

<b>Achat</b>	Potentiel	52%
<b>Objectif de cours</b>	<b>11,00 € vs (4,50 €)</b>	
Cours au 18/09/2020 (c)		7,24 €
Euronext Growth		
Reuters / Bloomberg	ALWIT.PA / ALWIT.FP	

## Forte amélioration des résultats / lancement du plan ORION / changement de dimension

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	149,7%	43,7%	147,9%	84,2%
Perf CAC Small	-12,5%	0,9%	3,9%	-6,4%

### Informations boursières

Capitalisation (M€)	29,5
Nb de titres (en millions)	4,08
Volume moyen 12 mois (titres)	22 372
Extrêmes 12 mois	168 € 7,36 €

### Actionnariat

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

### Données financières (en M€)

au 31/12	2019	2020e	2021e	2022e
CA	19,1	20,0	22,5	25,2
var %	0,1%	4,8%	12,5%	12,1%
EBE	3,2	4,4	6,1	7,7
%CA	16,7%	21,9%	27,1%	30,7%
ROC	1,0	2,2	3,9	5,6
%CA	5,3%	11,0%	17,4%	22,0%
RN	0,7	1,4	2,6	3,7
%CA	3,5%	7,1%	11,4%	14,5%
Bnpa (€)	0,16	0,34	0,61	0,86
ROCE (%)	5%	10%	16%	21%
ROE (%)	12%	18%	25%	26%
Gearing (%)	31%	2%	-12%	-24%
Dette nette	1,8	0,2	-1,2	-3,3
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)	0%			

### Ratios

	2019e	2020e	2021e	2022e
VE/CA (x)	0,7	1,5	1,3	1,0
VE/EBE (x)	4,3	6,8	4,7	3,4
VE/ROC (x)	13,7	13,6	7,3	4,7
PE (x)	17,8	20,8	11,5	8,1

### Analyste :

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

### Publication des résultats S1 2020

Dans un environnement marqué par la crise sanitaire Witbe publie des résultats S1 marqués par une forte amélioration de son taux de marge brute à 88,6% et par une amélioration de son EBITDA de +1,2 M€ à -0,6 M€. Witbe lance son opération ORION visant à structurer le Groupe et le préparer pour la suite de son développement.

### Commentaires

Après la publication fin juillet d'un CA S1 2020 en croissance de +26%, Witbe publie des résultats S1 en amélioration. La pénétration de l'offre Cloud porte ses fruits et permet à la marge brute de progresser passant de 85,0% à 88,6% (88,4% au S2 2019).

Dans le même temps le Groupe a poursuivi l'optimisation de sa structure de coûts et a initié le projet ORION. Sur le semestre les charges de personnel ont progressé de +13% à 6,6 M€ sous l'effet du recrutement de collaborateurs au service des Opérations afin d'accompagner la mise en production des grands projets internationaux. A la fin juin l'effectif de Witbe s'établissait à 137 collaborateurs contre 122 fin 2019. Concernant les charges externes, celles-ci ont poursuivi leur recul à 2,0 M€ (-19%) notamment en lien avec la baisse des déplacements et des salons au T2 mais aussi sous l'effet des premières mesures d'automatisation des processus de l'entreprise (RH, gestion de la paie ou des notes de frais, ...). Cette optimisation du processus de vente et de facturation se poursuivra au S2. Enfin, le Groupe a déménagé de ses bureaux de la Défense pour un site à Nanterre (assemblage et data center). Au global, l'EBITDA de Witbe ressort au S1 à -0,6 M€ contre -1,7 M€. Après prise en compte des DAP, le ROC s'affiche lui aussi en amélioration à -1,6 M€ (vs -2,9 M€). Enfin, Witbe a renforcé son pilotage opérationnel en confiant la zone Amériques à Yoann Hinard (COO) et celle EMEA à Mathieu Planche (CEO).

Fort d'un PGE de 3,5 M€ Witbe affichait une trésorerie brute de 5,0 M€ à fin juin et une dette nette de 0,1 M€ (vs 1,8 M€ au 31/12).

Au S2 le Groupe compte poursuivre sa stratégie de croissance rentable tout en poursuivant l'opération ORION au travers 1/ du développement de nouvelles fonctionnalités, 2/ d'une refonte du marketing et de la communication et 3/ d'une optimisation des processus de production.

**Le timing nous semble opportun pour revenir sur les évolutions du Groupe ces deux dernières années. Witbe se positionne aujourd'hui comme une excellente opportunité avec un avenir prometteur.**

Depuis notre initiation de couverture en septembre 2018, Witbe a su opérer une transformation importante tant sur son offre technologique que sur son organisation opérationnelle. Fort de l'aboutissement de ces projets structurants et d'un newsflow positif depuis plusieurs mois nous pensons que Witbe est dorénavant orienté pour écrire une nouvelle page de son histoire, alliant croissance et forte amélioration de sa rentabilité.

## Witbe : le spécialiste de la QoE

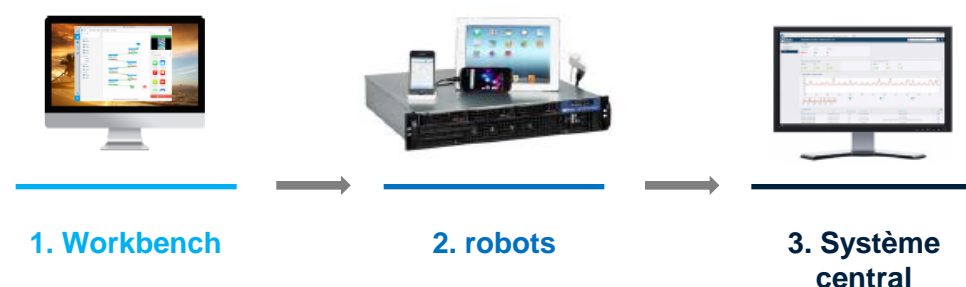
Witbe est fondée en 2000 par Marie-Véronique Lacaze et Jean Michel-Planche, anciens fondateurs et dirigeants d'Oléane, un des premiers opérateurs Internet en France. Elle est née d'un constat : les outils traditionnels de mesure de la Qualité de Service (QoS) ne sont plus suffisants et adaptés au contexte 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 et à l'exigence accrue des utilisateurs, mesurer la Qualité d'Expérience (QoE) de l'utilisateur est devenu un enjeu critique tant pour les Telecom que pour les Entreprises offrant des services numériques.

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



source : société, EuroLand Corporate

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

- Le « Workbench » : véritable outil de pilotage permettant l'administration des robots et des tests en temps réel. Ce logiciel a vu ses fonctionnalités constamment évoluer ces dernières années pour être en phase avec les attentes des clients de Witbe. La version 6 de cette suite logicielle se compose aujourd'hui de différentes briques avec :
  - **Ressource Manager**, permettant une configuration immédiate des robots pour une mise en production immédiate
  - **Script Writer**, simplifiant la création et le déploiement de scénarios, sans codage
  - **Live Recorder**, facilitant la création de scénarios en enregistrant directement les parcours de navigation
  - **Mobile App Recorder**, permettant de superviser de véritables terminaux mobiles
  - **Scheduler**, pont entre la création des scénarios et la visualisation des résultats et permettant de planifier et de lancer des campagnes de tests
  - **Remote Eye Controller**, permettant de visualiser en même temps jusqu'à 200 écrans de chaînes et de terminaux, avec des retours sur l'audio et la vidéo et d'en prendre le contrôle
- Les « robots » : équipements hardwares, utilisant des logiciels propriétaires ou des protocoles normalisés, permettant de réaliser des comportements scénarisés d'utilisateurs, appelés scénarii. Commander un film en VOD, regarder celui-ci sur plusieurs supports, regarder un direct, passer un appel téléphonique ou encore envoyer un email et de partager un tweet sont autant d'actions que peuvent effectuer les robots développés par le Groupe.
- 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. Ce module permet aussi d'être alerté en temps réel de tout dysfonctionnement.

#### Des clients de premier plan au niveau mondial



## Un Newsflow positif depuis plusieurs mois

Depuis plusieurs mois Witbe jouit d'un newsflow positif alternant communiqués financiers remarquables, signatures de nouveaux partenariats, déploiements significatifs auprès de ses clients et une multiplication de l'implantation de nouvelles briques technologiques.

### Chronologie des éléments marquants depuis septembre 2018



Sept-2018	- Lancement du <b>Datalab</b> , une <b>nouvelle interface</b> de restitution intelligente
Oct-2018	- Lancement d'un <b>nouvel algorithme</b> de mesure de la qualité vidéo permettant une détection en temps réel de toute dégradation vidéo ou audio
Janv-2019	- Publication d'un chiffre d'affaires 2018 de 19,0 M€ en <b>croissance de +17%</b>
Avril-2019	- Lancement d'un <b>nouveau produit</b> dédié à la détection des watermarks Nielsen - Publication des résultats 2018 avec le <b>retour à un EBITDA positif</b> - Annonce de l' <b>objectif d'amélioration de la rentabilité pour 2019</b>
Sept-2019	- <b>Lancement de la plateforme Witbe en mode Cloud</b>
Sept-2019	- Signature du premier opérateur en Turquie, <b>Turkcell</b>
Sept-2019	- Partenariat avec <b>PT Sofrecom Indonesia</b>
Fév-2020	- <b>Supervision en temps réel et sur tous types de devices du 54<sup>ème</sup> Super Bowl</b>
Mars-2020	- Accompagnement du <b>lancement de Disney+ pour Canal+</b> en plein confinement et de <b>Peacock pour NBCU aux USA</b>
Avril-2020	- Publication des résultats 2019 avec une <b>forte progression de la rentabilité</b> avec une marge d'EBITDA de 16,7%
Juin-2020	- Partenariat avec <b>Testronic</b> afin de proposer des services de supervision et de tests automatisés aux fournisseurs et plateformes de services de streaming vidéo
Juin-2020	- Partenariat avec <b>Mega Hertz</b> afin de distribuer les technologies de Witbe aux USA
Juil-2020	- Publication d'un chiffre d'affaires S1 en <b>croissance de +26%</b> à 6,8 M€

La chronologie des publications de Witbe montre clairement une première phase de 2018 à septembre 2019 marquée par 1/ l'ajout de nombreuses innovations technologiques et le lancement de la plateforme en mode Cloud et 2/

l'aboutissement des efforts de structuration de la société conduisant à un retour à un EBITDA positif dès l'exercice 2018. S'en suit une nouvelle phase marquée par de nombreux succès commerciaux, de nouveaux partenariats et une forte dynamique de croissance rentable.

## Une plateforme reconnue sur le marché

Les développements menés par le Groupe ces deux dernières années ont permis l'ajout de différentes briques technologiques et la constitution d'une plateforme complètement en phase avec les attentes du marché. Parmi ces innovations, on peut noter le Datalab, technologie permettant de créer des rapports basés sur les KPIs mesurées par un robot Witbe et de partager rapidement des visuels sur les corrélations entre la qualité du service et l'environnement dans lequel il est utilisé.

Cette phase de développement s'est terminée par le **lancement d'une nouvelle plateforme Cloud de monitoring vidéo**. Celle-ci permet aux opérateurs et diffuseurs de contenus de bénéficier de robots déjà déployés dans le Cloud, en dehors de leurs infrastructures, et ainsi de réduire le coût et le temps de déploiement.

Outre la performance commerciale actuelle, la plateforme est plébiscité par de nombreux opérateurs et diffuseurs de contenus de renommée mondiale et a notamment été utilisée pour 1/ la supervision en temps réel et sur tous types de devices de l'édition 2020 du Super Bowl, 2/ le lancement de Disney+ en France par Canal + sur fond de crise sanitaire et 3/ le déploiement de Peacock par NBCU aux Etats-Unis. **Ces cas d'usage démontrent la reconnaissance du marché pour la solution de Witbe et constitue un formidable levier marketing pour le Groupe.**

Pour finir, la récente période de confinement ainsi que les conséquences de la crise sanitaire ont mis en évidence la nécessité d'accentuer la digitalisation des process de manière générale et d'être en capacité de monitorer la qualité d'expérience des utilisateurs. Cette nécessité est d'autant plus vraie lors de pics d'utilisation des services, comme nous avons pu l'observer lors du confinement.

**Au global, cette crise sanitaire sans précédent devrait permettre une certaine prise de conscience de l'indispensable nécessité de monitorer à distance ses services numériques et devrait être source d'opportunités pour le Groupe à moyen terme.**

## Une structure opérationnelle renouvelée

Après une phase d'industrialisation de la société finalisée en 2018, Witbe a entamé une nouvelle phase nécessitant de renouveler en profondeur son organisation opérationnelle et ce via plusieurs actions menées avec succès.

Côté organisationnel, le Groupe a procédé au recrutement, à la formation et à l'optimisation de son organigramme. Du côté de la gouvernance, Marie-Véronique Lacaze, PDG depuis 2014 a laissé sa place de DG mi-2018 à Mathieu Planche, précédemment DG délégué en charge des Produits. Titulaire d'un master en Machine Learning de Georgia Tech aux USA et d'un master en Computer Science de CentraleSupélec en France, celui-ci avait joué un rôle important dans la redéfinition de la gamme de produits et mené à bien les dernières phases de développement technologiques. Marie-Véronique Lacaze demeure Présidente du Conseil d'administration de la société. **Ce changement a permis au groupe créer une organisation plus efficiente autour du trio Marie-Véronique Lacaze, Jean-Michel Planche et Mathieu Planche. Celle-ci est dorénavant parfaitement orientée pour mener à bien le développement de Witbe.**

Concernant sa structure de coûts, Witbe a lancé en 2018 une politique rigoureuse de gestion des charges d'exploitation. Celle-ci s'est matérialisée en 2019 par 1/ une baisse des charges de personnel de -7% vs 2018 (départ d'anciens collaborateurs, recrutement de jeunes, ...) et 2/ une réduction des autres achats et charges externes de -8% (optimisation des salons, meilleure gestion des voyages, ...). Au total, le Groupe a réussi à réduire en 2019 ses charges d'exploitation de 1,6 M€ **conduisant à la publication d'une marge d'EBITDA de 16,7% (vs 3,3% en 2018), un record depuis l'IPO.**

L'industrialisation de l'offre de Witbe ainsi que le lancement de l'offre Cloud et la volonté de pousser cette offre auprès des clients de Witbe ont permis de voir le poids du **CA récurrent évoluer de manière positive** pour représenter 21% du CA 2019 et **32% au S1 2020.**

Enfin, l'accroissement des contrats en mode Cloud évoqué précédemment permettent 1/ une meilleure mutualisation des coûts et de l'hébergement et ainsi de porter le **taux de marge brute à 87,4% sur l'ensemble de l'exercice 2019 (vs 84,4% en 2018).**

## Lancement de l'opération ORION

Dans la lignée des évolutions des deux dernières années et en lien avec la situation actuel post Covid-19, le Groupe a lancé son opération ORION afin de rendre l'entreprise encore plus agile et scalable et afin de la préparer pour ses prochaines étapes de développements. Ce plan peut se décomposer en deux séquence, l'une au premier semestre 2020 et l'autre au S2.

Dans un premier temps Witbe a décidé de réorganiser sa base européenne sur le modèle de son organisation américaine (un bureau à New-York et une base support plus en retrait). Les bureaux français ont ainsi déménagé de la Défense vers Paris et Nanterre pour installer son centre des opérations techniques (zone d'assemblage des robots notamment). Ce changement permettra à la fois au Groupe une meilleure organisation opérationnelle, d'optimiser son processus de production et enfin de réaliser une économie sur les loyers.

Dans le même temps le Groupe a procédé à un renforcement du pilotage opérationnel avec l'arrivée de Yoann Hinard, actuel COO (11 ans d'ancienneté), comme directeur des activités américaines. Mathieu Planche (CEO) reprend quant à lui le pilotage de la zone EMEA depuis Paris. Cette nouvelle organisation devrait permettre à Witbe de développer ses deux zones de manière autonome, interconnectés, et d'accompagner les clients au plus près.

La première partie de l'opération ORION a aussi permis d'automatiser plusieurs processus internes et externes : gestion RH, onboarding, gestion des paies, gestion des notes de frais, des déplacements, ... Mais aussi d'optimiser les infrastructures Cloud de Witbe.

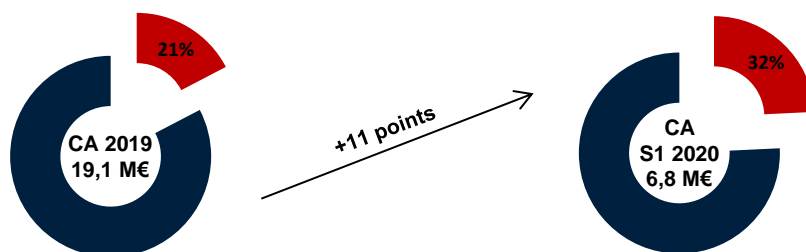
La seconde partie de ce plan devrait permettre de 1/ poursuivre l'automatisation des processus, notamment de vente et de facturation, 2/ de refondre la stratégie marketing et communication, 3/ d'optimiser l'ensemble des processus de production et 4/ d'annoncer des évolutions produits.

## Les efforts opérationnels se traduisant dans les chiffres

L'ensemble des actions menées par le Groupe depuis maintenant plus de deux portent leurs fruits et se traduisent dans les chiffres communiqués par le management.

L'industrialisation de l'offre de Witbe ainsi que le lancement de l'offre Cloud et la volonté de pousser cette offre auprès des clients de Witbe ont permis de voir le poids du **CA récurrent évoluer de manière positive** pour représenter 21% du CA 2019 et **32% au S1 2020**.

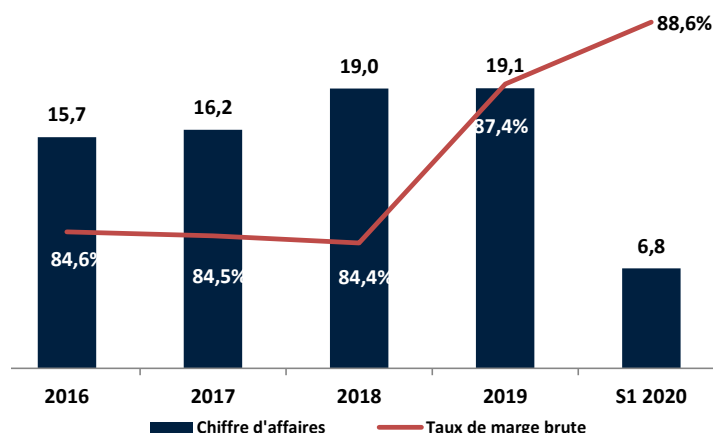
### Evolution de la part de CA récurrent au sein de Witbe



source : société, EuroLand Corporate

Enfin, l'accroissement des contrats en mode Cloud évoqué précédemment permettent 1/ une meilleure mutualisation des coûts et de l'hébergement et ainsi de porter le **taux de marge brute à 87,4% sur l'ensemble de l'exercice 2019 (vs 84,4% en 2018) et 88,6% au S1 2020**.

### Evolution du taux de marge brute de Witbe depuis 2016



source : société, EuroLand Corporate



La tendance actuelle tant sur l'aspect business avec une excellente dynamique commerciale que sur l'aspect opérationnel avec une véritable maîtrise des coûts et une certaine maturité de la société sont renforcés par la prise de conscience du marché de la nécessité de monitorer à distance ses services numériques en lien avec l'impact de la crise sanitaire.

Suite à l'excellente publication des résultats S1 et en lien avec les éléments démontrés dans cette étude nous actualisons notre modèle et attendons un CA 2020 de 20,0 M€ (vs 19,3 M€ précédemment) et un ROC de 2,2 M€ (vs 1,2 M€). Nous revoyons aussi à la hausse nos prévisions pour les années 2021 et 2022.

A moyen terme, notre modèle prend aussi en compte 1/ un rehaussement de la trajectoire de croissance pour la séquence 2020-2023 et 2/ une amélioration significative de la marge d'EBITDA autour des 30% (vs 25% auparavant).

Nos hypothèses de DCF sont les suivantes :

- Taux de croissance à l'infini : 2,0%
- Prime de risque : 6,7%
- Taux sans risque (OAT 10 ans) : -0,25% (18/09)
- WACC : 11,2%

Enfin, notre échantillon de comparables est constitué d'éditeurs de logiciels cotés en France. On retrouve :

- Pharmagest Interactive
- Linedate Services
- Axway Software
- Generix
- StreamWIDE

La mise à jour de notre modèle (DCF + comps) et des perspectives à court et moyen terme font ressortir un OC de 11,00 € (DCF 10,8 € et comps 11,7 €).

**Witbe a réalisé ces deux dernières années un véritable travail de fond, le Groupe possède aujourd'hui de véritables atouts pour se démarquer sur son marché, le meilleur est à venir...**

### Recommandation

**Suite à cette publication d'excellente facture, Witbe démontre une nouvelle fois son changement opérationnel et l'excellente dynamique actuelle. Deux ans après notre initiation, c'est un Groupe nouveau qui évolue en bourse et se prépare à accélérer. La mise à jour de notre modèle (DCF + comps) et des perspectives à moyen terme font ressortir un OC de 11,00 € (4,50 €). Notre recommandation reste à l'Achat.**

Compte de résultat (M€)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Chiffre d'affaires	16,2	19,0	19,1	20,0	22,5	25,2
Excédent brut d'exploitation	-1,2	0,6	3,2	4,4	6,1	7,7
Résultat opérationnel courant	-3,3	-1,0	1,0	2,2	3,9	5,6
Résultat opérationnel	-3,3	-1,0	1,0	2,2	3,9	5,6
Résultat financier	-0,8	0,2	0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Impôts	0,0	0,1	0,0	-0,7	-1,3	-1,8
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-4,1	-0,8	0,7	1,4	2,6	3,7
Bilan (M€)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Actifs non courants	5,2	6,4	7,1	6,9	6,9	7,3
<i>dont goodwill</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	7,9	7,2	7,0	7,8	8,9	10,1
Disponibilités + VMP	3,7	2,3	0,2	0,9	2,3	4,5
Capitaux propres	6,1	5,2	5,7	7,8	10,4	14,1
Emprunts et dettes financières	5,4	5,0	1,9	1,1	1,1	1,1
Total Bilan	21,6	21,2	21,6	22,9	26,2	30,8
Tableau de flux (M€)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Marge Brute d'autofinancement	-3,2	-0,3	1,5	2,3	3,4	4,5
Variation de BFR	0,4	1,1	0,5	-0,8	-1,1	-1,2
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	-1,5	2,0	3,6	2,9	3,6	4,7
Investissements opérationnels nets	-2,5	-3,1	-2,7	-2,0	-2,2	-2,5
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	-2,5	-3,1	-2,7	-2,0	-2,2	-2,5
Augmentation de capital	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	1,8	-1,3	-2,2	-0,8	-0,8	-0,8
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	1,9	-1,2	-2,2	-0,8	-0,8	-0,8
Variation de l'endettement financier net	-2,1	-2,3	-1,3	0,1	0,6	1,4
Ratios (%)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Variation chiffre d'affaires	3,2%	17,4%	0,1%	4,8%	12,5%	12,1%
Marge EBE	-8%	3%	17%	22%	27%	31%
Marge opérationnelle courante	-20%	-5%	5%	11%	17%	22%
Marge opérationnelle	-20%	-5%	5%	11%	17%	22%
Marge nette	-25%	-4%	3%	7%	11%	15%
Investissements opérationnels nets/CA	15%	16%	14%	10%	10%	10%
BFR/CA	49%	38%	37%	39%	40%	40%
ROCE	-17%	-5%	5%	10%	16%	21%
ROCE hors GW	-17%	-5%	5%	10%	16%	21%
ROE	-67%	-15%	12%	18%	25%	26%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Gearing (%)	28%	52%	31%	2%	-12%	-24%
Dettes nette/EBE	-1,4	4,2	0,6	0,0	-0,2	-0,4
Valorisation	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Nombre d'actions (en millions)	4,1	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	4,1
Cours (dernier)	8,8	5,4	2,9	7,1	7,1	7,1
(1) Capitalisation boursière moyenne	30,6	22,0	11,8	29,0	29,0	29,0
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	1,7	2,7	1,8	0,2	-1,2	-3,3
(3) Valeur des minoritaires	0,0	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	2,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	32,3	24,7	13,6	29,2	26,8	23,7
PER	ns	ns	17,8	20,4	11,3	7,9
VE / EBE	15,1	39,2	4,3	6,7	4,6	3,3
VE / ROC	67,8	ns	13,7	13,4	7,2	4,7
VE / CA	2,2	1,3	0,7	1,5	1,2	1,0
P/B	3,8	4,2	2,1	3,7	2,8	2,1
Données par action (€)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Bnpa	0,02	-0,18	0,16	0,34	0,61	0,86
Book value/action	1,5	1,3	1,4	1,9	2,5	3,4
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

## Système de recommandations :

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

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

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 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: 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.

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 / Avertissement**

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