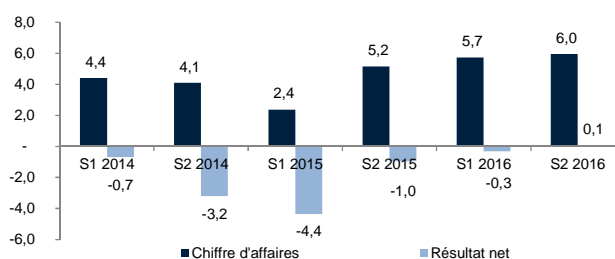
Réduction des coûts...

La nouvelle direction décide de réduire les coûts de 30%. Pour ce faire, elle ferme des bureaux commerciaux à Singapour, en Amérique du Sud, réduit les effectifs aux Etats-Unis. Elle a également diminué son recours à la sous-traitance, réduit les budgets marketing, voyages et a regroupé toutes les équipes sur un seul site à Gentilly.

... Et repositionnement de l'offre sur le cloud DVR

Alors que l'équity story de l'IPO reposait sur le développement des CDN, la R&D s'est éparpillée sur beaucoup de sujets et n'a pas sorti de produits. A partir de 2015, l'équipe de R&D se recentre sur une offre porteuse, le Cloud DVR en capitalisant sur son Origin Packager.

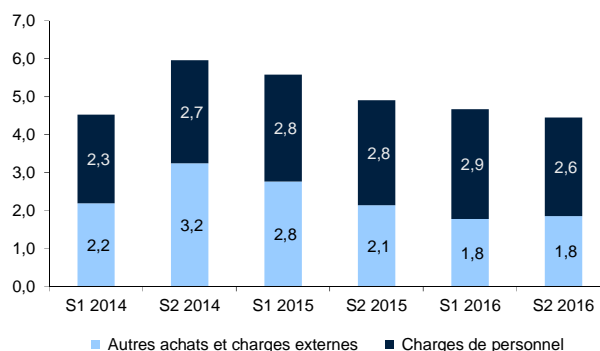
Un redressement qui se traduit dans les comptes



source: société / Euroland Corporate

Les premières mesures mises en place en 2015 ont porté leurs fruits dès le S2 2015 avec une croissance du CA S2 2015 de 24% (vs S2 2014) et un redressement de la rentabilité.

Evolution des opex du S1 2014 au S2 2016



source: société / Euroland Corporate

L'année 2015 est également marquée par une recapitalisation de 1,7 M€ (à 3,0 €) et la contraction d'un prêt de 2,0 M€ auprès de la BPI (1,1 M€ de prêt à taux zéro et 0,9 M€ de prêt innovation FEI) qui vont permettre à la société de développer l'offre du Cloud DVR.

L'année 2016 conforte les efforts réalisés en 2015 avec un CA en hausse de 55,2% à 11,7 M€ et un RN de 0,1 M€ en ligne avec les objectifs du groupe de croissance et d'équilibre opérationnel. Compte tenu des mesures de réduction des charges mises en place, Anevia a baissé ses opex (hors amortissements et provisions) de 1,4 M€ en annuel en 2016 par rapport à 2014 tandis que le CA s'inscrit en hausse annuelle moyenne de 17% sur la même période.

Fort de ce redressement, Anevia entend re-accélérer sur ses travaux de R&D. La levée de fonds de mars 2017 de 2,0 M€ représente ainsi un nouveau levier pour enrichir encore la technologie de diffusion de vidéo d'Anevia (remplacement publicitaire, baisse du temps de latence, virtualisation du logiciel...).

La technologie de diffusion vidéo: une offre différenciante

Aujourd'hui, opérateurs et diffuseurs doivent proposer à leurs abonnés de regarder un programme TV, une série, une vidéo à la demande, quels que soient leurs appareils, en multi écran, de contrôler la lecture et des services d'enregistrements personnalisés. Les utilisateurs souhaitent enregistrer plusieurs émissions en même temps, accéder à tout le programme s'ils ont manqué le début, le regarder à la maison ou en mobilité...

Le nombre d'écrans, de formats, de résolutions différentes représente un défi de taille en termes d'infrastructure de diffusion vidéo et de stockage. Pour répondre à ces exigences sans augmenter les coûts, les opérateurs et les diffuseurs ont besoin **d'une solution de distribution TV et vidéo optimisée**. Anevia se positionne sur ce marché spécifique en proposant des solutions logicielles qui optimisent la préparation et la diffusion de flux vidéos sur les réseaux internet.

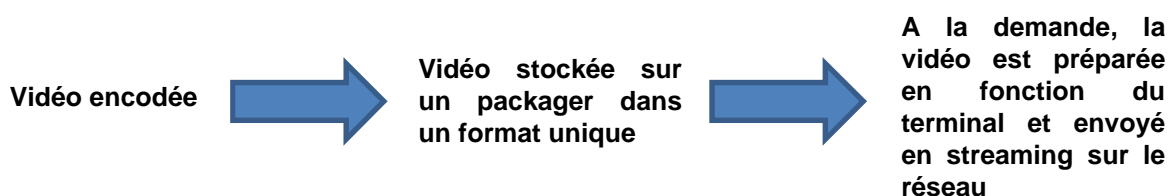
Diversité des devices, formats et résolutions



source: société / Euroland Corporate

La solution d'Anevia, ViaMotion permet qu'une seule copie du flux vidéo transite sur le réseau. La conversion au format de l'écran visé, c'est-à-dire le **packaging**, est **réalisé à la volée au plus proche des téléspectateurs** permettant de désaturer massivement le cœur du réseau. **Les besoins en bande passante en sont considérablement diminués**, ce qui est synonyme d'économies pour les opérateurs.

Procédé de diffusion de vidéos par ViaMotion



Anevia stocke deux types de contenus:

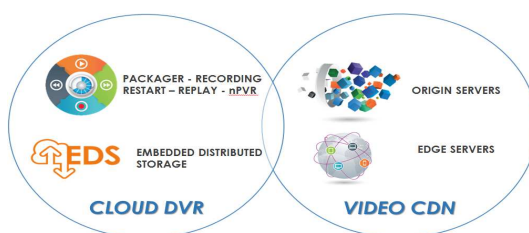
- 1/ Le live afin de proposer des services de start over, de catch up
- 2/ Le non linéaire: afin de proposer des services de VOD, SVOD...

Produits, solutions et technologies d'Anevia

Anevia commercialise trois solutions : l'**Origin Packager** qui permet la diffusion des chaînes TV sur tous les écrans en direct et à la demande, le **Cloud DVR** qui permet l'enregistrement dans le réseau des émissions de TV, et le **CDN** – qui permet la diffusion auprès du plus grand nombre d'utilisateurs. Ces solutions reposent essentiellement sur deux produits **ViaMotion Plus** et **ViaMotion Edge** embarquant différentes technologies telles que: 1/ **Infinite** pour l'enregistrement dans le cloud de vidéos sans restriction de durée ni d'espace, 2/ **EDS**, une technologie de stockage en mode hyperconvergée, 3/ **Just in time packaging** qui permet la mise en forme d'un contenu à la volée pour un device donné.

Les produits de distribution de TV et vidéo d'Anevia

ViaMotion Plus est un Origin Packager avec un certain nombre de fonctions qui permet également d'enregistrer dans le cloud. Depuis juin 2016, Anevia propose sa propre solution de stockage et devient ainsi un acteur global de la diffusion de vidéos.

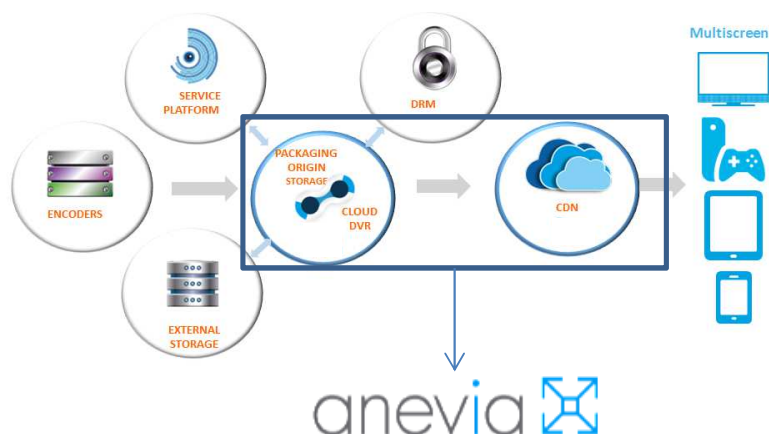


ViaMotion Edge est un CDN qui met en cache et distribue de la TV et des vidéos à partir du serveur Origine et à destination des divers appareils (TV, PCs, Mobiles, Tablettes, etc).

source: société / Euroland Corporate

Anevia répond en direct aux appels d'offres (environ 40% de son CA) mais noue également des partenariats avec des encodeurs (Arris, Ateame), des plateformes de services (Netgem) et parfois avec des partenaires plus locaux afin de proposer une solution globale et être compétitif face aux grands généralistes tels que Cisco, Ericsson et Nokia.

Environnement de la distribution TV live et non linéaire



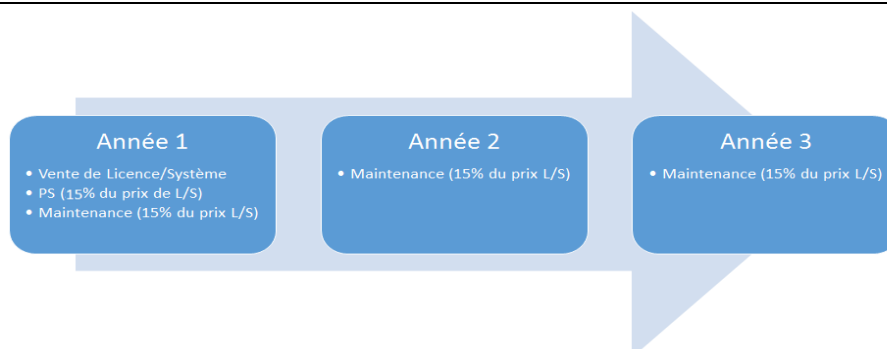
Business model Télécom/Media :

Sur sa partie Télécom/media, Anevia se rémunère sur la vente de licences, la maintenance et l'intégration de son logiciel.

La première année, Anevia vend la licence (avec éventuellement un peu de hardware). L'intégration (présentée dans le segment « prestation de services ») représente environ 15% du prix de la licence auquel vient s'ajouter la maintenance (15% du prix licence).

Le prix de la licence est de 300 k€ en moyenne et varie en fonction du nombre d'utilisateurs/d'abonnés, du nombre de chaînes, du nombre de format (TV, tablette, Iphone, Android...), du délai de la catch up ainsi que de la qualité voulue. Anevia dimensionne ainsi les capacités de stockage qui en découlent et propose une **formule licence + intégration + maintenance**.

Génération de chiffre d'affaires dans le segment



source: société / Euroland Corporate

Chaque année, Anevia peut également commercialiser des extensions de licence en ventes additionnelles. Les opérateurs doivent s'équiper de serveurs pour servir plus d'abonnés, gérer plus de chaînes, proposer plus de services et stocker davantage d'enregistrements vidéos. Les ventes additionnelles viennent alors développer le chiffre d'affaires d'Anevia, au gré des besoins de serveurs additionnels.

Répartition du chiffre d'affaires Télécom/media

CA annuel par segment (M€)	2 014	2 015	2 016
Telecom	4,4	3,8	7,0
Licence + système	3,0	2,2	5,0
<i>dont licence logiciel</i>	3,0	2,2	2,2
<i>dont systèmes</i>	0,0	0,0	2,8
Maintenance	0,8	0,9	1,3
Prestation de services	0,6	0,6	0,7

source: société / Euroland Corporate

Alors que les ventes de licences ont subi en 2015 les impacts de la restructuration, le chiffre d'affaires généré par la maintenance et les prestations services montre sa résistance. L'année 2016 est marquée par la forte croissance des ventes de systèmes à travers l'offre « Appliance ».

Les têtes de réseaux destinées au marché entreprise

Les têtes de réseau IPTV de la gamme Flamingo permettent de distribuer la télévision dans des sphères privées (hôtels, prisons, hôpitaux, yachts,..etc.). Flamingo récupère les contenus TV / radio directement à la source avant de les acheminer en streaming vers les décodeurs TV, les PC et autres périphériques connectés par le biais des réseaux IP.

Têtes de réseau Flamingo



Sur sa nouvelle version de mars 2016, Anevia a développé une application multi-tenante hébergée dans le Cloud permettant aux intégrateurs partenaires de faire la maintenance de leur parc installé de Flamingo eux-mêmes à distance. Avec ses alertes prédictives, le service permet de détecter et de rectifier les problèmes de perte de chaînes (comme lors d'un changement de fréquence de diffusion satellite) avant qu'ils aient le temps de causer une interruption de service. Anevia Cloud Monitoring permet également d'éviter les discontinuités de service TV dues aux fins d'abonnement de chaînes payantes.

Business Model Entreprise:

Anevia se rémunère sur la vente d'un système (serveur et logiciel) par client (hôtel, hôpital...) dont la taille et le prix dépendent du nombre d'utilisateurs (nombre de chambres), de chaînes, de sources (câble, fibre, satellite) et des fonctionnalités.

Le modèle de vente de ses têtes de réseau est basé sur l'intermédiation. 100% de ses ventes sont réalisées par un intégrateur. Le prix moyen d'une affaire est de 7 k€ et la durée de vie du produit est de 4/5 ans.

Les intégrateurs partenaires d'Anevia

Les principaux clients d'Anevia sont Hoist Group (CA supérieur à 1 M€), VDA (CA supérieur à 250 k€) et le groupe Exceptional Innovation - Quadriga (CA supérieur à 200 k€). Ses clients installent les solutions Anevia principalement dans les grands hôtels à la quête de services de diffusion de TV de qualité. L'année 2016 a été marquée par le partenariat exclusif noué avec Hoist Group qui proposera les solutions Anevia à ses clients Hôteliers.

Répartition du chiffre d'affaires Entreprise

CA annuel par segment (M€)	2 014	2 015	2 016
Entreprises	4,1	3,8	4,7
Licence + système	3,6	3,1	4,0
<i>dont licence logiciel</i>			0,4
<i>dont systèmes</i>			3,6
Maintenance	0,5	0,5	0,6
Prestation de services	0,1	0,2	0,1

source: société / Euroland Corporate

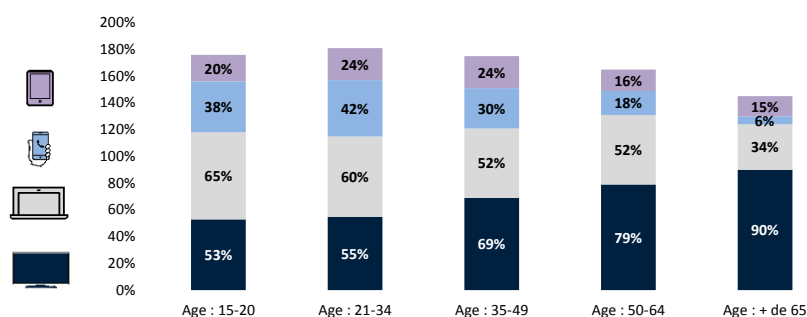
L'audiovisuel : entre croissance et mutation

Les modes de consommation de la TV ont changé...

En 2016, la consommation mondiale de la télévision est restée à un niveau très élevé de 3h44 (vs 3h45 en 2015) de durée d'écoute par jour et par individu (âgé de 4 ans et plus). Cette baisse s'explique d'une part, par une croissance des usages en mobilité portée par le développement des smartphones et des tablettes associée à l'essor d'internet. Cette dernière tendance touche principalement les jeunes mais se diffuse de plus en plus vers les segments plus seniors, séduits par les nouvelles technologie.

La télévision classique doit aujourd'hui faire face à l'essor d'internet et sa capacité d'offrir fréquemment des nouveaux modes de consommation de TV (vidéo à la demande, catch-up, stockage de vidéo personnel etc...). Avant les années 2000, la télévision traditionnelle donnait des rendez-vous à des heures fixes avec les téléspectateurs. Depuis quelques années, le spectateur passe d'un mode passif à un mode actif en souhaitant de plus en plus prendre le contrôle de son mode de consommation.

Répartition des supports utilisés pour regarder TV et vidéo en 2015



source: Nielsen / Euroland Corporate

...Ainsi que les services

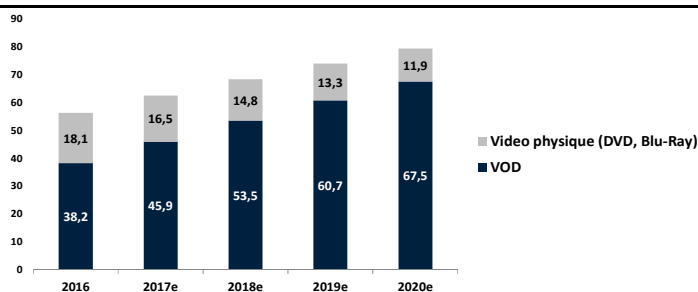
Pour les fournisseurs de contenu TV, l'essor des nouveaux supports représente l'opportunité de fournir de nouvelles formes de présentation des contenus, vers plus d'interactivité et d'intuitivité. Les offres de services se sont développées afin de fournir plus de flexibilité au client final. La télévision se regarde de plus en plus de façon « délinéarisée », c'est-à-dire au-delà du visionnage de programmes au moment de leur diffusion, sur le poste de télévision. On entre donc dans une **transition du Paysage Audiovisuel Traditionnel vers le Paysage Audiovisuel Personnalisé.**

- **La vidéo à la demande (VoD)** permet aux consommateurs de louer, d'acheter des contenus audiovisuels (film, série TV) à l'unité.

Ces contenus sont stockés sur des serveurs par les diffuseurs de contenus et prêts à être envoyés en fonction de la demande.

Le marché mondial de la VoD était de 20,0 Md\$ en 2014 et devrait peser 38,2 Md\$ en 2016. Cette croissance devrait continuer jusqu'en 2020, poussée par la croissance du réseau internet dans les pays émergents et la popularité grandissante des services VoD.

Prévisions d'évolution de recettes du marché mondiale de la VoD et de la vidéo physique (Md€)



source: Idate / Euroland Corporate

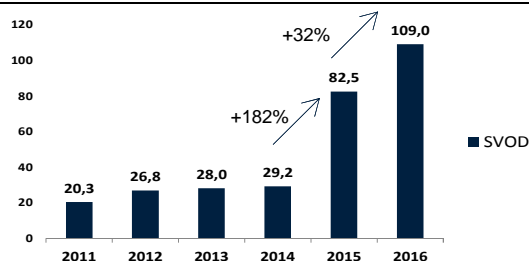
Le marché de la VoD ne cesse de progresser depuis son émergence en 2005 contrairement aux ventes de vidéos physiques qui s'essouffent de -10,0% en moyenne depuis 4 ans. Avec 15,3% de croissance en moyenne par an entre 2016 et 2020, la VoD s'affirme comme un véritable relais de croissance du marché de l'audiovisuel.

- **La vidéo à la demande par abonnement (SVoD)** offre un accès illimité à un catalogue de films et de série moyennant un abonnement mensuel.

Le marché français de la SVoD franchit le cap des 100 M€ de CA pour la première fois de son histoire en 2016, effectuant une progression de 32% en une année. En 2017, GFK estime que la SVoD devrait augmenter de 19,3% à 130 M€.

Les offres OTT avec Netflix, CanalPlay ou Hulu en tête d'affiche ont largement dynamisé ce marché, avant l'arrivée de Zive, lancé par SFR en novembre 2015. De nombreuses offres nationales de plus petites envergures sont aujourd'hui positionnées face à ces mastodontes sur le marché de la SVoD.

Marché français de la SVoD (M€)

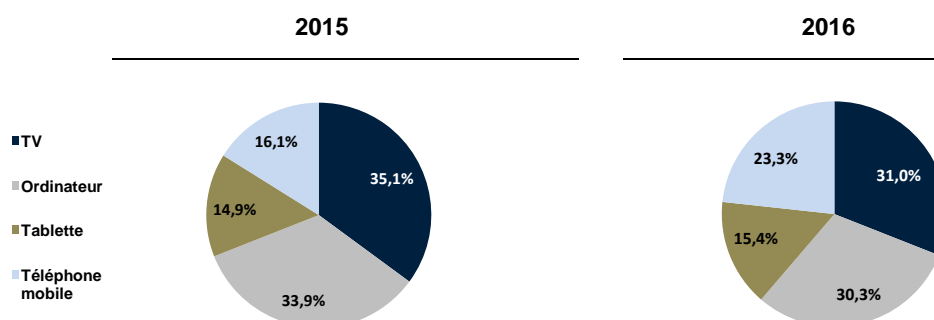


source: GFK / Euroland Corporate

- **La télévision de rattrapage (Catch-up TV ou TVR)** permet de revoir des émissions diffusées récemment directement sur son téléviseur ou sur une autre interface.

En 2016, l'offre des chaînes nationales gratuites disponible en Catch-up TV sur internet est constituée de 20 014 heures de programmes. Ce service de « télévision de rattrapage » est offert via internet ou par le biais des offres des FAI ou des téléviseurs connectés. Les émissions mises en ligne sur les services de vidéo de rattrapage sont pour la plupart gratuites, pendant une durée de 7 à 30 jours. Elles sont ensuite retirées du catalogue ou leur accès devient payant.

Répartition de la consommation de télévision en ligne en France selon le support



source: CNC / Euroland Corporate

La catch-up connaît un véritable succès en France. La TV reste le support de consommation privilégié par les français, même si son utilisation a enregistré un recul de -11,7% au cours de l'année 2016. En parallèle l'utilisation de la tablette et du téléphone offre plus de flexibilité au consommateur et leur utilisation a augmenté respectivement de +3,4% et +44,7% (cumul à novembre 2016).

- **Les plateformes internet** intègrent de plus en plus de vidéos de divertissement qui peuvent être vecteur d'audience et de recettes. Google a été un des pionniers avec le rachat de Youtube et l'enrichissement de son offre vidéo avec les chaînes thématiques.
- **Les téléviseurs connectés (Smart TV)** permettent l'accès direct à des services interactifs (catch-up, VOD). Selon une étude IHS, plus d'un téléviseur sur deux vendus dans le monde au S1 2016 est connecté.

Le Boom des OTT

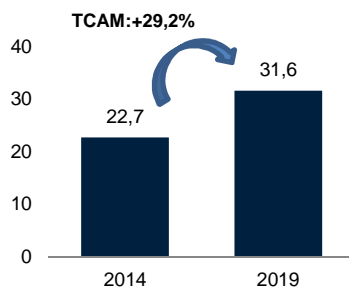
La technologie OTT est un terme utilisé pour définir un acteur qui délivre des contenus, notamment audiovisuels, directement par Internet sans passer par un opérateur réseau traditionnel (câble, téléphonie, satellite), leurs contenus viennent donc «par-dessus» celui des opérateurs déjà installés.



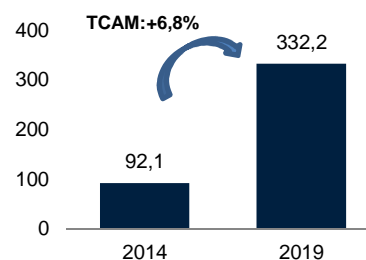
L'OTT est à différencier de la télévision par Internet (IPTV). Dans ce dernier cas, ce sont les FAI qui propose directement des contenus audiovisuels via son réseau.

Les offres de ces acteurs sont proposées sur l'ensemble des supports, que cela soit des téléviseurs connectés, des ordinateurs, des tablettes ou des smartphones.

**Marché mondial de l'OTT 2014/2019
(Mds €)**



**Marché mondial de l'OTT 2014/2019
(millions d'abonnés)**



source: Juniper Research / Euroland Corporate

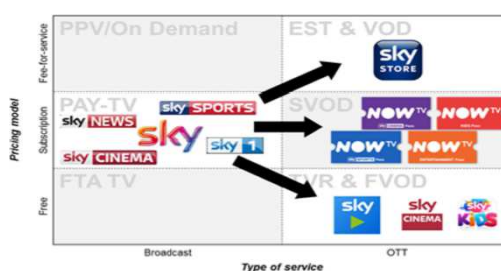
Le marché OTT va connaître une phase de croissance explosive à horizon 2019 porté par le très fort développement des téléviseurs connectés et des terminaux indépendants. Le nombre d'abonnés à des services OTT, dont les plus connus sont Netflix et Amazon prime, devrait passer de 92,1 M en 2014 à plus de 332,2 M en 2019. Le CA du marché des OTT devrait quant à lui passer à plus de 31,6 milliards en 2019 et dégager un TCAM de 11,7% sur la période 2016 à 2019.

C'est grâce aux acteurs OTT que la vidéo à la demande (VoD) s'est considérablement développée ces dernières années, remettant en question la programmation linéaire de la télévision classique.

Les éditeurs de services accélèrent leur transition vers l'OTT

La majorité des groupes audiovisuels ont commencé à développer leur propre stratégie de positionnement en OTT. Face à une concurrence majeure sur leur marché d'origine, les diffuseurs de contenus avec les FAI en première ligne changent leur modèle afin de capter de nouveaux consommateurs. Profiter du potentiel de la VoD devient la stratégie numéro 1 pour ces acteurs.

Exemple de positionnement OTT de Sky UK



source: IDATE

Cette migration des diffuseurs de contenus vers le modèle OTT va considérablement augmenter le trafic vidéo et nécessitera des investissements importants pour chaque acteur dans la restructuration de son réseau. Un réseau optimal permettra de :

- Réduire la facture de distribution en minimisant les coûts de stockage et d'utilisation de borne passante,
- Optimiser la gestion du trafic sur les réseaux et fournir au consommateurs un service de qualité, rapide, et complet,
- Maintenir une qualité d'expérience optimale en période de pic.

Anevia se retrouve parfaitement positionné avec sa solution complète (Origin Packager, cloud DVR, CDN) et a forte valeur ajoutée, dans l'optique d'accompagner les diffuseurs de contenus dans la transformation de leur infrastructure réseau.

Les concurrents d'Anevia sur le segment Télécom/Média

Nom	Pays	Business Model	Offre Concurrente	Positionnement
Cisco	USA	Intégrateur de dimension mondiale	Prise en charge de toute la chaîne de valeur	Mondial
Ericsson	Suède	Intégrateur de dimension mondiale	Prise en charge de toute la chaîne de valeur	Mondial
Huawei	Chine	Intégrateur de dimension mondiale	Prise en charge de toute la chaîne de valeur	Mondial
Elemental (Amazon Web Services)	USA	Hardware et Software	Solutions pour les opérateurs de Pay TV, les broadcasters et les fournisseurs de contenus (Cloud DVR, Packager)	Mondial
Edgware	Suède	Hardware et Software	Solutions pour les broadcasters, les opérateurs de télécommunications, les cablo-opérateurs et les fournisseurs de contenus (CDN, Cloud DVR, Packager)	Mondial
Broadpeak	France	Hardware et Software	Solutions pour les opérateurs de Pay TV et les fournisseurs de contenus (CDN, Origin Packager, Cloud PVR)	Mondial

source: société / Euroland Corporate

Les secteurs privés changent de chaînes !

Une multitude de secteurs privés (hôtels, bateaux de croisière, compagnie maritime et d'aviation, etc...) nécessitent également de mettre en place de lourds investissements dans la digitalisation de leur infrastructure réseau afin de proposer une offre plus qualitative et complète.

Le marché de l'hôtellerie porte le segment

Le tourisme international a atteint 1 138 millions d'arrivées en 2014 et devrait croître de +19,5 % entre 2014 et 2020 et +33 % entre 2020 et 2030. Le marché de la construction hôtelière quant à lui compte 5 738 projets de construction dans le pipe en Europe depuis décembre 2016.

Répartition géographique des projets de construction en 2016



source: Tophotelproject

Arrivées de touristes internationaux (M)



source: Hotel Groups, Xerfi

Ce marché en forte croissance bénéficie d'une amélioration générale du contexte économique.

Dans l'optique de capter cette croissance, les enseignes hôtelières, principalement haut de gamme, doivent sans cesse se réinventer et développer leurs offres. Pour la très grande majorité des clients, l'offre TV d'un hôtel est un élément capital et se doit d'être de qualité (nombre de chaînes, HD, qualité optimale de réception, etc....).

Le positionnement d'Anevia sur ce marché offre à l'ensemble des acteurs une solution flexible capable d'optimiser la gestion des flux vidéo (stockage, diffusion multi-écrans, choix illimité de chaînes, etc....) dans le but de les accompagner vers des sommets de qualité en service de télévision.

Les concurrents d'Anevia sur le segment Entreprise

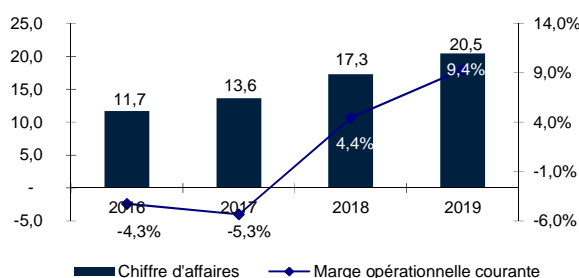
Nom	Pays	Business Model	Offre Concurrente	Positionnement
Cisco	USA	Intégrateur de dimension mondiale	Prise en charge de toute la chaîne de valeur	Mondial
Teleste	France	Hardware et Software	Tête de réseau pour l'hôtellerie, les intégrateurs de systèmes, les opérateurs et les fournisseurs de contenus	Mondial
Wisi	France	Hardware	Tête et équipements réseau pour l'hôtellerie	Mondial
Triax	Denmark	Hardware	Tête de réseau pour les hôtels, les hôpitaux, les prisons, les entreprises et les cablo-opérateurs	Mondial
Ikusi	Espagne	Hardware	Tête de réseau pour les secteurs de l'hôtellerie, la santé, le naval, le sport, les hébergements collectifs et les bâtiments d'exception	Mondial
Packet Ship	UK	Hardware et Software	Composants logiciels de serveurs pour la VoD et la catchup TV pour l'hôtellerie	Mondial

source: société / Euroland Corporate

Perspectives stratégiques et financières

Après une année de très forte croissance portée par la pertinence de l'offre d'Origin Packager d'Anevia, la mise sur le marché de l'offre de stockage dans le cloud (Cloud DVR), la commercialisation de la nouvelle tête de réseau Flamingo et le contrat de partenariat noué avec le leader de la prestation de services hôtelière Hoist Group, Anevia entend poursuivre son fort développement tout en préservant sa rentabilité. Nous attendons ainsi un TCAM de son CA de 20,5 % d'ici 2019 et une marge opérationnelle de 9,4% sur cet horizon

Evolution du chiffre d'affaires et du résultat opérationnel 2016-2019e

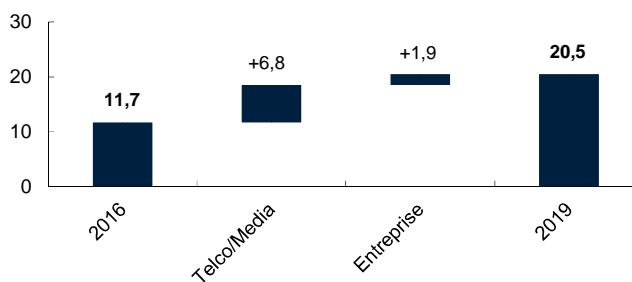


source : Euroland Corporate

La levée de fonds de mars 2017 de 2,0 M€ va venir soutenir l'offre Télécom/Media d'Anevia en permettant de renforcer son équipe de R&D. La société va également bénéficier d'un marché de la vidéo en plein essor, de la nécessité des opérateurs TV de proposer des services TV en Live et non linéaire et du fort développement des OTT. Dans le même temps, la volonté d'accélérer son développement sur de nouvelles zones géographiques à fort potentiel devrait permettre à Anevia d'accélérer son développement à l'international. Nous attendons ainsi un CA Télécom/Media en hausse de 25,3% d'ici 2019 à 13,9 M€.

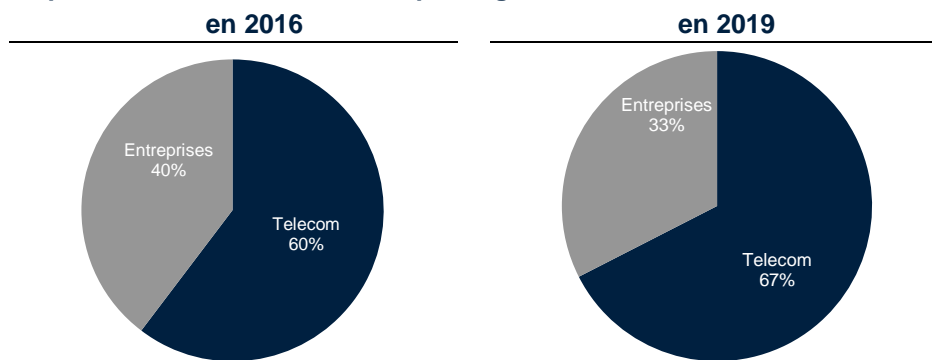
Le segment Entreprise, avec le lancement de la nouvelle Flamingo en 2016, la signature du partenariat exclusif avec Hoist Group et le développement de l'Asie devrait également connaître une croissance dynamique. Nous attendons un TCAM du CA Entreprise de 12,1% d'ici 2019 à 6,5 M€.

Contribution de chaque segment à la croissance du CA 2016/2019



source : Euroland Corporate

Répartition du chiffre d'affaires par segment



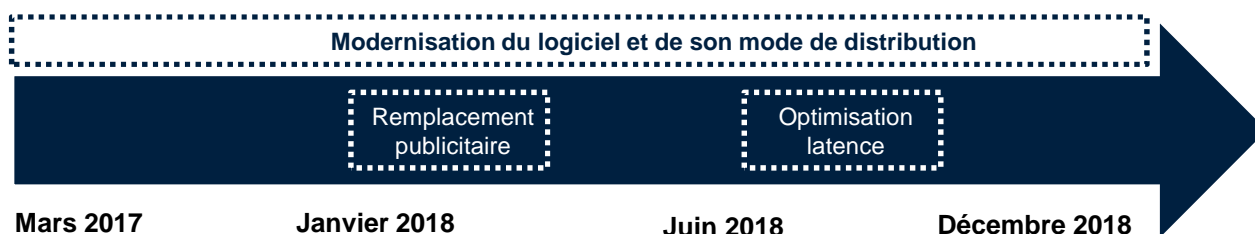
source : Euroland Corporate

Une dynamique forte des Télécom/Media...

... Portée par l'innovation...

L'offre de stockage et la pertinence de l'Origin Packager ont porté la croissance 2016 avec un CA Telecom/Media de 7,1 M€ (+88,7%). Anevia entend accélérer encore ses développements sur ce segment pour prendre des parts de marché en proposant de nouvelles fonctionnalités sur ses plateformes ViaMotion.

Calendrier des développements technologiques sur la partie Télécom



Anevia va développer la fonction de **remplacement publicitaire** permettant aux opérateurs de proposer une publicité ciblée à leurs videonauts. Avec la personnalisation de la télévision lors du visionnage sur Ipad, de replays, de vidéos à la demande, les annonceurs ont désormais la possibilité de savoir à qui ils s'adressent, contrairement à la TV en live et souhaitent optimiser cette présence. La technologie qu'entend développer Anevia pour début 2018 permettra à l'opérateur d'adapter la distribution TV et des vidéos selon l'utilisateur.

Anevia entend également travailler sur **le temps de latence** lors de la transmission de la télévision en live afin que tous les téléspectateurs visionnent la même image en même temps. Cette nouvelle exigence est particulièrement prégnante pour la nouvelle génération qui twitte et commente en live les émissions TV mais aussi pour les bookmakers qui peuvent être victime de ce temps de latence lors de prises de paris.

Dans le même temps Anevia va **moderniser son logiciel et son mode de distribution**. La société entend ainsi développer l'évolutivité (avec la possibilité de démarrage et d'extinction des serveurs de façon dynamique à distance) et de nouveaux modes de déploiement (comme la technologie des conteneurs). Anevia améliorera ainsi la mise à disposition et optimisera ses coûts d'installation. Elle pourrait également faire évoluer son modèle de pricing.

Les nouvelles fonctionnalités devraient permettre à Anevia d'augmenter le prix de vente moyen de ses licences et d'augmenter ses volumes de vente de licence.

... Et par les ventes additionnelles sur sa base installée

Le chiffre d'affaires sur la base installée est corrélé à la croissance des clients d'Anevia, c'est-à-dire à leur nombre d'abonnés, de chaînes et de services (visionnage en non linéaire en plus du live, nombre de jours de replay...). Cela implique des extensions de fonctionnalités, de capacité de stockage et de serveurs qui viennent alimenter la croissance du chiffre d'affaires d'Anevia.

Anevia devrait poursuivre le développement de son segment Télécom/Media sur l'Europe prioritairement, le Moyen-Orient, les Etats-Unis, puis l'Amérique Centrale et du Sud. Pour ce faire, la société devrait à la fois prospecter des comptes locaux mais également accompagner ses clients dans leur déploiement à l'international.

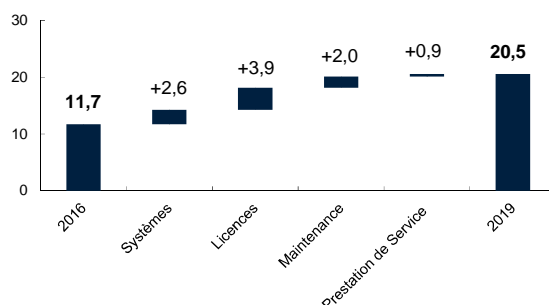
Un segment Entreprise à potentiel porté par la demande des Hôtels/Hôpitaux

La nouvelle Flamingo a porté la croissance du chiffre d'affaires Entreprise en 2016 à 4,6 M€ (+21,6%). Anevia pourra compter: 1/ sur les nouvelles fonctionnalités et la modularité de sa tête de réseau, 2/ sur le partenariat signé en 2016 avec le leader de la fourniture de services aux hôtels, Hoist Group.

Au-delà de ces deux éléments acquis en 2016, Anevia entend répondre au souhait qu'ont les hôtels et les hôpitaux de proposer des services de TV à la demande à leurs clients/patients (JT en start over ou en replay par exemple) et la possibilité de regarder leurs émissions sur leur Ipad (« Bring your own device »).

Ces nouvelles fonctionnalités vont venir renforcer les ventes en volume et contribuer à la croissance des ventes additionnelles sur le segment Entreprise.

Evolution du chiffre d'affaires Anevia 2016-2019e



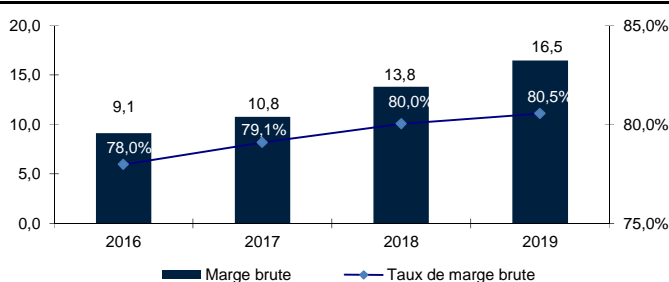
source : Euroland Corporate

Le principal contributeur à la croissance sur les prochaines années est la vente de Licences (+3,9 M€ de CA entre 2016 et 2019 selon nous), très majoritairement portée par le segment Télécom/Media. Maintenance et prestations de services vont ainsi bénéficier de la dynamique du segment. La vente de systèmes, principalement via la croissance du segment Entreprise va être le 2^{ème} contributeur de la croissance.

Une rentabilité en hausse

Compte tenu de la montée en puissance rapide des Télécom/Media et de la volonté du groupe de contenir la vente de systèmes sur ce segment pour ne pas dégrader la marge brute globale du groupe, nous attendons une hausse du taux de marge brute de près de 2 points d'ici 2019.

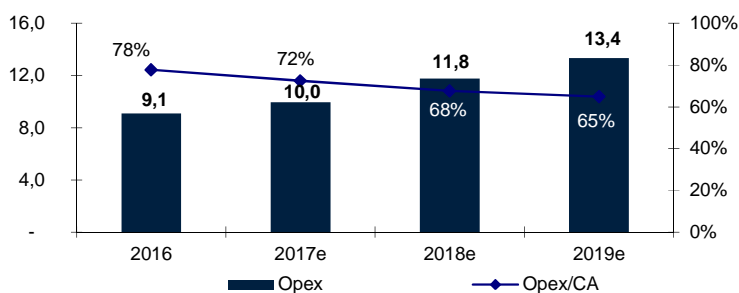
Marge brute et taux de marge brute 2016-2019e



source : Euroland Corporate

Après une période de baisse de ses coûts, Anevia réengage des dépenses maîtrisées pour soutenir ses efforts d'innovation (+6 personnes en 2017) et sa croissance (+10 personnes en commercial, marketing produit, support). L'année 2018 bénéficiera à plein de ces investissements compte tenu de la croissance. Anevia devrait ainsi afficher une baisse de ses opex en relatif par rapport à son chiffre d'affaires.

Evolution des opex (en M€ et en % du CA)



source : Euroland Corporate

Compte de résultat prévisionnel

Compte de résultat (M€)	2016	2017e	2018e	2019e
Chiffre d'affaires	11,7	13,6	17,3	20,5
Excédent brut d'exploitation	0,0	-0,4	1,1	2,3
Résultat opérationnel courant	-0,5	-0,7	0,8	1,9
Résultat opérationnel	-0,5	-0,7	0,8	1,9
Résultat financier	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Impôts	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6
Résultat net part du groupe	0,1	-0,3	1,2	2,3

source : Euroland Corporate

Un bilan renforcé

Compte tenu des pertes enregistrées en 2014, Anevia a procédé à une recapitalisation de 1,7 M€ en 2015 associée à une levée de dette de 2,0 M€ auprès de la BPI pour financer les développements de son offre de stockage. La croissance et la rentabilité étant à nouveau au rendez-vous, Anevia va accélérer ses développements via la nouvelle levée réalisée en mars 2017 de 2,0 M€. Ces recapitalisations ont permis de renforcer le bilan avec des capitaux propres qui devraient à nouveau être positif en 2017 et une trésorerie nette attendue à 0,7 M€.

Valorisation

Nous valorisons Anevia par la méthode des DCF compte tenu d'une part importante de l'activité qui affiche une bonne visibilité des cash flows.

Valorisation par les DCF

Nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- Croissance du chiffre d'affaires : nous retenons un taux de croissance annuel moyen de 20,5% de 2016 à 2019 compte tenu, principalement de forte croissance attendue sur les licences Télécom/Media et de la montée en puissance de l'international. De 2019 à 2026, nous retenons un TCAM du CA de 8,1% puis un taux à l'infini de 2,0 %.
- Résultat d'exploitation : la marge d'exploitation devrait s'améliorer d'ici 2018 en raison de l'effet de levier opérationnel d'Anevia. La marge opérationnelle est ainsi attendue à 9,4% en 2019. Nous prenons, par la suite, l'hypothèse d'une marge s'ajustant à 10,5% en 2026.
- Investissements : nous faisons l'hypothèse d'un niveau d'investissement de renouvellement et de développement de l'ordre de 4,0% du chiffre d'affaires par an jusqu'en 2026 pour financer l'innovation produits.
- BFR : nous retenons un niveau de BFR de près de 5,0% du chiffre d'affaires hors taxe.
- Dette financière nette : prise en compte de celle du 31/12/2017 estimée (-0,4 M€)

Synthèse des hypothèses de calcul du cmpc

Prime de risque	5,0%
Bêta sans dette	1,7
Bêta endetté	1,7
Coût des capitaux propres	9,5%
Coût de la dette après impôt	4,0%
Coût moyen pondéré du capital	9,5%
Taux de croissance à l'infini	2,0%

source : Euroland Corporate

Tableau des flux prévisionnels 2017e-2026e

En M€	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	13,6	17,3	20,5	22,9	25,2	27,2	29,4	31,7	33,3	34,3
<i>Taux de croissance</i>	<i>0,0%</i>	<i>26,8%</i>	<i>18,4%</i>	<i>12,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>5,0%</i>	<i>3,0%</i>
Résultat opérationnel courant	-0,7	0,8	1,9	2,2	2,5	2,7	3,0	3,3	3,5	3,6
<i>Taux de marge opérationnelle courante</i>	<i>-5,3%</i>	<i>4,4%</i>	<i>9,4%</i>	<i>9,6%</i>	<i>9,8%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,2%</i>	<i>10,5%</i>	<i>10,5%</i>	<i>10,5%</i>
- Impôts	0,0	0,3	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,2
+ DAP nettes	0,3	0,3	0,4	0,6	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3
Cash Flow opérationnel	-0,4	0,9	1,6	2,0	2,4	2,7	3,0	3,3	3,5	3,7
- Variation du BFR	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
- Investissements opérationnels	-0,5	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3	-1,3	-1,4
Free Cash Flows opérationnels	-1,1	0,0	0,7	1,0	1,3	1,5	1,7	1,9	2,1	2,3
Coefficient d'actualisation	0,930	0,849	0,776	0,708	0,647	0,591	0,539	0,493	0,450	0,411
FCF actualisés	-1,0	0,0	0,5	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9

source: Euroland Corporate

Matrice de sensibilité de valorisation

		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
C M P C	8,5%	5,5	5,8	6,1	6,5	6,9
	9,0%	5,0	5,3	5,5	5,9	6,2
	9,5%	4,6	4,8	5,1	5,3	5,6
	10,0%	4,3	4,5	4,7	4,9	5,1
	10,5%	4,0	4,1	4,3	4,5	4,7

source: Euroland Corporate

Notre valorisation fully diluted d'Anevia par DCF ressort à 5,10 € par action avec un cmcpc à 9,50% et une croissance à l'infini de 2,0%.

Valorisation par comparables

Compte tenu du profil d'Anevia, nous avons choisi un échantillon d'acteurs internationaux midcaps dans l'univers de la gestion et de l'optimisation des flux vidéo.



Créé en 1991, le Ateme est spécialisé dans le domaine des solutions de compression vidéo pour la télévision, le câble, l'IPTV et l'OTT. Sa solution facilite et accélère la diffusion des flux vidéos en direct ou à la demande, tout en préservant la qualité de l'image. En 2016, le Groupe français a dégagé un CA de 37,4 M€ (vs 28,6 M€ en 2015) dont 88% a été réalisé à l'international. Ateme compte plus de 300 clients dans le monde entier.



Harmonic Inc est un des leaders européens dans la fabrication et la commercialisation de solutions logiciels d'infrastructure vidéo. Créé en 1988, sa solution permet à ses clients de livrer une gamme complète de services vidéo aux appareils grand public (TV, ordinateurs, tablettes et Smartphone). Le CA 2016 se fixe à 113,1 M\$ et se décompose ainsi :

- Video Revenue (90,5% du CA)
- Cable Edge Revenue (9,5 % du CA)



Créé en 2004, Edgewater propose aux principaux opérateurs et propriétaires de contenu une solution complète Software/Hardware permettant de délivrer un contenu vidéo TV sur des réseaux IP en y insérant des services TV non linéaire. Le CA 2016 s'élève à 252 M€ (+23,9 %) et se répartit de la façon suivante :

- Produits (82,5 % du CA)
- Service (17,5% du CA)

Principaux agrégats de l'échantillon

Société	Capitalisation	Dette nette	VE	CA				EBITDA				EBIT				RN			
				2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Ateme SA	107	1	108	29	38	48	64	-3	4	7	12	-5	1	4	8	-2	1	4	7
Harmonic Inc.	422	-51	371	340	385	404	456	7	20	52	51	-11	2	23	37	-14	-3	16	26 ¹
Edgeware AB	111	-2	109	22	27	33	40	2	3	5	8	1	2	4	6	1	2	4	5

source: FactSet / Euroland Corporate

Multiples de valorisation de l'échantillon

Société	VE/CA			VE/EBITDA				VE/EBIT			PER		
	2015	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2017	2018	2015	2016	2018
Ateme SA	3,8x	2,2x	1,7x	ns	30,7x	15,2x	9,2x	ns	27,6x	13,3x	ns	177,7x	15,7x
Harmonic Inc.	1,1x	0,9x	0,8x	52,4x	18,4x	7,1x	7,2x	ns	16,1x	10,1x	ns	ns	16,2x
Edgeware AB	5,0x	3,3x	2,7x	51,0x	37,6x	20,1x	14,1x	72,8x	25,1x	16,9x	96,3x	66,5x	21,6x
Moyenne	3,3x	2,2x	1,7x	51,7x	28,9x	14,1x	10,2x	72,8x	22,9x	13,4x	96,3x	122,1x	17,8x
Mediane	3,8x	2,2x	1,7x	51,7x	30,7x	15,2x	9,2x	72,8x	25,1x	13,3x	96,3x	122,1x	16,2x

source: FactSet / Euroland Corporate

Nous appliquons la moyenne des ratios de l'échantillon aux agrégats d'EBE, de ROC et de RN de la société sur les années 2018 et 2019. **Prenant une décote de taille de 10%, la valorisation fully diluted d'Anevia par titre ressort à 4,10 €.**

Conclusion

Pour conclure, nous initions la couverture d'Anevia avec une opinion Accumuler et un objectif de cours fully diluted de 4,60 €, issu de la moyenne des valorisations par DCF (5,10 €) et par comparables (4,10 €).

Compte de résultat (M€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Chiffre d'affaires	8,5	7,5	11,7	13,6	17,3	20,5
Excédent brut d'exploitation	-3,4	-4,8	0,0	-0,4	1,1	2,3
Résultat opérationnel courant	-4,4	-5,2	-0,5	-0,7	0,8	1,9
Résultat opérationnel	-4,4	-5,2	-0,5	-0,7	0,8	1,9
Résultat financier	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Impôts	-0,6	-0,3	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6
Résultat net part du groupe	-3,9	-5,3	0,1	-0,3	1,2	2,3
Bilan (M€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Actifs non courants	0,7	0,7	0,6	0,9	1,2	1,7
<i>dont goodwill</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	1,5	0,2	0,5	0,6	0,8	1,0
Disponibilités + VMP	2,6	2,7	2,1	3,3	3,3	4,4
Capitaux propres	2,8	-0,9	-0,8	0,8	2,0	4,3
Emprunts et dettes financières	1,3	3,3	3,0	2,8	2,3	1,6
Total Bilan	8,1	7,5	8,1	10,4	12,4	15,3
Tableau de flux (M€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Marge Brute d'autofinancement	-3,7	-5,0	0,4	0,0	1,5	2,7
Variation de BFR	0,4	-1,8	0,4	0,1	0,2	0,2
Flux net de trésorerie généré par l'activité	-4,2	-3,2	0,0	-0,1	1,3	2,5
Investissements opérationnels nets	-0,5	-0,3	-0,6	-0,5	-0,7	-0,8
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-0,5	-0,3	-0,6	-0,5	-0,7	-0,8
Augmentation de capital	5,8	1,6	0,0	1,9	0,0	0,0
Variation emprunts	0,4	2,1	-0,2	-0,2	-0,5	-0,8
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux de trésorerie liés au financement	6,2	3,8	-0,2	1,7	-0,5	-0,8
Variation de l'endettement financier net	1,5	0,4	-0,8	1,1	0,1	1,0
Ratios (%)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Variation chiffre d'affaires	15,9%	-11,6%	55,2%	16,7%	26,8%	18,4%
Marge EBE	-39,8%	-64,0%	0,3%	-3,1%	6,4%	11,2%
Marge opérationnelle courante	-52,0%	-68,7%	-4,3%	-5,3%	4,4%	9,4%
Marge opérationnelle	-52,0%	-68,7%	-4,3%	-5,3%	4,4%	9,4%
Marge nette	-45,7%	-70,5%	0,9%	-2,2%	6,9%	11,4%
Capex/CA	-5,8%	-3,8%	-5,0%	-4,0%	-4,0%	-4,0%
BFR/CA	17,8%	2,0%	4,6%	4,5%	4,7%	4,8%
ROCE	-149,4%	-526,7%	-32,9%	-36,3%	27,1%	50,9%
ROCE hors GW	-149,4%	-526,7%	-32,9%	-36,3%	27,1%	50,9%
ROE	-139,1%	600,3%	-14,4%	-37,3%	59,4%	53,6%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Gearing (%)	-48%	-60%	-123%	-55%	-47%	-64%
Dettes nette/EBE	0,4	-0,1	27,3	1,0	-0,9	-1,2
EBE/charges financières	215,7	124,1	-2,3	-5,5	9,1	16,1
Valorisation	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Nombre d'actions (en millions)	2,5	3,1	3,1	3,6	3,6	3,6
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,5	2,8	3,1	3,3	3,6	3,6
Cours (moyenne annuelle en euros)	6,7	3,5	5,0	4,2	4,2	4,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-1,3	0,5	0,9	-0,4	-0,9	-2,8
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	-1,6	0,3	0,8	-0,6	-1,1	-3,0
PER	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
VE/ EBE	0,5	-0,1	22,3	1,5	-1,0	-1,3
VE/ROC	0,4	-0,1	-1,5	0,9	-1,5	-1,6
VE/CA	-0,2	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,1
P/B	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Données par action €)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Bnpa	-1,6	-1,7	0,0	-0,1	0,3	0,7
Book value/action	1,1	-0,3	-0,3	0,2	0,6	1,2
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

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 des recommandations sur les 12 derniers mois :

Achat: (-)

Accumuler: Depuis le 29/03/2017

Alléger: (-)

Vendre: (-)

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	Oui	Non	Oui

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

Disclaimer

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