

<b>Achat (vs Sous Revue)</b>	Potentiel	85%
<b>Objectif de cours</b>	<b>4,50 € (vs Ss Revue)</b>	
Cours au 22/04/2020 (c)	2,43 €	
Euronext Growth		
Reuters / Bloomberg	ALWIT.PA / ALWIT.FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-36,9%	-9,9%	-28,0%	-59,2%
Perf CAC Small	-26,7%	10,9%	-27,0%	-26,8%

**Informations boursières**

Capitalisation (M€)	9,9
Nb de titres (en millions)	4,06
Volume moyen 12 mois (titres)	5 778
Extrêmes 12 mois	1,68 € 4,62 €

**Actionnariat**

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

**Données financières (en M€)**

au 31/12	2018	2019e	2020e	2021e
CA	19,0	19,1	19,3	21,5
var %	17,4%	0,3%	1,3%	11,4%
EBE	0,6	3,2	3,3	4,8
% CA	3,3%	16,7%	17,2%	22,4%
ROC	-1,0	1,0	1,1	3,4
% CA	-5,3%	5,3%	5,9%	15,6%
RN	-0,8	0,7	1,0	2,7
% CA	-4,0%	3,5%	5,0%	12,5%
Bnpa (€)	ns	0,16	0,23	0,64
ROCE (%)	-5%	4%	5%	14%
ROE (%)	-15%	12%	13%	27%
Gearing (%)	52%	73%	18%	2%
Dette nette	2,7	2,1	1,3	0,2
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)	ns			

**Ratios**

	2018	2019e	2020e	2021e
VE/CA (x)	0,7	0,7	0,6	0,5
VE/EBE (x)	20,0	4,4	3,4	2,1
VE/ROC (x)	ns	14,0	9,9	3,0
PE (x)	ns	0,7	0,6	0,5

**Analyste :**

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

**Witbe**

Edition de logiciels

**Une superbe année 2019, de belles opportunités pour la suite****Publication des résultats 2019**

Après la publication de son CA 2019 à 19,1 M€, Witbe publie des résultats 2019 en très forte amélioration, au-dessus de nos attentes, avec un EBITDA de 3,2 M€ (vs 0,6 M€) résultant 1/ d'une amélioration de la marge brute à 87,4% (vs 84,4%) et 2/ de la politique d'optimisation des coûts portant ses fruits en 2019. Si la crise sanitaire induit des reports de signatures, la dynamique actuelle devrait se poursuivre à moyen terme.

**Commentaires**

Avec un CA déjà publié de 19,1 M€, l'année 2019 a été marquée par la signature de 29 nouveaux clients dont 2 entrants directement dans le Top 10 clients du Groupe mais aussi par une évolution du mix produits avec une augmentation des contrats Cloud et donc de la marge brute. Celle-ci s'améliore ainsi fortement sur l'exercice passant de 84,4% à 87,4% (88,4% au S2).

Cette amélioration de la marge brute combinée à la politique d'optimisation de la structure de coûts initiée en 2018 par le Groupe et portant pleinement ses fruits cette année permet une forte amélioration de la situation opérationnelle de Witbe. En effet, le recul des charges de personnel de -7% et des charges externes de -8% permettent à la Société d'économiser 1,6 M€ en année pleine et ainsi d'afficher un EBITDA de 3,2 M€ vs 0,6 M€ en 2018. Après comptabilisation des dotations aux amortissements à hauteur de 2,2 M€ (vs 1,7 M€) le ROC ressort lui aussi en forte hausse à 1,0 M€ contre une perte de -1,0 M€ l'exercice précédent. Pour finir, le RN s'affiche à 0,7 M€ soit une marge nette de 3,5%.

Côté bilanciel, 2019 a été marqué par le désendettement du Groupe avec le passage d'une dette brute de 5,0 M€ à 1,9 M€. Si le poste clients a augmenté en fin d'année pour totaliser 10,2 M€ à décembre 2019, Witbe précise que le poste clients diminué à fin mars 2020 permettant notamment de porter la trésorerie à 1,3 M€.

Concernant les perspectives 2020, le Groupe connaît une activité dynamique depuis le début de l'année avec la signature de nouveaux contrats au T1 et de belles réalisations avec notamment la supervision du dernier Super Bowl début février, l'accompagnement de Canal+ lors du lancement de Disney+ et celui de NBCU avec celui de Peacock. Si la crise sanitaire actuelle rallonge les cycles de vente (impact au T2 au moins), Witbe concentre ses efforts cet exercice sur 1/ le renforcement de son offre chez ses clients historiques, opérateurs télécoms et groupes médias, 2/ la pénétration de son offre Cloud, plébiscitée par les opérateurs et source d'une meilleure marge brute et 3/ les opportunités offertes par le lancement des nouvelles plateformes de diffusion de contenus.

Si la crise du Covid-19 impactera temporairement la situation avec des décalages de signature, la dynamique actuelle du Groupe devrait se maintenir à moyen terme. Pour l'exercice 2020 nous attendons un CA de 19,3 M€ (vs 21,5 M€).

**Recommandation**

**Après actualisation de notre modélisation et notamment des paramètres de marché, notre objectif de cours ressort à 4,50 € (vs Sous Revue) et notre recommandation passe à l'Achat (vs Sous Revue). Nous sommes confiants dans la capacité du Groupe à continuer sur la dynamique actuelle de croissance rentable.**

Compte de résultat (M€)	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Chiffre d'affaires	16,2	19,0	19,1	19,3	21,5
Excédent brut d'exploitation	-1,2	0,6	3,2	3,3	4,8
Résultat opérationnel courant	-3,3	-1,0	1,0	1,1	3,4
Résultat opérationnel	-3,3	-1,0	1,0	1,1	3,4
Résultat financier	-0,8	0,2	-0,4	-0,1	-0,1
Impôts	0,0	0,1	0,1	-0,1	-0,6
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-4,1	-0,8	0,7	1,0	2,7
Bilan (M€)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Actifs non courants	5,2	6,4	7,0	6,8	7,5
<i>dont goodwill</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	7,9	7,2	8,5	7,6	8,5
Disponibilités + VMP	3,7	2,3	-0,1	2,0	2,3
Capitaux propres	6,1	5,2	5,7	7,4	10,0
Emprunts et dettes financières	5,4	5,0	4,0	3,2	2,5
Total Bilan	21,6	21,2	21,3	21,4	23,8
Tableau de flux (M€)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Marge Brute d'autofinancement	-3,2	-0,3	1,6	1,9	3,0
Variation de BFR	0,4	1,1	-1,3	0,9	-0,9
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>-1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>	<b>4,1</b>	<b>3,2</b>
Investissements opérationnels nets	-2,5	-3,1	-1,9	-1,9	-2,2
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,1</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,2</b>
Augmentation de capital	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	1,8	-1,3	-0,9	-0,8	-0,8
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>1,9</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,8</b>
Variation de l'endettement financier net	-2,1	-2,3	-1,3	1,4	0,3
Ratios (%)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Variation chiffre d'affaires	3,2%	17,4%	0,3%	1,3%	11,4%
Marge EBE	-8%	3%	17%	17%	22%
Marge opérationnelle courante	-20%	-5%	5%	6%	16%
Marge opérationnelle	-20%	-5%	5%	6%	16%
Marge nette	-25%	-4%	3%	5%	12%
Investissements opérationnels nets/CA	15%	16%	10%	10%	10%
BFR/CA	49%	38%	45%	39%	40%
ROCE	-17%	-5%	4%	5%	14%
ROCE hors GW	-17%	-5%	4%	5%	14%
ROE	-67%	-15%	12%	13%	27%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Gearing (%)	28%	52%	73%	18%	2%
Dettes nettes/EBE	-1,4	4,2	1,3	0,4	0,0
EBE/charges financières	18,4	6,3	49,5	50,5	74,3
Valorisation	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Nombre d'actions (en millions)	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Nombre d'actions moyen (en millions)	3,5	4,1	4,1	4,1	4,1
Cours (moyenne annuelle en euros)	8,8	2,3	2,3	2,3	2,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	30,6	9,4	9,4	9,4	9,4
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	1,7	2,7	4,1	1,3	0,2
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	32,3	12,1	13,5	10,7	8,6
PER	ns	ns	ns	ns	ns
VE / EBE	15,1	19,2	4,3	3,2	2,0
VE / ROC	67,8	ns	13,5	9,5	2,9
VE / CA	2,2	0,6	0,7	0,6	0,4
P/B	3,8	1,8	1,7	1,3	0,9
Données par action (€)	2017	2018	2019	2020	2021
Brpa	0,02	-0,18	0,16	0,23	0,64
Book value/action	1,5	1,3	1,4	1,8	2,5
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

**Système de recommandations :**

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

**Achat :** Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

**Accumuler :** Potentiel de hausse du titre compris entre 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 de recommandations :**

**Achat:** Du 13/09/2018 au 28/07/2019 et du 23/09/2019 au 27/03/2020 depuis le 23/04/2020

**Accumuler:** Du 29/07/2018 au 22/09/2019

**Neutre :** (-)

**Alléger :** (-)

**Vente :** (-)

**Sous revue :** Du 28/03/2020 au 22/04/2020

**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 a été préparée par EuroLand Corporate et est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement. Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

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, 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, 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.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude. 3

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, 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, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient.

Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus.

**EuroLand Corporate**

17 avenue George V  
75008 Paris  
01 44 70 20 80