

Achat	<i>Potentiel</i>	33%
Objectif de cours	6,00 € (vs 8,10 €)	
Cours au 29/01/2019(c)	4,51 €	
Euronext Growth		
Reuters / Bloomberg	ALWIT.PA / ALWIT.FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-6,7%	-4,5%	-20,5%	-36,2%
Perf CAC Small	8,8%	10,9%	-0,2%	-24,3%

Informations boursières	
Capitalisation (M€)	18,3
Nb de titres (en millions)	4,06
Volume moyen 12 mois (titres)	4 063
Extrêmes 12 mois	4,20 € / 7,96 €

Données financières (en M €)				
au 31/12	2017	2018e	2019e	2020e
CA	16,2	19,0	22,1	25,4
var %	3,2%	17,1%	16,2%	15,0%
EBE	-1,2	2,0	3,8	6,0
%CA	-7,6%	10,6%	17,4%	23,8%
ROC	-3,3	-0,1	1,6	3,7
%CA	-20,2%	-0,3%	7,3%	14,6%
RN	-4,1	-0,1	1,5	3,4
%CA	-25,3%	-0,6%	6,6%	13,3%
Bnpa (€)	ns	-0,03	0,35	0,80
ROCE (%)	-17%	0%	8%	16%
ROE (%)	-67%	-2%	19%	30%
Gearing (%)	28%	18%	14%	-5%
Dette nette	1,7	1,1	1,1	-0,6
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)				

Ratios				
	2017	2018e	2019e	2020e
VE/CA (x)	2,2	1,0	0,9	0,7
VE/EBE (x)	15,1	9,8	5,2	3,0
VE/ROC (x)	67,8	ns	12,2	4,9
PE (x)	ns	ns	ns	ns

Analyste :

Louis-Marie de Sade
01 44 70 20 77
lmdesade@elcorp.com

Un CA S2 un peu inférieur aux attentes, une dynamique prometteuse**Publication du chiffre d'affaires annuel 2018**

Witbe publie un CA annuel de 19,0 M€ en croissance de +17%, un peu inférieur à l'objectif fixé par le management qui attendait une croissance d'au moins 20% et 38,5%e. Après un S1 record, l'activité s'est maintenue à un niveau soutenu avec une progression, en séquentiel, de +14% au S2. Au global les zones EMEA et Amériques tirent la croissance.

Commentaires

Après une première partie d'année en très forte croissance (+77% vs S1 2017), Witbe affiche une croissance de +14% au S2 en séquentiel (-9,7% vs S2 2017), moins forte que prévue mais permettant au global d'afficher une année en hausse de +17% (+18% à tcc).

Sur la zone EMEA, l'activité a progressé de +19% en 2018, en forte croissance après une année 2017 stable à +1%. L'exercice a été caractérisé par l'ouverture des bureaux en Grande-Bretagne, permettant la signature de nouvelles références de premier plan ainsi que par l'accompagnement de la base installée de clients vers un déploiement plus poussé des solutions Witbe. Au global, la zone Europe & Moyen-Orient représente 54% du CA Groupe.

Sur la zone Amériques, la Société a réalisé un CA de 8,4 M€, en croissance de +18% (+19% à tcc). Si le Canada affiche de bonnes performances, la dynamique sur la côte ouest des USA s'est avérée moindre que prévue en raison des performances d'un commercial. Contraint de se séparer de celui-ci, il est en passe d'être remplacé. A noter la concrétisation des premiers contrats Corporate en Amérique du Nord, levier de croissance identifié qui devrait permettre au Groupe de continuer sur sa dynamique.

L'Asie, qui représente 2% de l'activité globale, s'est inscrite en retrait de -21%. Si peu d'investissements sont réalisés actuellement sur cette zone, le Groupe maintient son implantation et sa relation avec les clients existants tout en signant ses premiers contrats avec deux acteurs télécom au Japon, marché reconnu pour sa complexité à le pénétrer.

Suite à cette publication, le management ne communique pas d'objectif chiffré pour 2019. Dans ce contexte, nous attendons un ROC 2018 de -0,1 M€ (vs 0,8 M€) et un CA 2019 de 22,1 M€ (vs 25,8 M€). Malgré la déception liée au S2, nous sommes confiants dans la capacité de Witbe à délivrer de la croissance sur le prochain exercice et bénéficier d'une structure de coût relativement stable.

Recommandation

Suite à cette publication et à la mise à jour de notre modèle (scénario plus conservateur) et compte tenu de la faible visibilité, notre objectif de cours ressort à 6,00 € (vs 8,10 €). Nous restons à l'Achat compte tenu de la baisse récente du titre.

Prochain évènement : Résultats annuels 2018 le 11 avril 2019

Compte de résultat (M€)	2017	2018e	2019e	2020e
Chiffre d'affaires	16,2	19,0	22,1	25,4
Excédent brut d'exploitation	-1,2	2,0	3,8	6,0
Résultat opérationnel courant	-3,3	-0,1	1,6	3,7
Résultat opérationnel	-3,3	-0,1	1,6	3,7
Résultat financier	-0,8	-0,1	-0,1	-0,1
Impôts	0,0	0,0	-0,1	-0,3
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	-0,1	1,5	3,4
Bilan (M€)	2017	2018e	2019e	2020e
Actifs non courants	5,2	5,3	5,4	5,6
<i>dont goodwill</i>	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	7,9	7,6	8,9	10,3
Disponibilités + VMP	3,7	3,3	2,4	3,3
Capitaux propres	6,1	6,3	7,8	11,1
Emprunts et dettes financières	5,4	4,4	3,5	2,7
Total Bilan	21,6	20,7	21,9	25,1
Tableau de flux (M€)	2017	2018e	2019e	2020e
Marge Brute d'autofinancement	-3,2	0,9	2,6	4,6
Variation de BFR	0,4	-0,2	-1,3	-1,4
Flux net de trésorerie généré par l'activité	-1,5	1,8	2,3	4,3
Investissements opérationnels nets	-2,5	-2,1	-2,3	-2,5
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-2,5	-2,1	-2,3	-2,5
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	-1,3	-0,9	0,9
Ratios (%)	2017	2018e	2019e	2020e
Variation chiffre d'affaires	3,2%	17,1%	16,2%	15,0%
Marge EBE	-8%	11%	17%	24%
Marge opérationnelle courante	-20%	0%	7%	15%
Marge opérationnelle	-20%	0%	7%	15%
Marge nette	-25%	-1%	7%	13%
Investissements opérationnels nets/CA	15%	11%	11%	10%
BFR/CA	49%	40%	40%	41%
ROCE	-17%	0%	8%	16%
ROCE hors GW	-17%	0%	8%	16%
ROE	-67%	-2%	19%	30%
Payout	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2017	2018e	2019e	2020e
Gearing (%)	28%	18%	14%	-5%
Dettes nette/EBE	-1,4	0,6	0,3	-0,1
EBE/charges financières	18,4	30,2	58,8	91,1
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	4,5	4,5	4,5
(1) Capitalisation boursière moyenne	30,6	18,3	18,3	18,3
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	1,7	1,1	1,1	-0,6
(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	19,5	19,4	17,7
PER	ns	ns	ns	ns
VE / EBE	15,1	9,8	5,2	3,0
VE / ROC	67,8	ns	12,2	4,9
VE / CA	2,2	1,0	0,9	0,7
P/B	3,8	2,9	2,4	1,6
Données par action (€)	2017	2018	2019	2020
Bnpa	0,02	-0,03	0,35	0,80
Book value/action	1,5	1,6	1,9	2,7
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 0% 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 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

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

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

Historique de recommandations :

Achat: Depuis le 13/09/2018

Accumuler: (-)

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui

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

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