

Services numériques et édition de logiciels: l'équation parfaite ?



Sommaire

INTRODUCTION	3
PANORAMA DES INTERVENANTS	4
ESN: DIVERSIFICATION VERS L'EDITION DE LOGICIELS	7
DEVELOPPEMENT « MAISON » vs M&A	8
PRINCIPAUX CHIFFRES	11
ANNEXES	13

Introduction

Accompagner les entreprises de manière personnalisée dans leur transformation numérique, contribuer à l'innovation et à la création de valeur, telle est la mission des Entreprises de Service du Numérique (ESN). On en compte aujourd'hui plus de 2 000 en France avec, comme fer de lance l'anticipation et la maîtrise des nouvelles technologies comme l'intelligence artificielle, la blockchain, le Cloud, le Big data qui alimentent le marché. Le secteur est très proche de celui de l'Édition de logiciels qui est concentré sur la conception et développement de solutions au service des entreprises. ESN et Editeurs conçoivent et développent ensemble le code qui rythme notre société numérisée. Certaines ESN se penchent ainsi naturellement vers l'édition de logiciels et diversifient le panel de leurs activités. **Sur les vingt-trois ESN cotées en bourse, sept ont développé une activité d'édition à part entière.**

Avec nos invités, nous serons ainsi amenés à nous demander quelle est la vision stratégique derrière cette diversification, s'il a lieu d'en attendre des synergies entre les deux métiers, si cela constitue un véritable levier de croissance et, peut-être, quelle est leur valeur ajoutée face à des pure players...

Nous remercions par avance nos invités pour leur enrichissante contribution :

- Michel Koutchouk, DG de Infotel
- Christian Poyau, PDG de Micropole
- Olivier Stephan, DG adjoint de Visiativ
- Jean-Noël de Galzain, CEO de Wallix

Panorama des intervenants



Infotel

Michel Koutchouk - DG

Avec plus de 4 M€ générés depuis 10 ans par an en moyenne sur les logiciels (~3,2 M€ par les royalties d'IBM), Infotel a une activité d'édition installée. Elle a démarré en commercialisant un logiciel technique développé en interne auprès de Peugeot, Air France et la BNP. Au tout début de son histoire, l'ambition était de faire plus de logiciels que de Conseil. Aujourd'hui, l'édition lui permet de diversifier son portefeuille clients mais compte tenu du profil international de l'offre logicielle et du profil national de celle de Conseil, les synergies de chiffre d'affaires ne sont pas le principal atout de cette double activité. Elle permet surtout de dynamiser l'image du conseil en interne et en externe. En terme de business model, le Conseil est facturé sur la base de jours homme (au forfait ou en régie) et le Logiciel sur la base de ventes de licence ou d'abonnement (SaaS). Malgré les sommes engagées en R&D (4/5 M€ / an en moyenne), le business model est vertueux avec une rentabilité rapide et à long terme (lorsque le logiciel rencontre son marché). Infotel développe toujours 2 logiciels en parallèle. En ce moment, c'est Orlando qui est en phase de lancement. Infotel a réalisé de la croissance externe pour enrichir son offre de logiciels mais aujourd'hui le marché, tendu en terme de prix, incite Infotel à miser essentiellement sur l'organique. Compte tenu de la place que prennent les logiciels, la société entend accélérer le développement de cette branche, notamment sur les logiciels fonctionnels intégrant plus de services (vs techniques) et pourrait atteindre une part significative du chiffre d'affaires à moyen terme. Le seul frein au développement identifié à ce stade est le recrutement aussi bien dans le logiciel que dans le service.



Micropole

Christian Poyau, PDG

Micropole, le spécialiste du digital et de la data, capitalise sur l'effervescence autour du Cloud et entend accélérer le développement de ses offres de solutions logicielles. Avec deux tiers de son CA générés par ses activités d'intégration et un tiers par le Conseil, le business model de Micropole est, à ce jour, principalement basé sur une facturation en jours homme. La montée en puissance du développement d'applicatifs à partir de logiciels existants va permettre d'accroître la part générée en SaaS et en PaaS dans le chiffre d'affaires. Cette mutation progressive va jouer en faveur de la visibilité du groupe. Les synergies entre Conseil, Digital, Intégration et développement d'applicatifs logiciels sont élevées. Effectivement les profils demandés pour l'activité logicielle sont identiques à ceux disponibles dans les autres activités du groupe. Avec peu de cibles sur le marché, Micropole entend se développer sur ce segment du logiciel principalement par croissance organique. A moyen terme, les modèles par souscription (abonnement) pourraient éventuellement ainsi atteindre un tiers du chiffre d'affaires.



Visiativ

Olivier Stephan - DG Adjoint

Visiativ a commencé à développer ses propres logiciels pour être présent progressivement sur toute la chaîne de valeur de ses clients et améliorer la récurrence de son chiffre d'affaires. Cette dernière est ainsi passée de 48% en 2014 à plus de 60% en 2019.

La société capitalise sur son portefeuille de 18 000 clients en majorité PME/ETI et propose une offre triple Conseil / Intégration / Edition qui lui permet de bénéficier de 10% à 15% de cross selling en progression régulière. En complément, de cet apport financier, l'édition de logiciels permet de monter en qualité au global, d'autant plus avec le SaaS qui doit apporter une réponse instantanée. Chaque année, le budget de R&D logiciel est de ~8 M€ avec 85 applications métiers développées. L'ambition est d'atteindre les 200 applications à moyen terme. En terme de business model, la partie logicielle est vendue aussi bien en licence qu'en SaaS (50/50). Sur le conseil et sur l'intégration, la prestation est facturée essentiellement au forfait. En terme de marge d'EBE, elle s'élève à 22% dans le conseil, 14% dans le logiciel et 6% dans l'intégration. Visiativ entend développer son parc clients dans ses trois métiers via de la croissance organique et externe pour acquérir des briques logicielles complémentaires et des parcs clients essentiellement à l'étranger. En 2018, Visiativ a réalisé 6 acquisitions dont 3 dans l'édition. Alors que les process et la gestion documentaire dominaient les développements il y a quelques années, les logiciels de SAV, de maintenance, d'e-commerce et de process collaboratifs (intranet/extranet) sont aujourd'hui les principaux logiciels développés. A moyen terme, le logiciel devrait représenter 25% du CA (vs ~18% au S1 2019) avec une internalisation accélérée et une bonne rentabilité, en faisant de ce métier un des actifs clés de Visiativ.



Wallix

Jean-Noël de Galzain - CEO

Editeur de logiciels de cyber sécurité, WALLIX Group est le spécialiste Européen de la gouvernance des comptes à privilèges. L'entreprise accompagne plus de 900 entreprises et leur offre une solution de protection d'actifs informatiques. Elle a réalisé un chiffre d'affaires en 2018 de 12,6 M€ (+9,5%). A ses débuts, en 2003, Wallix Group développait une ESN sur un ensemble de logiciels libres et revendait du service à ses clients. Cette offre de services managés permettait d'avoir une activité rentable sans besoin de financement. En 2009, la société change de modèle économique et lève de l'argent pour constituer une équipe de développeurs. Elle en compte aujourd'hui plus de 60 et commercialise ses logiciels à travers des sociétés de conseil ou des intégrateurs. Wallix Group est donc passé du métier du Conseil à celui d'éditeur de logiciels. Le pari a réussi et la société est aujourd'hui capable de distribuer ses logiciels dans le monde entier, de former les intégrateurs et les ESN partenaires qui exploitent les possibilités des logiciels.

En terme de business model, 98% du CA est généré par la vente de licences.

L'entreprise se positionne comme un « industriel du logiciel » c'est-à-dire offrir modèle industriel reproductible performant. Standardisé à 90%, les 10% restant sont adaptés au projet du client. Wallix garde une part de conseil d'architecture, complémentaire à celui de l'ESN. Le réseau distributeur notamment les ESN, en France et à l'international lui offre plus de manœuvre, et une expertise complémentaire. Entre 20% et 30% du CA de Wallix est réinvesti dans la R&D. Côté croissance externe, Wallix a effectué deux acquisitions au S1 2019 pour étoffer son portefeuille de solutions visant à gérer les accès mais aussi les identités des personnes, des objets, des machines qui sont les ressources des systèmes d'information des clients.

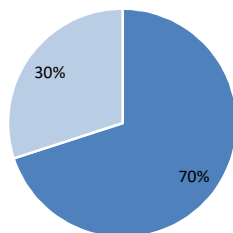
Pour répondre à son plan Ambition 21, Wallix prévoit notamment d'investir en Asie d'ici 2021 mais également de procéder à de nouvelles acquisitions dans le market access en Europe et aux USA. Dans 5 à 10 ans, l'objectif du groupe est de s'imposer comme un acteur de référence européen avec une offre positionnée sur toutes les technologies de cyber sécurité en alliant performance technologique et qualité du service.

ESN: diversification vers l'édition de logiciels

Avec 30% d'ESN cotées sur le marché parisien qui proposent une activité d'édition de logiciels, l'implantation de l'activité d'édition au sein d'une entreprise de services est devenue une réalité. S'adressant à la même typologie de clients pour répondre à la même problématique de transformation numérique, c'est avec un certain naturel que des ESN se diversifient vers l'édition.

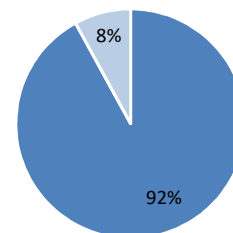
Les synergies entre les deux métiers sont parfois évidentes et quantitatives quand il s'agit de s'adresser au même portefeuille clients, de capitaliser sur une même force de vente. Mais les synergies sont parfois qualitatives. En s'adjoignant un métier de l'édition où la perfection est attendue en temps réel, où l'innovation est le socle de la réussite, les ESN se différencient de leur concurrents pure players. L'exigence requise dans l'édition joue en faveur de l'image des ESN qui capitalisent sur ce savoir-faire auprès de leurs clients et des ressources à recruter.

Part des ESN intégrant de l'édition et des ESN pure players (en nb)



■ ESN pure player ■ ESN + édition de logiciels

Part des ESN intégrant de l'édition et des ESN pure players (en capitalisation boursière)



■ ESN pure player ■ ESN + édition de logiciels

Source: Euroland Corporate

Complémentarité des business models

Les ESN intégrant du logiciel dans **leur activité génèrent en moyenne 15% de leur chiffre d'affaires sur cette branche depuis 3 ans.**

Alors que le service est rémunéré sur la base de jours homme, l'édition est rémunérée sur la base d'un coût de licence + frais de maintenance et, de plus en plus, sur la base d'un abonnement en mode SaaS. Cela confère à l'activité une forte visibilité et une très bonne rémunération une fois les coûts de développement amortis.

La marge opérationnelle constatée sur l'activité Services ressort systématiquement en-deça de celle sur le Logiciel quand ce métier est mature. Les ESN bénéficient ainsi d'une amélioration mécanique de leur marge opérationnelle en se diversifiant vers l'édition. Néanmoins, l'activité étant plus capitalistique, elle demande davantage d'investissements de départ. Ainsi la **diversification vers l'édition ne peut se faire que pour les ESN ayant des surfaces financières assez solides.**

Développement « maison » vs M&A

Si la croissance organique offre un côté « sécurisant » pour le développement d'un pôle Logiciels (maîtrise de la technologie et des coûts de développement...), la croissance externe constitue sans doute l'axe privilégié par les acteurs du Conseil IT pour se faire une place dans l'industrie. Loin d'être incompatibles entre elles, ces approches répondent avant tout à une logique stratégique propre.

Le choix du développement en interne

Construire un pôle Logiciels implique plusieurs défis pour les ESN : comprendre les enjeux du marché, rencontrer les potentiels clients pour cerner les besoins réels, développer une expertise métier et naturellement, recruter en interne les talents requis au développement des plateformes. De nombreux investissements sont alors nécessaires, apportant leur lot de risques mais aussi des avantages certains.

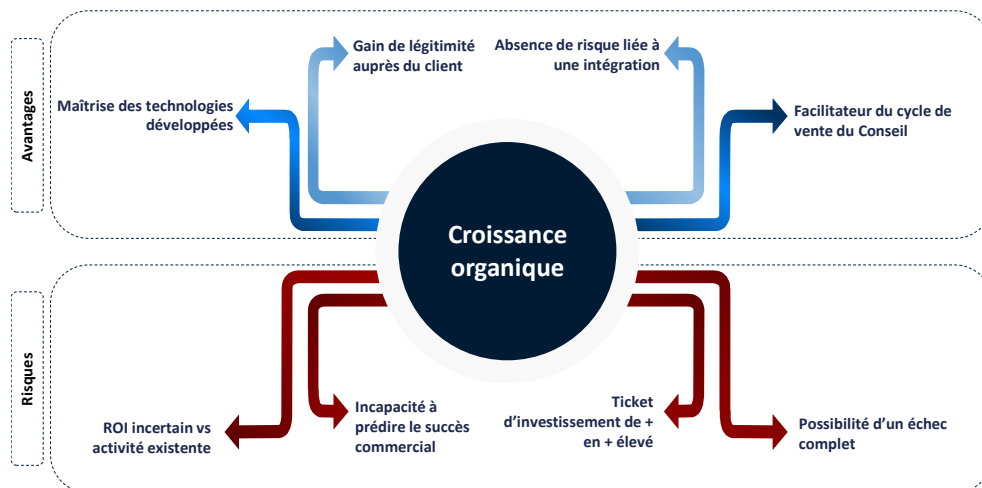
Une maîtrise technique et technologique au service de l'entreprise...

Cette stratégie de développement en interne d'un pôle Logiciels permet à l'ESN de bénéficier de nombreux avantages. Le premier est d'acquérir **une meilleure maîtrise des technologies développées** et donc un gain de légitimité auprès du client vs l'acquisition de ces technologies en externe. Le deuxième est que cette stratégie de développement en interne permet de **ne pas s'exposer aux risques classiques liés aux acquisitions**: ne pas surpayer l'achat d'une brique technologique mais aussi éviter les risques liés à une intégration des équipes. Pour finir, le troisième avantage est transverse au métier historique de l'ESN. Cette expertise technique et technologique permet en effet d'anoblir et de dynamiser l'image du Conseil à la fois en interne et en externe, se faisant ainsi **facilitateur du cycle de vente**.

...mais un ROI incertain

A contrario, cette stratégie de développement en organique soulève un certain nombre d'incertitudes. La première étant que le fait de cibler avec exactitude le besoin du client n'entraîne pas forcément la signature de celui-ci, les réactions du marché à la vue du potentiel d'une plateforme n'entraînant pas forcément l'adhésion globale de celui-ci et un échec commercial pouvant toujours survenir même avec une offre logicielle *state of art*. De la même manière, ce modèle de développement logiciel entraîne un ROI plus incertain que lors de l'acquisition d'un business déjà opérationnel avec un carnet de clients et des facturations. Pour finir, un développement *from scratch* implique souvent que l'investissement estimé au départ puisse être plus important que prévu. En cause, un besoin d'adaptation à l'univers du logiciel, des difficultés de recrutement et de rétention des talents, ou encore un changement de paradigme du marché. Cette notion d'investissement plus difficilement contrôlable est renforcée par la dynamique actuelle de recherche autour de l'Intelligence Artificielle et de l'automatisation nécessitant de nouveaux profils techniques – chers et très fortement disputés – pouvant rendre compliqué un développement logiciel en organique.

Avantages & risques de la croissance organique



Le pari de la croissance externe

Que le choix soit clairement assumé dans la stratégie globale du management ou opportuniste, nous observons deux modes opératoires bien distincts dans la construction d'une offre logicielle. Le premier, consiste à créer un pôle à partir d'un produit déjà mature et établi (type ERP, CRM, HCM...) tandis que le second se traduit par l'agrégation d'une multitude de briques logicielles, commercialisées sous une plateforme unifiée.

L'acquisition « clé en main »

Afin de mettre un pied dans l'Édition à moindre risque, nombre d'acteurs du Conseil IT optent pour l'acquisition d'une société dont le produit est déjà mature et possède déjà une certaine renommée. En outre, nous identifions deux avantages majeurs à cette stratégie. Tout d'abord, ce type d'opération est généralement « dé-risquée » sur le plan financier dans la mesure où la cible affiche des niveaux de marges confortables (>15% de MOC minimum pour un éditeur installé) lui permettant de générer du cash de manière régulière et prévisible. Cela est d'autant plus vrai pour un éditeur SaaS rentable. Aussi, s'appuyant sur l'effort de R&D passée, l'image de la cible et de son portefeuille clients, l'ESN bénéficiera immédiatement de barrières à l'entrée fortes, lui laissant le temps d'appréhender ce nouveau métier et d'intégrer sereinement la cible.

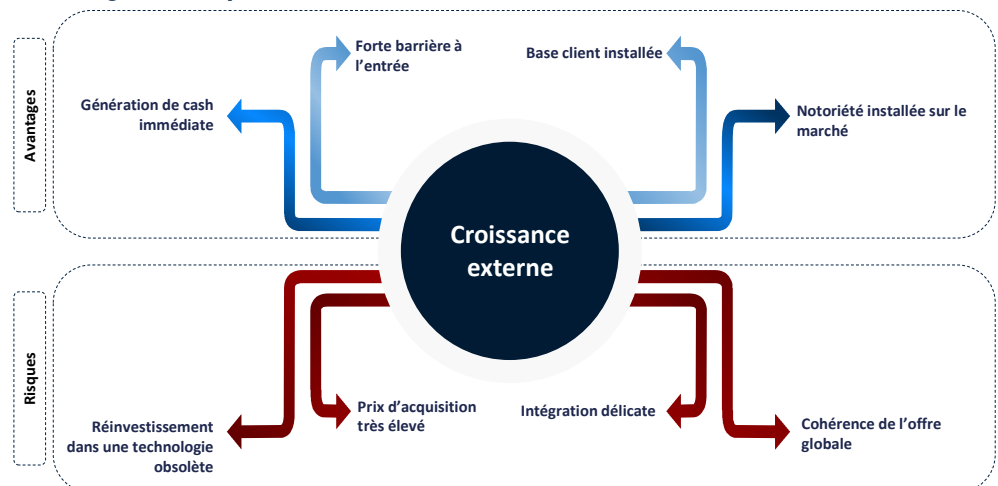
Si les avantages sont indéniables, l'ESN s'expose en revanche à l'acquisition d'une technologie potentiellement obsolète ou sur le point de le devenir à court/moyen terme, la contraignant à devoir se réinventer par voie organique (nouveaux investissements R&D avec impacts financiers) ou via de nouvelles acquisitions. Enfin, le prix payé peut s'avérer extrêmement élevé avec des multiples d'acquisition pouvant aisément dépasser 4x le CA de l'année en cours. En dépit des risques, cette stratégie peut de révéler payante et extrêmement profitable si elle est bien exécutée. C'est ainsi que Sword Group a créé son pôle GRC avec les rachats successifs des éditeurs Achiever, Charteris et Active Risk. Le Groupe en a fait de même dans l'Asset Finance avec l'acquisition d'Apak (29 M€ de CA et 37% de marge d'EBITDA en 2017), cédé fin 2018 à Sopra Steria pour 129 M€.

La création d'une plateforme applicative

L'autre voie possible pour la création d'un pôle Logiciels consiste à agréger plusieurs briques logicielles entre elles pour les commercialiser sous une plateforme unifiée. Cette stratégie, adoptée par Visiativ via sa plateforme « Moovapps », offre selon nous plusieurs avantages : 1/ on constate généralement un cycle de vente plus court que pour des logiciels « critiques » (ex : ERP, CRM, HCM...), 2/ en tant que brique technologique, leur intégration s'opère plus facilement à la plateforme (plug & play), 3/ cette approche permet de commercialiser une proposition de valeur plus riche, diminuant ainsi le risque de dépendance à un seul logiciel et 4/ une dimension « innovation » bien souvent plus prononcée. A l'inverse, cette approche suppose d'avoir des moyens financiers parfois conséquents pour bâtir une offre globale à travers du build-up mais également pour être en mesure d'absorber l'impact dilutif à très court terme engendré par l'intégration de ces sociétés, dont le profil est généralement jeune (startups peu/non rentables).

Si ces deux approches impliquent des moyens/organisations différents, elles peuvent tout à fait être combinées pour la construction d'un pôle Edition. En effet, il n'est pas rare que des acteurs du Conseil & Services procèdent par étape avec dans un premier temps, l'acquisition d'un éditeur mature, et dans un second temps, une stratégie de build up ciblant des briques technologiques destinées à compléter la proposition de valeur principale.

Avantages & risques de la croissance externe



Principaux agrégats financiers des ESN

en M€	CA			EBITDA			EBIT			FN			
	2018	2019e	2020e	2018	2019e	2020e	2018	2019e	2020e	2018	2019e	2020e	2021e
ESN avec activité Edition de logiciels													
GROUPE OPEN	324	316	325	26	19	22	23	16	20	11	7	11	12
INFOTEL	232	247	262	26	28	30	23	22	24	15	14	16	18
PRODWARE	176	178	181	32	35	36	17	22	23	9	16	17	16
SOGECLAIR	159	181	190	16	16	20	8	9	12	7	6	8	10
SOPRA STERIA GROUP	4 095	4 430	4 662	346	458	514	302	322	378	125	164	226	268
SWORD GROUP	171	208	232	21	27	31	16	22	26	87	14	17	20
VISIATIV	163	201	216	13	17	21	9	13	16	4	5	7	8

ESN pure player

AKKA TECHNOLOGIES	1 505	1 825	1 921	132	167	188	109	135	155	50	78	97	108
ALTRAN TECHNOLOGIE	2 916	3 250	3 435	386	491	537	333	374	421	165	216	254	279
ALTEN	2 270	2 624	2 839	238	288	315	219	256	281	158	183	204	220
ASSYSTEM	444	501	542	31	40	44	26	32	37	20	34	39	42
ATOS SE	12 258	11 557	11 800	1 623	1 652	1 728	1 260	1 193	1 263	703	874	958	1 035
AUBAY	401	427	452	44	47	50	42	45	48	27	29	32	33
CAPGEMINI	13 197	14 191	14 929	1 852	2 147	2 302	1 597	1 729	1 845	959	1 107	1 219	1 328
CS GROUP.	201	219	227	19	18	21	15	12	16	7	4	8	10
DEVOTEAM SA	652	770	851	78	82	92	74	78	91	38	40	47	54
MICROPOLE	109	115	123	6	7	8	5	5	7	1	3	4	5
NEURONES	490	513	540	52	64	67	45	53	54	27	33	33	35
SQLI	232	244	258	21	24	26	11	13	17	3	6	9	12
SII	561	697	758	58	70	78	47	54	61	32	38	43	49
UMANIS	207	221	241	20	18	23	19	14	20	11	8	12	16
WAVESTONE	360	429	462	59	59	66	55	57	65	31	31	38	41

Société	Var CA			Marge EBITDA			Marge EBIT			Marge nette		
	2018	2019e	2020e	2018	2019e	2020e	2018	2019e	2020e	2018	2019e	2020e
ESN avec activité Edition de logiciels												
GROUPE OPEN	3,2%	-2,5%	2,9%	8,1%	5,9%	6,9%	7,1%	5,0%	6,1%	3,3%	2,2%	3,3%
INFOTEL	10,7%	6,7%	6,1%	11,2%	11,3%	11,3%	9,8%	8,9%	9,2%	6,5%	5,5%	6,0%
PRODWARE	4,9%	1,3%	1,4%	18,1%	19,7%	20,0%	9,6%	12,2%	12,5%	5,2%	9,1%	9,4%
SOGECLAIR	8,2%	13,3%	5,0%	9,8%	9,0%	10,5%	4,8%	4,7%	6,2%	4,2%	3,2%	4,4%
SOPRA STERIA GROUP	6,5%	8,2%	5,2%	8,5%	10,3%	11,0%	7,4%	7,3%	8,1%	3,1%	3,7%	4,8%
SWORD GROUP	-1,2%	21,2%	11,6%	12,3%	13,2%	13,5%	9,3%	10,5%	11,1%	50,9%	6,8%	7,4%
VISIATIV	31,2%	23,2%	7,6%	8,1%	8,5%	9,6%	5,4%	6,3%	7,2%	2,5%	2,3%	3,1%
Moyenne	6,8%	8,3%	5,3%	9,0%	10,4%	11,1%	7,5%	7,4%	8,2%	4,8%	3,9%	5,0%
Mediane	6,8%	8,3%	5,3%	9,8%	10,3%	11,0%	7,4%	7,3%	8,1%	4,2%	3,7%	4,8%

ESN pure player

AKKA TECHNOLOGIES	12,8%	21,2%	5,2%	8,8%	9,2%	9,8%	7,2%	7,4%	8,1%	3,3%	4,3%	5,1%
ALTRAN TECHNOLOGIE	27,8%	11,4%	5,7%	13,2%	15,1%	15,6%	11,4%	11,5%	12,3%	5,7%	6,6%	7,4%
ALTEN	14,9%	15,6%	8,2%	10,5%	11,0%	11,1%	9,7%	9,7%	9,9%	7,0%	7,0%	7,2%
ASSYSTEM	12,4%	12,8%	8,3%	6,9%	7,9%	8,1%	5,9%	6,4%	6,8%	4,4%	6,8%	7,1%
ATOS SE	-3,4%	-5,7%	2,1%	13,2%	14,3%	14,6%	10,3%	10,3%	10,7%	5,7%	7,6%	8,1%
AUBAY	13,3%	6,7%	5,8%	10,9%	11,0%	11,0%	10,5%	10,5%	10,6%	6,8%	6,9%	7,0%
CAPGEMINI	3,2%	7,5%	5,2%	14,0%	15,1%	15,4%	12,1%	12,2%	12,4%	7,3%	7,8%	8,2%
CS GROUP.	13,1%	8,5%	3,8%	9,6%	8,3%	9,2%	7,6%	5,6%	6,9%	3,7%	1,7%	3,3%
DEVOTEAM SA	20,7%	18,1%	10,5%	12,0%	10,6%	10,8%	11,3%	10,2%	10,6%	5,8%	5,2%	5,6%
MICROPOLE	-4,1%	5,4%	7,0%	5,3%	5,6%	6,4%	4,2%	4,4%	5,4%	1,0%	2,4%	3,0%
NEURONES	1,0%	4,6%	5,4%	10,7%	12,5%	12,5%	9,2%	10,4%	10,0%	5,4%	6,4%	6,1%
SQLI	9,4%	5,2%	5,6%	9,2%	9,7%	10,2%	4,9%	5,4%	6,6%	1,3%	2,5%	3,7%
SII	27,8%	24,2%	8,7%	10,3%	10,0%	10,3%	8,3%	7,7%	8,0%	5,7%	5,4%	5,7%
UMANIS	8,2%	7,1%	8,9%	9,8%	8,1%	9,7%	9,3%	6,3%	8,2%	5,5%	3,8%	5,1%
WAVESTONE	6,3%	19,3%	7,6%	16,4%	13,8%	14,3%	15,4%	13,2%	14,0%	8,6%	7,3%	8,2%
Moyenne	4,3%	5,0%	4,8%	12,9%	13,8%	14,1%	10,8%	10,8%	11,1%	6,2%	7,1%	7,6%
Mediane	4,3%	5,0%	4,8%	10,5%	10,6%	10,8%	9,3%	9,7%	9,9%	5,7%	6,4%	6,1%

Valorisation des ESN

Société	EV/CA			EV/EBITDA			EV/EBIT			PER		
	2018	2019e	2020e	2018	2019e	2020e	2018	2019e	2020e	2018	2019e	2020e
ESN avec activité Edition de logiciels												
GROUPE OPEN	0,3x	0,3x	0,3x	3,5x	4,9x	4,1x	4,0x	5,8x	4,7x	9,8x	15,0x	9,8x
INFOTEL	0,7x	0,7x	0,7x	6,6x	6,1x	5,8x	7,5x	7,8x	7,1x	16,3x	17,9x	15,7x
PRODWARE	0,6x	0,6x	0,6x	3,6x	3,2x	3,1x	6,7x	5,2x	5,0x	5,3x	3,0x	2,8x
SOGCLAIR	0,6x	0,6x	0,5x	6,6x	6,3x	5,2x	13,4x	12,2x	8,8x	12,1x	14,0x	9,8x
SOPRA STERIA GROUP	0,7x	0,7x	0,6x	8,3x	6,3x	5,6x	9,6x	9,0x	7,6x	18,8x	14,3x	10,4x
SWORD GROUP	1,4x	1,1x	1,0x	11,1x	8,6x	7,5x	14,7x	10,7x	9,1x	3,4x	20,7x	17,2x
VISIATIV	0,7x	0,6x	0,6x	9,2x	7,1x	5,8x	13,6x	9,5x	7,8x	24,2x	20,9x	14,4x
Moyenne	0,7x	0,7x	0,6x	7,0x	6,1x	5,3x	9,9x	8,6x	7,2x	12,8x	15,1x	11,4x
Mediane	0,7x	0,7x	0,6x	7,0x	6,1x	5,3x	9,9x	8,6x	7,2x	12,8x	15,1x	11,4x
ESN pure player												
AKKA TECHNOLOGIES	1,0x	0,9x	0,8x	11,8x	9,3x	8,3x	14,4x	11,5x	10,1x	25,8x	16,5x	13,3x
ALTRAN TECHNOLOGIE	1,7x	1,5x	1,5x	13,1x	10,3x	9,4x	15,1x	13,5x	12,0x	22,4x	17,1x	14,6x
ALTEN	1,5x	1,3x	1,2x	14,7x	12,2x	11,1x	16,0x	13,7x	12,5x	22,6x	19,5x	17,5x
ASSYSTEM	1,4x	1,2x	1,1x	19,9x	15,4x	14,0x	23,2x	19,1x	16,5x	28,5x	16,3x	14,4x
ATOS SE	0,8x	0,8x	0,8x	6,0x	5,9x	5,7x	7,8x	8,2x	7,7x	10,2x	8,2x	7,5x
AUBAY	1,1x	1,0x	1,0x	10,0x	9,3x	8,8x	10,5x	9,8x	9,2x	16,3x	15,1x	14,1x
CAPGEMINI	1,4x	1,3x	1,3x	10,3x	8,9x	8,3x	11,9x	11,0x	10,3x	19,2x	16,6x	15,1x
CS GROUP.	0,9x	0,8x	0,8x	9,0x	9,6x	8,3x	11,3x	14,2x	11,1x	14,6x	29,8x	14,4x
DEVOTEAM SA	0,9x	0,8x	0,7x	7,5x	7,2x	6,4x	7,9x	7,5x	6,5x	17,0x	16,3x	13,6x
MICROPOLE	0,4x	0,4x	0,4x	8,2x	7,3x	6,0x	10,3x	9,3x	7,1x	33,3x	13,1x	9,9x
NEURONES	0,6x	0,6x	0,6x	6,0x	4,9x	4,7x	7,0x	5,9x	5,9x	19,5x	15,9x	15,7x
SQLI	0,4x	0,4x	0,4x	4,5x	4,1x	3,6x	8,4x	7,3x	5,7x	28,7x	14,4x	9,3x
SII	0,8x	0,6x	0,6x	7,8x	6,4x	5,7x	9,6x	8,3x	7,4x	15,7x	13,2x	11,5x
UMANIS	0,5x	0,5x	0,5x	5,5x	6,3x	4,8x	5,8x	8,0x	5,7x	7,4x	9,9x	6,7x
WAVESTONE	1,5x	1,2x	1,2x	9,1x	9,0x	8,0x	9,6x	9,4x	8,2x	15,8x	15,7x	12,9x
Moyenne	1,0x	0,9x	0,8x	9,6x	8,4x	7,5x	11,3x	10,4x	9,0x	19,8x	15,8x	12,7x
Mediane	0,9x	0,8x	0,8x	9,0x	8,9x	8,0x	10,3x	9,4x	8,2x	19,2x	15,9x	13,6x

Annexe: derniers flashs valeurs

Achat	31%
Objectif de cours	48,60 € (vs 58,00 €)
Cours au 20/09/2019(c)	37,20 €
Euronext Paris comp B	
Reuters / Bloomberg	ET OF P A / INF EN

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-3,1%	-4,7%	-1,6%	-21,6%
Perf. Cac Small	8,6%	2,9%	-2,0%	-14,9%

Informations boursières

Capitalisation (M€)	247,6
Nb de titres (en millions)	6,66
Volum. moyen 12 mois (titres)	5 884
Extrêmes 12 mois	34,35 € 48,45 €

Actionnariat

Flottant	59,4%
Dirigeants & Fondateurs	40,6%

Données financières (en M€)

	au 31/12	2018e	2019e	2020e	2021e
CA	231,7	248,8	265,5	281,3	
var %	10,7%	7,4%	6,7%	6,0%	
EBE	26,0	27,1	30,6	34,2	
%CA	11,2%	10,9%	11,5%	12,2%	
ROC	22,7	21,6	25,0	28,5	
%CA	9,8%	8,7%	9,4%	10,0%	
RNP G	15,1	14,3	16,3	18,5	
%CA	6,5%	5,7%	6,1%	6,6%	
Bnpa (€)	2,27	2,14	2,45	2,78	
ROCE (%)	84%	43%	51%	58%	
ROE (%)	17%	16%	16%	17%	
Gearing (%)	-83%	-79%	-79%	-79%	
Dette nette	-72,8	-72,2	-79,0	-87,6	
Dividende n (€)	1,60	1,20	1,20	1,30	
Yield (%)	4,3%				

Ratios

	2018e	2019e	2020e	2021e
VE/CA (x)	0,8	0,7	0,6	0,6
VE/EBE (x)	6,7	6,4	5,4	4,6
VE/ROC (x)	7,7	8,0	6,7	5,5
PE (x)	16,4	17,4	15,2	13,4

Analyste :

Eric Secler
01 44 70 20 78
esecler@elcorp.com

Infotel
Services informatiques

Une MOC pénalisée à court terme pour préparer la suite. Les fondamentaux restent intacts.

Publication des résultats semestriels 2019

Pour un CA déjà publié en hausse de +6,2% à 122,3 M€, **Infotel** dévoile des résultats en légère baisse, pénalisée à la fois par la conjoncture actuelle et des effets techniques (IFRS 16, attribution d'actions). Ainsi, le ROC ressort à 9,5 M€ soit une MOC à 7,8% (vs 9,2% au S1 2018). Le RN s'affiche quant à lui à 5,0 M€ à comparer au 7,1 M€ de l'an passé à la même époque.

Commentaires

Malgré une activité restée dynamique sur le semestre, quoi qu'en léger ralentissement par rapport aux années précédentes, **Infotel** publie des résultats en baisse avec un ROC à 9,5 M€ (vs 10,7 M€).

Ce recul du ROC s'explique par deux principaux facteurs. Tout d'abord, l'attribution gratuite (77 497 d'actions) à des managers clés de l'organisation, comme prévu lors de l'AG 2018, pour un montant de 1,6 M€. Notons que le Groupe prévoit de maintenir ce dispositif sur les deux prochains exercices. Dans le même temps, **Infotel** a vu une augmentation sensible de la charge d'amortissement à 3,0 M€ (vs 1,6 M€ au S1 2018), en lien avec l'application de la norme IFRS 16.

Au final, après la comptabilisation du résultat financier (ns) et des impôts (4,3 M€), le RN ressort en baisse à 5,0 M€ (vs 7,1 M€). Si le recul des résultats et une variation moins favorable du BFR (+5,3 M€ vs 3,5 M€) ont pesé sur la trésorerie (-10,3 M€), le Groupe conserve des reins solides avec une trésorerie de 62,5 M€ pour des fonds propres de 82,7 M€.

Alors que le Groupe constate une amélioration graduelle au niveau des recrutements (+45 personnes en net en septembre), le management se montre confiant pour la suite de l'exercice. De même, **le pipe Logiciels**, notamment sur Orlando, se montre encourageant, laissant entrevoir une accélération des signatures dans les prochains mois.

Suite à cette publication et afin de tenir compte de l'impact de l'IFRS 16, nous ajustons notre prévision de ROC à 21,6 M€ (vs 25,3 M€).

Recommandation

Après la mise à jour de notre modèle de valorisation, notre objectif de cours ressort à 48,60 € (vs 58,00 €) compte tenu de : 1/ l'impact de la norme IFRS 16 sur le profil de MOC et la dette financière nette et 2/ la baisse des comparables. Néanmoins, nous conservons un biais positif sur le dossier en raison de la qualité des fondamentaux, de la régularité de la croissance depuis de nombreuses années et du rendement offert (3/4%). Notre opinion reste à l'Achat avec un potentiel supérieur à 30%.

Prochain évènement : CA T3 2019 le 23 octobre 2019

Compte de résultat (M€)	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Chiffre d'affaires	190,5	209,3	231,7	248,8	265,5	281,3
Excédent brut d'exploitation	25,3	26,9	26,0	27,1	30,6	34,2
Résultat opérationnel courant	21,8	23,4	22,7	21,6	25,0	28,5
Résultat opérationnel	21,3	23,3	23,0	21,6	25,0	28,5
Résultat financier	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Impôts	7,6	7,3	7,9	7,2	8,4	9,8
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Résultat net part du groupe	13,7	15,8	15,1	14,3	16,3	18,5
Bilan (M€)	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Actifs non courants	22,0	21,4	23,4	35,8	33,4	31,2
<i>dont goodwill</i>	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
BFR	-2,9	-4,8	-9,1	-6,1	-4,5	-2,6
Disponibilités + VMP	51,3	64,3	72,8	72,2	79,1	87,6
Capitaux propres	72,5	81,6	87,4	91,2	99,8	110,5
Emprunts et dettes financières	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Bilan	139,4	160,6	176,5	193,2	204,7	218,1
Tableau de flux (M€)	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Marge Brute d'autofinancement	24,5	26,0	25,9	20,0	22,1	24,4
Variation de BFR	-0,7	-1,9	-4,3	3,0	1,7	1,9
Flux net de trésorerie généré par l'activité	14,2	21,9	22,6	17,0	20,5	22,5
Investissements opérationnels nets	-3,1	-2,2	-4,8	-3,0	-3,3	-3,5
Investissements financiers nets	-0,1	0,0	-0,1	-1,5	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-3,3	-2,2	-6,5	-4,5	-3,3	-3,5
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	-6,7	-6,9	-7,7	-10,7	-8,0	-8,0
Flux nets de trésorerie nets liés au financement	-6,6	-6,8	-7,6	-13,1	-10,4	-10,4
Variation de trésorerie	4,3	12,9	8,5	-0,6	6,8	8,6
Ratios (%)	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Variation chiffre d'affaires	9,1%	9,9%	10,7%	7,4%	6,7%	6,0%
Marge EBE	13%	13%	11%	11%	12%	12%
Marge opérationnelle courante	11%	11%	10%	9%	9%	10%
Marge opérationnelle	11%	11%	10%	9%	9%	10%
Marge nette	7%	8%	7%	6%	6%	7%
Capex/CA	-2%	-1%	-2%	-1%	-1%	-1%
BFR/CA	-2%	-2%	-4%	-2%	-2%	-1%
ROCE	57%	75%	84%	43%	51%	58%
ROCE hors GW	103%	160%	212%	64%	76%	88%
ROE	19%	19%	17%	16%	16%	17%
Payout	49%	42%	71%	56%	49%	47%
Dividend yield	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ratios d'endettement	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Gearing (%)	-71%	-79%	-83%	-79%	-79%	-79%
Dettes nettes/EBE	-2,0	-2,4	-2,8	-2,7	-2,6	-2,6
EBE/charges financières	-194,9	-420,9	-306,2	ns	ns	ns
Valorisation	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Nombre d'actions (en millions)	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Nombre d'actions moyen (en millions)	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	33,8	37,2	37,2	37,2	37,2	37,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	224,8	247,6	247,6	247,6	247,6	247,6
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-51,3	-64,3	-72,8	-72,2	-79,0	-87,6
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,7	0,7	0,8	2,3	2,3	2,3
Autres ajustements	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	172,7	182,6	174,0	173,1	166,3	157,7
PER	16,4	15,7	16,4	17,4	15,2	13,4
VE/ EBE	6,8	6,8	6,7	6,4	5,4	4,6
VE/ROC	7,9	7,8	7,7	8,0	6,7	5,5
VE/CA	0,9	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6
P/B	3,1	3,0	2,8	2,7	2,5	2,2
Données par action (€)	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Bnpa	2,06	2,37	2,27	2,14	2,45	2,78
Book value/action	10,9	12,3	13,1	13,7	15,0	16,6
Dividende /action	1,00	1,00	1,60	1,20	1,20	1,30

Achat	<i>Potentiel</i>	26%
Objectif de cours		1,60 € (vs 1,90 €)
Cours au 26/09/2019(c)		1,27 €
Euronext Paris comp C		
Reuters / Bloomberg	MUN.PA / MUN.FP	

Micropole

Services informatiques

Légère amélioration de la MOC au S1

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	25,9%	-0,4%	-5,9%	-10,0%
Perf. Cac Small	6,3%	1,3%	-2,9%	-16,7%

Informations boursières

Capitalisation (M€)		36,9
Nb de titres (en millions)		29,1
Volumen moyen 12 mois (titres)		24 222
Extrêmes 12 mois	0,83 €	1,42 €

Actionnariat

Flottant	74%
Fondateurs	21%
Autocontrôle	5%

Données financières (en M€)

au 31/12	2018	2019e	2020e	2021e
CA	109,3	115,2	123,3	129,8
var %	-4,8%	5,4%	7,0%	5,3%
EBE	5,8	6,5	7,9	9,8
%CA	5,3%	5,6%	6,4%	7,5%
ROC	4,6	5,1	6,7	8,3
%CA	4,2%	4,5%	5,5%	6,4%
RNP G	1,1	2,8	3,7	4,7
%CA	1,0%	2,4%	3,0%	3,6%
Bnpa (€)	0,10	0,13	0,15	0,19
ROCE (%)	5%	5%	7%	8%
ROE (%)	2%	5%	7%	8%
Gearing (%)	25%	21%	15%	8%
Dettes nette	12,3	10,7	8,4	4,8
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)	ns			

Ratios

	2018	2019e	2020e	2021e
VE/CA (x)	0,5	0,4	0,4	0,3
VE/EBE (x)	8,9	7,6	6,0	4,5
VE/ROC (x)	11,3	9,6	7,0	5,2
PE (x)	35,0	13,3	10,0	7,8

Analyste :

Eric Secler
01 44 70 20 78
esecler@elcorp.com

Publication des résultats S1 2019

Après la publication d'un CA S1 globalement satisfaisant avec un CA de 57,3 M€ en hausse de +5,3% dont +4,6% à pc, Micropole publie des résultats en légère amélioration mais un peu en deçà de nos attentes. Le ROC ressort ainsi à 2,2 M€ pour une MOC à 3,8% (+0,2 bp). A jours constants, il ressortirait à 4,6%. Après comptabilisation des charges non courantes et de l'impôt, le RN s'établit quant à lui à 0,5 M€ (vs 0,3 M€ au S1 2018). Pour le S2, le management réaffirme sa confiance quant à la poursuite de la dynamique de croissance et de progression de la rentabilité.

Commentaires

Capitalisant sur : 1/ une nouvelle hausse de ses TJM, notamment en France (+3,1% dont +6,5% en IDF), 2/ une progression de ses effectifs (+10% de recrutement réalisés en France et en Suisse au S1 2019 vs S1 2018) et 3/ une stabilisation du turnover, Micropole affiche une nouvelle progression de sa MOC à 3,8% (+0,2 bp). Alors que l'activité devrait rester particulièrement porteuse pour le Groupe, les deux principaux leviers sur la marge seront, selon nous, la baisse du turnover et l'augmentation du TACE. A cet effet, le management entend s'appuyer sur une politique volontariste (renforcement du management de proximité et de la marque employeur, refonte du mode d'incentive...) impulsée par la nouvelle DRH du Groupe. A noter que sur le plan géographique, la Chine, pèse sur les résultats avec un ROC négatif à hauteur de 0,2 M€ (vs MOC à 4,3% pour le Groupe hors Micropole Learning Solution). Aussi, nous comprenons qu'un arbitrage pourrait être envisagé à l'avenir dans cette zone.

Au final, après la comptabilisation de charges non courantes à hauteur de 0,7 M€ (frais de restructuration RH principalement) et de l'impôt (0,6 M€), le RN s'élève à 0,5 M€ (vs 0,3 M€). Côté bilanciel, la situation du Groupe reste saine avec une dette nette de 31,4 M€ (y.c dettes locatives à hauteur de 12,1 M€) au 30/06.

Pour la suite de l'exercice, le management demeure confiant quant à la poursuite de la bonne dynamique de l'activité. Nous ajustons néanmoins notre prévision de ROC 2019 afin de prendre en compte une amélioration plus lente qu'anticipé. Nous attendons désormais un ROC à 5,1 M€ (vs 6,0 M€).

Recommandation

Après la mise à jour de notre modèle de valorisation, notre objectif de cours ressort à 1,60 € (vs 1,90 €) compte tenu de la baisse des comparables et de l'ajustement de nos estimations. Micropole reste sur la bonne voie et affiche un potentiel d'amélioration des marges important à court/moyen terme. Nous confirmons notre opinion Achat avec un upside de près de 30%.

Prochain évènement : CA T3 2019, le 14 novembre 2019

Compte de résultat (M€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Chiffre d'affaires	113,7	114,0	109,3	115,2	123,3	129,8
Excédent brut d'exploitation	5,0	4,7	5,8	6,5	7,9	9,8
Résultat opérationnel courant	3,4	3,6	4,6	5,1	6,7	8,3
Résultat opérationnel	1,2	1,6	3,0	4,3	6,2	7,8
Résultat financier	-0,5	-0,6	-0,8	-0,6	-0,6	-0,6
Impôts	-1,0	-2,6	-1,1	-0,9	-1,9	-2,4
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1
Résultat net part du groupe	-0,3	-2,0	1,1	2,8	3,7	4,7
Bilan (M€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Actifs non courants	58,9	56,8	58,1	58,8	59,6	60,1
<i>dont goodwill</i>	51,3	50,8	50,9	50,9	50,9	50,9
BFR	16,3	8,5	7,4	8,0	8,7	9,4
Disponibilités + VMP	10,1	13,7	11,9	10,6	9,8	10,5
Capitaux propres	52,0	49,6	49,2	52,0	55,8	60,6
Emprunts et dettes financières	30,0	25,7	24,2	21,2	18,3	15,3
Total Bilan	131,8	126,4	122,5	124,9	135,8	140,5
Tableau de flux (M€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Marge Brute d'autofinancement	3,3	3,3	3,0	5,7	7,4	9,3
Variation de BFR	-0,9	7,0	0,3	-0,6	-0,7	-0,7
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	1,3	9,7	2,3	4,2	4,8	6,2
Investissements opérationnels nets	-1,8	-1,3	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0
Investissements financiers nets	-0,1	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-3,0	-1,5	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Augmentation de capital	1,7	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,3	-4,4	-1,7	-3,0	-3,0	-3,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	1,0	-4,5	-2,0	-3,6	-3,6	-3,6
Variation de trésorerie	-0,6	3,6	-1,7	-1,4	-0,7	0,6
Ratios (%)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Variation chiffre d'affaires	10,4%	0,3%	-4,1%	5,4%	7,0%	5,3%
Marge EBE	4,4%	4,1%	5,3%	5,6%	6,4%	7,5%
Marge opérationnelle courante	3,0%	3,2%	4,2%	4,5%	5,5%	6,4%
Marge opérationnelle	1,1%	1,4%	2,7%	3,8%	5,1%	6,0%
Marge nette	-0,3%	-1,7%	1,0%	2,5%	3,0%	3,7%
Investissements opérationnels nets/CA	1,6%	1,1%	1,7%	1,7%	1,6%	1,5%
BFR/CA	14,4%	7,5%	6,8%	7,0%	7,1%	7,2%
ROCE	3,0%	3,7%	4,7%	5,1%	6,6%	8,0%
ROCE hors GW	9,4%	16,4%	20,9%	21,5%	25,7%	29,7%
ROE	-0,7%	-4,1%	2,2%	5,4%	6,7%	7,8%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Gearing (%)	38%	24%	25%	21%	15%	8%
Dette nette/EBE	4,0	2,6	2,1	1,6	1,1	0,5
EBE/charges financières	6,9	6,2	12,1	8,6	11,2	13,9
Valorisation	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Nombre d'actions (en millions)	28,56	29,09	29,09	29,09	29,09	29,09
Nombre d'actions moyen (en millions)	27,26	28,82	29,09	29,09	29,09	29,09
Cours (moyenne annuelle en euros)	0,8	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	20,55	36,60	36,94	36,94	36,94	36,94
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	19,94	12,09	12,28	10,67	8,45	4,85
(3) Valeur des minoritaires	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3
(4) Valeur des actifs financiers	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	40,64	48,81	49,36	47,79	45,63	42,11
PER	-68,0	-18,4	35,0	13,3	10,0	7,8
VE / EBE	9,0	11,0	8,9	7,6	6,0	4,5
VE /ROC	13,2	14,2	11,3	9,6	7,0	5,2
VE /CA	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3
P/B	0,4	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6
Données par action (€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Bnpa	-0,01	-0,07	0,04	0,10	0,13	0,16
Book value/action	1,8	1,7	1,7	1,8	1,9	2,1
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Achat	43%
Objectif de cours	35,20 €
Cours au 17/09/2019(c)	24,55 €
Euronext Growth	
Reuters / Bloomberg	ALVM.PA / ALVMVFP

Visiativ
Services Informatiques

Retour dans le vert grâce au Conseil et à l'Édition

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	63,7%	20,3%	21,5%	34,4%
Perf. Cac Small	8,1%	3,7%	-1,6%	-11,9%

Informations boursières	
Capitalisation (M€)	98,6
Nb de titres (en millions)	4,02
Volume moyen 12 mois (titres)	8850
Extrêmes 12 mois	12,16 € - 27,30 €

Actionnariat	
FloTTant	47%
Fondateurs	30%
Investisseurs institutionnels (concert)	23%

Données financières (en M€)					
au 31/12	2018	2019e	2020e	2021e	
CA	63,2	200,1	219,9	224,2	
var %	31,2%	22,6%	6,9%	4,8%	
EBE	6,1	17,0	20,1	23,4	
%CA	8,1%	8,5%	9,4%	10,4%	
RDC	8,9	12,5	15,4	16,7	
%CA	14,1%	6,3%	7,2%	8,3%	
RNPG	3,3	3,4	7,9	10,4	
%CA	2,0%	1,7%	3,7%	4,6%	
Bnpa (€)	0,82	0,85	1,97	2,58	
ROCE (%)	9%	11%	13%	15%	
ROE (%)	9%	8%	11%	13%	
Gearing (%)	35%	40%	19%	0%	
Dette nette	16,6	21,7	12,7	0,4	
Dividende (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	
Yield (%)	ns				

Ratios					
	2018	2019e	2020e	2021e	
VE/CA (x)	0,8	0,7	0,8	0,5	
VE/EBE (x)	9,4	7,7	6,1	4,8	
VE/RDC (x)	19,9	10,5	8,0	6,0	
PE (x)	30,0	29,0	12,5	9,5	

Analyste :
Eric Secler
01 44 70 20 78
esecler@elcorp.com

Publication des résultats semestriels 2019

Après un CA S1 en progression de +33% (+2% pc) à 85,0 M€, Visiativ dévoile, comme attendu, des résultats en forte amélioration à la faveur d'un meilleur mix-produits. L'EBITDA ressort ainsi à 3,5 M€ (vs équilibre) tandis que le REX repasse dans le vert à 1,0 M€ (vs -1,9 M€). Le RNpg reste quant à lui globalement stable à -3,5 M€ en raison du poids plus conséquent des intérêts minoritaires (notamment ABGI). Conforté par cette première moitié d'exercice, le management réaffirme ses objectifs annuels à savoir, un CA supérieur à 200 M€ et une amélioration de sa rentabilité.

Commentaires

Porté par les pôles Édition et Conseil, les résultats semestriels se redressent fortement, conformément au discours du management dans la foulée du CA T2. Ainsi, l'Édition génère un EBITDA de 1,4 M€ (vs équilibre au S1 2018) sur le semestre, soit une marge d'EBITDA de 9,5%. Cette progression s'explique tant par le dynamisme de l'activité (+27% dont +12% à pc) que par une bonne gestion des coûts fixes. Le pôle Conseil conserve quant à lui une rentabilité élevée et en progression avec un EBITDA de 3,8 M€ pour une marge à 26,3% (vs 24,9% sur 9 mois 2018). À l'inverse, le pôle Intégration, dont la saisonnalité pénalise la rentabilité au S1, affiche une réduction de la perte à -0,7 M€ (vs -1,3 M€ au S1 2018) tandis que l'activité Business Development a vu son EBITDA se creuser à -1,1 M€ (vs -0,3 M€).

Après prise en compte du résultat financier (-0,8 M€), de l'IS (1,5 M€), le résultat net s'élève -1,6 M€ (vs -3,0 M€). Au final, le RNpg ressort stable à -3,5 M€, une fois les intérêts minoritaires déduits.

En dépit de résultats en amélioration ayant entraîné le retour d'une CAF positive à 1,2 M€ (vs -1,2 M€), les effets périmètres et techniques de BFR (-7,6 M€) ont pesé sur la génération de cash au S1 (-6,5 M€). Par conséquent, la trésorerie, qui tient compte également des opérations de M&A et des CAPEX (9,4 M€), recule à 18,8 M€ (vs 35,3 M€ à fin 2018). La dette nette s'établit quant à elle à 33,1 M€ à fin juin (gearing à 73%) mais est attendue en baisse en année pleine compte tenu de la capacité historique du Groupe à générer du résultat au S2. Aussi, le management table sur un gearing autour de 50% sur l'ensemble de l'exercice.

Parallèlement à ces résultats, le Groupe est revenu plus longuement sur l'annonce d'une nouvelle prise de participation majoritaire (65% du capital) dans les logiciels. Pour rappel, Visiativ est entrée en négociation exclusive avec le français Living Actor, spécialisé dans la conception de chatbots et d'agents virtuels utilisant des technologies d'intelligence artificielle. La cible, réalisant 1,5 M€ de CA en 2018 (+30%), dont 21% à l'international, adresse principalement les grands comptes (Carrefour, Lafarge, Toshiba, La Poste...). Poursuivant sa stratégie d'enrichissement de Moovapps, l'offre produits de Living Actor viendra se greffer directement à sa plateforme actuelle. Par ailleurs, cette opération permettra au Groupe de renforcer la résilience de son modèle dans la mesure où la cible affiche un CA récurrent de 70% (logiciels et services). Si les modalités financières de l'opération n'ont pas été dévoilées, le closing est attendu pour la mi-octobre au plus tard.

Suite à cette publication et compte tenu de la confiance affichée par le management pour la suite de l'exercice, nous maintenons nos estimations pour l'année en cours.

Recommandation

Après la mise à jour de notre modèle, notre objectif de cours ressort inchangé 35,20 €. Malgré un rerating du titre depuis le début de l'année (+63,7%), nous maintenons notre opinion à l'Achat.

Prochaine publication : CA T3 le 4 novembre 2019

Compte de résultat (M€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Chiffre d'affaires	105,9	124,4	163,2	200,1	213,9	224,2
Excédent brut d'exploitation	6,2	9,0	13,1	17,0	20,1	23,4
Résultat opérationnel courant	4,6	6,4	8,9	12,5	15,4	18,7
Résultat opérationnel	4,6	6,4	8,9	12,5	15,4	18,7
Résultat financier	-0,4	-0,3	-1,2	-1,5	-1,4	-1,3
Impôts	-0,4	0,9	2,5	3,5	3,5	3,6
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	1,9	4,2	2,6	3,5
Résultat net part du groupe	4,7	4,8	3,3	3,4	7,9	10,4
Bilan (M€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Actifs non courants	31,6	44,3	75,8	92,1	94,0	96,0
<i>dont goodwill</i>	19,9	27,6	55,1	69,6	69,6	69,6
BFR	-14,7	-15,4	-9,6	-12,5	-12,7	-13,3
Disponibilités + VMP	19,5	35,2	35,3	27,3	33,2	42,6
Capitaux propres	18,9	37,5	47,3	54,8	65,4	79,2
Emprunts et dettes financières	16,2	25,2	51,9	48,9	45,9	42,9
Total Bilan	89,2	120,3	182,3	199,3	212,6	228,1
Tableau de flux (M€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Marge Brute d'autofinancement	6,0	7,4	10,1	11,7	14,9	18,1
Variation de BFR	0,0	1,0	-2,5	2,9	0,3	0,6
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	6,0	8,3	7,6	14,6	15,1	18,7
Investissements opérationnels nets	-2,8	-4,9	-5,1	-4,0	-4,3	-4,5
Investissements financiers nets	-0,1	-2,7	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-14,4	-14,4	-31,7	-20,4	-6,2	-6,4
Augmentation de capital	8,1	14,5	2,6	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	8,5	8,3	22,9	-3,0	-3,0	-3,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	15,6	21,9	24,1	-3,0	-3,0	-3,0
Variation de trésorerie	7,2	15,7	0,1	-8,9	6,0	9,4
Ratios (%)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Variation chiffre d'affaires	28,1%	17,4%	31,2%	22,6%	6,9%	4,8%
Marge EBE	5,9%	7,2%	8,1%	8,5%	9,4%	10,4%
Marge opérationnelle courante	4,4%	5,2%	5,4%	6,3%	7,2%	8,3%
Marge opérationnelle	4,4%	5,2%	5,4%	6,3%	7,2%	8,3%
Marge nette	4,4%	3,9%	2,0%	1,7%	3,7%	4,6%
Investissements opérationnels nets/CA	2,7%	4,0%	3,1%	2,0%	2,0%	2,0%
BFR/CA	-13,8%	-12,4%	-5,9%	-6,2%	-5,9%	-5,9%
ROCE	18,2%	14,8%	8,9%	10,5%	12,7%	15,1%
ROCE hors GW	-103,0%	347,7%	53,1%	83,6%	88,7%	95,9%
ROE	28,4%	13,7%	8,8%	8,3%	16,2%	17,5%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Gearing (%)	-17%	-27%	35%	40%	19%	0%
Dettes nettes/EBE	-0,5	-1,1	1,3	1,3	0,6	0,0
EBE/charges financières	15,2	23,2	7,7	8,5	11,2	14,5
Valorisation	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Nombre d'actions (en millions)	3,5	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Nombre d'actions moyen (en millions)	3,2	3,8	4,0	4,0	4,0	4,0
Cours (moyenne annuelle en euros)	14,8	32,5	24,6	24,6	24,6	24,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	48,03	122,35	98,64	98,64	98,64	98,64
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-3,3	-10,1	16,6	21,7	12,7	0,4
(3) Valeur des minoritaires	2,3	2,4	9,8	13,9	16,6	20,0
(4) Valeur des actifs financiers	-2,82	-4,49	-4,68	-6,57	-8,45	-10,34
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	49,9	119,2	129,7	140,8	136,4	129,4
PER	10,7	27,2	30,0	29,0	12,5	9,5
VE / EBE	7,7	13,4	9,4	7,7	6,1	4,8
VE / ROC	10,4	18,7	13,9	10,5	8,0	6,0
VE / CA	0,5	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5
P/B	2,7	3,5	2,1	1,8	1,5	1,2
Données par action (€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Bnpa	1,34	1,20	0,82	0,85	1,97	2,58
Book value/action	5,4	9,3	11,8	13,6	16,3	19,7

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.

L'équipe d'Euroland Corporate

Analyse financière

Cécile Aboulian - Responsable de l'analyse financière caboulian@elcorp.com
01 44 70 20 70

Eric Seclet - Analyste financier eseclet@elcorp.com
01 44 70 20 78

Sid Bachir - Analyste financier sbachir@elcorp.com
01 44 70 20 76

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

Relations Émetteurs

Julia Bridger jbridger@elcorp.com
01 44 70 20 84

Nisa Benaddi nbenaddi@elcorp.com
01 44 70 20 92