

<b>Achat</b>	<i>Potentiel</i>	58%
<b>Objectif de cours</b>		<b>8,10 €</b>
Cours au 20/11/2018 (c)		5,12 €
Euronext Paris Comp. C		
Reuters / Bloomberg	ITS.PA / ITS.FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-24,3%	-4,8%	-30,4%	-26,5%
Perf CAC Small	-20,8%	-6,2%	-16,2%	-16,8%

**Informations boursières**

Capitalisation (M€)		40,2
Nb de titres (en millions)		7,85
Volume moyen 12 mois (titres)		4 142
Extrêmes 12 mois	4,96 €	7,70 €

**Actionnariat**

Flottant	41%
Fondateurs & management	29%
Investisseurs institutionnels	28%
Auto contrôle	3%

**Données financières (en M €)**

au 31/12	2017	2018e	2019e	2020e
CA	178,9	156,6	139,6	145,3
var %	-5,2%	-12,5%	-10,9%	4,1%
EBE	8,5	8,3	9,2	10,5
%CA	4,8%	5,3%	6,6%	7,2%
ROC	6,5	6,4	7,5	8,7
%CA	3,6%	4,1%	5,3%	6,0%
RN	3,0	4,1	4,0	4,7
%CA	1,7%	2,6%	2,8%	3,2%
Bnpa (€)	0,50	0,39	0,54	0,64
ROCE (%)	17%	18%	22%	26%
ROE (%)	6%	8%	7%	8%
Gearing (%)	15%	13%	4%	-4%
Dette nette	7,4	6,5	2,1	-2,6
Dividende n (€)	0,12	0,12	0,13	0,14
Yield (%)	2%	2%	2%	3%

**Ratios**

	2017	2018e	2019e	2020e
VE/CA (x)	0,4	0,3	0,3	0,3
VE/EBE (x)	7,5	5,9	4,9	3,8
VE/ROC (x)	9,9	7,7	6,0	4,6
PE (x)	18,2	9,7	10,2	8,5

**Analyste :**

Eric Seclet

01 44 70 20 78

esecl@elcorp.com

Avec la participation de Sébastien Herwyn

**ITS Group**

Services Informatiques

**Un recentrage stratégique à valoriser**

- Avec le recentrage de ses activités sur l'infrastructure opéré en 2018 et la cession d'ITS Overlap, ITS Group renforce la cohérence de son offre. Le Groupe a développé son expertise dans plusieurs domaines : 1/ l'infogérance sur site et à distance, 2/ le conseil sur tous types de projets IT, 3/ l'hébergement d'infrastructures et 4/ la mobilité avec la mise en place de solutions mobiles et wifi. ITS Group devrait ainsi atteindre un CA 2018e de 156,6 M€ et connaître un TCAM du CA de +4,7% d'ici 2020e.
- ITS Group a, par ailleurs, conclu des partenariats technologiques clés avec des éditeurs de premier ordre (Oracle, Cisco, IBM, HPE, Nutanix, NetApp, Dynatrace, Microsoft, Openstack, ...), attestant de sa capacité à traiter un large spectre de sujets IT justifiée par de nombreuses certifications. Le Groupe se démarque également de la concurrence des leaders mondiaux grâce à son maillage territorial lui assurant proximité, agilité et réactivité tant auprès de grands comptes que de PME-ETI.
- ITS Group, porté par la bonne dynamique (+3,9% en 2017 ; +4,2% en 2018) du secteur des services IT (54,1 Mds€ en 2017), se positionne en tant que spécialiste des infrastructures. Le secteur ESN (33,0 Mds€ en 2017), tiré par les SMACS (+14,7% en 2018), devrait poursuivre sa croissance et atteindre les 34,2 Mds€ en 2018. Grâce à l'essor des solutions cloud (TCAM 2016-2020 +13,4%), le marché des infrastructures, en pleine mutation, est en forte croissance notamment sur les segments IaaS (+23,3%) et PaaS (+18,2%).
- La cession relative d'ITS Overlap et le redressement des indicateurs opérationnels (TJM/salaire moyen, taux d'occupation, turnover) vont permettre au Groupe de restaurer ses marges pour afficher une MOC de 4,1% en 2018e (+0,5 pt). A horizon 2020e, nous tablons sur une MOC de 6,0% (hors M&A), plus en phase avec l'historique du Groupe.
- **Notre valorisation de ITS Group fait ressortir un objectif de cours à 8,10 € issu de la moyenne des valorisations par DCF (9,20 €) et comparables boursiers (7,00 €). Compte tenu du potentiel de hausse (+60%), nous initions la couverture avec une recommandation à l'Achat.**



# Sommaire

<b>ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT</b>	<b>1</b>
<b>SWOT</b>	<b>4</b>
<b>ITS GROUP : UN PURE-PLAYER DE LA GESTION DES INFRASTRUCTURES IT</b>	<b>5</b>
LA CROISSANCE EXTERNE DANS SON ADN	6
UNE OFFRE RESTRUCTURÉE AUTOUR DE 4 EXPERTISES	8
DES PARTENARIATS TECHNOLOGIQUES FORTS	11
UNE EXPOSITION SECTORIELLE ÉQUILIBRÉE	11
<b>UN SECTEUR IT PARTICULIÈREMENT DYNAMIQUE</b>	<b>12</b>
DES SERVICES NUMÉRIQUES STRUCTURELLEMENT PORTEURS	12
UN MARCHÉ DES INFRASTRUCTURES IT PORTÉ PAR LE CLOUD	13
<b>PERSPECTIVES STRATÉGIQUES ET FINANCIÈRES</b>	<b>15</b>
UNE CROISSANCE ORGANIQUE MODÉRÉE MAIS PLUS PÉRENNE	15
LA CROISSANCE CRÉÉE UN LEVIER SUR LA RENTABILITÉ	16
UNE SITUATION FINANCIÈRE SOLIDE À LA HAUTEUR DE SES AMBITIONS	17
<b>VALORISATION DE ITS GROUP</b>	<b>19</b>
VALORISATION PAR LES DCF	19
VALORISATION PAR LES COMPARABLES BOURSIERS	21
CONCLUSION	22

## SWOT

### Forces

- Expertise historique dans la gestion des infrastructures IT
- Taille critique
- Partenariats technologiques
- Exposition sectorielle diversifiée

### Faiblesses

- Rentabilité non normative comparée au secteur
- Présence à l'international limitée

### Opportunités

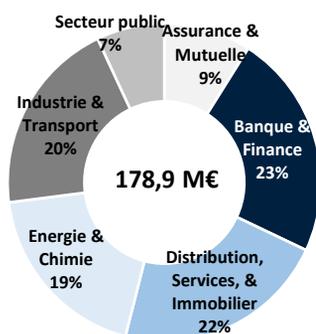
- Marché français dynamique des services numériques estimé à 33,0 Mds€ (+3,2%) en 2017 et en progression pour 2018 (+3,5%)
- Marché mondial des solutions cloud estimé à 411,5 Mds\$ en 2020 (TCAM 2016-2020 : +13,4%)
- Réalisation d'acquisitions structurantes

### Menaces

- Intensité concurrentielle accrue
- Difficultés de recrutement et de gestion du turnover dans un marché en croissance
- Tension sur les prix pour les activités de base (infogérance, maintenance, ...)
- Ralentissement de la croissance du PIB

## ITS Group : un pure player de la gestion des infrastructures IT

### Répartition sectorielle du CA 2017

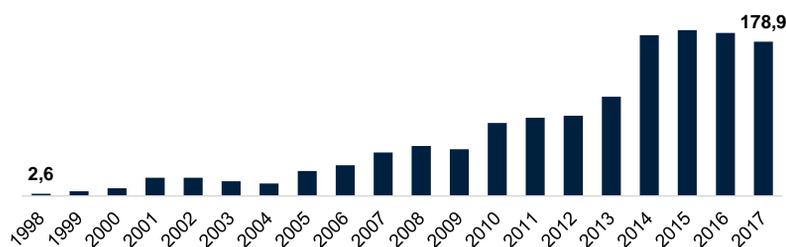


Créée en 1997, ITS Group est une ESN spécialisée dans la gestion des infrastructures IT (sécurité, virtualisation, réseaux, etc..) délivrant des prestations de bout en bout à ses clients pour les aider dans le pilotage de leur transformation digitale. Doté de partenariats technologiques forts avec les principaux éditeurs du marché (NetApp, Citrix, Vmware, Oracle, etc.), le Groupe conçoit, déploie et maintient des solutions clés en main autour des enjeux de demain : Cloud, Mobilité, Big Data, Sécurité, Collaboratif.

Présent jusqu'en 2017 dans le négoce et l'intégration de solutions matérielles, ITS Group a réaligné courant 2018 sa stratégie commerciale autour de 4 expertises majeures à plus forte valeur ajoutée : 1/ **Infogérance**, en assurant des prestations sur site ou à partir de centres de services externalisés, 2/ **Conseil**, avec un accompagnement personnalisé dans la réalisation de projets IT critiques 3/ **Hosting/Cloud**, en offrant une gestion sécurisée des infrastructures et des plateformes applicatives 4/ **Mobilité**, avec le déploiement de solutions d'Entreprise Mobility Management (EMM) et de projets Wi-Fi.

Fort de cette organisation remaniée, **le Groupe ambitionne de surperformer le marché sur les deux prochaines années, tout en atteignant une MOC à 7%**. Pour se faire, le management entend s'appuyer sur une croissance organique robuste sur ses activités historiques ainsi que sur des acquisitions ciblées qui viendront compléter les expertises du Groupe.

### Évolution du CA depuis la création (en M€)



source : société

Présent majoritairement en France au travers de 8 implantations en région mais également à l'international (Suisse, Belgique), le Groupe emploie quelques 1 400 collaborateurs à fin 2017. Opérant pour le compte d'une clientèle Grands Comptes multi secteurs, il jouit néanmoins d'une forte légitimité dans le secteur financier, qui représente 23% de son CA en 2017.

## La croissance externe dans son ADN

Depuis sa création en 1997, le Groupe est passé par différentes phases de développement. Suite à son introduction en Bourse en 2000, ITS Group s'est notamment structuré grâce à une politique de croissance externe soutenue.

**De 2004 à 2009 :**

### **Atteinte d'une taille critique et positionnement sur les métiers clés**

Sur la période, ITS Group a procédé à plusieurs acquisitions structurantes. Avec l'intégration des sociétés **Ibelem** (1 M€ de CA) puis **Integra** (filiale de Seevia), le Groupe se positionne sur les métiers de la mobilité et de l'hébergement, devenus aujourd'hui des piliers de sa stratégie. C'est surtout en faisant l'acquisition la même année de la société cotée **Seevia** (14 M€ de CA) qu'ITS Group est entré dans une nouvelle dimension, lui permettant de doubler de taille (30 M€ de CA pro forma en 2005 vs 14,3 M€ en 2014). En l'espace de 5 ans, le Groupe est ainsi devenu un acteur majeur des services IT en France, réalisant un CA de 54,1 M€ à fin 2009.

**De 2010 à 2013 :**

### **Diversification, nouveau palier de taille critique et un premier pas à l'international**

Poursuivant sa stratégie de build-up dans l'infrastructure, le Groupe a fait le choix de diversifier son activité avec la volonté d'intervenir à la fois en amont et en aval de la chaîne de valeur. C'est dans ce contexte qu'il a réalisé l'acquisition de **Thémis Conseil** (2 M€ de CA) en 2011 puis, en 2013, de la société **Overlap** (122 M€ de CA). Parallèlement, le Groupe a réalisé une première incursion à l'international avec le rachat de la société suisse, **MIB**. Acteur reconnu présent du cycle de vie des infrastructures, le Groupe totalise alors un CA 115,2 M€.

**De 2015 à 2018 :**

### **Renforcement de l'expertise du Groupe dans le cloud et la mobilité**

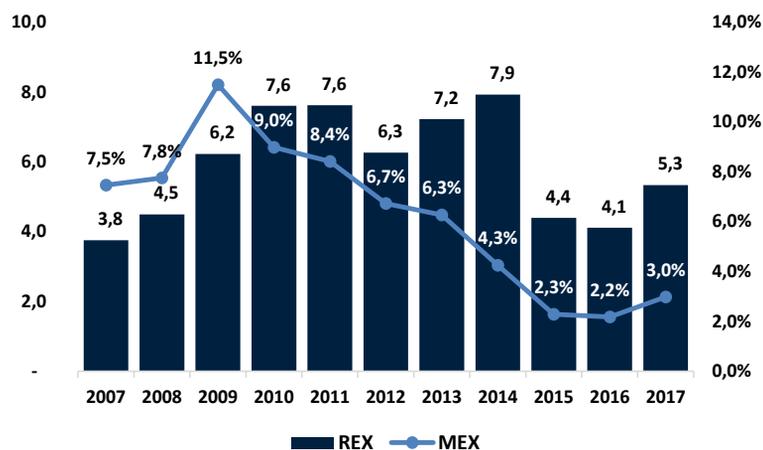
Après plusieurs opérations d'envergure, ITS Group s'est concentré sur l'acquisition de petites sociétés dotées d'expertises métiers pointues et complémentaires. Pour renforcer son pôle Mobilité, le management cible **Bluesafe** (3 M€ de CA), intégrateur reconnu pour son savoir faire autour des infrastructures Wi-Fi. De même, souhaitant capter le potentiel de croissance de la gestion des données de santé, le Groupe a étoffé son activité d'hébergement avec l'acquisition d'**Asplenium** (3,6 M€ de CA).

**Courant 2018 :**

### **Transition et repositionnement du Groupe**

Courant 2018, le Groupe amorce un virage stratégique majeur. Souhaitant se recentrer sur des activités à plus forte valeur ajoutée, ITS Group annonce sa volonté de se séparer d'ITS Overlap. L'abandon de ses activités de négoce en décroissance doit ainsi permettre au Groupe d'améliorer la cohérence de son offre et de redresser ses résultats.

## Évolution du REX (M€) de 2007 à 2017



source : Factset

Connaissant une baisse de ses marges depuis 2010, le Groupe a vu sa MEX passer de 11,5% en 2009 à 3,0% en 2017. ITS Group a dû faire face à plusieurs facteurs expliquant ce recul : 1/ l'acquisition en 2013 de la société Overlap, dont l'activité faiblement margée, n'a pas permis de synergies avec le Groupe en raison d'un business model différent, 2/ des prix tirés vers le bas sur l'infogérance à cause d'une intensification de la concurrence et d'une évolution du métier vers des contrats en mode projet (vs régie) et 3/ des difficultés à recruter entraînant un recours accru à la sous-traitance.

Le recentrage récent du Groupe sur ses activités à plus forte valeur ajoutée (infrastructure et mobilité) lui a permis de progressivement remonter sa MEX sur les deux derniers exercices, passant de 2,3% en 2015 à 3,0% en 2017. La cession d'Overlap (juillet 2018) et une politique réaffirmée de croissance externe devraient permettre à ITS Group d'atteindre à horizon 2020 un niveau de marge de 7%. Cependant, la capacité du Groupe à maîtriser son turnover dans un contexte de croissance du marché constituera un facteur déterminant dans l'amélioration de sa MEX.

## Une offre restructurée autour de 4 expertises

Aujourd'hui, ITS Group est une ESN spécialisée dans le déploiement de solutions destinées à gérer les infrastructures IT pour le compte des DSI et directions métiers. Elle accompagne ses clients sur l'ensemble des phases d'un projet en partant du conseil et architecture à l'intégration, en passant par la maintenance jusqu'à l'hébergement des systèmes d'informations. Pour être au plus près des clients, le Groupe emploie 1 400 collaborateurs.

### Offre commerciale de ITS Group

	Infogérance	Conseil	Hosting/Cloud	Mobilité
Prestations	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Conception d'architecture</li> <li>- Administration et exploitation de productions informatiques</li> <li>- Maintenance et migration de solutions applicatives</li> <li>- Sécurité des SI &amp; PCA / PRA</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Conseil en management, organisation, SI</li> <li>- Pilotage de projet de transformation</li> <li>- Conseil métier</li> <li>- AMOA / AMOE</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Hébergement d'infrastructures</li> <li>- Hébergement applicatif</li> <li>- Hébergement des SI</li> <li>- Support 24/7</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Audit, conseil et études des besoins</li> <li>- Conception, pilotage et intégration d'infrastructure Wifi</li> <li>- Mise en place de solutions de Mobile Device Management (MDM)</li> <li>- Support technique</li> </ul>
Interlocuteurs	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Direction des risques</li> <li>- DSI</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Direction générale</li> <li>- Direction métier</li> <li>- DSI</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- DSI</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- DSI</li> <li>- Directeur métier</li> <li>- Directeur de la mobilité</li> <li>- Directions Télécoms et Achat</li> </ul>
Entité	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ITS Group</li> <li>- ITS Integra</li> <li>- ITS Benelux</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Thémis Conseil</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ITS Integra</li> <li>- Asplenium</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ITS Ibelem</li> <li>- Bluesafe</li> </ul>

sources : société, Euroland Corporate

### Une offre complémentaire

Depuis la refonte de son offre courant 2018, la proposition commerciale d'ITS Group s'articule autour de 4 pôles complémentaires, à savoir :

#### Infogérance

A travers ITS Group, le Groupe délivre des prestations sur-mesure d'infogérance, tant en matière web que SI. A ce titre, le Groupe couvre des missions variées (maintenance, migrations applicatives, assistance au poste de travail utilisateur, gouvernance des SI, administration de productions IT, etc...) permettant aux clients de déléguer tout ou partie de la gestion de leurs infrastructures en garantissant un coût d'exploitation le plus compétitif possible dans un environnement sécurisé. Cette activité, qui se caractérise par des contrats récurrents (3 à 5 ans renouvelables), est assurée aussi bien sur site en Assistance Technique (AT) qu'en centre de services externalisés (24/7), mode d'intervention de plus en plus plébiscité par les clients en raison des économies générées.



## Conseil



Depuis le rachat en 2011 du cabinet Themis Conseil, ITS Group se positionne en amont des projet IT de ses clients en les accompagnant dans toutes les phases de la refonte de leur SI (MOA / AMOA). Dotée d'expertises fortes dans le domaine de l'assurance (santé & prévoyance) et de la banque (risque), cette activité se distingue par un niveau de marge élevée (MOC >10%) pouvant déboucher par la suite sur des prestations d'infogérance et d'intégration. Si cette activité reste marginale à l'échelle du Groupe ( $\approx 5\%$  CA), elle n'en demeure pas moins stratégique dans la mesure où elle lui permet de maintenir un contact direct avec les directions générales et métiers.

## Hosting / Cloud



Service complémentaire à l'infogérance, l'hébergement permet aux clients du Groupe de délocaliser leurs infrastructures IT et applications dans un datacenter tiers localisé en France et ainsi les libérer des contraintes techniques liées à l'exploitation des systèmes d'informations. Concrètement, ITS Group délivre des prestations de tierce maintenance de production informatique en assurant un haut niveau de disponibilité et de sécurité. Positionné principalement sur le mid-market, le Groupe gère plus 8 000 serveurs à travers ses 3 datacenters. Depuis l'acquisition d'Asplenium en 2018, ITS Group fait également partie des 120 hébergeurs de données de santé agréés par l'État français, un segment de niche aux perspectives prometteuses. En plus d'une forte visibilité du CA (90% du CA récurrent) compte tenu de contrats pluriannuels, cette activité affiche historiquement des marges solides. Par ailleurs, ITS Integra concentre ses efforts à la fois sur le cloud ultrasécurisé et le cloud hybride, solution idoine permettant de concilier puissance machine et incompatibilité de certaines solutions avec le cloud public.

## Mobilité



Héritée de l'acquisition d'ITS Ibelem en 2004 puis renforcée par le rachat de Bluesafe en 2018, cette activité de niche, et fortement margée (MOC  $\approx 10\%$ ), gère la mise en œuvre de la stratégie de mobilité et de digitalisation de l'espace de travail de Grands Comptes (dont 50% des entreprises du CAC 40). Les consultants d'Ibelem interviennent aussi bien auprès des directions métiers que des DSI et sont présents sur l'ensemble des phases d'un projet (audit, étude, conduite du changement, intégration, support, formation, etc). Les équipes d'ITS Ibelem apportent des solutions complètes et surtout clés en main, allant des infrastructures aux terminaux déjà paramétrés. Ces dernières possèdent des compétences reconnues en matière d'infrastructure Wi-Fi, de technologies d'EMM ou encore de sécurisation de données et applications mobiles. Le Groupe a notamment développé trois logiciels propriétaires ( $\approx 1,5$  M€ en 2017) : 1/ Push Manager, pour la gestion des profils utilisateurs, 2/ Business Guess Manager, pour la gestion des accès wifi des invités et 3/ Nomadio, une solution d'optimisation de la recherche de sources de connexion.

## Présence géographique d'ITS Group



source : société

Pour adresser ses clients de la manière la plus efficace possible, ITS Group a opté pour un maillage territorial homogène de la France, une décision qui fait sens dans la mesure où l'infogérance et le conseil requiert une grande proximité et disponibilité. Au total, le Groupe compte 8 implantations dont 3 centres de services (2 en région parisienne et 1 à Montpellier). Toutefois, compte tenu de la localisation de ses clients (majoritairement en Île-de-France), la grande partie de ses 1 400 collaborateurs se trouve à Paris.

### Quelques exemples de réalisation

#### ARDIAN

##### *Accompagnement d'Ardian dans sa stratégie de mobilité*

Dans le cadre de sa prise d'indépendance vis-à-vis du Groupe Axa, les équipes d'Ardian (près de 500 collaborateurs) ont dû mettre en place une nouvelle infrastructure IT et redéfinir les outils de son infrastructure mobile.

En tant qu'expert de la mobilité, les équipes d'Ibelem ont assuré le benchmark des solutions d'EMM disponibles sur le marché et intégré la solution AirWatch de VMware aux SI. De même, Ibelem est intervenu en amont sur la phase d'étude ainsi que sur la mise en production et l'accompagnement technique des équipes.

#### SANOFI

##### *Accompagnement de Sanofi dans le projet NEXTS*

Au cours d'un projet de 18 mois, les équipes de Thémis Conseil ont accompagné Sanofi dans l'implémentation d'un outil de gestion des achats (Ariba / SAP). Véritable projet structurant (6 000 utilisateurs en France répartis dans 4 entités), le Groupe est intervenu en première ligne dans :

- La gestion du projet
- La gestion des données
- Le plan de communication
- Le déploiement
- Le support fonctionnel

## Des partenariats technologiques forts

Acteur incontournable de la gestion des infrastructures IT en France, ITS Group a noué des partenariats technologiques forts avec les principaux éditeurs du marché (Oracle, EMC, Citrix, Cisco, VMware, etc...), démontrant toute sa légitimité à intervenir sur des problématiques variées. Que ce soit sur des sujets liés au Cloud, à la sécurité ou encore aux réseaux, le Groupe dispose de certifications élevées auprès d'éditeurs internationaux leaders sur leur marché, garantissant à ses clients un réel savoir-faire en matière de conseil et d'intégration.

## Des partenaires de premier plan



source : société

## Une exposition sectorielle équilibrée

Identifié comme un partenaire privilégié des acteurs de la banque et assurance, ITS bénéficie de liens privilégiés avec les principaux protagonistes du secteur. BNP Paribas, Société Générale ou encore BPCE font partie de ses principaux clients. Ainsi, en 2013, le secteur de la Banque & Finance représentait près de la moitié (48%) des revenus du Groupe.

Toutefois, si le secteur bancaire continue de concentrer une bonne partie des investissements informatiques en France, ITS Group est parvenu à rééquilibrer son exposition et réalise désormais 39% de son CA (dont 32% en Banque & Finance et 9% chez les Assurances & Mutuelles) sur ce segment.

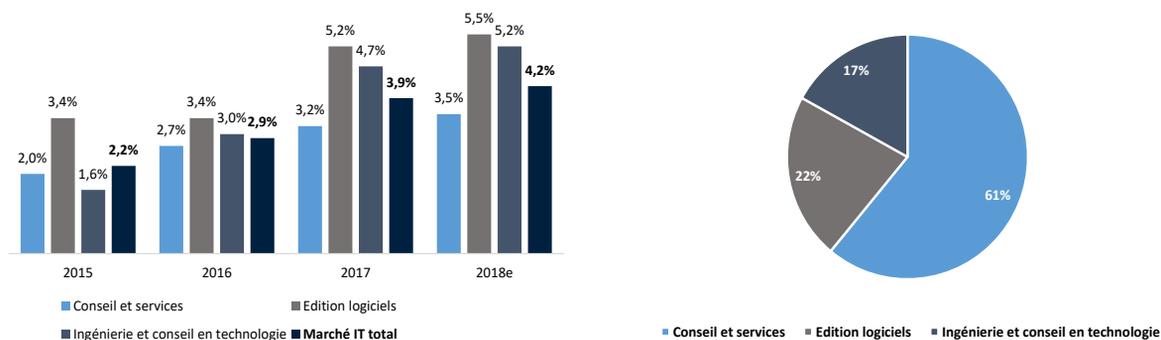
## Un secteur IT particulièrement dynamique

### Des services numériques structurellement porteurs

#### Des dépenses IT toujours en croissance

Le phénomène de digitalisation des entreprises se poursuit avec une croissance des dépenses IT de +3,8%, soit un marché mondial de 3 527 Mds\$ en 2017 selon Gartner. Le secteur devrait ainsi atteindre 3 683 Mds\$ (+4,5%) en 2018 puis 3 784 Mds\$ (+2,7%) en 2019. Au niveau mondial, les services numériques (conseil IT, ingénierie et intégration SI, infogérance, R&D externalisée) ont progressé de +4,0% à 933 Mds\$ en 2017. Le secteur devrait rester sur cette dynamique avec respectivement +5,5% en 2018 et +4,6% en 2019, dépassant ainsi le seuil des 1 000 Mds\$.

#### Évolution du marché IT en France sur la période 2015 - 2018 et part de marché 2017



source : Syntec Numérique, Juin 2018

En France, le marché IT (conseil et services informatiques, édition de logiciels, R&D externalisée) était de 54,1 Mds€ en 2017 soit une croissance de +3,9%, selon Syntec Numérique. Le marché français devrait connaître une accélération de sa progression avec un taux de +4,2% en 2018. Le segment du conseil et des services numériques, quant à lui, était de 33,0 Mds€ (+3,2%) en 2017 et est attendu à 34,2 Mds€ (+3,5%) en 2018.

#### Les SMACS comme leviers de croissance

Les services numériques sont notamment dynamisés par les projets SMACS (Social, Mobilité, Analytics, Cloud, Sécurité). En 2018, les SMACS devraient représenter un chiffre d'affaires pour les ESN en France de 6,5 Mds€ (+14,7%) et une part de marché de 19,2%.

Les ESN jugent prioritaires ces nouveaux axes de développement afin de toujours être en adéquation avec les besoins des entreprises en matière de digitalisation de leurs processus métiers et d'expérience utilisateur. Dans ce contexte, ITS se positionne sur l'un des chantiers numériques les plus disruptifs, le cloud computing.

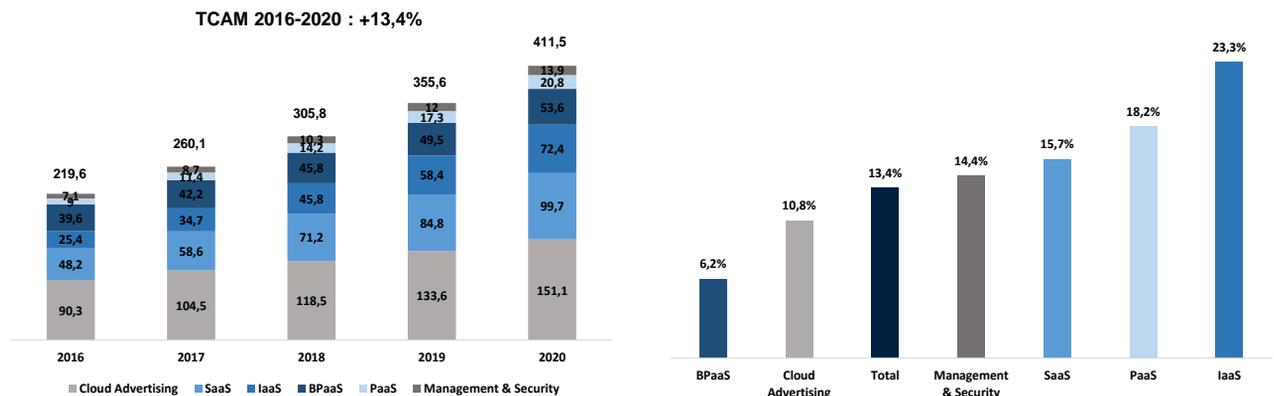
## Un marché des infrastructures IT porté par le cloud

### Le cloud, catalyseur de transformation

Le marché des services d'hébergement d'infrastructures se décompose en trois composantes : data center, cloud privé et cloud public. Même si le premier représente encore 63,4% du marché mondial en 2016, il poursuit son déclin (-4,0%) au profit des solutions cloud, selon IDC.

Le marché mondial des solutions cloud est estimé à 219,6 Mds\$ en 2016 et à 411,5 Mds\$ en 2020, soit un TCAM de +13,4% sur la période 2016-2020, avec des segments IaaS (+23,3%) et PaaS (+18,2%) particulièrement dynamiques, selon Gartner.

### Marché mondial des solutions cloud : perspectives (Mds\$) & TCAM 2016 - 2020



source : Gartner

L'essor du cloud, avec le passage d'un hébergement sur site vers un hébergement à distance des infrastructures, redéfinit entièrement les activités des ESN. Ces dernières jouent désormais un rôle de fournisseur de solutions cloud.

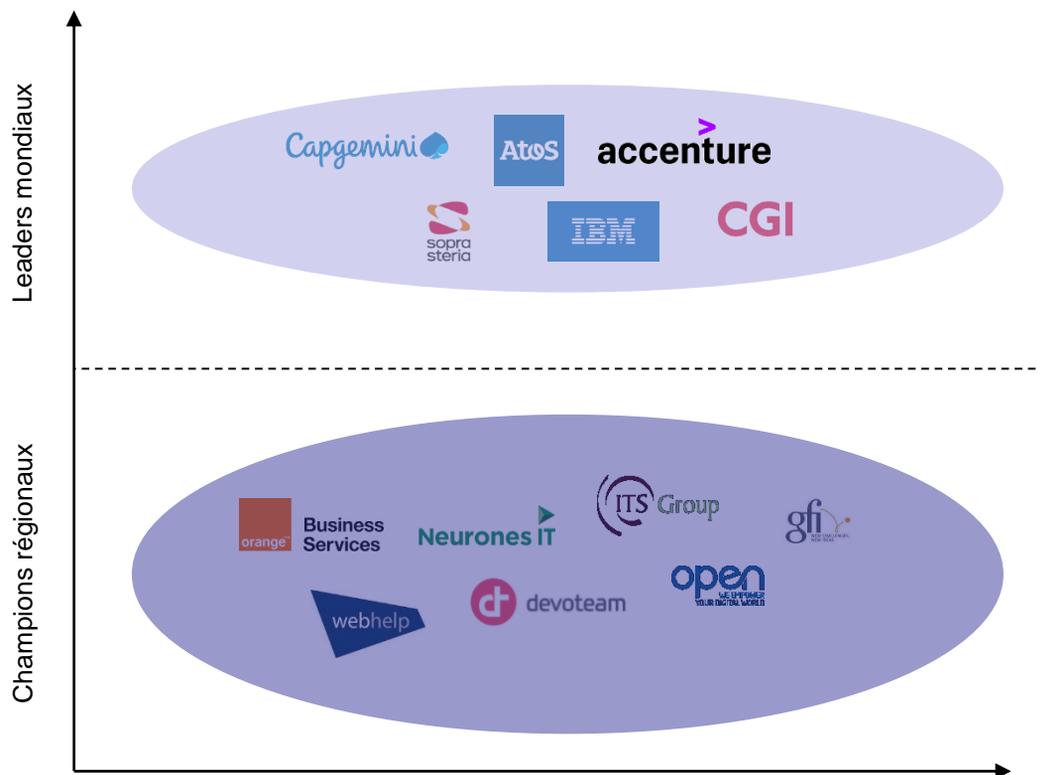
Le cloud permet ainsi l'instauration de nouveaux modèles opérationnels (SaaS, IaaS, PaaS, etc.), apportant davantage de flexibilité et d'efficacité des moyens mis en œuvre pour répondre aux problématiques informatiques des entreprises.

De par leur rôle pivot dans les systèmes d'informations, les infrastructures sont d'autant plus impactées par les avancées de la filière IT. Les principaux enjeux actuels orientant l'évolution des activités d'infrastructures sont la réglementation RGPD sur la protection des données, l'expansion du modèle alternatif de type DevOps et l'instauration de processus continus, le développement d'environnements agiles et sécurisés et de capacités exponentielles de stockage de données.

## Un marché profond attirant deux typologies d'ESN

Face à l'intensification de l'environnement concurrentiel du secteur, les ESN adoptent des positionnements différents en fonction de leur profil et des segments de marché visés. Ces dernières choisissent une approche soit globale favorisant des prix attractifs, notamment sur les métiers de base telle que l'infogérance, soit ciblée permettant davantage d'agilité et de proximité.

### Cartographie des ESN spécialisées en infrastructure IT en France



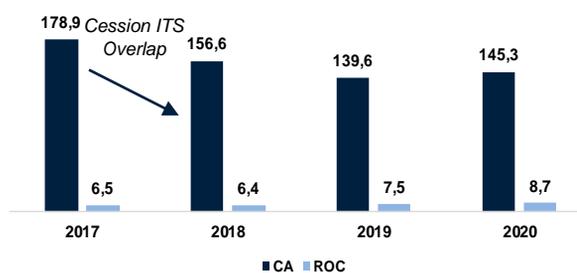
source : Euroland Corporate

Les ESN se regroupent en deux catégories : des groupes diversifiés d'envergure mondiale et des acteurs intégrés au rayonnement régional, tel que ITS Group, ayant fait le choix de la proximité. Au-delà de proposer des solutions sur-mesure ainsi que des ressources localisées sur le territoire des entreprises clientes, les ESN régionales ont pour avantages une relation privilégiée avec les PME / ETI renforcée par une réactivité et une agilité accrue dans les projets IT, et surtout des expertises de niche : métiers, sectorielles et fonctionnelles.

## Perspectives stratégiques et financières

Profitant de la cession de ses activités non stratégiques (ITS Overlap) en juillet 2018 et de conditions de marché favorables, ITS Group affiche des bases solides pour reprendre le chemin de la croissance et améliorer sa rentabilité. Parallèlement, le management entend poursuivre ses acquisitions sur des activités de niche comme la cyber sécurité ou la mobilité pour diversifier son offre. Pour 2018e, nous tablons ainsi sur un CA de 156,6 M€ et un ROC de 6,4 M€, soit une MOC de 4,1% (vs 3,6% en 2017). A terme, nous pensons qu'ITS Group sera en mesure d'afficher une MOC normative proche de 7,5%.

### Prévisions de CA et de ROC pour la période 2018-2020



source : Euroland Corporate

## Une croissance organique modérée mais plus pérenne

### La croissance organique comme premier levier

Avec la cession d'ITS Overlap, ITS Group renforce sensiblement la solidité de son modèle avec une activité majoritairement caractérisée par des contrats pluriannuels (Hébergement / Infogérance) et des prestations à forte valeur ajoutée (Mobilité / Conseil). Compte tenu du mix produits, très concentré sur les prestations d'infogérance où le marché est plus mature, la croissance restera toutefois modeste avec TCAM du CA de +4,7% sur la période 2018-20.

Alors que les prestations de services (Infogérance et Conseil) et le pôle Mobilité devraient bénéficier d'une poursuite de la hausse du TJM et du TACE, l'enjeu principal consistera à recruter puis fidéliser les talents dans un marché sous tension. Sur ces métiers, nous anticipons un TCAM respectif de +3,0% et +3,7%. Le pôle Hosting / Cloud, en croissance continue depuis 2012, devrait quant à lui poursuivre sa montée en puissance, consécutivement à l'intégration d'Asplénium début 2018, et ainsi afficher une croissance soutenue pour atteindre un CA de 34,7 M€ en 2020 (vs 23,8 M€ en 2017). Le potentiel de marché sur ce segment nous semble prometteur compte tenu de la multiplication des solutions Cloud et de la capacité du Groupe à adresser les acteurs de la santé grâce à son agrément HDS.

### Le M&A en soutien

Très actif en matière de croissance externe, ITS Group a, depuis 2004, procédé à plus d'une dizaine d'acquisitions pour compléter l'offre de ses activités stratégiques. Le management entend ainsi participer à la consolidation du marché et porter ses efforts sur des sociétés de services de 15 M€ à 20 M€ de CA présentes dans la mobilité ou encore la cyber sécurité, métier encore non adressé directement par le Groupe. Compte tenu du track record de la société et de la dynamique à l'œuvre sur le marché, nous sommes confiants dans sa capacité à réaliser des opérations structurantes à court et moyen terme.

### Prévisions de CA 2018-2020 par métier

	2018	2019	2020
Prestations de services (Infogérance / Conseil)	86,1	88,7	91,4
Mobilité	40,8	18,8	19,3
Hosting / Cloud	29,8	32,1	34,7
<b>Total</b>	<b>156,6</b>	<b>139,6</b>	<b>145,3</b>
<i>var (%)</i>	-12%	-10,9%	4,1%

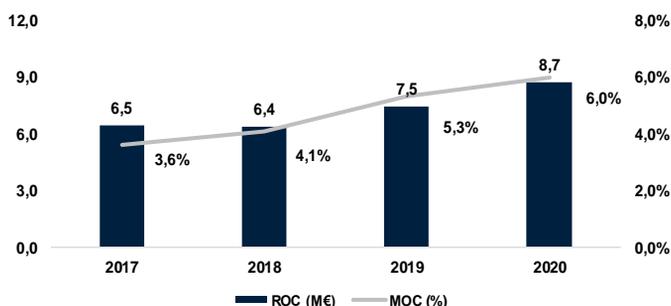
Impact de la  
cession d'ITS  
Overlap

source : Euroland Corporate

### La croissance crée un levier sur la rentabilité

Le recentrage stratégique sur des activités moins cycliques et à plus forte valeur ajoutée va permettre à ITS Group, en plus d'une meilleure visibilité sur son CA, de restaurer ses marges d'ici 2020. Depuis son point bas en 2015 (2,6%), la MOC affiche une progression de 1,0 pts à 3,6% en 2017. L'impact relatif de la cession d'ITS Overlap couplé à l'amélioration des indicateurs opérationnels (taux de marge brute, TACE et ratio TJM/salaire moyen) permettra au Groupe d'enregistrer une progression notable de la MOC en 2018e à 4,1%. A horizon 2020e, nous pensons que ITS Group devrait renouer avec une MOC de 6,0% (hors M&A), comparable aux performances enregistrées avant l'acquisition d'ITS Overlap en 2013.

### Prévisions de ROC pour la période 2017-2020



source : Euroland Corporate

## Une situation financière solide à la hauteur de ses ambitions

A fin 2017, ITS Group affiche une situation financière saine avec des capitaux propres de 48,1 M€ et une trésorerie de 5,3 M€. La dette nette, qui s'élève à 7,4 M€, fait ressortir un *gearing* raisonnable de 15%, lui assurant les moyens financiers pour réaliser des acquisitions ciblées.

Compte tenu du redressement escompté des marges, la génération de cash flow opérationnel d'ITS Group doit lui permettre d'autofinancer ses investissements sur la période. De même, la cession d'ITS Overlap devrait réduire sensiblement le BFR et ainsi, redonner de la souplesse au Groupe dans la gestion de sa trésorerie.

Tableau de flux (M€)	2018	2019	2020
CAF	6,2	5,8	6,6
Variation de BFR	1,6	1,6	1,2
<b>Flux de trésorerie d'exploitation (a)</b>	<b>7,8</b>	<b>7,4</b>	<b>7,9</b>
<b>Flux nets liés aux investissements (b)</b>	<b>-5,9</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,2</b>
<b>Cash flow libre (a-b)</b>	<b>1,8</b>	<b>5,3</b>	<b>5,7</b>
<b>Flux nets liés aux financement (c)</b>	<b>-0,3</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,7</b>
<i>dont dividendes</i>	-0,9	-0,9	-1,0
<i>dont variation nette d'emprunts</i>	-3,3	-3,7	-3,7
<b>Variation nette de la trésorerie (a+b+c)</b>	<b>1,6</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>
Gearing (%)	13%	4%	-4%

*source : Euroland Corporate*

## Synthèse de nos estimations

En M€	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>178,9</b>	<b>156,6</b>	<b>139,6</b>	<b>145,3</b>
<i>var (%)</i>	-12,5%	-10,9%	4,1%	0,0%
Achats consommés	73,7	56,4	36,3	37,8
Charges de structure	8,6	8,4	8,6	8,9
Frais de personnel	87,5	83,0	85,0	87,7
Autres	2,7	2,4	2,2	2,3
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>6,5</b>	<b>6,4</b>	<b>7,5</b>	<b>8,7</b>
<i>Marge opérationnelle courante (%)</i>	3,6%	4,1%	5,3%	6,0%
Autres produits & charges non courants	-0,9	1,1	-0,3	-0,3
Résultat financier	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Impôts	-1,9	-2,8	-2,7	-3,2
<b>Résultat net part du Groupe</b>	<b>3,15</b>	<b>4,25</b>	<b>4,08</b>	<b>4,85</b>
<i>Marge nette (%)</i>	1,8%	2,7%	2,9%	3,3%
<b>Bnpa retraité (€)</b>	<b>0,50</b>	<b>0,39</b>	<b>0,54</b>	<b>0,64</b>
<i>var (%)</i>	-5,2%	-21,2%	38,5%	17,7%

source : Euroland Corporate

## Valorisation de ITS Group

Pour valoriser la société, nous avons retenu deux méthodes de valorisation : 1/ l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) et 2/ les comparables boursiers.

### Valorisation par les DCF

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

- **Croissance du chiffre d'affaires** : nous retenons un TCAM de +4,7% entre 2018-2020 justifié par le repositionnement du Groupe sur des métiers en croissance et la montée en puissance des activités récurrentes.
- **Rentabilité opérationnelle** : la marge opérationnelle est attendue en nette progression d'ici 2020 (6,0%e). Nous prenons l'hypothèse d'une marge normative de 7,5% en 2021, en phase avec l'historique du Groupe avant le rachat d'ITS Overlap en 2013.
- **Besoin en fonds de roulement** : nous retenons un BFR de 5,0% du CA, en ligne avec l'historique de la société.
- **Investissements** : nous faisons l'hypothèse d'un niveau d'investissement de 1,5% du CA sur la période.
- **Un taux d'actualisation (WACC) de 10,35% basé sur :**
  - un taux sans risque de 0,77% ;
  - une dette financière nette de 7,4 M€ au 31/12/2017
  - une prime de risque de 5,50%
  - un bêta de 2,01

### Hypothèses retenues pour le calcul du WACC

---

Taux sans risque (OAT 10 ans)	0,77%
Prime de risque	5,50%
Bêta sans dette	1,79
Bêta endetté	2,01
<b>Coût des capitaux propres</b>	<b>11,8%</b>
Coût de la dette	3,50%
<b>Coût de la dette après impôts</b>	<b>2,33%</b>
<b>Coût moyen pondéré du capital</b>	<b>10,35%</b>
Taux de croissance à l'infini	1,50%

---

source : Euroland Corporate

## Tableau des DCF

En M€	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>156,6</b>	<b>139,6</b>	<b>145,3</b>	<b>151,1</b>	<b>156,4</b>	<b>161,9</b>	<b>166,7</b>	<b>170,1</b>	<b>173,5</b>	<b>176,1</b>
<i>variation (%)</i>	-12,5%	-10,9%	4,1%	4,0%	3,5%	3,5%	3,0%	2,0%	2,0%	1,5%
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>6,4</b>	<b>7,5</b>	<b>8,7</b>	<b>10,6</b>	<b>11,8</b>	<b>12,2</b>	<b>12,5</b>	<b>12,8</b>	<b>13,0</b>	<b>13,2</b>
<i>Taux de marge opérationnelle courante</i>	4,1%	5,3%	6,0%	7,0%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
- Impôts	-2,8	-2,7	-3,2	-4,2	-4,7	-4,9	-5,0	-5,1	-5,2	-5,3
+ DAP nettes	1,9	1,7	1,8	2,1	2,2	2,3	2,3	2,4	2,4	2,5
<b>Cash Flow opérationnel</b>	<b>5,5</b>	<b>6,4</b>	<b>7,3</b>	<b>8,5</b>	<b>9,2</b>	<b>9,6</b>	<b>9,9</b>	<b>10,1</b>	<b>10,3</b>	<b>10,4</b>
- Variation du BFR	1,6	1,6	1,2	1,9	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1
- Investissements opérationnels	-2,3	-2,1	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,5	-2,6	-2,6	-2,6
<b>Free Cash flow</b>	<b>4,8</b>	<b>5,9</b>	<b>6,4</b>	<b>8,1</b>	<b>6,6</b>	<b>6,9</b>	<b>7,1</b>	<b>7,3</b>	<b>7,5</b>	<b>7,6</b>
<b>Free Cash flow actualisé</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>	<b>5,2</b>	<b>6,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>
Somme des FCF actualisés	43,9									
Valeur terminale actualisée	35,8									
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>79,7</b>									
Dette nette	7,4									
Intérêts minoritaires	0,7									
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>72,3</b>									
<b>Valeur par action</b>	<b>9,2</b>									

source : Euroland Corporate

## Matrice de sensibilité

		Taux de croissance à l'infini				
		0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%
<b>C</b>	<b>9,35%</b>	9,8	10,1	10,5	10,9	11,3
<b>M</b>	<b>9,85%</b>	9,2	9,5	9,8	10,1	10,5
<b>P</b>	<b>10,35%</b>	8,7	8,9	<b>9,2</b>	9,5	9,8
<b>C</b>	<b>10,85%</b>	8,3	8,5	8,7	8,9	9,2
	<b>11,35%</b>	7,8	8,0	8,2	8,4	8,7

source : Euroland Corporate

**Notre valorisation de ITS Group par DCF ressort à 9,20 € par action avec un WACC à 10,35% et une croissance à l'infini de 1,5%.**

## Valorisation par les comparables boursiers

Pour valoriser ITS Group par les comparables, nous avons retenu un échantillon d'ESN présent dans le domaine des infrastructures IT ainsi que dans la transformation digitale, dont l'essentiel de l'activité se déroule en France.

### Échantillon de comparables

Société	Description	CA 2017 (M€)	Effectif 2017
 Atos	ESN spécialisée dans la transformation digitale et les services IT (infrastructures, gestion des données, cyber-sécurité, outils collaboratifs, etc.).	12 000	100 000
 open	ESN centrée sur la fourniture de prestations autour des applications et des infrastructures.	314	4 100
 NEURONES	ESN spécialisée dans les prestations de services d'infrastructures, de services applicatifs et dans le conseil en systèmes d'information.	485	5 028
 Umanis	ESN française intervenant dans les domaines de la data, les business solutions, du digital et des infrastructures IT.	200	2 600
 devoteam	Groupe européen d'ingénierie et de conseil en infrastructures des systèmes d'information.	540	3 600
 gfi	ESN française spécialisée dans le conseil IT, les infrastructures, les services applicatifs ou encore l'intégration.	1 132	18 000

sources : sociétés, Euroland Corporate

## Consensus des analystes sur les comparables

En M€ Société	Chiffre d'affaires			Croissance du CA (%)		
	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e
Devoteam SA	647,9	761,9	853,1	19,9%	17,6%	12,0%
Neurones SA	489,7	518,8	553,4	1,0%	5,9%	6,7%
Groupe Open SA	327,7	343,6	360,6	4,4%	4,9%	4,9%
Aubay SA	401,3	428,9	455,0	13,5%	6,9%	6,1%
Atos SE	12 305,1	13 493,0	13 840,4	-3,0%	9,7%	2,6%
<b>ITS Group</b>	<b>156,6</b>	<b>139,6</b>	<b>145,3</b>	<b>-12,5%</b>	<b>-10,9%</b>	<b>4,1%</b>

Société	EBITDA			Marge d'EBITDA (%)			Croissance de l'EBITDA		
	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e
Devoteam SA	76,1	93,8	107,0	11,7%	12,3%	12,5%	37,8%	23,2%	14,1%
Neurones SA	52,5	55,1	57,9	10,7%	10,6%	10,5%	17,4%	5,0%	5,1%
Groupe Open SA	27,7	30,8	34,4	8,4%	9,0%	9,5%	18,8%	11,2%	11,8%
Aubay SA	42,8	47,2	50,3	10,7%	11,0%	11,1%	23,9%	10,4%	6,6%
Atos SE	1 719,5	2 072,7	2 012,2	14,0%	15,4%	14,5%	3,6%	20,5%	-2,9%
<b>ITS Group</b>	<b>8,3</b>	<b>9,2</b>	<b>10,5</b>	<b>5,3%</b>	<b>6,6%</b>	<b>7,2%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>10,3%</b>	<b>14,9%</b>

Société	EBIT			Marge d'EBIT (%)			Croissance de l'EBIT		
	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e
Devoteam SA	72,3	86,4	97,9	11,2%	11,3%	11,5%	40,4%	19,6%	13,3%
Neurones SA	44,3	46,5	49,8	9,1%	9,0%	9,0%	22,2%	4,9%	7,1%
Groupe Open SA	25,5	28,5	32,2	7,8%	8,3%	8,9%	21,5%	11,7%	12,9%
Aubay SA	41,3	45,5	48,7	10,3%	10,6%	10,7%	25,4%	10,3%	7,0%
Atos SE	1 216,1	1 450,9	1 570,1	9,9%	10,8%	11,3%	10,2%	19,3%	8,2%
<b>ITS Group</b>	<b>6,4</b>	<b>7,5</b>	<b>8,7</b>	<b>4,1%</b>	<b>5,3%</b>	<b>6,0%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>16,6%</b>	<b>17,3%</b>

Société	RN			Marge nette (%)			Croissance du Résultat net		
	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e
Devoteam SA	35,7	44,7	50,9	5,5%	5,9%	6,0%	58,7%	25,2%	13,9%
Neurones SA	27,0	28,5	30,7	5,5%	5,5%	5,5%	-1,2%	5,7%	7,7%
Groupe Open SA	14,1	15,7	18,5	4,3%	4,6%	5,1%	38,5%	11,4%	17,3%
Aubay SA	28,6	31,3	33,7	7,1%	7,3%	7,4%	19,3%	9,6%	7,5%
Atos SE	870,3	1 012,5	1 073,8	7,1%	7,5%	7,8%	44,9%	16,3%	6,1%
<b>ITS Group</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,7</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,2%</b>	<b>37,8%</b>	<b>-4,1%</b>	<b>19,0%</b>

sources : consensus analystes Factset au 20/11/2018, Euroland Corporate

## Multiples de valorisation

Société	Capitalisation	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Devoteam SA	744,9	1,1x	0,9x	0,8x	9,2x	7,5x	6,5x	9,7x	8,1x	7,1x	20,9x	16,7x	14,6x
Neurones SA	493,0	0,6x	0,6x	0,6x	5,9x	5,6x	5,3x	6,9x	6,6x	6,2x	18,3x	17,3x	16,1x
Groupe Open	175,6	0,5x	0,5x	0,4x	5,8x	5,2x	4,6x	6,3x	5,6x	5,0x	12,4x	11,2x	9,5x
Aubay SA	393,4	1,0x	0,9x	0,8x	9,0x	8,1x	7,6x	9,3x	8,4x	7,9x	13,8x	12,6x	11,7x
Atos SE	7 562,3	0,7x	0,7x	0,7x	5,4x	4,5x	4,6x	7,6x	6,4x	5,9x	8,7x	7,5x	7,0x
<b>Moyenne</b>		<b>0,8x</b>	<b>0,7x</b>	<b>0,7x</b>	<b>7,0x</b>	<b>6,2x</b>	<b>5,7x</b>	<b>8,0x</b>	<b>7,0x</b>	<b>6,4x</b>	<b>14,8x</b>	<b>13,0x</b>	<b>11,8x</b>
<b>Mediane</b>		<b>0,7x</b>	<b>0,7x</b>	<b>0,7x</b>	<b>5,9x</b>	<b>5,6x</b>	<b>5,3x</b>	<b>7,6x</b>	<b>6,6x</b>	<b>6,2x</b>	<b>13,8x</b>	<b>12,6x</b>	<b>11,7x</b>

sources : consensus analystes Factset au 20/11/2018, Euroland Corporate

En appliquant les multiples de VE/CA, VE/EBITDA, VE/EBIT et PE aux agrégats financiers de ITS Group et en appliquant une décote de taille de 10%, la valorisation ressort à **7,00 € par action**.

## Conclusion

**Pour conclure, nous initions la couverture de ITS Group avec une opinion à l'Achat et un objectif de cours à 8,10 €, issu de la moyenne des valorisation par DCF et comparables.**

## Ratios induits par la valorisation de ITS Group

Méthode de valorisation	Objectif de cours	VCP (M€)	Dette nette (M€)	VE (M€)	VE / CA		VE / EBIT		PER	
					2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e
DCF	9,21 €	72,3	7,4	79,7	0,5x	0,6x	12,5x	10,7x	17,5x	18,3x
Comparables boursiers	7,02 €	55,1	7,4	62,5	0,4x	0,4x	9,8x	8,4x	13,4x	13,9x
<b>Valorisation moyenne</b>	<b>8,12 €</b>	<b>63,7</b>	<b>7,4</b>	<b>71,1</b>	<b>0,5x</b>	<b>0,5x</b>	<b>11,1x</b>	<b>9,5x</b>	<b>15,5x</b>	<b>13,9x</b>

source : Euroland Corporate

**Système de recommandations :**

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

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

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

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

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

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

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

**Historique des recommandations sur les 12 derniers mois :**

Achat : depuis le 21/11/2018

Accumuler : (-)

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vendre : (-)

Sous revue : (-)

**Méthodes d'évaluation :**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## **Disclaimer**

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre. Il est important de noter qu'EuroLand Corporate conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la société objet de la présente étude, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la société mentionnée dans la présente étude, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Corporate, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate. Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme « personnes autorisées ou exemptées » selon le « Financial Services Act 1986 » du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du « Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997 » peuvent avoir accès à ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux États-Unis ni à ses ressortissants. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

**EuroLand Corporate**  
**17 avenue George V**  
**75008 Paris**  
**01 44 70 20 80**