



ITS Group

SSII

jeudi 11 septembre 2014



Acheter

8,6€ Cours au 10/09/14
11€ Objectif de cours

ITS.PA - ITS FP Equity - FR0000073843

De retour aux affaires

- Les activités historiques surperforment à nouveau le marché
- ITS a changé de dimension depuis l'acquisition d'Overlap
- De nombreuses synergies sont en cours d'implémentation

Un véritable changement de dimension avec Overlap

La reprise des actifs d'Overlap, fin 2013, a permis à ITS Group de changer de dimension, en atteignant un CA 2013 pro forma de l'ordre de 170M€. Mais cette opération a surtout été pour ITS Group l'occasion d'ajouter des compétences en Négocier et Intégration d'infrastructures à son portefeuille d'activités. De ce fait, le groupe est désormais présent sur l'ensemble du cycle de vie des infrastructures IT, depuis leur design jusqu'à leur construction et leur exécution.

ITS Group surperforme à nouveau son marché

Après un rapide trou d'air de deux semestres, ITS Group a renoué avec la croissance organique au S2 2013 et, depuis, le groupe surperforme à nouveau largement ses marchés de référence. Ce retour à une croissance dynamique nous semble pérenne compte tenu de la visibilité offerte par les activités d'infogérance. Il devrait être accompagné d'une progression des marges à périmètre constant dès 2014 en raison de la forte hausse du TACE. Par contre, l'intégration du négoce sur 12 mois aura un impact dilutif sur les marges en 2014.

Des synergies à attendre pour S2 2014 et 2015

L'intégration opérationnelle et commerciale d'Overlap a été très rapide mais certaines synergies de coûts sur les locaux et les datacenter, plus longues à implémenter, ne seront perceptibles qu'à partir du S2 2014, voire 2015. Ces synergies, accompagnées du travail récurrent de rationalisation mené par le management d'ITS Group, offrent encore un certain levier sur les marges. ITS Group bénéficie également, de plus en plus, de synergies commerciales entre les activités d'infogérance et de négoce/intégration, permettant d'alimenter sa croissance de façon rentable.

Un acteur performant trop décoté : Acheter, OC de 11€

En raison de sa petite taille, par rapport aux autres acteurs cotés, ITS Group souffre d'une décote importante de ses multiples de valorisation. Une décote de liquidité est logique mais les niveaux actuels nous semblent trop sévères, surtout lorsque l'on considère la surperformance d'ITS Group en termes de croissance organique et le levier sur ses marges. Notre valorisation d'ITS Group ressort à 11.0€ par titre (Comparables : 10.9€; DCF : 11.2€) faisant ressortir un potentiel d'upside de 27,9%. Opinion Acheter.

Initiation de couverture

Informations boursières

| | |
|----------------|---------------|
| Capitalisation | 67,1 M€ |
| Nb de titres | 7,8 millions |
| Flottant (%) | 40 |
| Extrêmes 12 m | 8.79 / 3.45 € |

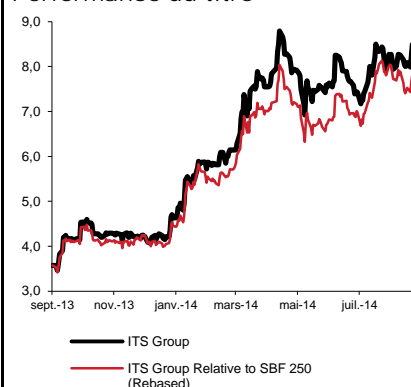
Performances

| (%) | 1m | 3m | 12m |
|----------------|------|-------|--------|
| Perf. Absolue | 8,18 | 13,31 | 140,90 |
| Perf. Relative | 1,04 | 17,57 | 121,46 |

Données financières

| Au 31/12 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| (M€) | | | | |
| CA | 115,2 | 183,4 | 193,6 | 202,4 |
| EBITDA | 8,7 | 12,2 | 14,7 | 16,5 |
| EBIT retraité | 7,2 | 10,5 | 12,6 | 14,1 |
| EBIT publié | 6,6 | 10,5 | 12,6 | 14,1 |
| RNpg publié | 3,6 | 6,2 | 7,7 | 8,8 |
| RNpg retraité | 3,6 | 6,2 | 7,7 | 8,8 |
| (€) | | | | |
| BPA retraité | 0,46 | 0,78 | 0,96 | 1,11 |
| (X) | | | | |
| VE/CA | 0,28 | 0,28 | 0,23 | 0,18 |
| VE/EBITDA | 3,64 | 4,15 | 3,02 | 2,23 |
| VE/EBIT retraité | 4,39 | 4,83 | 3,53 | 2,61 |
| PE publié | 6,0 | 7,4 | 6,0 | 5,2 |
| PE retraité | 8,9 | 11,0 | 8,9 | 7,8 |
| (%) | | | | |
| Rendement | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| ROCE | 10,2 | 14,4 | 16,8 | 18,4 |
| Gearing | 29,0 | 11,9 | -3,2 | -16,2 |

Performance du titre



Source : FactSet

Analyste :
Nicolas David
33 (0)1 53 89 57 86
ndavid@aurel-bgc.com



Aurel BGC PARIS
15 - 17 rue Vivienne
75002 Paris
T +33 (0)1 53 89 53 89
F + 33 (0)1 53 89 53 80

Sommaire

| | |
|--|-----------|
| ITS Group en quelques données | 3 |
| De retour aux affaires | 5 |
| Un acteur complet et agile de la gestion des infrastructures IT | 5 |
| Un spécialiste présent sur l'ensemble du cycle de vie des infrastructures IT | 5 |
| Une véritable légitimité auprès du secteur financier..... | 8 |
| Une présence géographique ciblée | 8 |
| Un positionnement pertinent pour faire face à l'évolution du marché.. | 9 |
| ITS Group surperforme à nouveau son marché | 11 |
| Une société historiquement bien gérée..... | 11 |
| Des niveaux de TACE record permettant de compenser les pressions tarifaires | 11 |
| Encore des synergies potentielles liées à l'intégration d'Overlap..... | 12 |
| Prévisions détaillées | 13 |
| Croissance organique soutenue et levier sur les marges en perspectives | 13 |
| Prévisions chiffrées détaillées par division..... | 14 |
| Tableau de flux de trésorerie détaillé | 16 |
| Une valorisation cible de 11.0€ par titre | 17 |
| Comparables Boursiers : 10.9€..... | 17 |
| DCF : 11.2€..... | 19 |
| Contacts | 21 |

ITS Group en quelques données

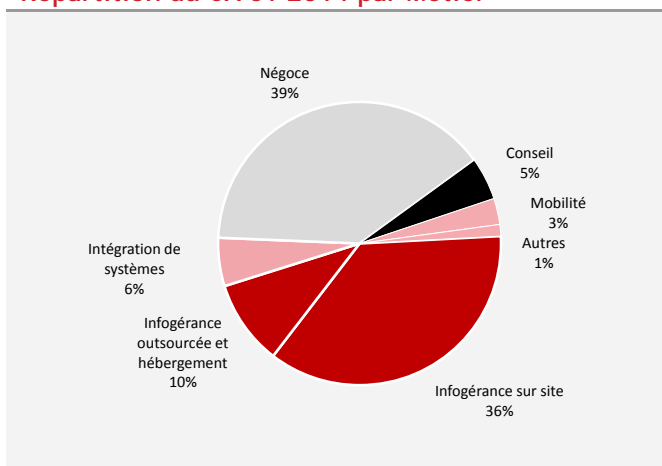
Présentation de la société et de ses activités

Créé en 1997, ITS Group est une SSII spécialisée dans le domaine des infrastructures IT, qu'il s'agisse de solutions logicielles pour la gestion des infrastructures (virtualisation, messagerie, sécurité, etc.) ou de solutions matérielles (serveurs, stockage, réseaux, etc.). Au gré d'une politique d'acquisitions soutenue, ITS Group s'est d'abord développé sur les métiers de l'infogérance d'infrastructures, avec une véritable reconnaissance auprès des acteurs du secteur financier en France. C'est d'ailleurs à l'occasion de l'acquisition de la société cotée Seevia, en 2005, qu'ITS accède à la bourse. Plus récemment, la reprise à bon compte des actifs d'Overlap à la barre du tribunal a permis à ITS Group d'ajouter à son actif des activités de négoce et d'intégration lui permettant d'être désormais présent sur l'ensemble du cycle de vie des infrastructures : design, construction, exécution.

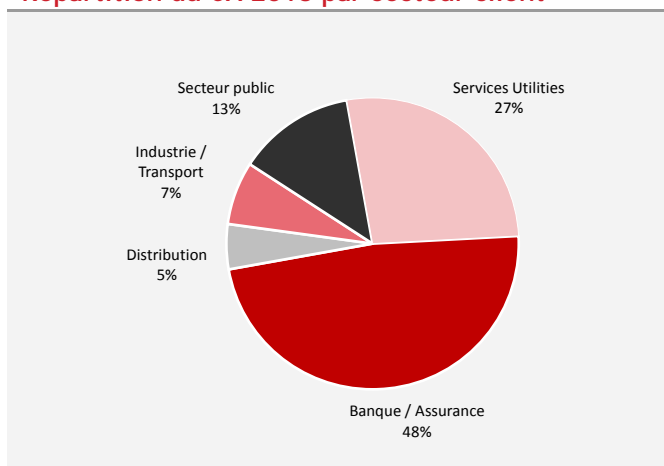
Les principales lignes de métier du groupe sont les suivantes :

- Prestations d'infogérance sur site : ITS Group répond à l'ensemble des problématiques liées aux infrastructures de ses clients en cours de production grâce à des équipes basées dans leurs locaux, opérant de façon équilibrée soit en assistance technique soit en mode projet. Dans ce dernier cas les équipes d'ITS Group sont autonomes et elles comprennent des gestionnaires de projets ;
- Infogérance en centre de services et hébergement : le groupe gère les infrastructures de ses clients à distance depuis ses centres de services. Il peut également délocaliser et gérer ces infrastructures dans des datacenters tiers ;
- Négoce et Intégration : ITS Group a noué des partenariats technologiques lui permettant de vendre et d'intégrer chez ses clients des systèmes dans les meilleures conditions de prix et de qualité possibles.

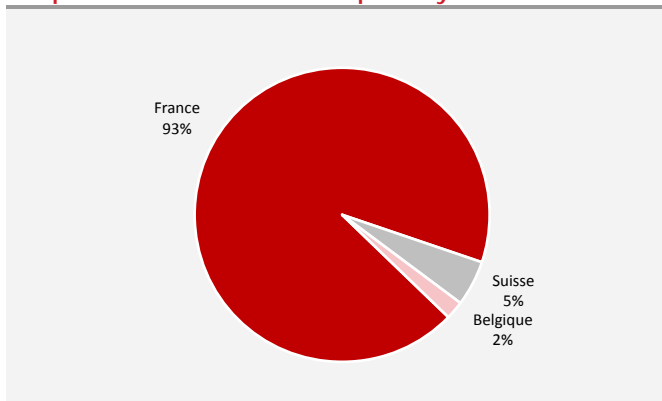
Répartition du CA S1 2014 par Métier



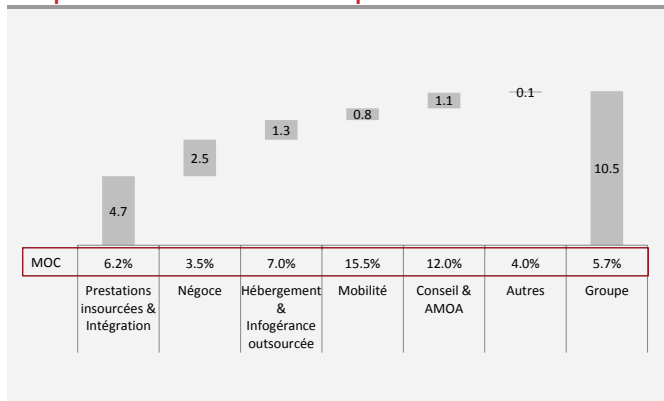
Répartition du CA 2013 par Secteur client



Répartition du CA S1 2014 par Pays



Répartition du ROC 2014E par Métier



Source : ITS Group, Aurel BGC ;

Détail des implantations géographiques d'ITS Group

ITS Group est historiquement focalisé sur l'Ile de France, pour des raisons de proximité avec ses grands clients du secteur bancaire.

En 2013, 67% de ses effectifs moyens en France étaient situés en Ile de France.

ITS Group dispose également d'agences dans les principales villes françaises et à Bruxelles, présence largement renforcée suite à la reprise des activités d'intégration d'Overlap.

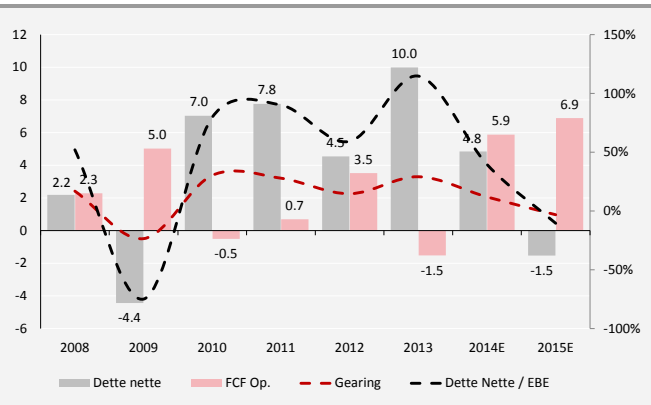
Suite à l'acquisition d'Overlap, ITS Group dispose également d'une filiale en Suisse (MIB Suisse détenue à 87%), à Genève.

Le groupe compte 3 centres de services pour ses activités d'infogérance, 2 centres en Ile de France (Nanterre) et 1 centre à Montpellier.

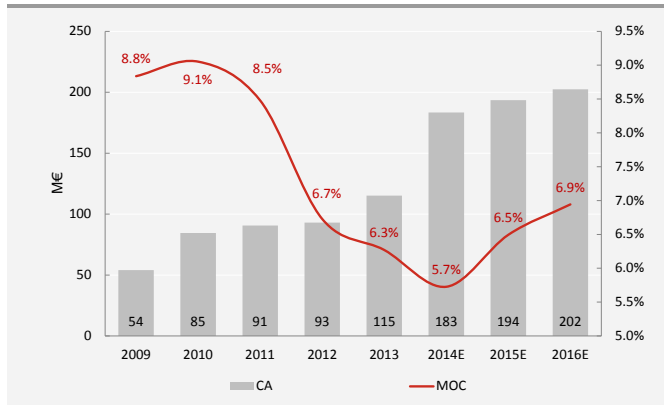
Les activités d'hébergement du groupe sont réparties sur 3 sites.



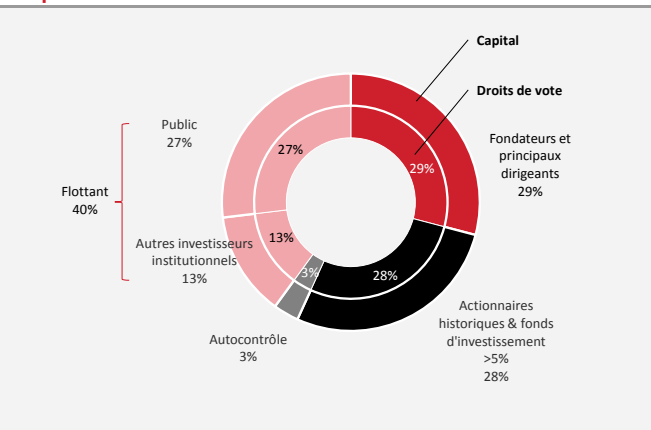
Evolution de la situation financière en M€



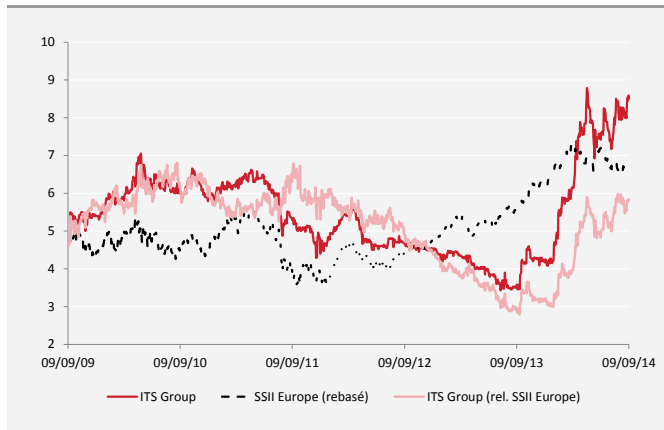
Evolution du CA et de la rentabilité



Répartition de l'actionnariat



Performance boursière



Source : ITS Group, Aurel BGC, Factset

De retour aux affaires

Un acteur complet et agile de la gestion des infrastructures IT

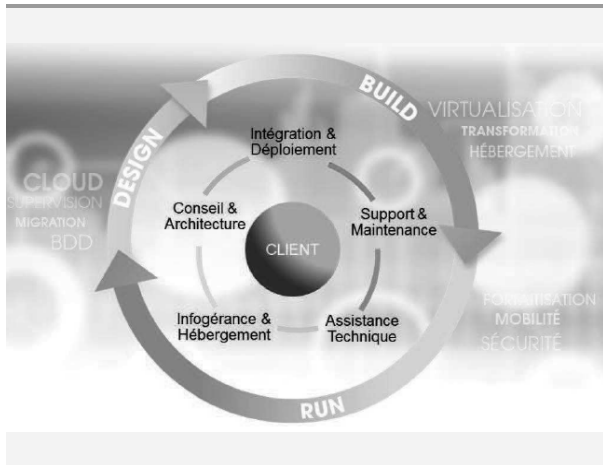
Spécialiste reconnu dans le domaine de la gestion des infrastructures IT en production chez les acteurs français de la banque/assurance et des utilities, ITS Group est, depuis l'acquisition d'Overlap, désormais présent sur l'ensemble du cycle de vie des infrastructures (design, construction et exécution). Ce positionnement de spécialiste, sa veille technologique active et l'agilité liée à son statut d'acteur indépendant de taille moyenne permettent à ITS Group de gagner des parts de marché aux dépens des grands groupes de Services IT et des acteurs plus petits et ainsi de surperformer régulièrement ses marchés de référence.

Un spécialiste présent sur l'ensemble du cycle de vie des infrastructures IT

ITS Group (ITS pour IT Software) s'est toujours positionné comme un spécialiste des infrastructures IT, qu'il s'agisse 1/ de solutions logicielles pour la gestion des infrastructures (bases de données, ordonnancement, supervision, virtualisation, messagerie, sécurité, etc.) ou 2/ de solutions matérielles (serveurs, stockage, réseau, etc.). Au gré des acquisitions le groupe s'est davantage orienté sur les métiers de l'infogérance et, dans une moindre mesure, dans le conseil, pour délaisser quelque peu l'intégration. L'acquisition des actifs d'Overlap en octobre 2013 aura ensuite permis au groupe d'ajouter des compétences complémentaires dans le domaine de l'intégration d'infrastructures IT ainsi que dans le négoce tout en se renforçant dans le domaine de l'hébergement.

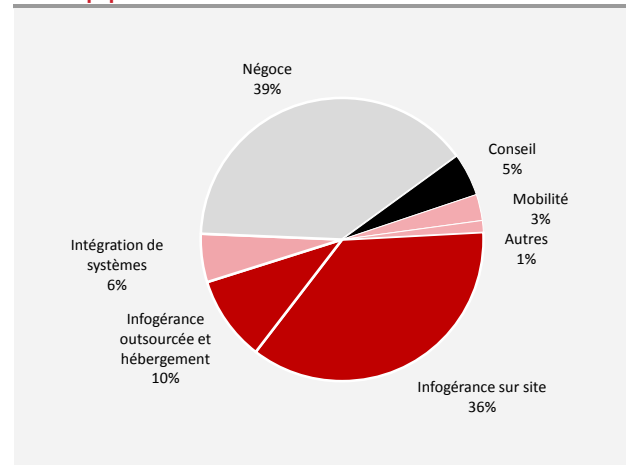
Ainsi, ITS Group est désormais présent sur l'ensemble du cycle de vie des infrastructures IT, depuis leur design (conseil & architecture), leur construction (négoce, intégration et déploiement) jusqu'à leur exécution au jour le jour (support & maintenance, assistance technique sur site, infogérance et hébergement).

ITS Group est présent sur l'ensemble du cycle de vie des infrastructures IT



Source : ITS Group

Répartition du Chiffre d'Affaires S1 2014 d'ITS Group par Métier



Source : ITS Group, Aurel BGC

L'infogérance d'infrastructures (env. 46% du CA S1 2014)

L'infogérance d'infrastructures reste le premier métier du groupe et un domaine sur lequel il dispose d'une véritable reconnaissance en France. Cette activité est divisée en plusieurs segments : les prestations réalisées sur le site du client, les activités réalisées en centre de service et les activités d'hébergement, ces deux dernières étant réalisées sous la marque ITS Integra.

- **Les prestations sur site (ou « insourcées »)**, qui représentent 80% des services liés à l'exécution des infrastructures et donc 36% de l'activité globale du groupe. Elles se répartissent équitablement entre les prestations réalisées chez le client en Assistance Technique (au temps passé) et la mise en place d'équipes projets autonomes chez le client (forfaitisation) afin de répondre aux problématiques liées aux infrastructures en cours d'exécution : assistance au poste de travail utilisateur, gouvernance des SI, gestion des évolutions et obsolescences, migrations, formations, etc.

La croissance et la rentabilité de cette activité sont historiquement liées à la capacité du groupe à recruter des ressources pour faire face à la demande, à utiliser ces ressources du mieux possible (optimisation du taux d'occupation – TACE) tout en maintenant un bon niveau de marge brute sur intervention (marge entre le prix facturé et le coût des ressources). Toutefois, sur ce segment la tendance est clairement au regroupement des prestations d'assistance technique auprès d'un nombre de prestataires plus limité et à la forfaitisation de prestations. Cette tendance structurelle permet à ITS Group de gagner des parts de marché. Par ailleurs, la forfaitisation des prestations permet également au groupe de gagner en valeur ajoutée, au travers de la gestion de projets, et elle lui offre un levier sur ses marges grâce à une meilleure utilisation de ses ressources et une bonne exécution des projets.

- **L'infogérance en centre de services**, qui correspond à l'évolution naturelle des prestations sur site forfaitisées et pouvant être réalisées à distance. Cela englobe notamment la maintenance et la migration des solutions applicatives, la gouvernance des SI ou certaines prestations du helpdesk. Ce pilotage à distance des infrastructures du client permet de s'affranchir du couple TACE/Marge Brute et de générer des gains de productivité ainsi que des économies d'échelle en optimisant l'allocation des ingénieurs et techniciens sur plusieurs projets voire sur plusieurs comptes clients.

Grâce à ces économies d'échelle, l'infogérance en centre de service affiche un meilleur profil de marge que les prestations sur site, tout en permettant aux clients de générer des économies par rapport aux prestations sur site. Ainsi, compte tenu de cette relation gagnant-gagnant, de plus en plus de prestations d'infogérance d'infrastructures sont réalisées en centre de services. A ce jour ITS Group dispose de 3 centres de services répartis entre l'Île de France (deux centres à Nanterre) et la Province (Montpellier).

- **L'Hébergement**, qui correspond à un prolongement de l'infogérance en centre de service à travers lequel le client confie ses infrastructures à ITS Group qui les délocalise au sein de datacenter tiers. En plus des économies d'échelle liées à l'allocation des ressources humaines décrites ci-avant, l'hébergement permet de générer des économies sur l'utilisation des ressources matérielles (serveurs, stockage, réseau, etc.) grâce à la virtualisation. Dans le cadre de ces contrats d'hébergement ITS Group fournit des prestations d'infogérance classiques ainsi que des ressources matérielles à la demande en fonction du besoin de ses clients (Infrastructure as a Service – IaaS) qui n'ont alors véritablement plus à se soucier de la gestion technique de leurs infrastructures.

Sur ce segment, ITS Group vise principalement les acteurs du mid-market (Generix, Senoble, Foncia, Humanis, etc.) car leur hébergement peut être réalisé relativement rapidement alors que l'hébergement de grands comptes nécessite des compétences lourdes en termes de migration cloud dans la mesure où leurs systèmes IT sont complexes.

A noter enfin qu'ITS Group ne dispose pas de ses propres datacenter. En effet, le groupe préfère louer des espaces chez des spécialistes des datacenter (Interxion, Telecity, Equinix) car cela permet au groupe de bénéficier d'une meilleure qualité de services, d'une plus grande flexibilité et de concentrer ses investissements dans les ressources matérielles (serveurs et stockage), ce qui représente tout de même une grande partie de ses capex globaux. Malgré l'amortissement de ces immobilisations, cette activité affiche historiquement des niveaux de marge élevés.

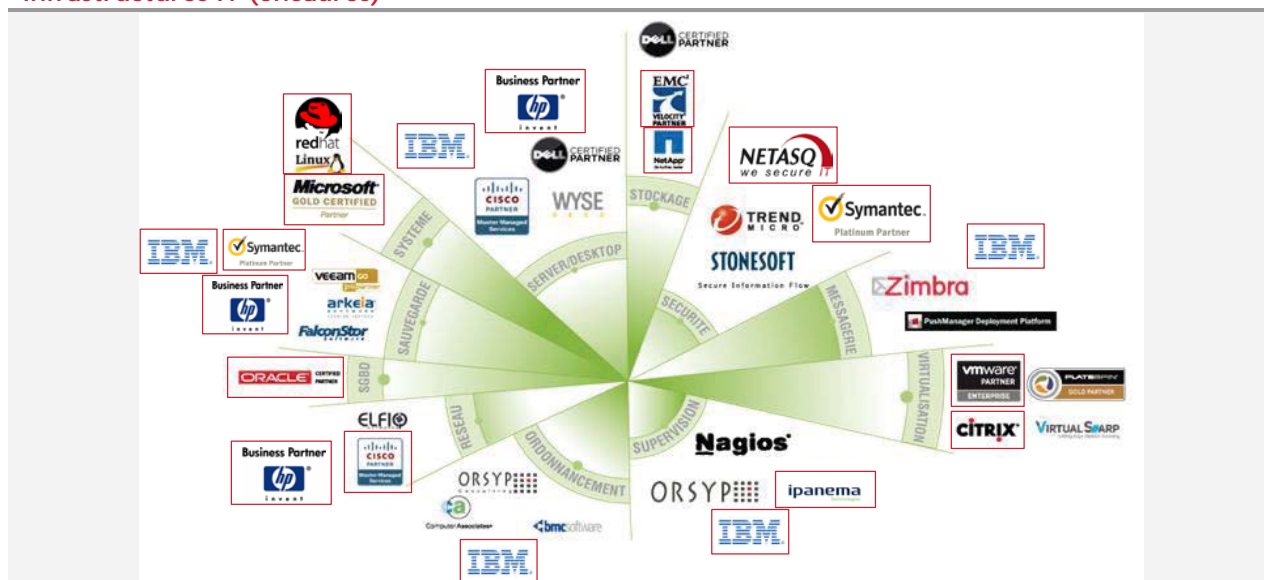
Le négoce et l'intégration d'infrastructures (45% du CA S1 2014)

Ces activités sont majoritairement issues de l'acquisition des actifs d'Overlap et sont désormais opérées sous la marque ITS Overlap. Elles reposent sur des partenariats forts avec des fournisseurs de solutions matérielles et logicielles. Dans ce domaine, la stratégie d'ITS Overlap oscille entre 1/ des partenariats avec un ou plusieurs leaders sur chaque segment clé : IBM et HP (grands partenaires historiques d'Overlap dans les Serveurs, les systèmes de Sauvegardes, etc.), Oracle (Bases de Données), Cisco (Réseaux), VMWare et Citrix (Virtualisation), EMC (Stockage), Symantec (Sécurité) ; et 2/ des partenariats avec des acteurs plus petits mais voués à devenir des acteurs majeurs grâce à leur approche innovante (ipanema Technologies, Netasq, etc.).

Ces partenariats sont essentiels car ils permettent à ITS Group :

- **Dans le négoce (39% du CA S1 2014)** de bénéficier de bonnes conditions de sourcing pour ses clients finaux, lui assurant ainsi un bon niveau de marge brute. A ce titre, ITS Overlap parvient à dégager une marge brute confortable, de l'ordre de 18% sur ses activités de négoce, ce qui permet de ne pas grever la rentabilité globale du pôle. ITS Group a dégagé une MOC de 4% au T4 2013 dans le négoce mais il s'agit du plus fort trimestre de l'exercice. La MOC annuelle devrait plutôt se situer autour de 3%.
- **Dans l'intégration de systèmes (6% du CA S1 2014)** de développer des pôles d'expertises, lui permettant d'être plus efficace sur les projets, ce qui permet d'être reconnu par les clients et de dégager de meilleures marges. Aujourd'hui ITS Overlap est un acteur bien identifié de l'intégration des infrastructures IT mais la rentabilité de ce pôle n'est pas encore optimale car le taux de charge des ingénieurs et le niveau des charges de structures restent perfectibles. **Il convient de noter que les chiffres de l'intégration de systèmes sont actuellement inclus dans le segment Infogérance sur site.**
- **Au global, ITS Group doit parvenir à dégager une MOC supérieure à 4% à terme au niveau d'ITS Overlap**, malgré un mix 80%/20% en faveur de l'activité négoce car il existe encore un certain levier au niveau de l'activité d'intégration.

ITS Group a noué des partenariats forts avec des acteurs clés sur l'ensemble des segments des infrastructures IT (encadrés)



Source : ITS Group

Conseil, Mobilité et Autres (env. 9% du CA S1 2014)

Les autres activités du groupe sont plus marginales mais elles sont majoritairement stratégiques et très rentables :

- **Conseil (5% du CA S1 2014)** : ITS Group dispose d'équipes très qualifiées cherchant à intervenir auprès des grands clients du groupe en amont des projets ou en tant que AMOA (Assistant en Maîtrise d'Ouvrage).

Les volumes d'activité sont faibles mais il s'agit de prestations très bien margées et pouvant déboucher sur d'autres prestations d'intégration ou d'infogérance.

- **Mobilité (3% du CA S1 2014)** : via sa filiale IBELEM, ITS Group accompagne ses clients dans leur stratégie mobilité ainsi que dans le déploiement et la gestion de leurs parcs de terminaux. Il s'agit de problématiques très importantes pour les donneurs d'ordres permettant à cette filiale d'afficher une excellente croissance rentable.
- **Autres (1% du CA S1 2014)** : il s'agit d'activités historiques autour du développement d'applications lourdes, dont le volume a fortement diminué au cours des derniers exercices.

Une véritable légitimité auprès du secteur financier

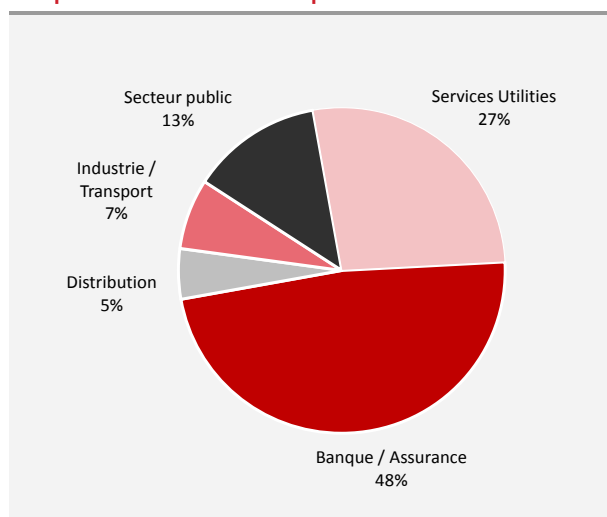
ITS Group bénéficie historiquement d'un positionnement fort auprès du secteur bancaire, avec des contrats importants auprès de BNP Paribas, Groupe BPCE, Crédit Agricole et Société Générale. BNP Paribas est d'ailleurs le premier client du groupe et représentait 9% du CA 2013 publié mais il est dilué avec l'acquisition d'Overlap et devrait donc représenter une plus faible part du CA 2014.

ITS Group est également très présent sur les secteurs connexes de l'assurance et des mutuelles : Groupama, Axa, La Mondiale, La Mutuelle Générale, MFP Services (Mutuelle de la Fonction Publique), Almerys, etc.

Au global, le secteur Banque, Assurances et Mutuelles représente 48% de l'activité du groupe : ainsi, le chiffre d'affaires annuel réalisé par ITS Group dans les infrastructures IT auprès du secteur financier en France est de l'ordre de 85M€. A titre de comparaison, nous estimons que le chiffre d'affaires d'Atos sur le segment de la gestion d'infrastructures en France se situe autour de 100M€ (il s'agit pourtant d'un des plus grands spécialistes de ce segment en Europe). Ainsi, grâce à son statut de spécialiste, le groupe dispose donc clairement d'une véritable légitimité sur ce segment et de la taille suffisante pour tirer profit de la réduction des panels fournisseurs sur ce secteur.

Cette exposition au secteur financier a été quelque peu pénalisante pour le groupe au cours des derniers exercices mais ITS Group bénéficie désormais du regain d'investissement des donneurs d'ordres du secteur.

Répartition du CA 2013 par secteur client



Source : ITS Group

Principaux clients d'ITS Group



Source : ITS Group

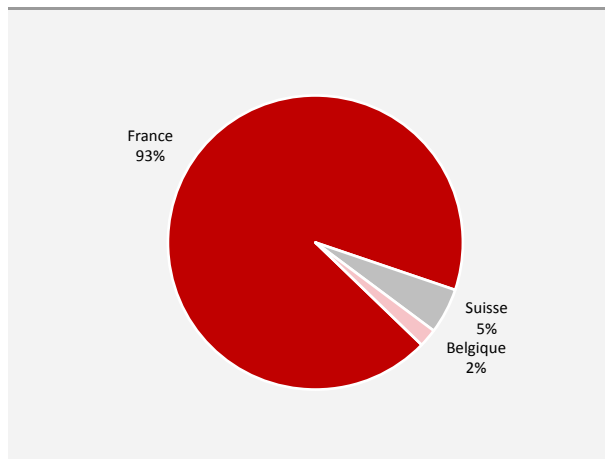
Une présence géographique ciblée

A l'image d'autres acteurs de taille moyenne de l'infogérance d'infrastructure (Neurones et Osiasis), ITS Group est longtemps resté focalisé sur le marché français, où il disposait d'une véritable taille critique. Toutefois, suite à la reprise des actifs d'Overlap ITS Group dispose désormais d'une filiale en Suisse (MIB Suisse) réalisant environ 10M€ de chiffre d'affaires.

Sur le territoire français, ITS Group est historiquement très focalisé sur l'Île de France (67% des effectifs moyens sur 2013), au plus près de ses grands clients du secteur financier mais le groupe dispose également d'agences en province, agences qui ont été renforcées lors que l'acquisition des activités d'intégration d'Overlap. ITS Group dispose de 3 centres de services : deux centres sont situés en Île-de-France, toujours pour des raisons de proximité avec les clients, pour une meilleure disponibilité des infrastructures. Le groupe a également mis en place un centre de services en Province, à Montpellier, dans une logique de « closeshoring ».

A ce jour, ITS Group n'a pas souhaité développer de centre de services nearshore et encore moins offshore. Cette stratégie est pertinente dans la mesure où ITS Group cible des contrats d'infogérance spécifiques nécessitant une véritable proximité avec les clients. Même dans une vision plus globale de l'infogérance d'infrastructures, ce choix de la proximité se révèle également pertinent car les acteurs ayant essayé de recourir massivement à l'offshore se sont heurtés à de nombreux problèmes d'exécution, à la fois pour des problèmes techniques et organisationnels.

Répartition du CA S1 2014 par pays



Source : ITS Group

Répartition des différents sites du groupe

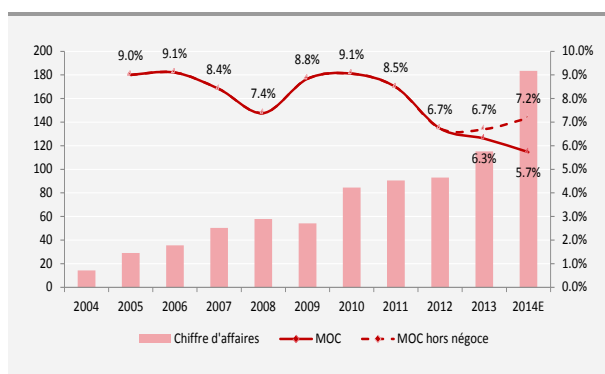


Source : ITS Group

Un positionnement pertinent pour faire face à l'évolution du marché

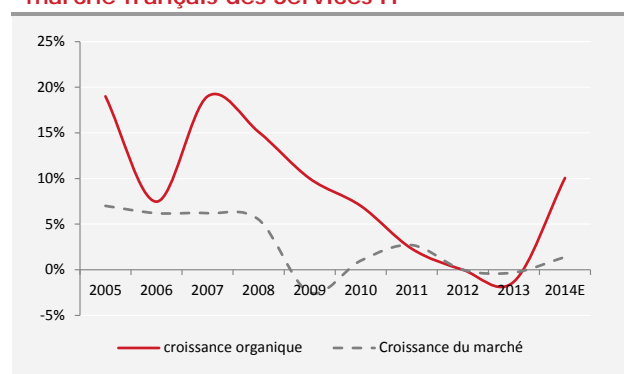
En dehors d'une courte crise de croissance en 2011 suite à l'intégration d'Axialog et du trou d'air rencontré au S2 2012 et S1 2013, suite à une baisse de la demande, couplée au non renouvellement d'un contrat significatif, ITS Group a presque systématiquement affiché des niveaux de croissance organique sensiblement supérieurs à son marché de référence ainsi que des niveaux de marge opérationnelle courante de très bonne facture, et ce, malgré l'intégration au fil des années de sociétés ayant eu un effet dilutif sur sa rentabilité.

Evolution du chiffre d'affaires et des marges d'ITS Group



Source : ITS Group, Aurel BGC

Comparaison entre la croissance organique historique d'ITS Group et la croissance du marché français des Services IT



Source : ITS Group, Aurel BGC, Syntec

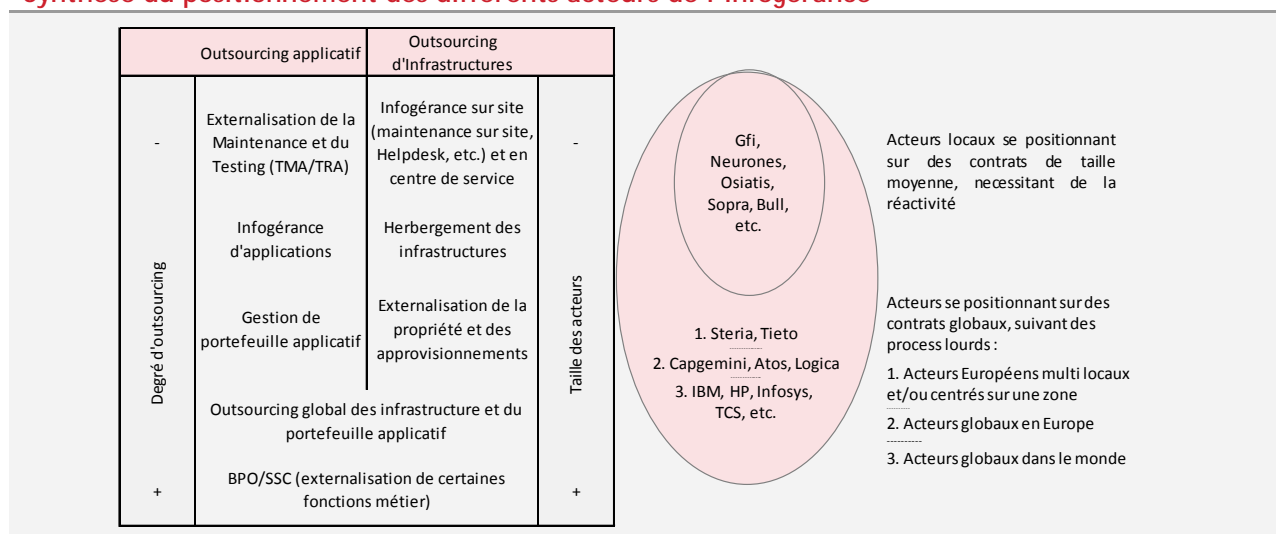
Cette excellente performance d'ITS Group, tout comme les bonnes performances affichées par d'autres acteurs de l'outsourcing d'infrastructures IT de taille moyenne tels que Neurones ou Osiatis (avant son rachat par Econocom) peut paraître contre-intuitive alors que l'on parle sans cesse de réduction des panels fournisseurs au profit des géants du secteur (IBM, Atos-Bull, HP-EDS, Capgemini) et alors que ces mêmes géants rencontrent de nombreuses difficultés sur ce marché.

Au-delà de l'effet positif lié à leur image de spécialistes, cette surperformance s'explique principalement par le positionnement de ces acteurs sur des contrats d'outsourcing locaux, de taille moyenne pour lesquels il existe une demande dynamique. Or, les acteurs tels qu'ITS Group sont souvent plus légitimes et mieux positionnés que les gros acteurs afin de s'imposer sur ce marché :

- Ces contrats nécessitent une plus grande réactivité et une plus grande proximité. En effet, il s'agit souvent d'infrastructures IT non incluses dans les projets d'outsourcing d'infrastructures plus globaux de grands groupes car elles requièrent des besoins spécifiques en termes de performance et de disponibilité. Elles ne peuvent donc pas être transférées avec le reste des infrastructures et doivent faire l'objet de projets de transformation spécifiques, elles requièrent de nombreux techniciens sur site et des centres de services proches du client.
- Les géants du secteur dépensent beaucoup d'énergie pour remporter des contrats d'outsourcing plus globaux car c'est sur ce type de contrats qu'ils peuvent mettre en place leur modèle de centres de services et même utiliser des ressources nearshore/offshore quand cela est possible. Ils ne sont donc pas très réactifs lorsqu'il s'agit de répondre à des demandes plus ponctuelles qui ne rentrent pas dans le cadre de leur stratégie d'industrialisation.
- Toujours dans cette logique d'industrialisation via des centres de services, les gros acteurs ne veulent généralement plus prendre en charge les prestations d'assistance sur site (service desk). A titre d'exemple, Capgemini a cédé sa filiale Sogeti Desktop à Solutions 30 en 2009 et Atos est en passe de céder ses activités WSDS (Workplace and Service Desk Services) en France à Proservia. Pourtant, contrairement à l'outsourcing applicatif, les prestations sur site restent incontournables dans le cadre des contrats d'outsourcing d'infrastructures ce qui permet aux acteurs toujours présents sur ce segment de gagner des parts de marché et donc de croître de façon dynamique.

Ces dynamiques de marché ne sont pas remises en cause avec la montée en puissance du cloud car il s'agit d'une continuité du process d'externalisation observé depuis plusieurs années et il existe toujours de nombreuses infrastructures ne pouvant pas faire partie de ces externalisations massives. Par ailleurs, grâce à son positionnement dans l'infogérance en centres de services et l'hébergement, ITS Group accompagne parfaitement cette tendance.

Synthèse du positionnement des différents acteurs de l'infogérance



Source : Aurel BGC

ITS Group surperforme à nouveau son marché

Après deux semestres plus difficiles, marqués par une décroissance organique d'activité et par une érosion de ses marges, ITS Group surperforme à nouveau son marché de référence depuis le T4 2013. Ceci s'explique principalement par la montée en charge de nouveaux contrats signés courant 2013 et un effet de base favorable, permettant un retour à une croissance à deux chiffres et une réduction de l'intercontrat. Cette surperformance devrait se poursuivre car le groupe dispose d'un bon positionnement stratégique, sa structure de coûts est bien gérée et il existe encore de nombreuses synergies commerciales et de coûts à attendre de l'intégration d'Overlap.

Une société historiquement bien gérée

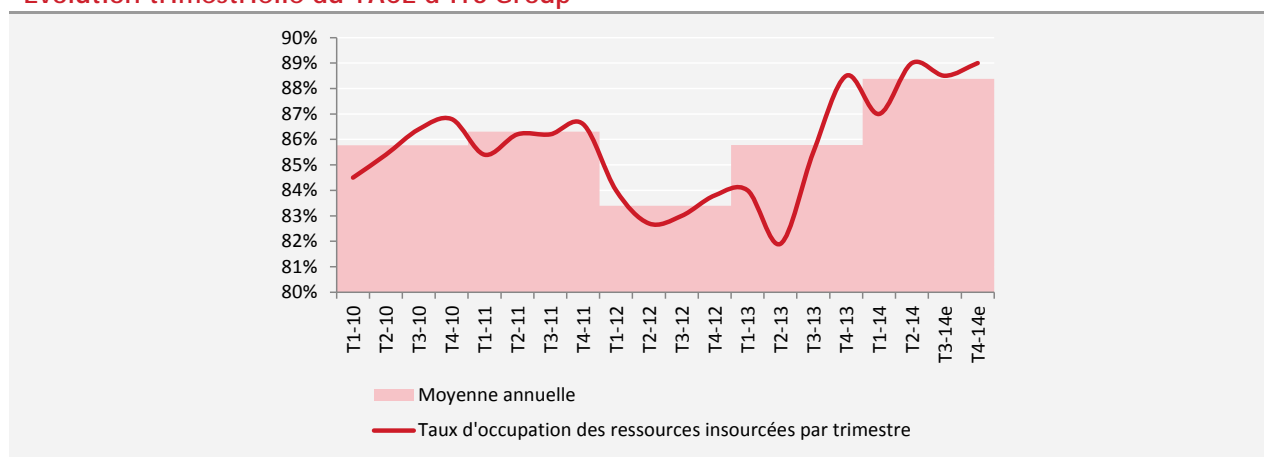
ITS Group excelle dans la maîtrise de ses coûts, élément qui est un facteur clé de succès dans le métier de l'infogérance d'infrastructures dont les prix sont régulièrement sous pression. Ainsi, ITS Group dispose de nombreux atouts afin de dégager à nouveau des marges supérieures à celles des géants de l'infogérance d'infrastructures (Atos-Bull, HP-EDS, Sopra-Steria), hors activités de négoce. En effet :

- ITS Group pilote très précisément et optimise sans cesse ses charges de structure : 1/ les effectifs du groupe sont très centralisés en Ile de France, avec une rationalisation régulière des locaux suite aux différentes acquisitions, ce qui permet de limiter le nombre de sites. Le même processus de rationalisation est en cours depuis l'acquisition d'Overlap ; 2/ ITS Group n'a pas alourdi sa structure de coûts en investissant en direct dans des datacenter qu'il aurait fallu absolument remplir par la suite ; 3/ la concentration des clients en Ile de France permet à ITS de limiter les effectifs commerciaux.
- Contrairement à certains grands groupes des services informatiques, ITS n'a pas accordé des avantages et négocié des accords sur le temps de travail extrêmement coûteux, voire « incompatibles » avec les métiers de la gestion d'infrastructures.
- Le recours à l'offshore n'est pas une réalité économique sur ce segment. Les acteurs ayant signé de grands contrats à des prix bradés en comptant sur ce levier ont des difficultés à les rentabiliser. Le choix de la proximité est donc clairement payant à ce stade.

Des niveaux de TACE record permettant de compenser les pressions tarifaires

ITS Group a donc connu un trou d'air au niveau de sa croissance au S2 2012 et au S1 2013, accompagné d'une baisse du TACE de ses activités sur site du client, vers un niveau de 83% (avec même un pic à 82% au T2 2013), alors qu'il était historiquement situé entre 86% et 87%. Ceci a eu pour conséquence de faire chuter la MOC des prestations sur site d'environ 150bps en 2012 et de les maintenir à un niveau bas en 2013.

Evolution trimestrielle du TACE d'ITS Group



Source : ITS Group, Aurel BGC

Avec la signature de nouveaux contrats majeurs courant 2013, le groupe a connu une nette reprise d'activité à partir du S2 2013, lui permettant de re-staffer ses ingénieurs et techniciens et ainsi d'atteindre des niveaux de TACE record, supérieurs à 87% depuis le T3 2013 (le groupe a même tangencé les 90% au T2 2014). Une telle hausse du TACE permet à ITS Group de renouer avec une croissance dynamique sans réaliser de lourds recrutements et donc d'améliorer sensiblement ses marges. Par ailleurs, grâce au modèle de forfaitisation, à la signature de contrats de plus en plus importants et au potentiel de réduction de l'intercontrat d'ITS Overlap, le groupe semble en mesure de maintenir un niveau de TACE supérieur à sa moyenne historique située entre 86% et 87%.

Grâce à ce niveau élevé de TACE, ITS Group devrait donc renouer durablement avec des marges supérieures à 6% au niveau de ses prestations sur site (niveaux atteints avant 2011) malgré les baisses de prix consenties dans le cadre de grands contrats au forfait.

Encore des synergies potentielles liées à l'intégration d'Overlap

L'intégration opérationnelle et commerciale d'Overlap a été très rapide mais certaines synergies de coûts sur les locaux et les datacenter, plus longues à implémenter, ne seront perceptibles qu'à partir du S2 2014, voire de 2015. Ces synergies, accompagnées du travail récurrent de rationalisation mené par le management d'ITS Group, offrent encore un certain levier sur les marges.

Synergies commerciales : au cours du S1 2014, grâce à l'intégration des compétences d'Overlap, le groupe a signé plusieurs contrats comprenant le négoce, l'intégration puis l'exploitation (sur site ou en centre de service) des infrastructures. Ce phénomène permet d'augmenter la taille moyenne des contrats sans consentir un effort commercial supplémentaire, ce qui est favorable à la dynamique de croissance et aux marges.

Synergies de coûts :

- Rationalisation des locaux : 1/ d'une part, le départ des locaux d'Overlap à Courbevoie (1M€ d'économies de loyers / an), et 2/ d'autre part, le regroupement de l'ensemble des effectifs parisiens en un seul site situé à Boulogne courant 2015 : cela permet de mieux gérer les ressources tout en disposant d'une surface totale pouvant d'absorber 10% de croissance supplémentaire à loyer identique ;
- La rationalisation des datacenter d'ITS Integra : 1/ d'une part, le transfert fin S1 2014 du datacenter détenu en propre par Overlap à Courbevoie vers le site d'un partenaire et 2/ d'autre part, le regroupement des datacenter installés chez des partenaires de 7 à 3 sites afin de faciliter leur gestion. A court terme ces mesures vont peser sur la rentabilité d'ITS Integra (surtout au S1 2014) mais elles devraient permettre au groupe de renouer avec des niveaux de marge supérieurs à 12% au sein de cette activité ;

Prévisions détaillées

Croissance organique soutenue et levier sur les marges en perspectives

Le rebond d'activité observé au S1 2014 devrait se poursuivre au S2 2014 et en 2015 car les prestations sur site vont bénéficier de la montée en puissance des contrats récemment signés, alors que l'infogérance outsourcée, l'hébergement et la mobilité bénéficieront de tendances structurellement porteuses. La visibilité reste plus faible sur les activités cycliques de conseil, de négoce et d'intégration mais la reprise attendue des investissements IT des entreprises permet d'être relativement confiants. L'intégration en année pleine d'Overlap aura un impact dilutif sur les marges en 2014 mais cela masque une véritable progression à périmètre comparable.

Commentaires pour les différentes activités

Prestations sur site (insourcées) : ITS Group bénéficie d'une bonne visibilité sur ce segment, avec des contrats pluriannuels qui sont en cours de montée en charge. La croissance devrait toutefois ralentir au S2 car les effets de base sont moins favorables (le groupe avait touché un point bas au S1 2013 avant un rebond à partir du T3 2013). ITS Group bénéficie d'une véritable légitimité sur ce segment, ce qui doit lui permettre de profiter du phénomène de regroupement des contrats d'assistance technique de plusieurs prestataires vers un unique acteur, dans le cadre de la réduction des panels fournisseurs, et ce, d'autant plus que de nombreux acteurs cherchent à se désengager de ce segment.

A plus long terme, le phénomène de délocalisation d'un nombre croissant de fonctions historiquement réalisées sur site vers les centres de services devrait ralentir la croissance de cette activité, nous incitant à anticiper une croissance organique de 4% par an à partir de 2015, mais cela restera au profit de la croissance d'ITS Integra et donc sans impact sur le groupe dans son ensemble.

Les niveaux élevés de TACE affichés par ITS Group en 2014 devraient permettre au groupe de renouer avec une marge opérationnelle supérieure à 6% pour cette activité dès 2014, et ce, malgré les baisses de prix concédées lors du gain des derniers gros contrats. Un niveau de marge opérationnelle compris entre 6% et 7% nous semble tenable à moyen terme, dans un environnement économique stabilisé.

ITS Integra : la dynamique de croissance intrinsèque est excellente, car tirée par : 1/ la bonne dynamique globale du marché de l'infogérance d'infrastructures, 2/ le transfert de certaines fonctions historiquement réalisées sur site vers des centres de services et 3/ l'accélération de l'adoption du cloud computing, phénomène favorable aux activités d'hébergement. Nous anticipons des niveaux de croissance à deux chiffres pour ces activités. La croissance d'ITS Integra pourrait toutefois être ponctuellement décevante en 2014 par rapport au CA 2013 pro forma de 19M€ évoqué précédemment car l'activité d'hébergement d'Overlap a perdu une partie non négligeable de son chiffre d'affaires suite à son redressement judiciaire.

ITS Integra devrait afficher une marge opérationnelle toujours élevée mais en retrait en 2014 (7.0% vs 9.6% en 2013) car au S1 le groupe sera pénalisé par les coûts liés au transfert du datacenter d'Overlap et à la rationalisation des autres datacenters. Par la suite, ITS Integra devrait renouer avec ses niveaux de marges historiques grâce à l'impact des rationalisations opérées.

ITS Overlap : nous sommes plus prudents car la visibilité de cette activité est plus faible que dans l'infogérance, surtout dans le négoce. Afin de poursuivre sa croissance, le groupe mise beaucoup sur la qualité de ses partenariats technologiques et sur le cross-selling réalisé auprès de ses clients de l'infogérance. De façon prudente, nous attendons des niveaux de croissance organique modérés pour ces activités, situés entre 3% et 4% par an. A noter que nous incluons les activités d'intégration au sein du segment Prestations sur Site.

Autres activités (Conseil, Mobilité) : Les activités de Conseil et de Mobilité devraient connaître une bonne fin d'année 2014, dans la lignée de la bonne performance du S1. La Mobilité devrait continuer d'afficher des niveaux de croissance à deux chiffres en 2015 et 2016 dans un contexte de marché structurellement porteur (le cloud permettant une adoption rapide et massive des terminaux mobiles en entreprise, tels que les smartphones et les tablettes). Le conseil devrait par contre voir sa croissance se tasser, après le rebond observé en 2014, dans la mesure où il s'agit d'un marché mature et sachant qu'ITS Group travaille surtout auprès de ses clients existants.

Prévisions chiffrées détaillées par division

| CA (M€) | 2012 | 2013 | S1 2014E | S2 2014E | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---------------|---------------|---------------------|---------------------|--------------|--------------|--------------|
| Gestion des infrastructures | 83.5 | 105.3 | 85.1 | 86.8 | 171.9 | 181.4 | 189.6 |
| dont Prestations insourcées & Intégration | 66.0 | 66.3 | 37.9 | 38.2 | 76.1 | 79.9 | 83.1 |
| dont Négocce | 0.0 | 19.8 | 35.7 | 35.7 | 71.4 | 74.3 | 76.5 |
| dont Hébergement & Infogérance | 13.8 | 15.2 | 8.8 | 10.4 | 19.2 | 21.1 | 23.0 |
| dont Mobilité | 3.7 | 4.0 | 2.7 | 2.5 | 5.2 | 6.1 | 7.1 |
| Conseil & AMOA | 6.5 | 7.2 | 4.4 | 4.4 | 8.8 | 9.4 | 9.8 |
| Autres | 3.0 | 2.6 | 1.2 | 1.5 | 2.7 | 2.8 | 2.9 |
| Total | 93.0 | 115.1 | 90.7 | 92.7 | 183.4 | 193.6 | 202.4 |
| Var. org CA (%) | 2012 | 2013 | S1 2014E | S2 2014E | 2014E | 2015E | 2016E |
| Gestion des infrastructures | 2.3% | -1.8% | 12.3% | 7.6% | 9.4% | 5.5% | 4.5% |
| dont Prestations insourcées & Intégration | 0.6% | -3.3% | 10.2% | 8.0% | 9.0% | 5.0% | 4.0% |
| dont Négocce | - | - | - | 2.0% | 2.0% | 4.0% | 3.0% |
| dont Hébergement & Infogérance | 6.2% | 2.9% | 15.2% | 15.0% | 15.1% | 10.0% | 9.0% |
| dont Mobilité | 23.3% | 8.1% | 35.0% | 25.0% | 30.0% | 18.0% | 15.0% |
| Conseil & AMOA | 51.2% | 10.8% | 25.7% | 20.0% | 22.8% | 6.0% | 5.0% |
| Autres | -34.8% | -13.3% | 0.0% | 4.3% | 2.3% | 5.0% | 5.0% |
| Total | 2.6% | -1.3% | 13.0% | 8.2% | 10.1% | 5.6% | 4.6% |
| Var. CA (%) | 2012 | 2013 | S1 2014E | S2 2014E | 2014E | 2015E | 2016E |
| Gestion des infrastructures | 2.3% | 26.1% | 112.8% | 32.9% | 63.2% | 5.5% | 4.5% |
| dont Prestations insourcées & Intégration | 0.6% | 0.5% | 20.7% | 9.4% | 14.8% | 5.0% | 4.0% |
| dont Négocce | - | - | - | 80.3% | 260.6% | 4.0% | 3.0% |
| dont Hébergement & Infogérance | 6.2% | 10.1% | 33.3% | 20.8% | 26.3% | 10.0% | 9.0% |
| dont Mobilité | 23.3% | 8.1% | 35.0% | 25.0% | 30.0% | 18.0% | 15.0% |
| Conseil & AMOA | 51.2% | 10.8% | 25.7% | 20.0% | 22.8% | 6.0% | 5.0% |
| Autres | -34.8% | -13.3% | 0.0% | 4.3% | 2.3% | 5.0% | 5.0% |
| Total | 2.6% | 23.8% | 102.9% | 31.6% | 59.3% | 5.6% | 4.6% |

Source : Aurel BGC

| EBIT (M€) | 2012 | 2013 | S1 2014E | S2 2014E | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|--------------|--------------|---------------------|---------------------|--------------|--------------|--------------|
| Gestion des infrastructures | 5.2 | 6.4 | 3.4 | 6.0 | 9.4 | 11.3 | 12.7 |
| dont Prestations insourcées & Intégration | 2.6 | 3.5 | 2.1 | 2.6 | 4.7 | 5.1 | 5.4 |
| dont Négoce | - | 0.8 | 0.7 | 1.8 | 2.5 | 2.8 | 3.1 |
| dont Hébergement & Infogérance | 2.3 | 1.5 | 0.3 | 1.1 | 1.3 | 2.5 | 3.2 |
| dont Mobilité | 0.2 | 0.6 | 0.3 | 0.5 | 0.8 | 0.9 | 1.1 |
| Conseil & AMOA | 1.0 | 0.7 | 0.4 | 0.6 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| Autres | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| Total | 6.3 | 7.2 | 3.8 | 6.7 | 10.5 | 12.6 | 14.1 |
| MOC (%) | 2012 | 2013 | S1 2014E | S2 2014E | 2014E | 2015E | 2016E |
| Gestion des infrastructures | 6.2% | 6.1% | 4.0% | 6.9% | 5.4% | 6.2% | 6.7% |
| dont Prestations insourcées & Intégration | 4.0% | 5.3% | 5.5% | 6.9% | 6.2% | 6.4% | 6.5% |
| dont Négoce | - | 4.0% | 2.0% | 5.0% | 3.5% | 3.8% | 4.0% |
| dont Hébergement & Infogérance | 16.6% | 9.6% | 3.0% | 10.4% | 7.0% | 12.0% | 14.0% |
| dont Mobilité | 6.5% | 15.9% | 12.0% | 19.3% | 15.5% | 15.0% | 15.0% |
| Conseil & AMOA | 15.0% | 10.0% | 9.5% | 14.5% | 12.0% | 11.5% | 11.5% |
| Autres | 3.9% | 4.0% | 3.0% | 4.8% | 4.0% | 5.0% | 5.0% |
| Total | 6.7% | 6.3% | 4.2% | 7.2% | 5.7% | 6.5% | 6.9% |

Source : Aurel BGC

Tableau de flux de trésorerie détaillé

| | | | | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Dette Nette N-1 | 10.0 | | | | | |
| Dette Brute N-1 | 19.4 | | | | | |
| Trésorerie Brute N-1 | 9.4 | | | | | |
| En M€ | 2014e | 2015e | 2016e | 2017e | 2018e | 2019e |
| = Cash-Flow Op. après frais financiers | 5.2 | 6.4 | 7.7 | 8.5 | 9.1 | 9.5 |
| <i>Cash-Flow Op. après frais financiers % du CA</i> | <i>2.8%</i> | <i>3.3%</i> | <i>3.8%</i> | <i>4.0%</i> | <i>4.1%</i> | <i>4.2%</i> |
| + Contraction d'emprunt | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| - Remboursement d'emprunt | 4.3 | 4.3 | 4.9 | 2.8 | 0.6 | 0.6 |
| - Dividende | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| - Autres éléments (investissements financiers, AK, etc.) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| = Trésorerie Brute fin d'année | 10.2 | 12.2 | 15.0 | 20.7 | 29.2 | 38.1 |
| - Dette Brute fin d'année | 15.0 | 10.7 | 5.7 | 3.0 | 2.4 | 1.8 |
| = Dette Nette en fin d'année | 4.8 | -1.5 | -9.2 | -17.7 | -26.8 | -36.3 |

Source : Aurel BGC

Une valorisation cible de 11.0€ par titre

Notre valorisation d'ITS Group obtenue par la moyenne de deux méthodologies que sont les comparables boursiers (10.9€) et les DCF (11.2€) ressort à 11.0€ par action, faisant ressortir un potentiel d'upside de 28% par rapport au cours de bourse actuel. La décote moyenne de 20% dont souffre ITS Group par rapport aux autres SSII Smallcaps nous semble excessive. Opinion Acheter.

Comparables Boursiers : 10.9€

Afin de valoriser ITS Group, nous avons retenu à un échantillon de 7 SSII Smallcaps :

- Neurones, Devoteam et Infotel, 3 spécialistes du marché des infrastructures IT, mais également
- Gfi, Groupe Open et Aubay, 3 acteurs plus diversifiés (applicatif et infrastructures) mais disposant d'une certaine expertise dans les infrastructures et ayant une forte exposition au marché français
- Solutions 30, qui dispose d'une activité importante dans les prestations d'assistance technique sur site.

| | CA 14 | CA 15 | EBITDA 14 | EBITDA 15 | ROC 14 | ROC 15 | RN 14 | RN 15 |
|---------------------|-------|-------|-----------|-----------|--------|--------|-------|-------|
| Gfi | 800.0 | 835.6 | 59.6 | 67.0 | 46.9 | 54.3 | 24.3 | 30.3 |
| Devoteam | 428.6 | 420.0 | 23.4 | 27.1 | 18.9 | 22.7 | 5.0 | 10.0 |
| Neurones | 363.2 | 388.7 | 34.4 | 36.5 | 34.3 | 37.0 | 19.3 | 21.0 |
| Groupe Open | 266.7 | 282.0 | 16.0 | 17.4 | 13.3 | 14.7 | 6.0 | 6.7 |
| Aubay | 243.5 | 252.4 | 21.4 | 22.8 | 20.1 | 21.5 | 10.4 | 11.5 |
| Infotel | 151.8 | 159.8 | 17.7 | 18.6 | 15.8 | 17.1 | 10.6 | 11.5 |
| Solutions 30 | 113.8 | 130.5 | 8.9 | 12.0 | 7.4 | 9.4 | 4.9 | 6.6 |
| ITS Group | 183.4 | 193.6 | 12.2 | 14.7 | 10.5 | 12.6 | 6.2 | 7.7 |

Source : Factset, Aurel BGC

| | Croiss. CA 14 | Croiss. CA 15 | Marge ROC 14 | Marge ROC 15 | Croiss. RN 14 | Croiss. RN 15 | Gearing fin 2014 | Gearing fin 2015 |
|---------------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|---------------------|---------------------|
| Gfi | +7.7% | +4.4% | 5.9% | 6.5% | 79.6% | 24.9% | 12.2% | 15.5% |
| Devoteam | -5.5% | -2.0% | 4.4% | 5.4% | 0.0% | 100.0% | -8.3% | -9.6% |
| Neurones | +5.8% | +7.0% | 9.4% | 9.5% | 3.9% | 8.5% | -38.5% | -43.9% |
| Groupe Open | +6.2% | +5.7% | 5.0% | 5.2% | 62.0% | 11.7% | -14.2% | -21.9% |
| Aubay | +15.4% | +3.6% | 8.3% | 8.5% | 22.5% | 10.0% | 2.5% | -2.1% |
| Infotel | +6.4% | +5.2% | 10.4% | 10.7% | 11.2% | 8.7% | -23.0% | -27.3% |
| Solutions 30 | +20.7% | +14.7% | 6.5% | 7.2% | 131.0% | 35.1% | -8.4% | -16.8% |
| Mediane | 6.4% | 5.2% | 6.5% | 7.2% | 22.5% | 11.7% | -8.4% | -16.8% |
| ITS Group | 59.2% | 5.6% | 5.7% | 6.5% | 70.8% | 23.2% | 7.3% | -2.3% |

Source : Factset, Aurel BGC

| M€ | Capi. | Dettes nette 2014 | Mino. | VE 2014 | Dettes nette 2015 | Mino. | VE 2015 |
|---------------------|-------|----------------------|-------|------------|----------------------|-------|------------|
| Gfi | 338.7 | 41.5 | 0.0 | 380.1 | 52.3 | 0.0 | 391.0 |
| Devoteam | 138.8 | -11.5 | 0.1 | 127.4 | -13.4 | 0.1 | 125.5 |
| Neurones | 312.7 | -120.4 | 13.4 | 205.7 | -137.3 | 13.4 | 188.9 |
| Groupe Open | 85.3 | -12.1 | 0.0 | 73.2 | -18.7 | 0.0 | 66.6 |
| Aubay | 149.4 | 3.8 | 0.6 | 153.8 | -3.1 | 0.6 | 146.9 |
| Infotel | 141.4 | -32.5 | 0.2 | 109.1 | -38.6 | 0.2 | 103.0 |
| Solutions 30 | 82.0 | -6.9 | 0.2 | 75.4 | -13.8 | 0.2 | 68.5 |
| ITS Group | 66.7 | 4.8 | 1.8 | 73.4 | -1.5 | 1.8 | 67.0 |

Source : Factset, Aurel BGC

Multiples de valorisation des comparables cotés d'ITS Group

| x | VE / CA 2014 | VE / CA 2015 | VE / EBITDA 2014 | VE / EBITDA 2015 | VE / ROC 2014 | VE / ROC 2015 | PE 2014 | PE 2015 |
|---------------------|-----------------|-----------------|------------------------|------------------------|------------------|------------------|------------|------------|
| Gfi | 0.5 | 0.5 | 6.4 | 5.8 | 8.1 | 7.2 | 14.0 | 11.2 |
| Devoteam | 0.3 | 0.3 | 5.5 | 4.6 | 6.8 | 5.5 | 27.8 | 13.9 |
| Neurones | 0.6 | 0.5 | 6.0 | 5.2 | 6.0 | 5.1 | 16.2 | 14.9 |
| Groupe Open | 0.3 | 0.2 | 4.6 | 3.8 | 5.5 | 4.5 | 14.3 | 12.8 |
| Aubay | 0.6 | 0.6 | 7.2 | 6.4 | 7.7 | 6.8 | 14.3 | 13.0 |
| Infotel | 0.7 | 0.6 | 6.2 | 5.5 | 6.9 | 6.0 | 13.4 | 12.3 |
| Solutions 30 | 0.7 | 0.5 | 8.5 | 5.7 | 10.2 | 7.3 | 16.9 | 12.5 |
| Médiane | 0.6 | 0.5 | 6.2 | 5.5 | 6.9 | 6.0 | 14.3 | 12.8 |
| ITS Group | 0.4 | 0.3 | 6.0 | 4.6 | 7.0 | 5.3 | 10.7 | 8.7 |
| Prime (décote) | -29.4% | -28.8% | -2.5% | -17.5% | 0.8% | -11.8% | -25.1% | -31.9% |

Source : Factset, Aurel BGC

Calcul de la valorisation d'ITS Group

Nous valorisons ITS Group en utilisant les multiples de VE/ROC et de PER équitablement pondérés sur 2014 et 2015. Nous obtenons une valorisation de 10.9€ par titre.

| | 2014 | | 2015 | |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | ROC | RN | ROC | RN |
| ITS Group | 10.5 | 6.2 | 12.6 | 7.7 |
| Multiple | 6.9 | 14.3 | 6.0 | 12.8 |
| Valeur induite | 72.8 | 89.0 | 76.0 | 98.0 |
| - Dette nette | 4.8 | - | -1.5 | - |
| - Minoritaires et autres passifs | 1.8 | - | 1.8 | - |
| = Capitaux propres moyen | 66.1 | 89.0 | 75.7 | 98.0 |
| Capitaux propres (M€) | 77.6 | | 86.8 | |
| Nombre de titres | 7.56 | | 7.56 | |
| Capitaux propres / action (€) | 10.3 | | 11.5 | |
| Pondération (2014/2015) | 50% | | 50% | |
| Valorisation retenue (€) | 10.9 | | | |

Source : Aurel BGC

DCF : 11.2€
Calcul du Wacc

| | Cible | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Taux sans risque | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% |
| Prime de marché | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| Beta | 1.1 | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| Prime Small Caps ¹ | 2.5% | 2.5% | 2.5% | 2.5% | 2.5% | 2.5% | 2.5% | 2.5% | 2.5% | 2.5% | 2.5% |
| Coût du capital | 11.5% | 11.9% | 11.6% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% |
| Coût de la dette avant impôt | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 4.5% |
| Levier financier | 0.0% | 12% | 2% | -10% | -22% | -36% | -51% | -67% | -83% | -100% | -117% |
| Taux d'impôts | 34.0% | 34.0% | 34.0% | 34.0% | 34.0% | 34.0% | 34.0% | 34.0% | 34.0% | 34.0% | 34.0% |
| WACC | 11.5% | 11.0% | 11.4% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% |

Calcul des FCF opérationnels

| | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Chiffre d'affaires | 115.2 | 183.4 | 193.6 | 202.4 | 211.4 | 220.4 | 229.6 | 238.5 | 247.3 | 255.7 | 263.9 |
| % var | - | 59.2% | 5.6% | 4.6% | 4.4% | 4.3% | 4.2% | 3.9% | 3.7% | 3.4% | 3.2% |
| Excédent brut d'exploitation | 8.7 | 12.2 | 14.7 | 16.5 | 17.6 | 18.5 | 19.3 | 20.1 | 20.7 | 21.4 | 22.1 |
| % CA | 7.6% | 6.7% | 7.6% | 8.1% | 8.3% | 8.4% | 8.4% | 8.4% | 8.4% | 8.4% | 8.4% |
| Impôt | 2.5 | 3.9 | 4.4 | 5.0 | 5.3 | 5.6 | 5.8 | 6.1 | 6.3 | 6.5 | 6.7 |
| Taux d'impôt | 41.0% | 36.4% | 36.5% | 36.1% | 36.0% | 36.0% | 36.0% | 36.0% | 36.0% | 36.0% | 36.0% |
| Restructurations | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Investissements | 2.6 | 2.9 | 3.1 | 3.2 | 3.4 | 3.5 | 3.7 | 3.8 | 4.0 | 4.1 | 4.2 |
| Variation de BFR | 5.1 | -0.1 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| FCF opérationnels | -1.5 | 5.6 | 6.9 | 8.0 | 8.6 | 9.1 | 9.6 | 9.9 | 10.3 | 10.6 | 10.9 |
| % CA | -1.3% | 3.0% | 3.6% | 4.0% | 4.1% | 4.2% | 4.2% | 4.2% | 4.2% | 4.2% | 4.1% |
| <i>Année</i> | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| <i>Facteur d'actualisation</i> | <i>cible</i> | 0.5 | 1.5 | 2.5 | 3.5 | 4.5 | 5.5 | 6.5 | 7.5 | 8.5 | 9.5 |
| WACC | 11.5% | 11.0% | 11.4% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% | 11.5% |
| FCF opérationnels actualisés | | 5.3 | 5.9 | 6.1 | 5.9 | 5.6 | 5.3 | 4.9 | 4.5 | 4.2 | 3.9 |

Calcul de la valeur par action

| | Crois. des FCF | Valeur | % |
|---|----------------|-------------|--------|
| Période 1-10 ans | | 51.5 | 53.6% |
| Période 11-20 ans | 3.0% | 25.0 | 26.0% |
| Taux de croissance à l'infini | 2.0% | 19.7 | 20.5% |
| Valeur d'Entreprise | | 96.2 | 100.0% |
| + Titres financiers et mis en équivalence | | 0.0 | |
| + Reports déficitaires actualisés | | 0.0 | |
| + Pdt issu des instruments dilutifs | | 0.0 | |
| - Provisions | | 1.5 | |
| - Autres passifs LT | | 0.3 | |
| - Endettement financier net | | 10.0 | |
| - Minoritaires | | 0.0 | |
| = Valeur des Capitaux Propres pg | | 84.4 | |
| Nombre d'actions | | 7.555 | |
| Valeur par action | | 11.2 | |

Source: Aurel BGC ;

¹ Nous appliquons une prime smallcaps spécifique de 2.5% compte tenu de la faible liquidité du titre

Tableau de sensibilité (en €)

| | Taux de croissance à l'infini | | | | | |
|------|-------------------------------|------|-------------|-------------|-------------|------|
| | 10.5% | 1.0% | 1.5% | 2.0% | 2.5% | 3.0% |
| GMPC | 10.5% | 11.6 | 11.8 | 11.9 | 12.2 | 12.4 |
| | 11.0% | 11.3 | 11.4 | 11.6 | 11.8 | 12.0 |
| | 11.5% | 11.0 | 11.1 | 11.2 | 11.4 | 11.6 |
| | 12.0% | 10.7 | 10.8 | 10.9 | 11.1 | 11.2 |
| | 12.5% | 10.5 | 10.6 | 10.7 | 10.8 | 10.9 |

Données financières

| Compte de résultat (M€) (31/12) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | TMVA 13/16E |
|--|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| CA | 93.0 | 115.2 | 183.4 | 193.6 | 202.4 | 20.7% |
| %var | 2.6% | 23.8% | 59.2% | 5.6% | 4.6% | |
| EBITDA | 7.7 | 8.7 | 12.2 | 14.7 | 16.5 | 23.6% |
| %var | - 10.8% | 13.4% | 40.4% | 19.9% | 12.2% | |
| EBIT retraité | 6.3 | 7.2 | 10.5 | 12.6 | 14.1 | 24.9% |
| %var | - 18.6% | 15.4% | 45.4% | 19.7% | 11.8% | |
| EBIT publié | 6.0 | 6.6 | 10.5 | 12.6 | 14.1 | 28.8% |
| Résultat financier | - 0.4 | - 0.4 | - 0.7 | - 0.5 | - 0.3 | |
| RCAI | 5.6 | 6.2 | 9.8 | 12.1 | 13.8 | 30.4% |
| Impôt | 2.5 | 2.5 | 3.6 | 4.4 | 5.0 | |
| Résultat des SME | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| Rnpg publié | 3.0 | 3.6 | 6.2 | 7.7 | 8.8 | 34.2% |
| RNpg retraité | 3.0 | 3.6 | 6.2 | 7.7 | 8.8 | 34.2% |
| %var | - 24.3% | 19.5% | 70.8% | 23.2% | 14.9% | |
| Bilan (M€) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | |
| Capitaux propres | 32.0 | 34.4 | 40.6 | 48.3 | 57.1 | |
| Actifs immobilisés | 35.3 | 40.6 | 41.8 | 42.8 | 43.7 | |
| Endettement net | 4.5 | 10.0 | 4.8 | - 1.5 | - 9.2 | |
| BFR | 2.7 | 5.2 | 5.1 | 5.4 | 5.6 | |
| Tableau de financement (M€) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | |
| EBITDA | 7.7 | 8.7 | 12.2 | 14.7 | 16.5 | |
| variation BFR | - 1.2 | 5.1 | - 0.1 | 0.3 | 0.2 | |
| investissement exploitation | 1.3 | 2.6 | 2.9 | 3.1 | 3.2 | |
| free cash flow | 4.7 | - 0.9 | 5.9 | 6.9 | 8.0 | |
| investissement financier net de cessions | 1.3 | 3.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| Distribution | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| Augmentation du capital | 0.4 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| Variation endettement net | - 3.2 | 5.5 | - 5.2 | - 6.4 | - 7.7 | |
| Ratios financiers (%) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | |
| EBITDA/CA | 8.3 | 7.6 | 6.7 | 7.6 | 8.1 | |
| EBIT retraité/CA | 6.7 | 6.3 | 5.7 | 6.5 | 6.9 | |
| Résultat net retraité / CA | 3.3 | 3.2 | 3.4 | 4.0 | 4.3 | |
| Dettes nettes / Fonds propres | 14.2 | 29.0 | 11.9 | - 3.2 | - 16.2 | |
| Dettes nettes / EBITDA | 59.2 | 114.7 | 39.6 | - 10.4 | - 56.2 | |
| ROCE | 9.1 | 10.2 | 14.4 | 16.8 | 18.4 | |
| ROE | 9.7 | 10.6 | 15.3 | 15.9 | 15.4 | |
| Données par action (€) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | |
| BPA retraité | 0.38 | 0.46 | 0.78 | 0.96 | 1.11 | 34.2% |
| Cash flow par action | 0.98 | 1.16 | 1.62 | 1.92 | 2.15 | 23.1% |
| Dividende par action | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ns |
| Ratios boursiers (x) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | |
| VE/CA | 0.33 | 0.28 | 0.27 | 0.23 | 0.18 | |
| VE/EBITDA | 3.9 | 3.6 | 4.1 | 3.0 | 2.2 | |
| VE/EBIT retraité | 4.8 | 4.4 | 4.8 | 3.5 | 2.6 | |
| PE retraité | 12.6 | 8.9 | 10.9 | 8.8 | 7.7 | |
| P/CF | 4.9 | 3.5 | 5.2 | 4.4 | 4.0 | |
| P/ANPA | 0.80 | 0.63 | 1.12 | 0.94 | 0.80 | |
| Payout (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| Rendement (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |

Contacts

| | |
|--|--|
| Equity Desk | Contact.....+33 1 53 89 53 21 |
| Credit Desk | Contact.....+33 1 55 80 21 00 |
| Equity Research | Christian PARISOT (Head of Global Research)+33 1 53 89 53 74 David DA MAIA (Luxury Goods)+33 1 53 89 73 14 Nicolas DAVID (Small Mid Caps)+33 1 53 89 57 86 Eric LEMARIE (Building & Construction).....+33 1 53 89 57 70 Stéphanie BARTOS (Research Assistant)+33 1 53 89 57 75 Zeliha GENC (Research Assistant).....+33 1 53 89 57 71 |
| Economic and strategic Research | Christian PARISOT (Head of Global Research – Chief Economist).....+33 1 53 89 53 74 Jean-Louis MOURIER (Economist).....+33 1 53 89 54 46 Fabien LAURENCEAU (Equity Strategist)+33 1 53 89 57 80 Tangi LE LIBOUX (Analyse ETFs / Trading Strategies) +33 1 53 89 47 60 Gerard SAGNIER (Technical Analyst)+33 1 53 89 73 21 |
| Credit Research | Dominique DARIDAN (Head of Credit Research).....+33 1 53 89 54 55 Malle BA (Credit Analyst).....+33 1 53 89 54 09 Gabriella SERRES (Credit Analyst)+33 1 53 89 54 11 |
| Corporate | Contact.....+33 1 53 89 73 17 |

Déttection de potentiels de conflits d'intérêts

| Banque d'affaires | Contrat de liquidité | Liens Corporate | Trading / Participation pour compte propre | Intérêts personnels de l'analyste | Communication préalable à l'émetteur | Autres sources de conflits d'intérêt |
|-------------------|----------------------|-----------------|--|-----------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| Non | Oui | Non | Non | Non | Oui | Non |

Ce document d'information s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels et d'investisseurs qualifiés. Bien que les informations exposées dans ce document proviennent de sources considérées comme dignes de foi, Aurel-BGC et ses filiales n'en garantissent ni l'exactitude, ni l'exhaustivité, ni la fiabilité. Les opinions et appréciations peuvent être modifiées ou abandonnées sans avis préalable. Aurel-BGC n'est pas dans l'obligation de mettre à jour les informations contenues dans ce document.

Trois types de recommandations, portant sur les 6 prochains mois, peuvent être utilisés dans le cadre de la rédaction de ce document :

Acheter : potentiel de hausse du titre supérieur à 10% en absolu, fondamentaux satisfaisants à excellents.

Conserver : valorisation du titre comprise entre -15% et +15% en absolu, par rapport aux cours actuels.

Vendre : potentiel de baisse du titre supérieur à 10% en absolu, fondamentaux dégradés, ou valorisation excessive.

Différentes méthodes de valorisation peuvent être énoncées au sein de ce document :

DCF : La méthode des DCF (Discounted Cash Flow) ou des Cash Flow Libres consiste à évaluer la société sur la base de prévisions de flux d'exploitation actualisés au taux moyen de rendement exigé par les actionnaires et les créanciers. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital (WACC), 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 ces deux composantes.

Multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les ratios de valorisation extériorisés par des transactions officielles déjà réalisées sur des sociétés au sein du même secteur.

Comparaisons boursières : après détermination d'un échantillon de valeurs cotées comparables, les multiples de valorisations moyens de cet échantillon sont appliqués à la société afin d'établir une référence de valorisation sur les années N, N+1 et N+2.

Actif Net Réévalué (ANR) / SOP (sum of the parts) / somme des parties : réévaluation de chaque actif du bilan selon différentes méthodes appropriées, à leur valeur de marché ou valeur comptable corrigée.

Actualisation des dividendes : évaluation du prix d'un titre en considérant une actualisation de ses flux de dividendes, à un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

EVA : la méthode "Economic Value Added", inventée par Stern Stewart & Co., tient compte de la création de valeur générée par la société, basée sur le différentiel de rendement entre ses actifs et le coût moyen pondéré du capital.

Les prix des instruments financiers cotés sur un marché réglementé indiqués dans ce document sont, sauf mention contraire, les prix à la clôture du marché. Sur les marchés de gré à gré, les prix sont, sauf mention contraire, les plus récents et cohérents constatés par Aurel BGC (Bloomberg, Reuters ou transaction réalisée par Aurel BGC).

Les calculs et évaluations présentés ont pour but de servir de base à nos discussions. Vous vous engagez à effectuer de façon indépendante votre propre évaluation de l'opportunité et de l'adaptation à vos besoins des opérations proposées, notamment en ce qui concerne les aspects juridiques, fiscaux et comptables. En outre, cette analyse ne peut être considérée comme une offre ou une sollicitation de souscription, d'achat, de vente ou de prêt de valeurs mobilières ou autres instruments financiers et n'a pas vocation à servir de base à un quelconque contrat. Aurel-BGC et ses filiales ou les personnes qui y sont associées peuvent avoir une position acheteuse ou vendeuse sur des valeurs mobilières ou autres instruments financiers auxquels il est fait référence ici.

Aurel-BGC dispose et gère des procédures de « barrières à l'information » pour prévenir et éviter les conflits d'intérêts eu égard aux recommandations d'investissement. Ces procédures peuvent être détaillées sur demande auprès du Responsable de la conformité des services d'investissement.

La responsabilité d'Aurel-BGC et de ses filiales ne saurait être engagée, directement ou indirectement, en cas d'erreur ou omission de leur part ou en cas d'investissement inopportun de la vôtre. Ce document étant la propriété d'Aurel-BGC et/ou d'une de ses filiales, toute reproduction même partielle ou divulgation à des tiers est interdite sans l'autorisation préalable d'Aurel-BGC.

Ce document ne peut pas être diffusé en dehors de l'Union Européenne. Ce document ne peut être distribué dans cette forme à quiconque aux Etats-Unis. BGC Financial L.P., société de droit américain du groupe BGC Partners assure la distribution de la recherche d'Aurel BGC auprès des « major US institutional investors ».

Aurel BGC, filiale du groupe BGC Partners, est une entreprise d'investissement réglementé par l'Autorité de Contrôle prudentiel et de Résolution et l'Autorité des Marchés Financiers.

Copyright © Aurel-BGC, 2014, Tous droits réservés.

Aurel BGC
15-17 rue Vivienne
75002 Paris

www.aurel-bgc.com
T +33(0)1 53 89 53 89
F +33(0)1 53 89 53 80