

Witbe

Edition de logiciels

Achat	<i>Potentiel</i>	16%
Objectif de cours		8,10 €
Cours au 13/09/2018 (c)		6,98 €
Euronext Growth		
Reuters / Bloomberg	ALWIT.PA / ALWIT.FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-15,5%	4,2%	-1,7%	-9,3%
Perf CAC Small	-7,0%	-2,8%	-7,9%	-3,9%

Informations boursières	
Capitalisation (M€)	28,4
Nb de titres (en millions)	4,06
Volume moyen 12 mois (titres)	3 812
Extrêmes 12 mois	5,84 € / 9,23 €

Actionnariat	
Groupe familial Planche	51,3%
Autres membres du conseil	1,0%
Flottant	47,7%

Données financières (en M €)				
au 31/12	2017	2018e	2019e	2020e
CA	16,2	22,5	25,8	29,7
var %	3,2%	38,5%	14,8%	15,2%
EBE	-1,2	2,9	5,2	8,1
%CA	-7,6%	13,0%	20,1%	27,4%
ROC	-3,3	0,8	3,0	5,9
%CA	-20,2%	3,8%	11,8%	19,7%
RN	-4,1	0,8	2,6	4,6
%CA	-25,3%	3,5%	10,3%	15,4%
Bnpa (€)	ns	0,18	0,63	1,08
ROCE (%)	-17%	4%	12%	20%
ROE (%)	-67%	11%	27%	32%
Gearing (%)	28%	31%	17%	-3%
Dette nette	1,7	2,2	1,7	-0,4
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)				

Ratios				
	2017	2018e	2019e	2020e
VE/CA (x)	2,2	1,4	1,2	1,0
VE/EBE (x)	15,1	10,6	5,9	3,5
VE/ROC (x)	67,8	36,6	10,0	4,8
PE (x)	ns	ns	ns	ns

Analyste :

Louis-Marie de Sade

01 44 70 20 77

lmdesade@elcorp.com

Avec la participation de Guillaume Roque

Qualité certifiée !

- **Bénéficiaire d'un positionnement concurrentiel unique (mode opératoire de rupture, expertise technologique, offre transversale multi-usages, -appareils, -flux) sur un marché fragmenté du Monitoring et du Test & Validation, Witbe s'impose comme un leader mondial de la « Qualité d'Expérience » (QoE). Fort de plus de 300 clients et d'un CA de 16,2 M€ en 2017, la Société entend poursuivre sa conquête de parts de marché en France et à l'international, tout en bénéficiant d'un redressement important de la MOC à plus de 10% dès 2019. Au cours actuel, le titre présente selon nous un potentiel de revalorisation attractif.**
- Pure player de la QoE depuis ses débuts, Witbe a développé une technologie, composée de plusieurs briques (les Robots, le Workbench, le Système central), permettant de reproduire le comportement d'utilisateurs finaux d'un service et apportant ainsi des informations à forte valeur ajoutée à ses clients.
- Grâce à son offre entièrement intégrée et compatible avec 1/ l'ensemble des flux (data, mobile/voix, vidéo), 2/ les dernières technologies (OTT, 4K, ...) et 3/ tous les supports (mobile, tablette, ...), Witbe s'est constituée un portefeuille de clients internationaux (76% du CA 2017 hors France) de plus de 300 références (AT&T, Comcast, Orange, ...).
- Nous anticipons une hausse des revenus grâce notamment au développement du segment des « Corporates ». Ne composant que 18% du CA 2017 (vs 82% pour les « Telcos »), l'offre de Witbe est désormais parfaitement alignée avec les attentes de cette clientèle et représente un potentiel de marché conséquent.
- En parallèle, la forte croissance attendue sur les prochains exercices permettra une amélioration notable de la rentabilité compte tenu également d'une accentuation de son rayonnement à l'international, en continuant à cibler les Etats-Unis comme zone privilégiée, mais en misant aussi sur des « zones émergentes » à fort potentiel : 1/ Royaume-Uni, 2/ LATAM et 3/ Asie.
- **Avec un potentiel d'upside supérieur à 15%, nous initions la couverture avec une opinion à l'Achat et un objectif de cours de 8,10 €.**

Sommaire

ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT	5
SWOT	7
WITBE : UN SPÉCIALISTE DANS LA MESURE DE LA QOE	8
UNE VOCATION À S'IMPOSER À L'INTERNATIONAL	13
L'INNOVATION COMME ADN	12
LES ROBOTS AU CŒUR DE L'OFFRE	13
LES ROBOTS : ÉLÉMENT CENTRAL DU SYSTÈME WITBE	13
WORKBENCH : L'OUTIL DE SUPERVISION DES ROBOTS	15
SYSTÈME CENTRAL, CERVEAU DE L'OFFRE WITBE	16
L'ÉCLOSION DE LA QOE DANS UN CONTEXTE STRUCTURELLEMENT PORTEUR	17
UNE PROFONDE TRANSFORMATION DES RÉSEAUX HABITUELS	17
LA QOE : UNE NÉCESSITÉ	19
L'ÉDITION DE LOGICIELS : UN MARCHÉ PORTEUR POUR LA QOE	21
PERSPECTIVES STRATÉGIQUES ET FINANCIÈRES	24
UNE PLATEFORME INNOVANTE EN PHASE AVEC LES ATTENTES DU MARCHÉ	25
UNE OFFENSIVE À L'INTERNATIONAL ET SUR LES CLIENTS CORPORATE	25
UNE STRUCTURE FINANCIÈRE SAINTE	29
VALORISATION DE WITBE	30
VALORISATION PAR LES DCF	30
CONCLUSION	31

Argumentaire d'investissement

Depuis son IPO Witbe s'est inscrit dans une phase de transition autour de nombreux développements et d'un réalignement de la stratégie de *Go to Market*. La finalisation de cette phase, la qualité des assets technologiques ainsi que le potentiel de croissance des revenus à l'international signent le début d'une nouvelle histoire. Nous initions donc la couverture avec une opinion à l'Achat et un objectif de cours à 8,10 €.

Un pure player de la QoE

Face au foisonnement de l'offre conjugué à l'exigence accrue des utilisateurs, mesurer la Qualité d'Expérience (QoE) de l'utilisateur est devenu un enjeu critique, au cœur de la stratégie de Witbe depuis ses débuts. Dans un marché fragmenté du monitoring, Witbe bénéficie d'un positionnement unique. Pure player de la QoE, le groupe est aujourd'hui un des très rares acteurs à pouvoir proposer une si large palette de Monitoring et de Test & Validation, que cela soit sur les flux data, mobile/voix ou vidéo.

Une offre à forte valeur ajoutée et adaptée au marché

S'appuyant sur un département R&D fort de 48 collaborateurs, Witbe développe et commercialise une technologie de tests et de mesures de la QoE ainsi que de diagnostic de réseaux à partir de « Robots » installés en bout chaîne reproduisant le comportement d'utilisateurs finaux d'un service. Son offre, multi-usages (OTT, 4K, ...), multi-appareils (smartphone, tablette, ...) et multi-flux (data, mobile/voix, vidéo), apporte à ses clients des informations à forte valeur ajoutée sur notamment la disponibilité, l'intégrité et la performance de leurs services, autant d'éléments leur permettant de choisir les axes de développement à privilégier pour améliorer la Qualité d'Expérience.

Une technologie déjà largement éprouvée à l'international

Leader mondial de la QoE, Witbe a déjà su séduire une large typologie de clientèle. Preuve de son succès, ses technologies sont aujourd'hui adoptées par plus de 300 clients dans 45 pays à travers le monde, dont de grands câblo-opérateurs (Comcast, Rogers...), de grands opérateurs télécoms (Orange, Bell Canada...) et de grands groupes mondiaux (BNP Paribas, Total...).

Des nouveaux leviers de croissance

Proposant une offre entièrement intégrée et compatible avec les dernières technologies du marché, Witbe enregistrera une amélioration sensible de ses revenus grâce à deux principaux leviers : 1/ une accentuation de son rayonnement à l'international, en continuant à cibler l'Amérique du Nord comme zone prioritaire mais également des zones « émergentes » à fort potentiel (Royaume-Uni, LATAM et Asie) et 2/ un développement du segment des « Corporates », représentant un potentiel de marché très important.

SWOT

Forces

- Véritable pionnier de la QoE depuis 2000
- Une offre globale (multi-appareils, multi-réseaux et multi-usages)
- Une présence mondiale auprès de grands comptes
- Une chaîne de valeur entièrement intégrée
- Une forte capacité d'innovation

Faiblesses

- Des niveaux de marges encore faibles

Opportunités

- Les éditeurs de logiciels tirent la croissance du numérique
- Des besoins toujours plus importants de monitoring dans un contexte d'exigence accrue des utilisateurs
- Ecllosion de la QoE
- Implantation sur des marchés importants (USA, Europe, Asie)

Menaces

- Des évolutions de marché à suivre
- Un marché concurrentiel avec des acteurs aux moyens financiers significatifs

Witbe : un spécialiste dans la mesure de la QoE

Witbe, fondée en 2000 par Marie-Véronique Lacaze et Jean Michel-Planche, anciens fondateurs et dirigeants d'Oléane, un des premiers opérateurs Internet historiques en France, est née d'un constat : les outils traditionnels de mesure de la Qualité de Service (QoS) ne sont plus suffisants et adaptés au contexte actuel. Les réseaux, autrefois « network centric », sont devenus « user centric » et l'enjeu économique s'est transféré vers les utilisateurs.

Face au foisonnement de l'offre conjugué à l'exigence accrue des utilisateurs, mesurer la Qualité d'Expérience (QoE) de l'utilisateur est devenu un enjeu critique, au cœur de la stratégie de Witbe depuis ses débuts.

Ainsi, Witbe a développé et commercialisé une technologie de tests et de mesures de la QoE ainsi que de diagnostics de réseaux à partir de Robots installés en bout de chaîne reproduisant le comportement d'utilisateurs finaux d'un service.

Pour ses clients, les technologies développées par Witbe ont deux utilisations : en phase de pré-production pour le test & la validation de nouvelles offres et en phase de post-production pour le monitoring et l'optimisation de services existants.

L'offre de Witbe centrée sur la mesure de la QoE



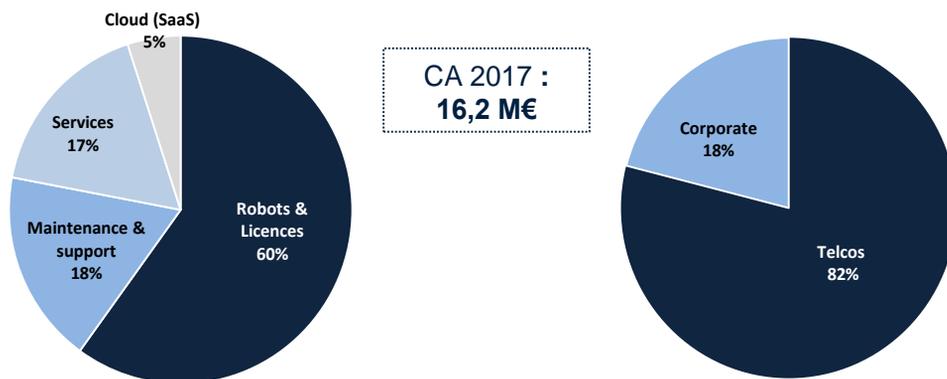
L'offre de Witbe est constituée de trois éléments principaux :

- Le « Workbench » : véritable outil de pilotage permettant l'administration des robots et des tests à réaliser en temps réel ;
- Les « Robots » : équipements hardwares, utilisant des logiciels propriétaires ou des protocoles normalisés, permettant de réaliser des comportements scénarisés d'utilisateurs, appelés scénarii, décidés à partir du Workbench ;
- Le « Système central » : regroupe l'ensemble des briques logicielles permettant de stocker les données provenant des robots, de les analyser, de les filtrer selon leur pertinence et de les restituer de manière synthétique et personnalisée au client.

Pilotés par le Workbench, les Robots sont capables de reproduire le comportement d'utilisateurs finaux d'un service (regarder une vidéo à la demande sur une tablette, réaliser un achat en ligne depuis un mobile...), quel que soit le mode de connexion (câble, Wifi, 4G), sur tous types d'appareils (ordinateur, smartphone, tablette) et sur tous types de flux (data, voix, vidéo). Ils transmettent ensuite les données récoltées au Système Central. Ce dernier, notamment par l'intermédiaire du « Portail », les traite alors et les restitue au client sous la forme d'informations à forte valeur ajoutée compréhensibles par l'opérateur.

Les clients sont alors non seulement en capacité de connaître en temps réel la disponibilité de leurs services, leur performance et leur intégrité mais disposent également d'éléments clés leur permettant de réduire le taux d'attrition de leurs clients, d'optimiser leur budget d'investissement, de diminuer le coût de maintenance de leurs infrastructures, etc. Les clients sont ainsi en mesure d'apprécier la véritable qualité d'expérience délivrée aux utilisateurs et de décider ainsi des axes d'amélioration clés.

Répartition du CA 2017



Source : société

Witbe tire ses revenus de quatre sources :

- Robots & Licences: vente de licences, associée ou non à du hardware (60%) ;
- Maintenance & support: contrats de maintenance des robots et des scénarii (18%) ;
- Services: intégration des solutions et formation des équipes (17%) ;
- Cloud: location de solutions Robots & Licences en mode SaaS (5%).

Le chiffre d'affaires de Witbe est réalisé auprès de deux typologies de clients complémentaires :

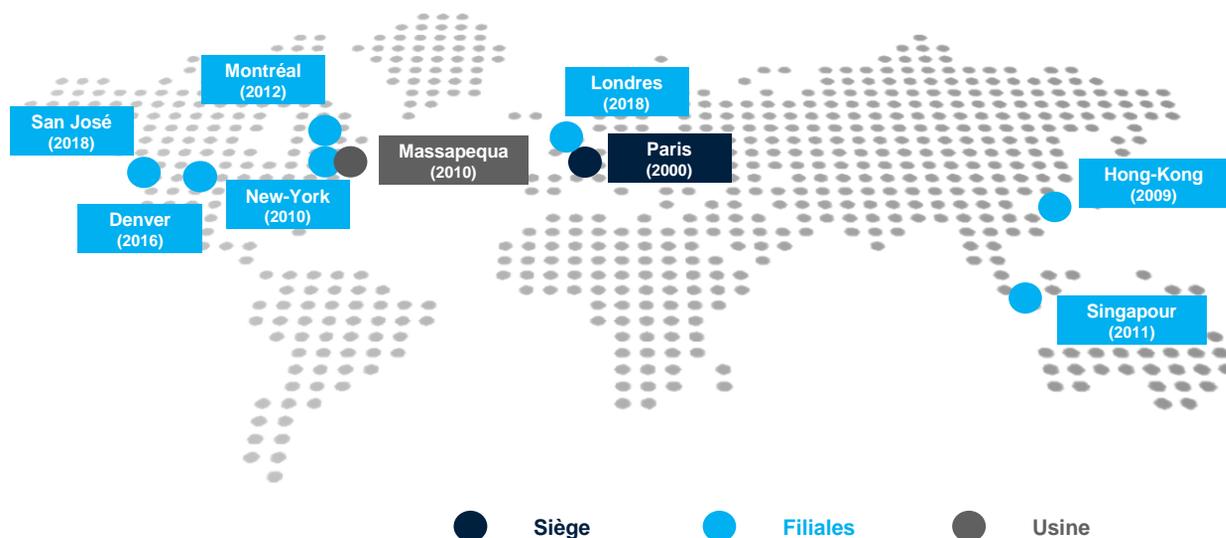
- Les « Telcos » (82%): opérateurs de télécommunications, fournisseurs d'accès à internet, de services audiovisuels, de contenus de type OTT, etc ;
- Les « Corporates » (18%): entreprises utilisant des applications basées sur les réseaux IP.

Le segment « Telcos » se caractérise par des clients à la pointe de la technologie et dont la qualité de l'expérience numérique est fondamentale pour leur activité. Ils

Une vocation à s'imposer à l'international

Après cinq premières années (2000 – 2005) consacrées à la conception de l'offre et la conquête de premiers clients en France, les cinq années suivantes (2006 – 2010) ont été dédiées à l'enrichissement de l'offre ainsi qu'à l'élargissement des débouchés « Telcos » européens. La période de 2011 à 2015 a marqué un vrai tournant pour Witbe, le développement international étant devenu la priorité avec un focus en Amérique du Nord. Son introduction en bourse sur Euronext Growth en avril 2016 lui a donné les moyens d'accélérer son déploiement comme en témoigne les récentes ouvertures début 2018 de bureaux à Londres et San José, ainsi qu'une usine à Massapequa couvrant la production des robots pour l'Amérique.

Une couverture internationale



Source : société

Ses huit bureaux témoignent de la couverture internationale de Witbe. Réalisant plus de 75% (vs 65% en 2015) de son chiffre d'affaires à l'étranger en 2017, Witbe a vocation à s'imposer comme un leader de la QoE à l'échelle mondiale.

Pour cela, Witbe souhaite continuer sur sa stratégie actuelle mettant l'accent sur la conquête de nouveaux clients, notamment sur le marché nord-américain. Représentant déjà le premier marché de Witbe en termes de taille (7,1 M€ 2017, 44% du CA), celui-ci présente de multiples opportunités pour les années à venir: plusieurs centaines d'opérateurs d'infrastructures de tailles diverses, panier moyen sensiblement plus élevé, consolidation en cours sous l'impact des GAFAs et NATUs, mutation tout IP en marché forcée, etc.

Le Groupe a donc pour ambition de conforter et accroître son rayonnement à l'international, en continuant à cibler l'Amérique du Nord comme zone prioritaire mais également des zones « émergentes » à fort potentiel : Royaume-Uni, LATAM et Asie.

L'innovation comme ADN

Depuis sa création, l'innovation technologique est au cœur des priorités de Witbe. Pour rester à la pointe de son marché, le Groupe a depuis toujours eu un engagement fort en R&D pour sans cesse enrichir son offre de nouveaux produits et améliorer ceux existants.

Sur ses 135 collaborateurs fin 2017, Witbe dispose d'un département R&D entièrement intégré, fort de 43 ingénieurs (fin 2017), dont 36 en France et 7 au Canada. Witbe bénéficie de l'expérience et de la qualité de ses équipes, lesquelles possèdent une grande capacité d'adaptation aux nouvelles technologies du marché dont ils assurent une veille permanente. Cette réactivité se démontre par la rapidité à intégrer, dans les meilleurs délais, les nouvelles technologies à l'offre du Groupe.

Historique des innovations R&D

Année	Innovation(s)
2001	Lancement de l'algorithme Smartping mesurant la qualité du réseau
2003	Nouvelle offre de Robots dédiés au monitoring des services voix et données mobiles (VoIP)
2004	Début du monitoring des services vidéos (IPTV) à travers une nouvelle gamme de Robots et l'algorithme MOS mesurant la qualité délivrée des flux vidéo
2006	Les Robots vidéo s'adaptent au streaming sur internet...
2008	... puis au nouveau format de flux vidéo HD
2011	Comptabilité avec de nouvelles plateformes (smartphones et tablettes)
2012	Début du monitoring des réseaux 3G et 4G
2014	Nouvelles technologies de monitoring liées aux services vidéo Over-The-Top (OTT) et nouvelle version de l'algorithme Smartping compatible avec les dernières innovations
2015	Elargissement de l'offre avec de nombreuses nouveautés : Witbe Workbench, Witbe Remote Eye Controller (REC), Witbe Earth et Robots dédiés à la 4K.
2017	Offre unique de monitoring vidéo OTT en mode cloud
2018	Lancement du nouveau Robot "Witbe On-The-Go" dédié au monitoring vidéo des applications mobiles, de l'outil d'analyse « Datalab » et de la nouvelle version de « Witbe Earth »

Source : société

Les Robots au cœur de l'offre

L'offre de Witbe s'articule autour de 3 principaux éléments: 1/ des Robots permettant l'exécution de scénarios définis et collectant des données, 2/ le Workbench, centre de contrôle permettant de piloter les robots et 3/ le Système Central, permettant d'analyser et de restituer les informations de manière intelligible aux clients. L'ensemble de ces éléments offrent la possibilité aux clients de Witbe de simuler en temps réel les comportements des utilisateurs sur une multitude de devices et de mesurer la QoE sur l'ensemble des services Voix / Données / Vidéo fournis par l'opérateur ou l'entreprise.

Les Robots : élément central du système Witbe

Fruit des efforts de R&D menés depuis plus de 15 ans par les équipes de Witbe, les Robots sont constitués d'une partie *hardware* (boîtier, carte mère, processeur, ...) et d'une partie *software* propriétaire permettant de reproduire des comportements d'utilisateurs et de mesurer la qualité d'expérience. En fonction des besoins des clients et de la brique logicielle intégrée, plusieurs types de robots sont à distinguer :

- Les **Robots Data** destinés à surveiller la disponibilité, la performance et l'intégrité de sites internet, d'applications ou encore de services intranet. Ces robots prennent en charge notamment les différents protocoles internet standards (HTTP, FTP, POP,...) et effectuent des tests sur ordinateurs, tablettes, smartphones, etc ;
- Les **Robots Voix** permettant la surveillance de la qualité des appels téléphoniques sur les réseaux fixes / mobiles tout en couvrant l'ensemble des fréquences de la voix humaine et envoyant et recevant des SMS. Ces équipements permettent une gestion des réseaux mobiles (2G, 3G, 4G) et du wifi sur les ordinateurs, tablettes, smartphones, téléphones IP, etc ;
- Les **Robots Vidéo** mesurant la qualité audio et vidéo délivrée telle que l'utilisateur pourrait l'expérimenter. Ces Robots effectuent des tests sur tous types de flux (VoD, OTT, IPTV, application TV, ...), selon différentes normes (2K, 4K, ...) et sur une multitude d'appareils : box internet, TV, smartphones, tablettes, etc.

Exemples de visuels de Robots Witbe

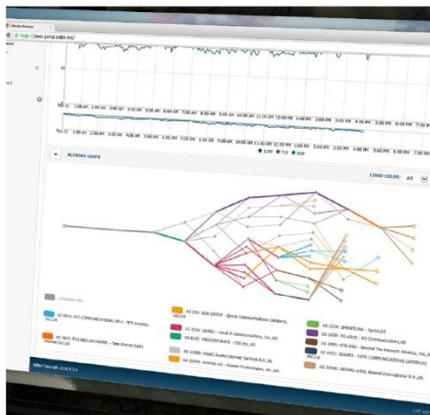


Installé en bout de chaîne du réseau de distribution, le Robot est placé en situation de client final et est capable de reproduire n'importe quel comportement utilisateur: commander un film en VoD, regarder la télévision en direct, passer un appel, envoyer des messages, se connecter à Facebook pour publier un statut, partager un tweet,... Et ce de manière régulière, automatisée et sans interruption (24h/24, 7j/7).

Au-delà de ces technologies intégrées aux Robots, Witbe a développé plusieurs briques logicielles à forte valeur ajoutée :

- **Smartping**, un algorithme permettant d'analyser le chemin emprunté par le signal au sein d'un réseau complexe pour déterminer quel nœud de ce réseau peut être à l'origine d'une dégradation du service. Des informations telles que le temps écoulé, le chemin parcouru, les éventuelles pertes,... sont collectées puis analysées pour reconstituer visuellement toutes les routes empruntées par les paquets de données. Il devient alors possible de savoir dans quelle zone se situe un éventuel problème et de définir les responsabilités entre les différents intervenants de ce réseau ;
- **Vidéo MOS** (*Mean Opinion Score*), un algorithme permettant de tester le flou, la pixelisation et les saccades d'une image et ainsi de détecter les dégradations sur une vidéo et de les qualifier. Issue de nombreuses années de R&D, cette technologie permet d'évaluer la qualité perçue d'une image par l'oeil et le cerveau humain et donc de déterminer la qualité d'un flux vidéo de la même manière qu'un utilisateur le ferait, avec les mêmes jugements de valeur que lui. Autre avantage concurrentiel de cette technologie: elle est non intrusive et permet d'analyser un image diffusée en direct.

Exemples de visuels des technologies Witbe



Smartping



Vidéo MOS

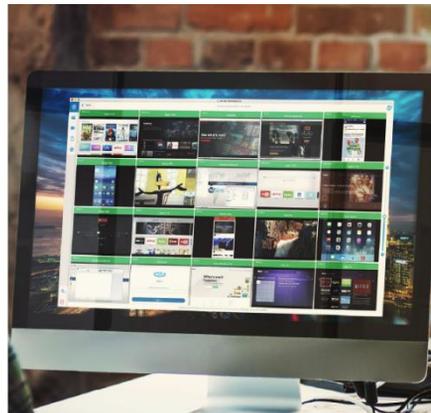
Source : Société

Workbench : l'outil de supervision des robots

Lancée en 2015, la plateforme Workbench est l'interface de pilotage des Robots Witbe permettant de les administrer en temps réel. Les différents efforts de R&D réalisés ces dernières années ont permis d'optimiser la plateforme tout en ajoutant de nouvelles fonctionnalités innovantes. Dans sa dernière version la suite Workbench est composée de 6 modules :

- **Ressource Manager**, un module permettant de configurer de manière immédiate n'importe quel terminal (smartphone, lecteur média, ...) permettant une supervision instantanée des flux ;
- **Script Writer**, un assistant *codeless* facilitant la création de scénarios qui seront ensuite exécutés par les robots (envoi d'un message, changement de chaîne, ...)
- **Live Recorder**, un second assistant permettant d'enregistrer en direct ses actions de navigation pour les transformer en scénario automatisable et réalisable par les robots ;
- **Scheduler**, véritable pont entre la création de scénario et la visualisation des résultats, ce module permet de planifier le lancement des scénarios ainsi que de les cadencer périodiquement ;
- **Mobile App Recorder**, un outil de monitoring dédié aux applications mobiles pour une supervision sur de véritables terminaux.

Visuel de l'interface de pilotage REC



Source : Société

Système central, cerveau de l'offre Witbe

Dernier élément de l'offre Witbe, le Système central collecte les données en provenance des robots, les analyse et les restitue au client via des tableaux de bord sous la forme d'informations à forte valeur ajoutée et décisionnelle. L'utilisateur peut alors visualiser en temps réel les problèmes éventuels : indisponibilité, dégradation du signal, mauvaise qualité, ... Et prendre la bonne décision au bon moment.

Ces tableaux de bords peuvent être utilisés par le client dans deux cas de figure : en pré-production pour réaliser des tests et valider un service en amont de son déploiement et en post-production pour monitorer les réseaux existants.

L'ADN innovante de Witbe se retrouve une nouvelle fois dans cette solution via des briques logicielles à forte valeur ajoutée :

- **Remote Eye Controller**, une interface unique permettant de visualiser en temps réel tous les flux vidéos issus d'une multitude de robots et de prendre le contrôle de n'importe quel terminal affiché ;
- **Witbe Earth**, un outil de cartographie offrant une vue globale et en temps-réel de l'infrastructure du client. Il permet ainsi de surveiller l'état et les performances des nœuds du réseau.

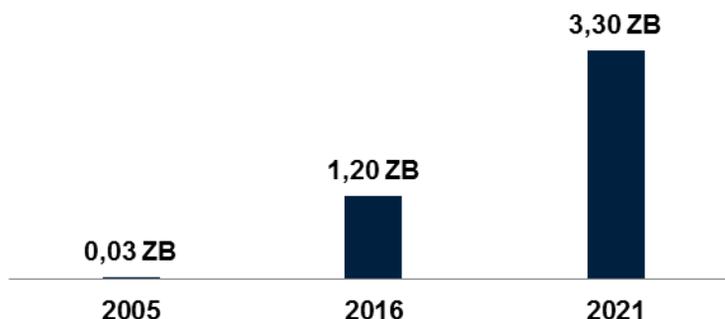
L'éclosion de la QoE dans un contexte structurellement porteur

Une profonde transformation des réseaux habituels

Depuis son apparition à la fin des années 1990, l'architecture des réseaux IP a suivi de nombreuses mutations. Utilisant autrefois des réseaux distincts, la data, la voix et la vidéo sont dorénavant toutes transportées sur un réseau unique, le réseau IP.

Ce dernier croît, depuis quelques années déjà, à un rythme exponentiel. En effet, selon une étude de Cisco, le trafic IP mondial était en 2016 de 1,2 ZB et devrait tripler d'ici 2021 pour atteindre 3,3 ZB, soit un taux de croissance annuel moyen de 24%. Si l'on étudie l'évolution du trafic IP depuis 2005, son explosion n'est que plus criante : son volume serait multiplié par 127 à horizon 2021 selon cette même étude.

Une explosion du trafic IP mondial



Source : « Cisco Visual Networking Index : Forecast and Methodology, 2006 – 2011 »

Cette croissance est tirée par trois facteurs :

- **Un accès à Internet facilité**

En 2018, le cap symbolique des quatre milliards d'internautes, soit plus de 50% de la population mondiale, a été franchi. Cette diffusion est le fruit d'innovations technologiques successives. Au fil des dernières années, les points d'accès à internet se sont multipliés (Wifi, Hotspots, 3G, 4G, et bientôt 5G) si bien que les connections sans fil représenteront 63% du trafic IP mondial en 2021.

- **Une multiplication des appareils connectés**

A l'ère de « l'Internet des Objets » (IoT), les objets connectés se propagent sur le marché. Sous l'effet d'une réduction des coûts et d'une grande accessibilité à internet, on assiste à une explosion de leur nombre. Dès 2021, les appareils connectés devraient être 3,5 fois plus nombreux que la population mondiale,

contre 2,3 en 2016. Ces derniers pénètrent l'ensemble des secteurs et revêtent de multiples formes : smartphones, tablettes, consoles, voitures connectées, vêtements intelligents, lunettes et montres connectés, robots, drones, etc.

▪ De nouveaux modes de consommation

Sous la numérisation globale de l'économie, de nouveaux modèles apparaissent. Grâce aux nouvelles technologies, nous assistons notamment à une consommation nomade : partout, tout le temps, sur tout équipement. La télévision en est un parfait exemple. Cette dernière, sous l'impulsion de nouveaux services comme l'OTT, se regarde de plus en plus de façon « délinéarisée ». Autrement dit, au-delà du visionnage de programmes au moment de leur diffusion, sur le poste de télévision.

Zoom sur l'OTT

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



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.

Le marché OTT va connaître très prochainement une phase de croissance explosive. 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. Selon Digital TV Research, le CA mondial de l'OTT devrait doubler d'ici 2022, passant ainsi de 37 Mds\$ en 2016 à 83 Mds\$.

A travers cette croissance exponentielle du trafic IP mondial et ses facteurs, il convient de noter l'envolée de tous les types de flux : données, voix/mobile et vidéo. A titre d'exemple, les flux de données professionnelles vont croître en moyenne de 21% par an d'ici à 2021 selon Cisco. De son côté, les flux « mobile » vont être multipliés par sept sur ce même horizon. Enfin, les flux « vidéo » connaîtront un taux de croissance annuel moyen de 26% de 2016 à 2021.

Le « tout IP » a bouleversé les réseaux traditionnels grâce à 1/ l'accessibilité accrue à Internet, 2/ la multiplication des objets connectés, 3/ l'émergence de nouveaux modes de consommation et 4/ l'explosion des différents flux, faisant apparaître de nouveaux besoins en monitoring. Witbe a su identifier ces besoins et a profité de cette opportunité pour développer, dès ses débuts, une offre multi-réseaux répondant aux nouvelles problématiques liées aux consommateurs : la qualité de l'expérience.

La QoE : une nécessité

Les récentes évolutions technologiques, l'augmentation du trafic l'Internet et ses nouveaux usages ont nécessité la création de réseaux complexes.

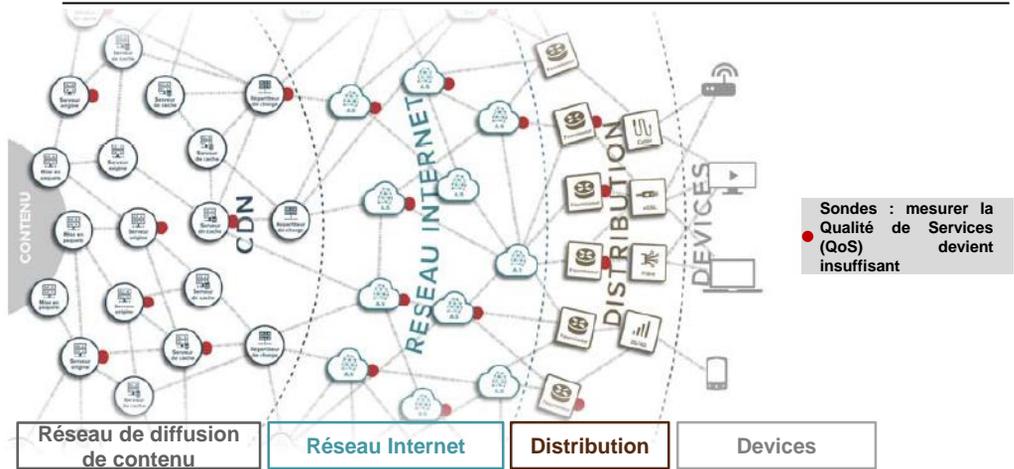
Avec l'avènement de nouvelles innovations comme l'OTT, les réseaux se sont profondément transformés pour passer d'une organisation centralisée à une architecture ouverte.

Cela a eu deux conséquences immédiates : 1/ la perte de maîtrise des réseaux de bout en bout et 2/ la définition des limites de responsabilité entre chaque acteur du réseau de plus en plus difficile à établir.

Dans ce contexte, la question de la qualité du service délivré est clé, mais l'approche traditionnelle de la QoS ne suffit plus.

La « Quality of Service », ou QoS, développée dans les années 1990, s'attache à appréhender la qualité du réseau au travers des moyens techniques utilisés.

La QoS selon Witbe



Source : Entreprise

Pour s'assurer du bon fonctionnement du réseau, des sondes sont positionnées entre les principaux équipements des différents intervenants (diffuseurs de contenus, acteurs techniques, opérateurs, fournisseurs d'accès à internet, utilisateurs...) pour vérifier leur état et, le cas échéant, détecter des anomalies.

Cette approche uniquement centrée sur la performance des équipements et des réseaux est aujourd'hui insuffisante. D'une part, la bonne santé de tous les équipements du réseau ne garantit pas une expérience utilisateur optimale. D'autre part, une expérience utilisateur de qualité peut être possible sur un réseau partiellement défaillant. La QoS présente donc quelques limites majeures : 1/ un caractère intrusif des sondes placées directement sur les équipements, 2/ une approche qui n'est que réactive, 3/ une vision parcellaire du réseau, 4/ une

décorrélation entre la qualité de l'infrastructure et la qualité du service et surtout 5/ de vraies limites dans la capacité à connaître la qualité perçue par l'utilisateur.

Or, dans cette nouvelle architecture décentralisée, une profusion de services s'offre aux clients suite à la multiplication exponentielle des acteurs. Cela a induit une volatilité accrue des utilisateurs. La notion de fidélité se perd et la satisfaction du client est clé. La qualité délivrée devient donc un élément différenciateur et un puissant facteur de rétention. La demande pilote alors la chaîne de valeur industrielle qui doit s'intégrer de bout en bout et se réorganiser en conséquence.

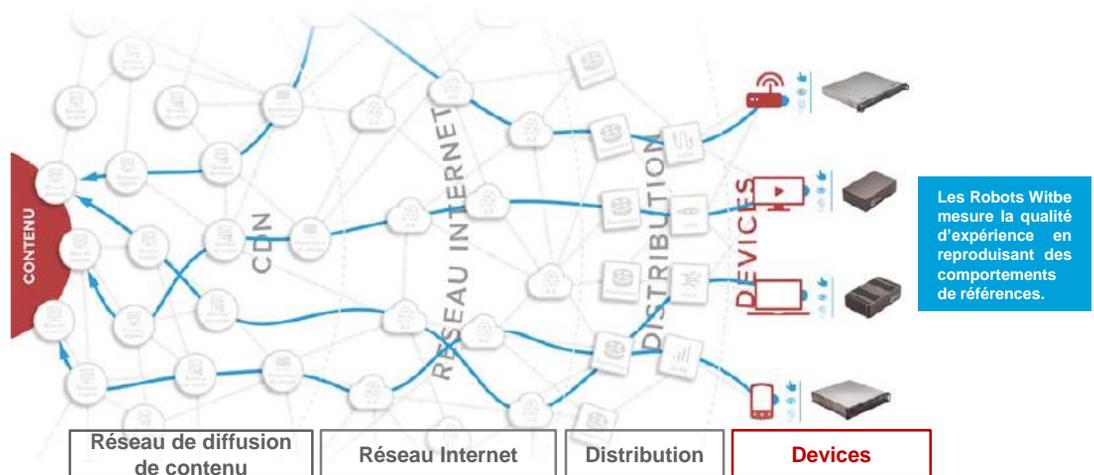
Il a donc fallu réfléchir à une nouvelle approche du monitoring, complémentaire à la QoS, et celle-ci se nomme « Quality of Experience », ou QoE.

Le livre blanc de la QoE ¹ définit cette notion de la manière suivante :

« La QoE représente l'ensemble des caractéristiques objectives et subjectives propres à satisfaire, fidéliser ou donner confiance à un utilisateur au travers du cycle de vie d'un service. La QoE se mesure par une évaluation subjective d'une personne ou d'une population cohérente de clients ou d'utilisateurs sur un service dont elles ont l'usage. Cette appréciation, formulée dans un contexte d'utilisation spécifique du service s'appuie sur des compétences et un vécu propre à cette population ».

Grâce à la QoE, on assiste à un changement de paradigme avec le passage d'une approche « Network Centric » à « User Centric », centré sur la nature et la qualité du service rendu du point de vue de l'utilisateur, et non plus sur la santé et le fonctionnement de l'intégralité des équipements.

La QoE selon Witbe



Source : Société

La QoE consiste à reproduire régulièrement, à l'aide d'outils de monitoring, des comportements de référence comme un utilisateur pourrait les avoir et observer, non seulement que le service est bien assuré, mais aussi que celui-ci répond aux

¹ : « De la mesure à la QoE », Le Club de la QoE (association d'experts), 2015

attentes des clients en termes de qualité (disponibilité, performance et intégrité du service).

Cette approche top-down (centrée sur l'utilisateur) et non plus bottom-up (centrée sur les infrastructures) permet de mieux localiser les problèmes rencontrés par les utilisateurs mais aussi d'anticiper les dysfonctionnements avant qu'ils ne les impactent.

Grâce à ses Robots placés en bout de chaîne, Witbe offre, au contraire de la QoS, une vision précise de la qualité véritablement délivrée telle que pourrait l'expérimenter un utilisateur. Son approche, innovante, trouve de nombreuses traductions économiques pour ses clients : identification du domaine de responsabilité, réduction des coûts de maintenance, réduction de l'attrition client, optimisation des logiques et budgets d'investissements, etc. En apportant des informations clés à ses clients sur la qualité d'expérience, Witbe positionne la QoE comme un élément indispensable à la QoS dans un univers très concurrentiel où les utilisateurs finaux sont peu fidèles et versatiles.

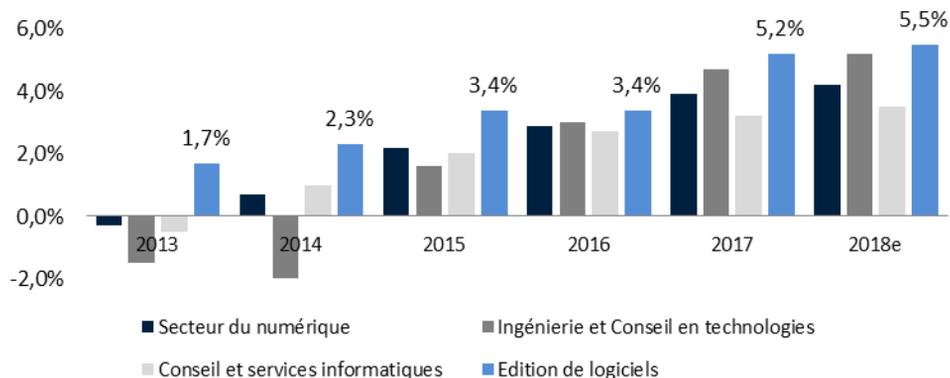
L'édition de logiciels : un marché porteur pour la QoE

Cette année encore, les dépenses en logiciel tirent la croissance du secteur numérique.

Selon les dernières estimations du Syntec, sur un marché de 54,1 Mds€ en 2017, les métiers du conseil et des services IT représentent 61% de ce dernier (33,0 Mds€), l'édition de logiciels, 22% (11,9 Mds€) et le conseil en technologies, 17% (9,2 Mds€). Après une croissance de +3,9% en 2017, le secteur est attendu en hausse de +4,2% en 2018, porté par une logique d'investissement visant à accélérer la transformation numérique des entreprises. Depuis 2010, les éditeurs de logiciels surperforment le secteur IT avec une hausse de +5,2% en 2017 et une croissance estimée de +5,5% en 2018.

Witbe, en tant qu'éditeur de solutions logiciels dans ses robots, est directement affecté par le dynamisme du marché des logiciels. Nous concentrerons donc notre étude sur ce dernier.

Les éditeurs de logiciels tirent la croissance du secteur numérique



Sources : Syntec, IDC, juin 2018

En 2017, 71% des éditeurs de logiciels ont vu leur chiffre d'affaires augmenter grâce notamment à :

- **De nouvelles offres logicielles**

Witbe répond pleinement à ce critère en développant sans cesse son offre. 2017 fut notamment marqué par le lancement de son Robot de monitoring vidéo OTT en mode cloud. L'année 2018 semble aller dans la même direction avec le nouveau Robot nomade « Video On-The-Go », dédié au Monitoring vidéo des applications mobiles ;

- **L'impact de l'Intelligence Artificielle**

L'Intelligence Artificielle et ses dérivés, notamment le Machine Learning, renouvellent en profondeur le marché des éditeurs. Le marché de l'IA, représentant 125 M€* (2017) en France, est, en effet, en très forte croissance de +40% en 2017 et estimée à +49% en 2018. Ces outils d'analyses avancés, combinés aux technologies Big Data, ouvrent le champ des possibles. L'enjeu devient alors de se différencier des concurrents et de se positionner avantageusement sur la chaîne de valeur à l'aide d'applications d'apprentissage avancées. C'est d'ailleurs ce que Witbe propose en développant ses Robots intelligents ;

- **L'internationalisation comme axe de développement**

Une part croissante du chiffre d'affaires des éditeurs est réalisée hors France. Les Etats-Unis apparaissent notamment comme le premier choix des éditeurs de logiciels français, devant des pays frontaliers comme le Royaume-Uni ou la Belgique. Witbe suit cette logique. En effet, la France représente 24,3% de son CA en 2017 (vs 34,3% en 2015). L'Amérique (Etats-Unis et Canada) est également au cœur de sa stratégie (43,7% de son CA en 2017).

La QoE : un secteur en devenir ?

Ce marché étant naissant, il est encore difficile d'estimer le plein potentiel de ce segment de l'édition dans les années futures.

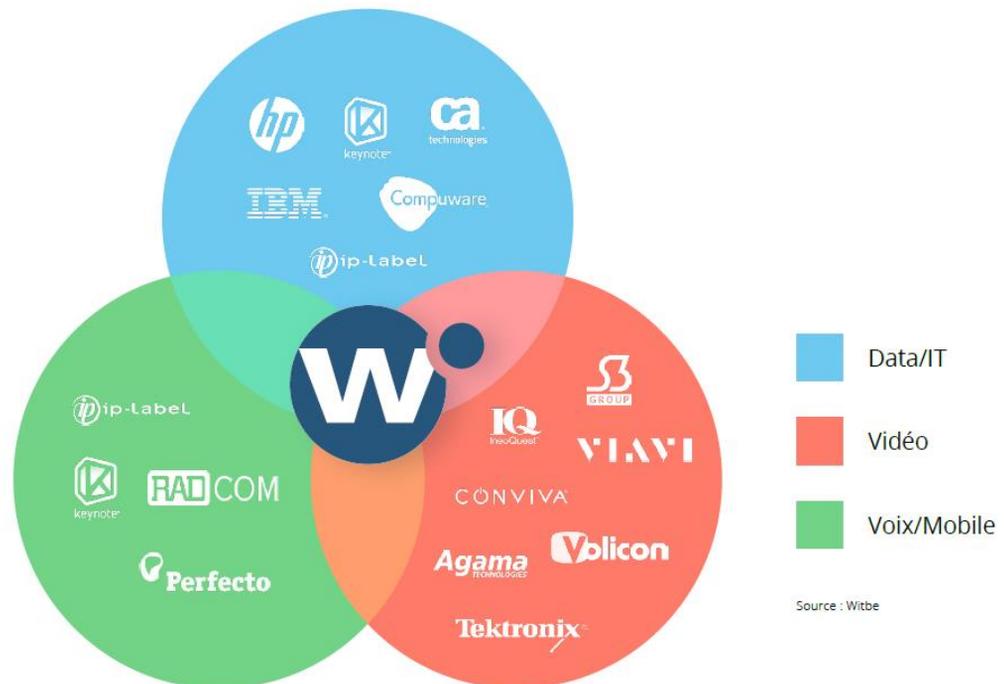
Néanmoins, selon une récente étude de Gartner, « *Market Share Analysis : Performance Analysis Software* » (2016), le marché du monitoring dans sa globalité peut se vanter en 2016 d'une croissance mondiale de 13,9%, atteignant 9,1 Mds\$. Le cabinet de conseil Markets and Markets tablait lui en 2015 sur une progression annuelle moyenne du marché global du monitoring réseaux de + 10% sur 2015 -2019.

La QoE va donc être appelée à croître dans les années futures, notamment sur la vidéo. En effet, dès 2021, la vidéo représentera, selon Cisco, 82% du trafic IP mondial, les besoins en monitoring seront donc élevés. Witbe, avec sa large palette de robots, a les armes pour s'imposer dans ce nouveau marché à très fort potentiel.

* Syntec, IDC, juin 2018

Dans un marché fragmenté du monitoring, Witbe bénéficie d'un positionnement unique. Pure player de la QoE, le groupe dispose depuis sa création en 2000 d'une offre transversale multi-appareils, multi-réseaux, multi-usages. Il est aujourd'hui un des très rares acteurs à pouvoir proposer une si large palette de Monitoring et de Test & Validation, que cela soit sur les flux data, mobile/voix ou vidéo. Witbe a su séduire au fil des années et a déjà pu démontrer son savoir-faire auprès de plus de 300 clients parmi lesquels figurent de nombreux grands comptes internationaux (Vodafone, AT&T...).

L'univers concurrentiel de Witbe (acteurs de la QoS et QoE)

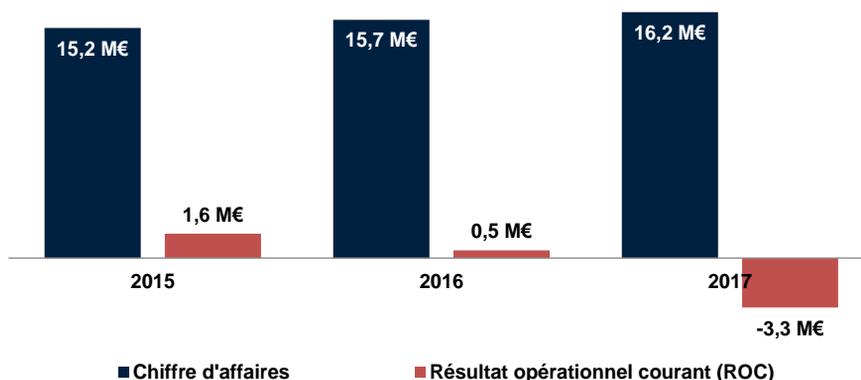


Witbe évolue aujourd'hui dans un univers extrêmement concurrentiel où de nombreux acteurs de la QoS et de la QoE s'affrontent. Ces derniers, généralement spécialisés sur un type de flux (data, voix/mobile ou vidéo) ou sur certains supports (ordinateurs, tablettes, etc...), ont souvent adopté une spécialisation verticale. Witbe a pris le contre-pied dès les années 2000 en concevant une technologie horizontale, apte à adresser de multiples segments de marché et entièrement destinée à la QoE. Bien que certains concurrents aient également choisi de développer une offre transversale (ex: Ip-label, InfoVista...), rares sont ceux à mesurer la véritable qualité d'expérience.

Perspectives stratégiques et financières

Après une période de forte croissance pré-IPO (2016), le Groupe a dû faire face à un tassement de ses ventes pour plusieurs raisons. La première est une demande réduite des opérateurs télécoms en France. Les tensions entre les opérateurs français ainsi que la consolidation toujours en cours du secteur ont eu pour conséquence de faire ralentir les investissements et le lancement de nouveaux services nécessitant un monitoring de la QoE.

Historique de CA et de ROC pour la période 2015-17



Sources : Société, Euroland Corporate

La seconde raison est d'ordre opérationnel avec 1/ le recrutement de deux commerciaux en 2014 aux USA qui, ne s'avérant pas bénéfique pour Witbe, a nécessité un remplacement et 2/ le décès du directeur commercial du groupe, en charge des principaux clients, qui ont impacté de manière significative l'organisation de la société et sa capacité à améliorer ses ventes.

S'en est suivi une phase de transition, commerciale d'abord, avec de nouveaux recrutements et un réalignement de la stratégie globale *Go to Market* avec comme priorité la conquête de nouveaux clients.

Une plateforme innovante en phase avec les attentes du marché

La transition a aussi été technologique, avec le développement des dernières briques permettant de proposer une plateforme complètement en phase avec les standards actuels du marché. Fruit des importants développements produits menés depuis 2 ans, Witbe a lancé dans la dernière version de sa plateforme de nouvelles briques autour du machine learning :

- Le **Witbe Datalab**, nouvelle interface de restitution des données, basée sur les techniques d'agrégation de données issues du Big Data et intégrant de nouvelles dimensions d'analyse qui transforment les données mesurées par les robots Witbe en information à forte valeur ajoutée ;
- Le **Keyboard Learner**, un algorithme de détection de posters pour les services de VOD ;
- **Witbe On-The-Go**, solution à destination des opérateurs mobile et plus largement des acteurs de l'OTT et permettant de cartographier la qualité d'expérience des réseaux mobiles, notamment la vidéo.

Suite à ces deux années de transition depuis l'IPO, le Groupe peut aujourd'hui s'appuyer sur une plateforme technologique complètement *up to date* et en ligne avec les attentes du marché ainsi que sur une force commerciale renouvelée et capable de porter l'offre du Groupe auprès d'une base clientèle élargie.

De plus, la nouvelle course au contenu initiée par les opérateurs télécoms, notamment en France, autour de nouvelles offres de streaming (vidéo, jeux, magazines, ...), a relancé la nécessité de monitorer la QoE et donc les investissements correspondants. Cela s'accompagne d'une tendance de fond à l'innovation perpétuelle avec une évolution constante des standards (4K, 8K, ...) et le lancement de nouveaux produits (réalité virtuelle, cloud gaming, ...) renforçant de manière durable les besoins en monitoring de la QoE.

Une offensive à l'international et sur les clients Corporate

Premier axe privilégié par le Groupe, Witbe compte accélérer son développement à l'international notamment en Amérique du Nord et en EMEA. L'Amérique du Nord est en train de vivre de nombreuses mutations vers le « tout-IP » avec de nombreuses innovations produits et des rapprochements structurants entre acteurs du secteur permettant de voir émerger les offres Triple-Play et Quadruple-Play. Cette offre étant apparue en France il y a plus de 10 ans, Witbe compte profiter de ce timing et de sa maîtrise technique du tout-IP pour gagner rapidement des parts de marché.

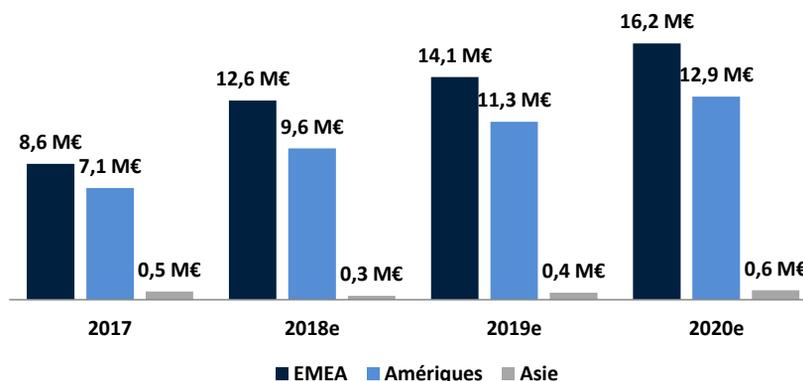
L'OTT devrait aussi constituer un réservoir de croissance important pour Witbe. Avec plus de 193,3 millions d'utilisateurs de service OTT aux USA (eMarketer 2017) dont 76,2% ayant déjà regardé une vidéo sur un service d'OTT payant (ex : Netflix, Amazon, HBO, ...), le Groupe possède là un véritable vivier de clients potentiels, ceux-ci devant proposer une qualité optimale à une base d'utilisateurs toujours plus importante et toujours moins captive.

En Amérique du Nord, l'organisation est désormais organisée autour de deux bureaux sur la côte Est (New York et Montréal) et un bureau à Denver, à proximité des centres d'opérations de nombreux clients américains. Ce dispositif vient d'être complété en 2018 par l'implantation d'une antenne commerciale à San José (Californie), rattachée au bureau de Denver. Toujours dans une volonté de proximité, des ingénieurs Witbe ont été déployés chez certains clients, à Toronto, Phoenix, Seattle, Los Angeles, et Washington.

Seconde zone géographique privilégiée par le Groupe, l'Europe, implantation historique de Witbe, dont la dynamique reste forte avec d'une part un besoin des opérateurs Telecom de proposer une expérience utilisateur optimale, principal levier de rétention client et d'autre part une l'explosion des services d'OTT sur un marché de plus de 38,7 millions d'abonnés à la SVOD dans l'UE (selon l'Observatoire européen de l'audiovisuel) en 2016, en croissance de 55,5% entre 2011 et 2016 pour l'UE-27. Le Royaume-Uni, pays considéré par le Groupe comme hors-Europe à cause de ses différences culturelles et de son approche commerciale plus proche de celle de l'Amérique du Nord, est aussi une zone géographique de première importance. Une première implantation physique à Londres a ainsi été initiée en 2018 et un premier contrat record a été signé.

Dans l'optique de continuer son expansion géographique, le Groupe mise notamment sur sa capacité actuelle à accompagner ses clients européens (espagnols notamment) dans ces pays. Ainsi, l'Amérique Latine est évoquée, avec la présence d'un commercial sur zone.

Répartition du CA entre régions géographiques



Source : Société, Euroland Corporate

En parallèle de cette accélération à l'international, Witbe compte profiter de sa nouvelle plateforme technologique pour développer son offre à destination des Corporates. Segment largement sous représenté dans le mix client global (18% du CA 2017) mais qui représente 66% des facturations en France en 2017. Le Groupe possède aujourd'hui les technologies nécessaires et le discours commercial adéquat pour développer cette offre dans les autres pays où la Société est présente.

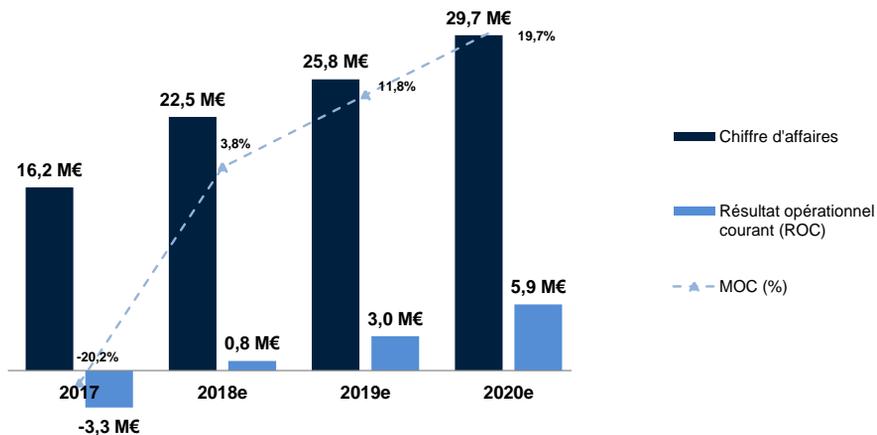
Evolution du CA Groupe entre 2017 et 2020e



Source : Société, Euroland Corporate

Au global, nos prévisions s'appuient sur les leviers évoqués précédemment et notamment sur : 1/ un marché porteur grâce à la dynamique actuelle des Telecom et grâce à l'explosion de l'OTT, 2/ une accélération à l'international notamment au UK, aux USA et en Amérique Latine, 3/ un développement de l'offre auprès d'une cible Corporate. A cela s'ajoute la capacité du Groupe à réaliser de l'up-sale (vente d'un plus grand nombre de robots) à ses clients existants dont les besoins augmentent fortement, conduisant à une forte croissance de Witbe

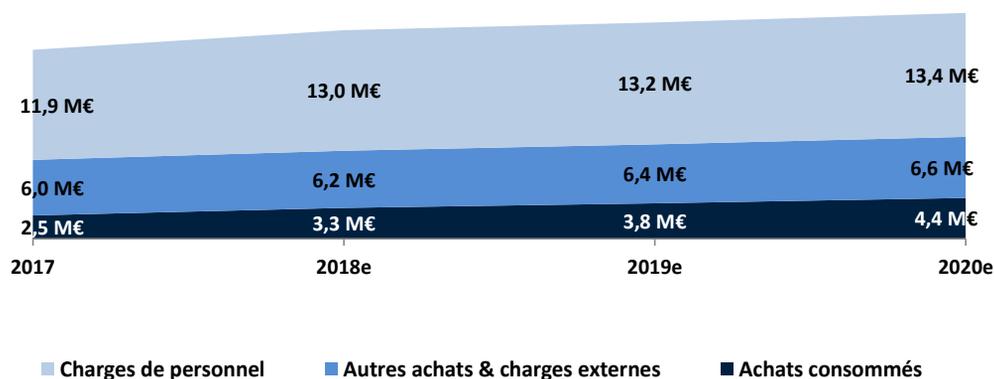
Evolution du ROC entre 2017 et 2020e



Source : Euroland Corporate

Représentant 73,2% du CA 2017, les charges de personnel devraient enregistrer une hausse modérée sur les prochains exercices se limitant à des recrutements ciblés. Second poste, les autres achats & charges externes, représentant 37,0% du CA 2017 devraient aussi se contenir suite à une baisse des budgets marketing sur les salons.

Évolution des principaux postes de charges



Source : Euroland Corporate

Compte de résultat synthétique

Compte de résultat (M€)	2017	2018e	2019e	2020e
Chiffre d'affaires	16,2	22,5	25,8	29,7
Excédent brut d'exploitation	-1,2	2,9	5,2	8,1
Résultat opérationnel courant	-3,3	0,8	3,0	5,9
Résultat opérationnel	-3,3	0,8	3,0	5,9
Résultat financier	-0,8	-0,1	-0,1	-0,1
Impôts	0,0	0,0	-0,3	-1,2
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-4,1	0,8	2,6	4,6

Source : Euroland Corporate

Une structure financière saine

A fin 2017, Witbe présentait une structure financière saine avec un endettement net de 1,7 M€ et des capitaux propres de 6,1 M€, cette structure d'endettement reste maîtrisée avec un gearing 2018e de 36%. A cette solidité bilancielle s'ajoute un ROE 2019e de 22% ainsi qu'un ROCE 2019e de 12%, laissant présager une utilisation des fonds et des outils de production optimisée. Compte tenu du redressement de la nouvelle dynamique commerciale, du redressement des marges, des investissements effectués et du remboursement de la dette, nous nous attendons une génération de cash à partir de 2020e.

Valorisation de Witbe

Pour valoriser la société, nous avons retenu la méthode de valorisation par l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF). Nous n'avons pas retenu la méthode des comparables boursiers pour des raisons de 1/ positionnement, Witbe étant spécialisé dans le QoE sur tous types de datas alors que ses concurrents sont principalement orientés QoS sur un seul type de data et 2/ taille des concurrents, bien plus importants que Witbe, diversifiés et aux profils de rentabilité différents.

Valorisation par les DCF

Les principales hypothèses de notre valorisation par les DCF sont les suivantes :

- **Croissance du chiffre d'affaires:** un TCAM de +22,4% entre 2017 et 2020 compte tenu principalement de l'accélération à l'international et du développement de l'offre Corporate.
- **Rentabilité opérationnelle:** la marge opérationnelle est attendue en forte hausse d'ici 2020 compte tenu de la croissance et de la maîtrise des charges de structure. Nous prenons l'hypothèse d'une marge normative de 19,7% en 2021.
- **Impôts:** compte tenu des 4,1 M€ de perte en 2017, Witbe devrait bénéficier d'un taux d'imposition très faible jusqu'en 2020. Au delà, nous appliquons un taux à 33,3%.
- **Besoin en fonds de roulement:** un BFR positif de 41,9% du CA à partir de 2020.
- **Investissements:** la plateforme technologique étant maintenant grandement développée et à jour avec les standards du marché, nous faisons l'hypothèse d'un niveau d'investissement décroissant progressivement jusqu'à 7,5% du CA.
- **Un taux d'actualisation (WACC) de 11,79% basé sur :**
 - un taux sans risque de 0,70%
 - une dette financière nette estimée de 2,5 M€ au 30/06/2018
 - une prime de risque de 5,75%
 - un bêta de 2,07

Hypothèses retenues pour le calcul du WACC

Taux sans risque (OAT 10 ans)	0,70%
Prime de risque	5,75%
Bêta sans dette	1,97
Bêta endetté	2,07
Coût des capitaux propres	12,6%
Coût de la dette après impôts	1,33%
Coût moyen pondéré du capital	11,79%
Taux de croissance à l'infini	2,00%

Source : Euroland Corporate

Tableau des DCF

En M€	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Chiffre d'affaires	22,5	25,8	29,7	32,7	35,3	37,1	38,9	40,9	41,7	42,5
variation (%)	38,5%	14,8%	15,2%	10,0%	8,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%	2,0%
Résultat opérationnel courant	0,8	3,0	5,9	6,5	7,0	7,3	7,7	8,1	8,2	8,4
Taux de marge opérationnelle courant	3,8%	11,8%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%
- Impôts	0,0	-0,3	-1,2	-2,2	-2,3	-2,4	-2,6	-2,7	-2,7	-2,8
Taux d'IS (%)	0,0%	-11,1%	-21,2%	-33,3%	-33,3%	-33,3%	-33,3%	-33,3%	-33,3%	-33,3%
+ DAP nettes	2,1	2,1	2,3	2,9	2,9	2,9	2,8	2,9	3,0	3,1
Cash Flow opérationnel	2,9	4,9	6,9	7,2	7,6	7,7	8,0	8,3	8,5	8,7
- Variation du BFR	-1,8	-1,5	-1,8	-1,2	-1,1	-0,7	-0,8	-0,8	-0,3	-0,3
- Investissements opérationnels	-2,5	-2,7	-3,0	-2,9	-2,8	-2,8	-2,9	-3,1	-3,1	-3,2
Free Cash flow actualisé	-1,3	0,6	1,7	2,1	2,3	2,3	2,1	2,0	2,0	1,9
Somme des FCF actualisés	15,6									
Valeur terminale actualisée	19,3									
Valeur d'entreprise	34,9									
Dette nette	2,5									
Actifs financiers	0,3									
Valeur des capitaux propres	32,7									
Nombre d'actions	4 064									
Valeur par action	8,1 €									

Source : Euroland Corporate

Matrice de sensibilité

		Taux de croissance à l'infini				
		1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
C	10,79%	8,6	8,9	9,3	9,6	10,1
M	11,29%	8,1	8,3	8,6	8,9	9,3
P	11,79%	7,6	7,8	8,1	8,3	8,6
C	12,29%	7,1	7,3	7,5	7,8	8,1
	12,79%	6,7	6,9	7,1	7,3	7,5

Source : Euroland Corporate

Conclusion

Notre valorisation de Witbe par DCF ressort à 8,10 € par action et nous initions notre couverture à l'Achat.

Compte de résultat (M€)	2017	2018e	2019e	2020e
Chiffre d'affaires	16,2	22,5	25,8	29,7
Excédent brut d'exploitation	-1,2	2,9	5,2	8,1
Résultat opérationnel courant	-3,3	0,8	3,0	5,9
Résultat opérationnel	-3,3	0,8	3,0	5,9
Résultat financier	-0,8	-0,1	-0,1	-0,1
Impôts	0,0	0,0	-0,3	-1,2
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-4,1	0,8	2,6	4,6
Bilan (M€)	2017	2018e	2019e	2020e
Actifs non courants	5,2	5,6	6,2	6,9
<i>dont goodwill</i>	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	7,9	9,2	10,7	12,5
Disponibilités + VMP	3,7	2,2	1,8	3,1
Capitaux propres	6,1	7,2	9,9	14,4
Emprunts et dettes financières	5,4	4,4	3,5	2,7
Total Bilan	21,6	22,2	24,6	29,1
Tableau de flux (M€)	2017	2018e	2019e	2020e
Marge Brute d'autofinancement	-3,2	1,8	3,7	5,7
Variation de BFR	0,4	-1,8	-1,5	-1,8
Flux net de trésorerie généré par l'activité	-1,5	1,0	3,3	5,1
Investissements opérationnels nets	-2,5	-2,5	-2,7	-3,0
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-2,5	-2,5	-2,7	-3,0
Augmentation de capital	0,1	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	1,8	-1,0	-0,9	-0,8
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	1,9	-1,0	-0,9	-0,8
Variation de l'endettement financier net	-2,1	-2,4	-0,4	1,3
Ratios (%)	2017	2018e	2019e	2020e
Variation chiffre d'affaires	3,2%	38,5%	14,8%	15,2%
Marge EBE	-8%	13%	20%	27%
Marge opérationnelle courante	-20%	4%	12%	20%
Marge opérationnelle	-20%	4%	12%	20%
Marge nette	-25%	3%	10%	15%
Investissements opérationnels nets/CA	15%	11%	11%	10%
BFR/CA	49%	41%	41%	42%
ROCE	-17%	4%	12%	20%
ROCE hors GW	-17%	4%	12%	20%
ROE	-67%	11%	27%	32%
Payout	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2017	2018e	2019e	2020e
Gearing (%)	28%	31%	17%	-3%
Dettes nette/EBE	-1,4	0,8	0,3	-0,1
EBE/charges financières	18,4	43,7	79,4	122,7
Valorisation	2017	2018e	2019e	2020e
Nombre d'actions (en millions)	4,1	4,1	4,1	4,1
Nombre d'actions moyen (en millions)	3,5	4,1	4,1	4,1
Cours (moyenne annuelle en euros)	8,8	7,0	7,0	7,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	30,6	28,4	28,4	28,4
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	1,7	2,2	1,7	-0,4
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	32,3	30,6	30,0	28,0
PER	ns	ns	ns	ns
VE / EBE	15,1	10,6	5,9	3,5
VE / ROC	67,8	36,6	10,0	4,8
VE / CA	2,2	1,4	1,2	1,0
P/B	3,8	3,9	2,9	2,0
Données par action (€)	2017	2018	2019	2020
Bnpa	0,02	0,18	0,63	1,08
Book value/action	1,5	1,8	2,4	3,6
Dividende /action	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 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

Historique des recommandations sur les 12 derniers mois :

Achat : depuis le 13/09/2018

Accumuler : (-)

Neutre : (-)

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.

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 États-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