Etude Transversale

Feedback Forum NextCap des 3, 4 et 5 juin 2020

Date publication: 09/06/2020 07:18
Date rédaction: 09/06/2020 07:16

Au cours de notre Forum ODDO BHF NextCap, 23 sociétés ont rencontré plus de 140 investisseurs. Si les impacts de la crise du COVID-19 sont certains, la tonalité est ressortie globalement positive et rassurante avec le sentiment d'avoir échappé au pire et d'aborder une reprise qui devrait se dessiner au S2 malgré une incertitude encore forte. Nous compilons dans ce document 20 feedbacks, donnant lieu à 2 relèvements de recommandations (Groupe Open, Jacquet Metal Service) et 9 révisions d'objectifs de cours : i/ 6 en hausse (Esker, Sword Group, Groupe Open, Wallix, Compagnie des Alpes, JMS), et ii/ 3 en baisse (Visiativ, Chargeurs, Claranova).

Avec la collaboration des analystes du bureau d'études

9ème Forum ODDO BHF NextCap

23 sociétés et plus de 140 investisseurs institutionnels se sont rencontrés pour la 9ème année consécutive lors de notre Forum ODDO BHF NextCap les 3, 4 et 5 juin derniers dans un format inédit de visioconférence en raison du contexte de crise sanitaire.

Une tonalité positive mais encore beaucoup de prudence

Le Forum a été l'occasion de revenir sur les impacts liés au COVID-19 et à la reprise d'activité depuis la fin du confinement. L'impact de la crise sur les résultats S1 sera important (baisses pour l'ensemble des sociétés) et les CA T2 sont attendus sans surprise en fort retrait. Le message sur les perspectives est plus positif avec des signaux de reprise que l'on commence à percevoir mais la visibilité reste encore très limitée à ce stade et la prudence reste encore forte de la part des dirigeants (guidances souvent suspendues).
Dans le milieu industriel, les carnets de commande sont encore longs à se remplir mais les premières tendances post déconfinement sont encourageantes et moins mauvaises que prévu. Si l'Europe du Sud a été fortement touchée, l'Europe du Nord, l'Amérique et l'Asie ont mieux résisté. Quelques secteurs s'en sortent mieux (Santé, Logistique, Retail) alors que d'autres restent encore très pénalisés (Automobile, Aéronautique, Tourisme). Sur le secteur IT, les ESN observent une reprise (timide) de la demande chez certains clients. Les tendances restent contrastées : arbitrages budgétaires pour les secteurs les plus fragilisés, bonne résistance pour la Banque/Finance et le secteur public. Plusieurs sociétés anticipent une pression sur les prix au S2, mais la détente sur l'attrition et les recrutements devraient donner de l'air à certains groupes. Sur le Software, les ventes de licences sont impactées par des reports de projets d'investissements mais des effets rattrapage sont attendus. Les tendances structurelles seront renforcées post-crise pour les acteurs exposés à la digitalisation (5G, Cloud, Cybersécurité, Gaming …). Dans la majorité des cas, les sociétés ont mis l'accent sur la bonne gestion opérationnelle et la préservation de la trésorerie (chômage partiel, report de Capex, PGE…). L'ensemble des sociétés bénéficiant d'une structure financière saine évoquent des opportunités de M&A à venir (petites sociétés ayant plus souffert, valorisations en baisse).

2 relèvements d'opinions, 9 révisions d'OC : 6 en hausse et 3 en baisse

Parmi les sociétés rencontrées, nous compilons 20 feedbacks de valeurs couvertes, qui donnent lieu à 2 changements de recommandations et 9 ajustements d'OC. Certaines sociétés ont donné un message relativement positif nous conduisant à des relèvements c'est le cas pour **Groupe Open** (Neutre vs Alléger, OC 8.5 € vs 7 €), **Jacquet Metal Service** (Neutre vs Alléger, OC 12 € vs 9 €), **Compagnie des Alpes** (OC 24 € vs 22.5 €), **Wallix** (OC 20 € vs 17 €), **Esker** (OC 105 € vs 98 €) et **Sword Group** (OC 35 € vs 33 €) ; d'autres ont délivré des messages un peu plus prudents : **Visiativ** (OC 21 € vs 23 €), **Claranova** (OC 8 € vs 8.5 €) et **Chargeurs** (OC 24 € vs 25 €).

Jeremy Garnier Analyste
+33 (0)4 72 68 27 11
jeremy.garnier@oddo-bhf.com

Risque de conflits d'intérêts:

ODDO BHF et/ou une de ses filiales peuvent être en situation de conflits d'intérêts avec certains des émetteurs mentionnés dans cette publication. Vous pouvez consulter l'ensemble des mentions des conflits d'intérêts en dernière page de ce document.
Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.

ce document a été mis à disposition pour cobing@oddo.fr Le 09/06/2020 07:51:21 .

Ce document a été imprimé pour cobing@oddo.fr Le 09/06/2020 07:51:21 .

Sommaire

Bigben Interactive 4
Chargeurs 5
Claranova 6
Clasquin 7
Compagnie des Alpes 8
Ekinops 9
Esker 10
Groupe Gorgé 11
Groupe Open 12
ID Logistics 13
Jacquet Metal Service 14
Prodways Group 15
Séché Environnement 16
SES-imagotag 17
SQLI 18
Sword Group 19
Verimatrix 20
Visiativ 21
WALLIX 22
Wavestone 23

Ce document a été imprimé pour cobing@oddo.fr Le 09/06/2020 07:51:21 .

FEEDBACK FORUM NEXTCAP
3, 4 & 5 JUIN 2020

Bigben Interactive

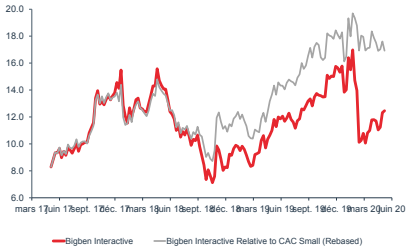
Achat ➔ | Objectif 18.00 €

Cours (05/06/2020) : 12.46 € | Potentiel : 44 %

Révision	2020e	2021e
BPA	-	-

Cap maintenu vers le plan Bigben 2023… dans l'attente de plus de visibilité sur 2020

Lundi 08 Juin 2020



Données produit			
BIG FP | BGBN.PA			
Capitalisation boursière (M€)			246
VE (M€)			310
Extrêmes 12 mois (€)		8.80	16.98
Flottant (%)			57.5
Performance (%)	**1m**	**3m**	**12m**
Performance absolue	4.7	-13.5	8.9
Perf. rel. Indice Pays	-6.4	-10.9	8.6
Perf. rel. CAC Small	-6.4	-8.3	20.4
Comptes	**03/20e**	**03/21e**	**03/22e**
CA (M€)	263	260	317
EBITDA (M€)	52.5	49.1	72.0
EBIT courant (M€)	23.7	20.7	38.1
RNpg (M€)	17.3	13.6	26.4
BPA (€)	0.88	0.69	1.34
DNA (€)	0.25	0.28	0.30
P/E (x)	14.4	18.1	9.3
P/B (x)	1.4	1.3	1.2
Rendement (%)	2.0	2.2	2.4
FCF yield (%)	1.7	ns	2.7
VE/CA (x)	1.2	1.2	1.0
VE/EBITDA (x)	5.9	6.4	4.4
VE/EBIT courant (x)	13.1	15.1	8.4
Gearing (%)	-15	-13	-11
Dette nette/EBITDA (x)	ns	ns	ns

Next Events	
27/07/2020	Q1 Sales

Eléments nouveaux

Peu d'éléments nouveaux à ce stade. Le management est revenu sur les résultats annuels qui ont été récemment publiés (CA en hausse de 7% à 264 M€ et MOC en légère progression de 10pb à 9%). Le groupe rappelle qu'en dépit d'une fin d'année pénalisée par le COVID-19 (notamment les activités Mobile et Audio), le dynamisme du Gaming a permis de soutenir la croissance et la rentabilité.

La visibilité reste encore réduite sur le rythme de reprise post déconfinement, notamment sur la partie Mobile où certains opérateurs clients ont rapidement réouvert une grande partie de leur réseau tandis que d'autres l'ont fait à un rythme moins soutenu, avec par ailleurs des disparités entre les différents pays (France beaucoup plus restrictive vs Pologne et Belgique par exemple). Certes la reprise reste lente, avec un taux de fréquentation encore faible au regard des mesures sanitaires, mais elle est bien actée avec un panier moyen qui reste encore élevé.

Principal message sur les perspectives

Les perspectives restent très bonnes en Gaming avec i/ la poursuite du développement de jeux (augmentation des budgets, amélioration continue de la qualité, étoffement du back catalogue, montée en puissance du digital…), ii/ la poursuite de l'acquisition de studios experts, et iii/ le lancement de nouveaux accessoires et la pénétration du marché US via les casques de gaming RIG. Grâce à l'IPO de Nacon, le groupe dispose de toutes les ressources nécessaires à l'accélération du développement du son pôle Gaming.

Durant cette période transitoire pour les BU Mobile/Audio (attentisme de la 5G, mutation en Audio, transition vers les objets connectés), le groupe table sur divers axes de développement afin de dynamiser l'activité, notamment : i/ la poursuite de la montée en gamme (produits en marques propres à forte création de valeur), ii/ la mise en œuvre d'une stratégie RSE puissante (emballages zéro plastique en carton 100% recyclable en septembre 2020, gamme écologique Just Green en juillet 2020), iii/ le développement de gammes sanitaires (évolution des gammes Force vers l'antibactérien, kits sanitaires, stérilisateurs…), et iv/ l'accès à de nouveaux réseaux de distribution en Audio (Maisons Du Monde, Leroy Merlin, Aubert…).

Le management réitère sa confiance sur les perspectives MLT et l'atteinte des objectifs 2022/23 d'un CA de 350 M€ et d'une MOC de 13%.

Impact sur les BPA / Reco / OC - Conclusion

Dans l'attente des guidances du groupe concernant l'exercice actuel (prévues à l'automne), nous maintenons nos prévisions inchangées. Pour 2020/21, nous continuons de tabler sur un CA en baisse de 1.5%e à 260 M€e, intégrant une activité toujours très dynamique en Gaming (+20%e ; dynamisme du digital, développement des accessoires aux US), et un marché encore difficile en Mobile et en Audio (-20%e et -22%e respectivement). En parallèle, nous tablons sur une MOC en baisse de 100 pb à 8%e, en attendant un fort rebond en 2021/22 (MOC à 12%e pour un CA en hausse de 22%e à 317 M€e). Recommandation Achat et OC de 18 € inchangés.

Hana Maalej
+33 (0)1 40 17 54 67
hana.maalej@oddo-bhf.com

Ce document a été imprimé pour cobing@oddo.fr Le 09/06/2020 07:51:21 .

FEEDBACK FORUM NEXTCAP
3, 4 & 5 JUIN 2020

Chargeurs

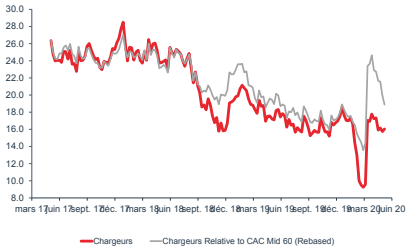
Achat ➔ | Objectif 24.00 € vs 25.00 € ➘

Cours (05/06/2020) : 16.04 € | Potentiel : 50 %

Révision	2020e	2021e
BPA	-12.3%	-7.9%

Une nouvelle activité qui compense le déclin attendu du périmètre historique

Mardi 09 Juin 2020



Données produit			
CRI FP | CRIP.PA			
Capitalisation boursière (M€)			383
VE (M€)			525
Extrêmes 12 mois (€)		8.71 -	20.00
Flottant (%)			54.3

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	-7.8	14.9	-6.4
Perf. rel. Indice Pays	-17.6	18.3	-6.7
Perf. rel. CAC Mid 60	-19.3	20.4	-1.0

Comptes	12/19	12/20e	12/21e
CA (M€)	626	745	800
EBITDA (M€)	60.0	65.0	81.2
EBIT courant (M€)	41.4	45.0	60.0
RNpg (M€)	15.1	20.0	30.8
BPA (€)	0.65	0.86	1.32
DNA (€)	0.40	0.34	0.53
P/E (x)	27.0	18.7	12.1
P/B (x)	1.8	1.5	1.4
Rendement (%)	2.3	2.1	3.3
FCF yield (%)	0.3	2.5	8.8
VE/CA (x)	0.8	0.7	0.6
VE/EBITDA (x)	8.4	8.1	6.2
VE/EBIT courant (x)	12.2	11.7	8.3
Gearing (%)	53	75	60
Dette nette/EBITDA (x)	2.0	2.8	1.9

Next Events	
10/09/2020	H1 Results

Eléments nouveaux

Au cours de ce forum, le management est revenu sur i/ les activités historiques du groupe et ii/ la nouvelle activité créée pendant la crise, Lainière Santé :

- **Protective Films** : malgré la crise, le pôle a bien résisté. Le carnet de commandes était à fin mars en nette hausse, stable à fin avril et en légère diminution à fin mai. La baisse est réelle en Europe alors que l'Asie et l'Amérique sont toujours en hausse. Le T2 sera en recul modéré comme attendu alors que le S2 reste encore difficile à anticiper à ce stade. L'usine italienne poursuit son développement (objectif : CA de 35 M€ à moyen terme). La rentabilité sera logiquement détériorée mais devrait rester largement positive.
- **Museum Solutions :** l'activité industrielle (Senfa) est très impactée par la crise (moins de campagnes publicitaires) alors que l'activité Service devrait mieux résister grâce à des projets moyen terme (1 à 3 ans) même si des reports sont à attendre.
- Les pôles Textiles sont les plus touchés. Après un recul de 14% au T1, **Fashion technologies** va connaitre une forte baisse au T2 (-50%e) et le S2 devrait rester en décroissance avant un rebond espéré en fin d'année (report des lancements de nouvelles collections…). **Luxury Materials** subit quant à elle toujours un marché de la laine au ralenti.
- **Lainière Santé :** le carnet de commandes court terme est confirmé entre 250 et 300 M€ (administrations, corporates…). Le niveau de rentabilité de cette activité est proche de 10%. Ce 5ème pôle est pérenne pour le management : l'activité se poursuivra en 2021 même si elle ne sera pas au niveau de 2020 avec une stratégie d'élargissement de la gamme : gels, tunnels de désinfection, gants, blouses…

Principal message sur les perspectives

Le management confirme ses objectifs 2020 : CA supérieur à 750 M€ et accroissement du ROC (ie. ROC 2019 de 41.4 M€). La visibilité reste encore limitée à ce stade pour donner une guidance précise par activité mais Lainière Santé compensera la baisse des pôles historiques. Le management a deux priorités sur 2020 et 2021 : le redressement des activités traditionnelles et la structuration de l'offre Lainière Santé (diversification produit et géographique). Le M&A est mis en pause pour les prochains trimestres.

Impact sur les BPA / Reco / OC - Conclusion

Notre scénario de CA 2020 est inchangé à 745 M€e. Nous ajustons en revanche notre estimation de ROC à 45 M€e (vs 50 M€) soit une MOC de 6%e prenant en compte une marge plus dégradée sur les activités Textiles. Notre estimation de CA 2021 est ajustée à 800 M€ (vs 820 M€) actant un rebond des activités historiques mais une prudence un peu plus forte sur Lainière Santé (CA de 80 M€e vs 100 M€). Notre OC est mécaniquement ajusté à 24 €. Pour une valorisation toujours raisonnable (VE/EBIT 21 proche de 8x) notre recommandation Achat est maintenue.

Jeremy Garnier
+33 (0)4 72 68 27 11
jeremy.garnier@oddo-bhf.com

Ce document a été imprimé pour cobing@oddo.fr Le 09/06/2020 07:51:21 .

FEEDBACK FORUM NEXTCAP
3, 4 & 5 JUIN 2020

Claranova

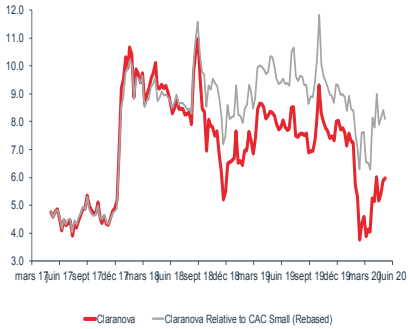
Achat ➔ | Objectif 8.00 € vs 8.50 € ➘

Cours (05/06/2020) : 5.97 € | Potentiel : 34 %

Révision	2020e	2021e
BPA	-40.2%	-6.8%

Bonne traction sur le Mobile et les logiciels pendant le confinement, mais les effets compensatoires sont encore difficiles à estimer

Mardi 09 Juin 2020



Données produit			
CLA FP | CLA.PA			
Capitalisation boursière (M€)			235
VE (M€)			266
Extrêmes 12 mois (€)		2.96 -	9.30
Flottant (%)			81.4
Performance (%)	**1m**	**3m**	**12m**
Performance absolue	15.4	4.7	-28.2
Perf. rel. Indice Pays	3.1	7.8	-28.5
Perf. rel. CAC Small	3.1	11.0	-20.6
Comptes	**06/19**	**06/20e**	**06/21e**
CA (M€)	262	389	451
EBITDA (M€)	16.3	11.6	25.0
EBIT courant (M€)	14.6	7.1	20.1
RNpg (M€)	-41	1.2	10.0
BPA (€)	0.20	0.03	0.24
DNA (€)	0.00	0.00	0.00
P/E (x)	40.0	216.9	25.3
P/B (x)	5.9	4.4	3.7
Rendement (%)	0.0	0.0	0.0
FCF yield (%)	1.5	1.7	7.1
VE/CA (x)	1.4	0.7	0.5
VE/EBITDA (x)	22.2	22.9	9.8
VE/EBIT courant (x)	24.8	37.6	12.2
Gearing (%)	-37	-3	-28
Dette nette/EBITDA (x)	ns	ns	ns

Next Events	
11/08/2020	FY Sales
30/09/2020	FY Results
04/11/2020	Q1 Sales

Eléments nouveaux

Après un T3 fiscal (T1 calendaire) globalement terne sur la croissance organique (+7% y/y), le management (CFO) a confirmé que la crise a eu pour effet une forte augmentation de la demande pour les applications FreePrints en Europe (modèle low-cost B2C) et pour son logiciel utilitaire SodaPDF. FreePrints a enregistré 350k nouveaux utilisateurs en 2 mois (+69% y/y), porté par le lancement réussi de FreePrints Cards, et la suite SodaPDF fait état d'une hausse de 50% y/y du revenu sur la période de confinement, soit un CA de 3.5 M€ (82% des ventes en abonnements). Les activités Web-to-Print sont à l'inverse plus fortement touchées par l'épidémie, notamment sur Personal Creations (fermeture temporaire de l'usine aux US sur la période), avec un impact sur des évènements toujours fortement générateurs de chiffres (fête des mères, sessions de remises de diplômes).

Par ailleurs, le management confirme sa volonté d'intensifier les efforts marketing en Europe (arbitrages US/Europe déjà réalisés depuis plusieurs trimestres), où les coûts d'acquisition sont moins élevés, notant toutefois une détente des tarifs des espaces publicitaires outre-Atlantique pendant la crise.

Si la situation de cash est solide (27.5 M€ cash net à fin 2019), les effets de saisonnalité sur le BFR (pic de trésorerie à fin décembre) incitent à davantage de prudence sur l'utilisation de la trésorerie à CT. Ainsi, la société a suspendu plusieurs projets de M&A, dont le deal avec les minoritaires d'Avanquest, sine die.

Principal message sur les perspectives

Si les chiffres publiés sont évidemment de bon augure pour le T4 fiscal (T2 calendaire), et confirment la relative résilience des activités B2C *online* de Claranova, la visibilité reste limitée sur le comportement des consommateurs en sortie de confinement et l'incertitude demeure sur les impacts nets de cette crise. A la suite de cette conférence, nous révisons de -4% notre estimation de CA 2019/20 à 388.6 M€ et intégrons des hypothèses plus prudentes sur l'EBITDA, désormais attendu à 11.6 M€ vs 15.1 M€, soit une marge de 3.0% (-80 pb vs attentes initiales).

Le groupe confirme par ailleurs ses objectifs à moyen terme, avec pour rappel la volonté d'atteindre 700 M€ de CA à 2023 hors IoT (500 M€ sur le Printing & Gifting et 200 M€ sur le pôle Internet) associée à une marge opérationnelle >10%.

Impact sur les BPA / Reco / OC - Conclusion

Après un point bas touché en mars à 2.7 €, le titre a bien rebondi mais semble encore offrir un potentiel de rebond significatif, nonobstant les incertitudes à très court terme entourant l'atterrissage annuel. Dans la configuration actuelle, nous dirions que le marché continue de seulement pricer les perspectives sur PlanetArt, et offre toujours une option gratuite sur les deux autres pôles d'activités (Software, IoT) et le cash. Après prise en compte de nos révisions sur PlanetArt (que nous valorisons désormais 5.5 € vs 6.0 €/ action), nous ajustons notre objectif de cours de 8.5 € à 8.0 € (construit par SOTP) et réitérons notre opinion Achat sur le titre.

Nicolas Thorez
+33 (0)4 72 68 27 28
nicolas.thorez@oddo-bhf.com

Ce document a été imprimé pour cobing@oddo.fr Le 09/06/2020 07:51:21 .

FEEDBACK FORUM NEXTCAP
3, 4 & 5 JUIN 2020

Clasquin

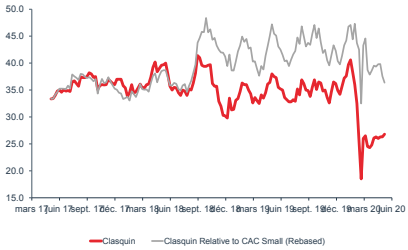
Neutre ➔ | Objectif 30.00 €

Cours (05/06/2020) : 26.80 € | Potentiel : 12 %

Révision	2020e	2021e
BPA	ns	-0.2%

Bonne résilience mais encore peu de visibilité

Mardi 09 Juin 2020



Données produit			
ALCLA FP | ALCLA.PA			
Capitalisation boursière (M€)			62
VE (M€)			91
Extrêmes 12 mois (€)		18.50	- 41.20
Flottant (%)			41.0
Performance (%)	**1m**	**3m**	**12m**
Performance absolue	3.5	-18.0	-25.6
Perf. rel. Indice Pays	-7.5	-15.6	-25.8
Perf. rel. CAC Small	-7.5	-13.1	-17.7
Comptes	**12/19**	**12/20e**	**12/21e**
CA (M€)	331	291	346
EBITDA (M€)	13.7	5.7	14.2
EBIT courant (M€)	8.4	0.5	9.0
RNpg (M€)	3.7	-1	4.1
BPA (€)	1.60	-0.22	1.77
DNA (€)	0.00	0.30	0.80
P/E (x)	21.7	ns	15.1
P/B (x)	3.6	2.9	2.5
Rendement (%)	0.0	1.1	3.0
FCF yield (%)	14.8	4.9	8.7
VE/CA (x)	0.3	0.3	0.2
VE/EBITDA (x)	8.0	16.0	6.0
VE/EBIT courant (x)	13.0	201.3	9.5
Gearing (%)	69	91	60
Dette nette/EBITDA (x)	1.4	4.2	1.3

Next Events	
27/08/2020	Q2 Sales
23/09/2020	H1 Results
19/10/2020	Q3 Sales

Eléments nouveaux

Acteur du freight forwarding, Clasquin n'est pas épargné par la baisse des échanges mondiaux mais résiste bien. Après une marge brute T1 en recul de 6% lfl, la baisse du T2 pourrait être moins forte qu'attendu : les fortes chutes de volumes seront en partie compensées par des marges brutes unitaires en forte hausse notamment dans l'aérien qui représente 1/3 de l'activité (nombreux charters avec de gros volumes, taux de fret en forte hausse : jusqu'à 10x au pic). En revanche l'activité RO-RO (fret Tunisie/Maroc) continue de ralentir (volumes -30%) alors que les métiers de niche ont fortement souffert (Fair & Events, Art shipping). Pour faire face à ce choc, le groupe a procédé à un plan d'ajustement (chômage partiel, reports d'investissements, sécurisation du cash) qui permet d'importantes économies.

Pour le S2, la visibilité reste encore très limitée. Les activités repartent mais de manière molle pour le moment. Le management considère que l'on va rester dans un environnement récessif notamment dans les secteurs les plus touchés (automobile, aéronautique, mode, industrie…). En parallèle, deux tendances intéressantes sont observées avec cette crise : i/ plus de diversification pour les approvisionnements aux cotés de la Chine : Asie Sud-Est et sous-continent indien et ii/ plus de régionalisation des échanges.

Principal message sur les perspectives

L'OMC annonce une baisse du commerce mondial en 2020 comprise entre 13% et 32%. Concernant l'aérien, les tonnages sont attendus en recul de 48% (source Iata) alors que sur le Maritime, il serait de 7.3%. Le management est tout de même plus positif et estime que l'on devrait se situer dans le bas de la fourchette avec une 2ème partie de l'année mieux orientée. En revanche, la question se pose sur l'évolution des taux de fret qui pourraient fortement repartir à la baisse et ainsi effacer la reprise des volumes à l'inverse du S1 (baisse des marges unitaires brutes).

La structure financière du groupe reste solide avec une trésorerie brute de 32 M€ et des lignes de crédit non utilisées de 42.5 M€. Concernant le M&A, l'intégration de Cargolution au Canada se passe bien. Des opportunités d'acquisition pourraient se présenter mais le management restera très vigilant au regard de l'impact de la crise.

Impact sur les BPA / Reco / OC - Conclusion

En séquentiel, les volumes repartent à la hausse depuis le mois de mai, en revanche par rapport à l'an dernier il est encore trop tôt pour anticiper une reprise marquée dans un environnement qui restera en récession. En parallèle, les taux de fret devraient se détériorer ce qui limitera le rebond de la marge brute. Nous restons encore prudents à ce stade et maintenons notre attente de marge brute annuelle à 65 M€e (-15%e) et de ROC à 0.5 M€e. Notre recommandation Neutre est maintenue pour un OC inchangé de 30 €.

Jeremy Garnier
+33 (0)4 72 68 27 11
jeremy.garnier@oddo-bhf.com

Ce document a été imprimé pour cobing@oddo.fr Le 09/06/2020 07:51:21 .

FEEDBACK FORUM NEXTCAP
3,4 & 5 JUIN 2020

Compagnie des Alpes

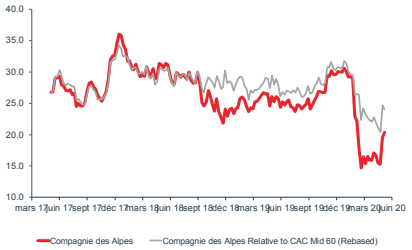
Achat ➔ | Objectif 24.00 € vs 22.50 € ↗

Cours (05/06/2020) : 20.40 € | Potentiel : 18 %

Révision	2020e	2021e
BPA	ns	0.0%

Les parcs de loisirs rouvrent dans un contexte inédit et incertain pour CDA, mais il y a des raisons d'être optimiste

Mardi 09 Juin 2020



Données produit			
CDA FP | CDAF.PA			
Capitalisation boursière (M€)			499
VE (M€)			1 065
Extrêmes 12 mois (€)		13.20	30.75
Flottant (%)			37.3
Performance (%)	**1m**	**3m**	**12m**
Performance absolue	21.9	-11.1	-17.9
Perf. rel. Indice Pays	8.9	-8.5	-18.2
Perf. rel. CAC Mid 60	6.7	-6.8	-13.2
Comptes	**09/20e**	**09/21e**	**09/22e**
CA (M€)	615	803	868
EBITDA (M€)	135	207	240
EBIT courant (M€)	1.6	66.9	92.5
RNpg (M€)	-4	35.8	51.0
BPA (€)	-0.15	1.46	2.08
DNA (€)	0.00	0.41	0.58
P/E (x)	ns	14.0	9.8
P/B (x)	0.6	0.6	0.5
Rendement (%)	0.0	2.0	2.9
FCF yield (%)	ns	3.8	6.3
VE/CA (x)	1.7	1.3	1.2
VE/EBITDA (x)	7.9	5.1	4.3
VE/EBIT courant (x)	682.3	15.7	11.1
Gearing (%)	70	65	60
Dette nette/EBITDA (x)	4.7	3.0	2.5

Next Events	
23/07/2020	Q3 Sales

Eléments nouveaux

Compagnie des Alpes était représentée par Denis Hermesse (Directeur Financier) et Alexis d'Argent (Responsable des relations investisseurs).
Peu d'éléments nouveaux depuis la publication des résultats S1 la semaine dernière. Pour rappel, CDA a publié des résultats en retrait avec un CA de 470.5 M€ (-5.6% yoy) pour un EBITDA de 148.2 M€ (-170 pb yoy soit 31.5% de marge). Néanmoins, le groupe a désormais plus de visibilité sur la réouverture de ses parcs. Tous ses sites français (Parc Astérix compris) devraient rouvrir aux alentours du 15 juin, alors que ce sera début juillet pour la Belgique.
Rappelons que Walibi Holland et FamilyPark (Autriche) ont déjà rouverts. Sur Walibi Holland, CDA dispose d'un retour d'expérience d'une dizaine de jours, évidemment bien trop peu pour en tirer des conclusions. La fréquentation, qui certes a été capée à 1500 personnes par jour (va continuer d'évoluer), semble au rendez-vous, et surtout, les dépenses par visiteur sont en hausse (à relativiser car capacité d'accueil moindre). Le management estime qu'il faudra néanmoins atteindre début juillet, c'est-à-dire le pic théorique de fréquentation des parcs, afin de se faire une idée plus précise. A noter qu'en France, aucune contrainte de capacité maximum n'a été imposée par les préfectures (idem en Belgique). Par ailleurs, CDA va réduire les promotions sur ses tickets et baisser son budget publicité pour cet été.

Principal message sur les perspectives

Sans surprise, le groupe ne donne pas de guidance pour le reste de l'année, à l'exception des Domaines Skiable (marge d'EBITDA attendue légèrement supérieure à 30%) dont la majeure partie de l'activité est désormais réalisée.
CDA a donné de nouveau un message rassurant quant à sa structure financière. Au 31/03, CDA a des liquidités disponibles à concurrence de 300 M€. Pour rappel, la maturité de la dette a été rallongée lors du refinancement du groupe en 2017. Il n'y a donc pas d'échéance significative avant 2023. Le management précise qu'il garde la capacité de lever des moyens de financement additionnels afin d'assurer la liquidité du groupe pour anticiper la période fin septembre/début décembre, période la plus creuse de l'année pour CDA influant donc sensiblement sur son BFR.

Impact sur les BPA / Reco / OC - Conclusion

Il faudra certainement attendre début juillet pour se faire plus précisément une idée de la fréquentation à espérer pour cet été mais les signaux restent positifs.
Bien que touchée de plein fouet par l'épidémie, l'activité des parcs de loisir reste relativement contra-cyclique et surtout accessible au plus grand nombre. L'appétit des français cet été pour un tourisme de proximité pourrait être une opportunité pour relancer rapidement la machine, même si les conditions d'accueil resteront inhabituelles. Rappelons aussi que la clientèle des parcs de CDA est très largement domestique. A ce stade, nous maintenons nos prévisions mais relevons notre OC à 24 € (vs 22.5 €) pour refléter la baisse de notre prime de risque. Nous restons à l'Achat sur le titre.

Aurelien Sivignon
+33 (0)4 72 68 27 19
aurelien.sivignon@oddo-bhf.com

Ce document a été imprimé pour cobing@oddo.fr Le 09/06/2020 07:51:21 .

FEEDBACK FORUM NEXTCAP
3, 4 & 5 JUIN 2020

Ekinops

Achat ➔ | Objectif 6.70 €

Cours (05/06/2020) : 6.16 € | Potentiel : 9 %

Révision	2020e	2021e
BPA	1.4%	1.6%

Belle traction commerciale sur le début de l'année – Poursuite de l'évolution du mix-produits vers l'offre logicielle

Mardi 09 Juin 2020

Données produit			
EKI FP | EKI.PA			
Capitalisation boursière (M€)			166
VE (M€)			129
Extrêmes 12 mois (€)		3.13	- 6.61
Flottant (%)			65.0
Performance (%)	**1m**	**3m**	**12m**
Performance absolue	8.1	15.1	66.5
Perf. rel. Indice Pays	-3.4	18.5	65.9
Perf. rel. CAC Small	-3.4	22.0	84.1
Comptes	**12/20e**	**12/21e**	**12/22e**
CA (M€)	102	117	129
EBITDA (M€)	16.5	21.2	24.4
EBIT courant (M€)	4.8	7.5	9.9
RNpg (M€)	2.6	4.9	6.7
BPA (€)	0.10	0.18	0.25
DNA (€)	0.00	0.00	0.00
P/E (x)	63.1	33.9	24.9
P/B (x)	1.7	1.6	1.5
Rendement (%)	0.0	0.0	0.0
FCF yield (%)	4.6	8.4	10.1
VE/CA (x)	1.3	1.0	0.8
VE/EBITDA (x)	7.8	5.5	4.4
VE/EBIT courant (x)	27.1	15.5	10.8
Gearing (%)	-5	-18	-25
Dette nette/EBITDA (x)	ns	ns	ns

Next Events	
09/07/2020	Q2 Sales
28/07/2020	H1 Results
12/10/2020	Q3 Sales
12/01/2021	FY Sales

Eléments nouveaux

Le Forum NextCap a été l'occasion pour le management du groupe Ekinops de revenir sur les faits marquants de 2020, notamment la très belle traction commerciale, d'abord avec : i/ un contrat -en partenariat avec Dell- avec Orange Business Services sur l'offre visualisée (pour des routeurs virtualisés uCPE), ii/ ainsi qu'un 1er contrat (à 7 chiffres) sur les nouveaux produits de commutation optique OTN (offre beaucoup plus complète qui allie Transport et Accès / premier gros deal dans les routeurs haut débit 10G). Ce dernier confirme la capacité du groupe à monter en gamme et aller sur des segments à plus forte VA, et devrait dynamiser le pipe à l'avenir.

L'activité commence à reprendre post COVID-19 mais le constat du groupe reste le même, à savoir une dichotomie par type de clients : les petits opérateurs qui ont tendance à commander moins (bilans plus fragiles…), tandis que les gros acteurs au contraire investissent plus pour faire face à la hausse du trafic.

Principal message sur les perspectives

Au global, et en dépit du manque de visibilité à CT, le groupe réaffiche son optimisme sur ses perspectives grâce à : i/ une hausse continue du trafic (+20% en moyenne / an), ii/ l'arrivée de la 5G en 2021 (sortie des 1ers routeurs 5G Ekinops dès cette année pour les tests), iii/ la montée en puissance de l'offre logicielle (virtualisation, SD-WAN…), et iv/ une offre technologique complète et compétitive permettant d'adresser au mieux les grands comptes.

La montée en puissance de l'offre logicielle « Compose » (<10% du CA en 2019 mais x2 vs 2018) devrait se poursuivre sur les prochaines années. Le groupe table sur une part croissante des softwares dans le mix-produits (entre 20% à 40% d'ici 3 à 5 ans) ce qui devrait in fine bénéficier à la marge brute et améliorer la rentabilité du groupe.

Le management reste confiant quant au maintien de la MB entre 50% et 55% grâce à l'évolution favorable du mix et ce, en dépit d'une légère hausse du coût de revient de certains produits, consécutivement à la hausse du prix de quelques composants. Pour rappel, Ekinops avait résolu les tensions d'approvisionnement sur certains composants chinois suite au COVID-19 en trouvant d'autres sources plus proches et donc légèrement plus chères.

Impact sur les BPA / Reco / OC - Conclusion

Nous maintenons notre atterrissage à ce stade : CA en hausse de 8%e à 102 M€e (résilience en temps de crise, lancement de l'OTN, bonne traction commerciale, gains de PdM…) et marge d'EBITDA en légère progression de 20 pb à 16.2%e (croissance topline mais hausse du prix de certains composants). Recommandation Achat et OC de 6.7 € inchangés.

Hana Maalej
+33 (0)1 40 17 54 67
hana.maalej@oddo-bhf.com

Ce document a été imprimé pour cobing@oddo.fr Le 09/06/2020 07:51:21 .

FEEDBACK FORUM NEXTCAP
3, 4 & 5 JUIN 2020

Esker

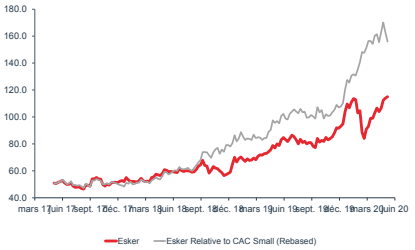
Neutre ➔ | Objectif 105.00 € vs 98.00 € ↗

Cours (05/06/2020) : 115.00 € | Potentiel : -9 %

Révision	2020e	2021e
BPA	-0.3%	6.3%

Les impacts ne seront pas neutres au T2 mais normalisation prévue au T3

Mardi 09 Juin 2020



Données produit			
ALESK FP | ALESK.PA			
Capitalisation boursière (M€)			662
VE (M€)			632
Extrêmes 12 mois (€)		76.70 -	118.0
Flottant (%)			61.7
Performance (%)	**1m**	**3m**	**12m**
Performance absolue	9.7	10.4	46.9
Perf. rel. Indice Pays	-1.9	13.6	46.4
Perf. rel. CAC Small	-1.9	17.0	62.4
Comptes	**12/19**	**12/20e**	**12/21e**
CA (M€)	104	115	134
EBITDA (M€)	20.9	23.7	29.2
EBIT courant (M€)	12.4	14.1	18.6
RNpg (M€)	9.7	11.6	15.5
BPA (€)	1.67	1.99	2.66
DNA (€)	0.41	0.75	0.75
P/E (x)	46.4	57.7	43.2
P/B (x)	7.7	9.8	8.4
Rendement (%)	0.5	0.7	0.7
FCF yield (%)	1.5	1.6	2.1
VE/CA (x)	4.1	5.5	4.6
VE/EBITDA (x)	20.3	26.7	21.3
VE/EBIT courant (x)	34.2	44.9	33.4
Gearing (%)	-26	-34	-41
Dette nette/EBITDA (x)	ns	ns	ns

Next Events	
16/07/2020	Q2 Sales
10/09/2020	H1 Results
13/10/2020	Q3 Sales

Eléments nouveaux

Lors de notre forum, le management (Jean-Michel Bérard, CEO et Emmanuel Olivier, COO) est revenu sur l'actualité récente et les impacts de la crise actuelle sur la société. D'abord, il a rappelé que son modèle, basé sur des offres par abonnements dans le Cloud (92% CA), reste naturellement résilient en période de stress économique. De nos échanges avec la société, nous retiendrons 3 éléments :

1. Le groupe indique que la baisse de la part variable sur les contrats SaaS (2/3 des revenus) est proche de 15% en moyenne selon les régions, avec une chute >20% sur le mois d'avril, conforme à notre estimation initiale à -20%. Esker anticipe un redressement progressif à partir de mai et un retour à la normale en septembre (le mois d'août étant toujours une période creuse en termes de flux).
2. La société observe également un ralentissement des bookings depuis la mi-mars. Les cycles de ventes se sont allongés et plusieurs contrats bien avancés dans le pipe ont été reportés. Après un T1 particulièrement dynamique, le management anticipe désormais un carnet de commandes stable au S1 et une reprise à partir du T3 (l'activité commerciale en Allemagne ou US semble repartir plus rapidement) avec une accélération à venir des signatures sur le reste de l'année, sans compenser entièrement le gel des investissements observé au T2.
3. Nous comprenons en revanche que les activités de Consulting (18% du CA) sont restées très dynamiques durant les périodes de confinement, avec des installations 100% opérées à distance sur les projets non différés et une productivité supérieure (moins de déplacements).

Principal message sur les perspectives

Au global, en dépit du contexte actuel, la société estime être en mesure de conserver une croissance organique proche de 10% y/y sur 2020. Le management a également confirmé ralentir le rythme de ses investissements sur 2020 (R&D, Consulting et commerciaux) afin de maintenir un niveau de rentabilité stable par rapport à 2019. Au-delà, la société anticipe un retour à une croissance plus normative dès 2021. Ainsi, nous gardons inchangé notre scénario sur 2020 mais relevons légèrement nos attentes de croissance sur 2021 (+16% vs 14%), en restant toutefois prudent sur les impacts liés à la faiblesse des signatures au T2 sur i/ le Consulting au second semestre 2020 et ii/ la croissance embarquée sur FY 2021.

Impact sur les BPA / Reco / OC - Conclusion

A la suite de cette conférence, la tonalité générale est positive. Les impacts sont évidemment conjoncturels et n'affecteront pas les équilibres et les fondamentaux de la société (effets de rattrapage), tandis que la thématique « digitalisation » et les tendances vers le Cloud vont probablement s'accélérer post-crise. Malgré tout, au vu du contexte actuel, le récent rallye d'Esker (sur ses plus hauts historiques) offre aujourd'hui trop peu de potentiel supplémentaire sans une visibilité accrue sur la normalisation (voire l'accélération) de l'activité. OC relevé à 105 € vs 98 € (mise à jour de nos hypothèses ; hausse des comparables). Opinion Neutre réitérée.

Nicolas Thorez
+33 (0)4 72 68 27 28
nicolas.thorez@oddo-bhf.com

Ce document a été imprimé pour cobing@oddo.fr Le 09/06/2020 07:51:21 .

FEEDBACK FORUM NEXTCAP
3, 4 & 5 JUIN 2020

Groupe Gorgé

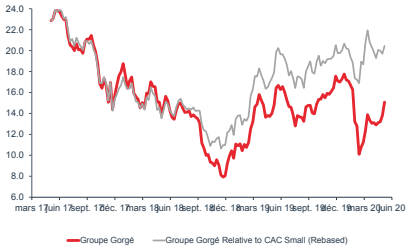
Achat ➔ | Objectif 17.50 €

Cours (05/06/2020) : 15.08 € | Potentiel : 16 %

Révision	2020e	2021e
BPA	-2.0%	0.3%

Confiance sur les perspectives, à l'exception de la division aérospatial (~10% du CA) – La réorganisation de Vigians devrait se poursuivre

Mardi 09 Juin 2020



Données produit			
GOE FP | GOEG.PA			
Capitalisation boursière (M€)			204
VE (M€)			374
Extrêmes 12 mois (€)		9.30	18.90
Flottant (%)			43.7
Performance (%)	**1m**	**3m**	**12m**
Performance absolue	15.1	10.9	4.4
Perf. rel. Indice Pays	2.9	14.1	4.1
Perf. rel. CAC Small	2.9	17.5	15.5
Comptes	**12/19**	**12/20e**	**12/21e**
CA (M€)	275	259	300
EBITDA (M€)	29.0	26.7	33.0
EBIT courant (M€)	9.4	7.2	14.5
RNpg (M€)	20.9	3.5	6.0
BPA (€)	1.55	0.26	0.45
DNA (€)	0.32	0.20	0.32
P/E (x)	9.0	57.7	33.8
P/B (x)	1.7	1.9	1.8
Rendement (%)	2.3	1.3	2.1
FCF yield (%)	7.9	5.0	ns
VE/CA (x)	1.2	1.4	1.3
VE/EBITDA (x)	11.6	14.0	11.7
VE/EBIT courant (x)	35.7	52.0	26.7
Gearing (%)	6	17	24
Dette nette/EBITDA (x)	0.4	1.1	1.3

Next Events	
28/07/2020	H1 Sales
16/09/2020	H1 Results
28/10/2020	Q3 Sales

Eléments nouveaux

Nous sommes en premier lieu revenus sur l'impact du COVID-19 sur les différentes activités du groupe. Concernant l'Impression 3D (Prodways), le management est confiant sur le potentiel de rebond sur l'ensemble des marchés sur lequel est positionné le groupe. Le T2 sera fortement impacté mais les signaux de reprise depuis la fin du confinement, notamment dans le médical (cycles de ventes courts), sont assez encourageants pour le S2.
Pour le pôle SIS (ECA), les perspectives restent évidemment très porteuses en robotique sous-marine, notamment en perspective des appels d'offres « guerre des mines » déjà lancés ou à venir (France, UK, UAE, Canada, Australie, etc.). L'avenir est cependant plus certain pour la division aérospatiale (~10% du CA de Groupe Gorgé) où le groupe pourrait réduire la voilure compte tenu des fortes incertitudes qui entourent le secteur aérien.
Enfin, Vigians affiche des indicateurs positifs et confirme une certaine résilience face au contexte (business model orienté vers revenus récurrents). Le Nucléaire reste sur un bon trend, et les appels d'offres restent dynamiques (Hinkley Point, Sizewell C, etc.). L'impact COVID-19 devrait donc être somme toute limité pour Vigians.

Principal message sur les perspectives

Le management confirme son objectif de se désengager progressivement de Vigians. Le timing n'est à priori pas défini, et dépendra certainement des opportunités de marchés qui se présenteront. Rappelons que le groupe a déjà cédé Cimlec (projet/maintenance industrielle) en juillet dernier et procédé à un MBO sur sa filiale Protection Incendie.
A la suite de restructurations importantes, le pôle Vigians a retrouvé un niveau de performance opérationnelle satisfaisant pour ce type d'industrie. Dans la configuration actuelle, le levier d'amélioration des marges est faible. Retraité des opérations de cessions, le périmètre 2019 de Vigians atteignait ~92 M€ de CA pour un EBITDA de 5.2 M€ (5.7% de marge soit +6 pts yoy) et un EBIT de ~1 M€.
En parallèle, nous comprenons que Groupe Gorgé pourrait développer une nouvelle activité, potentiellement via de la croissance externe. Le groupe a un bon track record en la matière et la baisse des multiples pourrait aider le groupe à franchir le pas, possiblement sur les prochains trimestres. Par ailleurs, le groupe a aussi rappelé l'éventualité de renforcer davantage ses positions existantes dans Prodways (Groupe Gorgé détient ~56% du capital) ainsi que dans ECA (~63% du capital dont 50k titres acquis début mai).

Impact sur les BPA / Reco / OC - Conclusion

Le T2 sera en retrait (nous avons révisé nos attentes sur Prodways) mais les perspectives restent intéressantes sur les trois pôles. Seule l'activité Aérospatial devrait rester incertaine pour quelques temps, et pourrait ainsi inciter le management à prendre des mesures.
La valorisation spot du titre (incl. discount holding) fait ressortir une décote de 15% contre 26% pour notre SOP. Nous restons donc à Achat sur Groupe Gorgé avec un OC de 17.5 €. Les cessions au sein de Vigians et le possible développement vers une activité à plus forte valeur ajoutée pourraient contribuer à réduire cette décote.

Aurelien Sivignon
+33 (0)4 72 68 27 19
aurelien.sivignon@oddo-bhf.com

Ce document a été imprimé pour cobing@oddo.fr Le 09/06/2020 07:51:21 .

FEEDBACK FORUM NEXTCAP
3, 4 & 5 JUIN 2020

Groupe Open

Neutre ↗ | Objectif 8.50 € vs 7.00 € ↗

Cours (05/06/2020) : 9.25 € | Potentiel : -8 %

Révision	2020e	2021e
BPA	5.1%	6.0%

Si certaines incertitudes persistent, Open rassure. Neutre vs Alléger

Mardi 09 Juin 2020

Données produit	
OPN FP | OPEN.PA	
Capitalisation boursière (M€)	79
VE (M€)	67
Extrêmes 12 mois (€)	6.71 - 19.14
Flottant (%)	53.8

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	22.5	-24.2	-49.3
Perf. rel. Indice Pays	9.5	-22.0	-49.5
Perf. rel. CAC Small	9.5	-19.6	-43.9

Comptes	12/19	12/20e	12/21e
CA (M€)	304	272	281
EBITDA (M€)	23.3	13.9	21.7
EBIT courant (M€)	15.1	6.1	13.7
RNpg (M€)	2.2	1.6	5.8
BPA (€)	0.52	0.20	0.72
DNA (€)	0.00	0.20	0.40
P/E (x)	29.6	46.1	12.9
P/B (x)	1.1	0.7	0.6
Rendement (%)	0.0	2.2	4.3
FCF yield (%)	9.5	5.5	13.9
VE/CA (x)	0.4	0.2	0.2
VE/EBITDA (x)	5.3	4.8	2.7
VE/EBIT courant (x)	8.1	11.0	4.2
Gearing (%)	-10	-14	-21
Dette nette/EBITDA (x)	ns	ns	ns

Next Events	
16/07/2020	Q2 Sales
09/09/2020	H1 Results
10/09/2020	Analysts' Meeting
15/10/2020	Q3 Sales

Eléments nouveaux

1. La société a rappelé que les volumes sur le T1 2020 (-3.2% y/y) ont été impactés par i/ les premiers effets de la crise pour -2 pt (ralentissement des recrutements, chute du taux d'activité), et par ii/ l'effet embarqué de l'arrêt de contrats de sous-traitance au S2 2019 pour -1.2 pt, qui se résorbera seulement à partir du T3.
2. Guy Mamou-Mani (Co-Président) a tenu un discours globalement encourageant sur la reprise de l'activité, et observe une relance progressive de la production et de la demande chez certains clients, en particulier au sein de ses centres de services, qui gagnent peu à peu de la capacité depuis la fin du confinement. Aussi, le groupe porte une attention particulière à l'évolution du TACE, qui s'est nettement dégradé à la suite de l'arrêt brutal de certaines prestations en mars. Le point bas a selon nous été atteint (~70%, c. -15 pt), et l'objectif est à présent de retrouver un niveau d'avant-crise d'ici à la fin de l'année. Cela passe notamment par des réaffectations de profils vers les secteurs en demande (en particulier dans les services publics), alors que 20% des effectifs sont en chômage partiel à date.
3. Peu de pressions prix anticipées à ce stade. Les TJM d'Open sont déjà bas vis-à-vis du marché, et rappelle que 20% du CA est réalisé sur des prestations digitales (SMACS), par nature moins sensibles et peu élastiques.
4. Plus généralement, nous dirions que la société reste résolument optimiste sur les tendances structurelles du marché, et son bilan solide lui permet de i/ conserver la totalité de ses salariés, et ii/ de retrouver des velléités de M&A post-crise.

Principal message sur les perspectives

Compte tenu d'une reprise plus rapide qu'anticipé, le management indique que la baisse de l'activité envisagée en mars (-15% de son CA en 2020) est considérée désormais comme un worst case, et initialement basé sur une reprise progressive seulement à partir de septembre. La société semble donc aujourd'hui plus aligner avec nos prévisions (-10.6% y/y), construites sur des hypothèses moins pessimistes. Aussi, les dispositifs gouvernementaux et la mise en place d'un plan d'économie de coûts permettent à la société d'être rassurante sur les marges, et estime être en mesure de maintenir un EBIT positif au S1 et sur le reste de l'exercice.

Impact sur les BPA / Reco / OC - Conclusion

Au-delà d'un exercice 2020 qui sera sans aucun doute difficile, et d'un manque de visibilité qui persiste à plusieurs égards (ampleur de la reprise, évolution de la production et des effets prix sur la régie, normalisation du taux d'activité…), Groupe Open rassure et le message est globalement positif sur la capacité de la société à retrouver des métriques plus normatives post-crise (faible exposition aux secteurs les plus fragilisés, positionnement sur le secteur public, dynamique sur les offres digitales, absence de plan de licenciements, bilan solide). Malgré un momentum peu favorable à court terme, en tenant compte de ces éléments et d'une valorisation particulièrement attractive, nous passons à Neutre vs Alléger et relevons notre OC de 7.0 € à 8.5 € (baisse de la prime de risque et hausse des comparables).

Nicolas Thorez
+33 (0)4 72 68 27 28
nicolas.thorez@oddo-bhf.com

Ce document a été imprimé pour cobing@oddo.fr Le 09/06/2020 07:51:21 .

FEEDBACK FORUM NEXTCAP
3, 4 & 5 JUIN 2020

ID Logistics

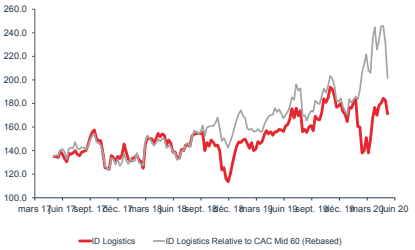
Achat ➔ | Objectif 175.00 €

Cours (05/06/2020) : 171.20 € | Potentiel : 2 %

Révision	2020e	2021e
BPA	-1.6%	-2.0%

Un business model résilient

Mardi 09 Juin 2020



Données produit			
IDL FP | IDLA.PA			
Capitalisation boursière (M€)			966
VE (M€)			1 092
Extrêmes 12 mois (€)		120.0	195.0
Flottant (%)			38.6
Performance (%)	**1m**	**3m**	**12m**
Performance absolue	-3.3	4.3	9.5
Perf. rel. Indice Pays	-13.5	7.3	9.1
Perf. rel. CAC Mid 60	-15.3	9.3	15.7
Comptes	**12/19**	**12/20e**	**12/21e**
CA (M€)	1 534	1 650	1 751
EBITDA (M€)	203	215	234
EBIT courant (M€)	53.9	57.0	69.0
RNpg (M€)	14.8	26.8	33.5
BPA (€)	2.48	4.49	5.62
DNA (€)	0.00	0.00	0.00
P/E (x)	64.2	38.1	30.5
P/B (x)	4.6	4.4	3.8
Rendement (%)	0.0	0.0	0.0
FCF yield (%)	10.1	12.8	12.9
VE/CA (x)	0.7	0.7	0.6
VE/EBITDA (x)	5.1	5.1	4.6
VE/EBIT courant (x)	19.2	19.2	15.6
Gearing (%)	44	34	24
Dette nette/EBITDA (x)	0.4	0.4	0.3

Next Events	
23/07/2020	H1 Sales

Eléments nouveaux

Dans le contexte actuel, le business model du groupe (asset light, site dédié mono client, pas de transport ni de freight forwarding) est rassurant et donne une importante flexibilité au groupe. Au cours du confinement, le groupe a démontré une bonne résistance avec notamment d'importants volumes sur plus de 60% du portefeuille (40% alimentaire, retail, santé et 20% e-commerce). Le groupe a ouvert 6 nouveaux entrepôts depuis le début de l'année et confirme son objectif d'une quinzaine d'ouvertures sur l'année. Le trend des appels d'offres reste bon avec un marché de l'externalisation de la logistique toujours en progression tiré notamment par le e-commerce.

Après un T1 en forte croissance (+9.6%) malgré un mois de mars plus compliqué (+0.6%), la tendance T2 dépendra du mois de juin : les volumes d'avril ont baissé (ralentissement des achats de première nécessité) et reprennent progressivement en mai. Le trend de reprise post déconfinement semble relativement bon avec des retours positifs de la part des clients. L'impact sur les marges S1 sera cependant inévitable (fortes variations de volumes, surcoûts de productivité) mais pourra être limité grâce aux renégociations clients.

A l'international, la dynamique aux Etats-Unis chez Jagged Peak est très bonne grâce à son positionnement e-commerce. En Amérique Latine (7% du CA), l'activité est surtout pénalisée par l'impact devises qui sera fort (real brésilien et peso argentin).

Principal message sur les perspectives

Le management ne donne pas de guidance mais se montre relativement serein pour une reprise au S2 grâce i/ à la montée en puissance des dernières ouvertures, ii/ aux nouvelles ouvertures en cours et iii/ à une dynamique retrouvée sur les secteurs en souffrance pendant le confinement.

Coté M&A, le management reste à l'affût d'opportunités avec à priori des acquisitions bolt on (cibles : Allemagne, Pays bas, Etats-Unis). Le groupe dispose d'une bonne structure financière pour le faire et il y aura sûrement des opportunités sur des prestataires de petite taille.

Impact sur les BPA / Reco / OC - Conclusion

Suite au Forum, nous laissons inchangé notre scénario 2020 : CA de 1 650 M€e (+7.6% dont +3.9% lfl) et ROC de 57 M€e (MOC de 3.5%). Les fondamentaux solides de la société, les perspectives de reprise sur le second semestre et le M&A potentiel à venir nous confortent dans notre vision positive du dossier. Si la valorisation court terme est exigeante (VE/EBIT 2021 proche de 16x), nous restons à l'Achat sur le dossier dans une optique moyen terme ; le newsflow devrait rester porteur et la dynamique de croissance nous semble intacte.

Jeremy Garnier
+33 (0)4 72 68 27 11
jeremy.garnier@oddo-bhf.com

Ce document a été imprimé pour cobing@oddo.fr Le 09/06/2020 07:51:21 .

FEEDBACK FORUM NEXTCAP
3, 4 & 5 JUIN 2020

Jacquet Metal Service

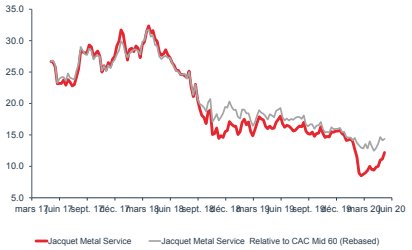
Neutre ↗ | Objectif 12.00 € vs 9.00 € ↗

Cours (05/06/2020) : 12.20 € | Potentiel : -2 %

Révision	2020e	2021e
BPA	ns	-0.4%

Encore peu de visibilité sur la reprise mais bonne gestion opérationnelle

Mardi 09 Juin 2020



Données produit			
JCQ FP | JCQ.PA			
Capitalisation boursière (M€)			286
VE (M€)			531
Extrêmes 12 mois (€)		7.60	18.00
Flottant (%)			57.6
Performance (%)	**1m**	**3m**	**12m**
Performance absolue	32.5	4.5	-23.4
Perf. rel. Indice Pays	18.4	7.5	-23.6
Perf. rel. CAC Mid 60	16.0	9.5	-19.0
Comptes	**12/19**	**12/20e**	**12/21e**
CA (M€)	1 615	1 450	1 546
EBITDA (M€)	73.3	37.0	55.6
EBIT courant (M€)	43.0	7.0	24.3
RNpg (M€)	24.5	-2	9.0
BPA (€)	1.04	-0.09	0.39
DNA (€)	0.20	0.20	0.40
P/E (x)	15.5	ns	31.6
P/B (x)	1.0	0.8	0.8
Rendement (%)	1.2	1.6	3.3
FCF yield (%)	13.6	14.4	ns
VE/CA (x)	0.4	0.4	0.4
VE/EBITDA (x)	9.2	14.4	10.2
VE/EBIT courant (x)	15.6	75.6	23.3
Gearing (%)	46	38	47
Dette nette/EBITDA (x)	2.4	3.8	3.1

Next Events	
09/09/2020	H1 Results
18/11/2020	Q3 Results

Eléments nouveaux

Lors du Forum, le management est revenu sur les résultats du T1 et les tendances de marché. Pas de breaking news à ce stade avec toujours peu de visibilité sur la reprise de la demande et un environnement de prix bas.

Les résultats T1 ont été plutôt résilients avec un ROC positif de 7 M€ pour un CA en recul de 10.3% à 413 M€. La forte baisse des volumes est principalement venue d'IMS Group (-15.7%) alors que les aciers inoxydables (Stappert et Jacquet) ont mieux résisté. Les conditions de marché restent difficiles sur l'ensemble des zones notamment en Allemagne avec une faible demande.

Après des interruptions temporaires liées à la crise sanitaire, les 103 centres de distribution répartis dans 25 pays sont tous ouverts aujourd'hui avec un taux moyen d'utilisation de 80% et aucune difficulté d'approvisionnement n'est à signaler.

Dans ce contexte, les éléments rassurants viennent de la bonne gestion des coûts (ajustement aux conditions de marché et plan de réduction de coûts de 2.5 M€ en rythme annuel) et de la génération de trésorerie liée à la baisse d'activité (amélioration du BFR grâce à la réduction des stocks). Le groupe se retrouve donc aujourd'hui avec une situation financière solide (dette nette de 132 M€ à fin mars) qui lui permet d'être serein et de pouvoir saisir les potentielles opportunités de M&A qui pourraient se présenter (toujours pour cibles : Amérique du Nord, Allemagne, Italie et Royaume-Uni).

Principal message sur les perspectives

Encore une faible visibilité à ce stade quant à une forte reprise de l'activité. Aujourd'hui le principal marché européen qui est l'Allemagne (38% du CA groupe) souffre encore du ralentissement des activités manufacturières. Le management préfère rester prudent et ne voit pas d'amélioration des conditions de marché à court terme.

Impact sur les BPA / Reco / OC - Conclusion

Si les éléments de marché sont peu porteurs pour le groupe à court terme, sa capacité à bien résister dans ces périodes et sa situation financière solide sont rassurants. Le groupe confirme avoir réduit son capital de 2.36% suite à l'annulation de 567 125 titres achetés. Intégrant cette réduction de capital et abaissant notre prime de risque, notre OC est mécaniquement relevé à 12 € (vs 9 €). A la vue d'une valorisation faible (valeur des stocks de 400 M€, dette nette de 135 M€) et compte tenu d'un newsflow qui pourrait s'améliorer dans les prochains mois (reprise progressive), nous adoptons une recommandation Neutre (vs Alléger) sur le dossier.

Jeremy Garnier
+33 (0)4 72 68 27 11
jeremy.garnier@oddo-bhf.com

Ce document a été imprimé pour cobing@oddo.fr Le 09/06/2020 07:51:21 .

FEEDBACK FORUM NEXTCAP
3, 4 & 5 JUIN 2020

Prodways Group

Neutre ➔ | Objectif 2.30 €

Cours (05/06/2020) : 2.03 € | Potentiel : 13 %

Révision	2020e	2021e
BPA	ns	ns

Un T2 fortement impacté mais confiance affichée dans les perspectives MT

Mardi 09 Juin 2020

Données produit			
PWG FP | PWG.PA			
Capitalisation boursière (M€)			104
VE (M€)			109
Extrêmes 12 mois (€)		1.56	3.15
Flottant (%)			33.7
Performance (%)	**1m**	**3m**	**12m**
Performance absolue	6.6	-14.7	-25.1
Perf. rel. Indice Pays	-4.7	-12.2	-25.3
Perf. rel. CAC Small	-4.8	-9.6	-17.2
Comptes	**12/19**	**12/20e**	**12/21e**
CA (M€)	71.3	60.2	70.6
EBITDA (M€)	5.3	3.2	6.1
EBIT courant (M€)	-1.5	-3.5	-0.7
RNpg (M€)	-4	-4	-2
BPA (€)	-0.08	-0.08	-0.03
DNA (€)	0.00	0.00	0.00
P/E (x)	ns	ns	ns
P/B (x)	1.8	1.4	1.4
Rendement (%)	0.0	0.0	0.0
FCF yield (%)	ns	ns	ns
VE/CA (x)	1.8	1.8	1.6
VE/EBITDA (x)	24.6	33.6	18.1
VE/EBIT courant (x)	ns	ns	ns
Gearing (%)	-12	5	7
Dette nette/EBITDA (x)	ns	1.2	0.8

Next Events	
28/07/2020	H1 Sales
16/09/2020	H1 Results
28/10/2020	Q3 Sales

Eléments nouveaux

Prodways était représenté par Raphael GORGE (Président Exécutif) et Olivier STREBELLE (Directeur Général).
Après un T1 déjà sensiblement impacté par 2 semaines de confinement (CA -11% à 15.5 M€), le T2 le sera certainement dans des proportions bien plus larges. Au-delà des process commerciaux en stand by ou décalés, Prodways a également subi la baisse d'activité et de production de ses clients. Le médical, secteur pourtant le plus dynamique pour Prodways ces derniers trimestres, a été le plus impacté pendant la quarantaine (audiologie, dentaire, etc. à l'arrêt).
Les signaux sont néanmoins positifs depuis la fin du confinement, notamment avec une reprise d'activité plutôt rapide dans le médical (notamment en podologie et en audiologie).

Principal message sur les perspectives

A CT, l'impact est donc significatif et se traduira dans les chiffres du S1, mais le management donne malgré tout un message positif quant aux perspectives MT des marchés où se positionne Prodways. La question du timing de l'industrialisation des process sur ses marchés reste essentielle. Le médical, premier marché de Prodways, semble le plus avancée quant aux applications industrielles notamment en orthodontie. Le groupe lance d'ailleurs une offre intégrée software/hardware pour la production de gouttières dentaires afin de remplacer les traitements classiques d'orthodontie. Cette offre aura aussi une fin cosmétique, un marché très développé notamment aux US (SmileDirectClub) mais encore peu présent en Europe.
Le management attend des avancées significatives en 2020 avec 4 grands comptes pour des applications industrielles dont deux spécialisés dans les gouttières dentaires (Europe et US), un dans la dentisterie numérique, ainsi qu'un autre dans l'Aerospace. Ces industriels travaillent déjà avec des machines Prodways mais, à ce stade, pas encore dans une optique de production en série.
M&A : Prodways est attentif compte tenu des conditions de marchés et des valorisations désormais moins tendues sur le secteur. Le groupe pourrait renforcer ses positions dans ses activités services ou matières (mieux margées) pour élargir son offre existante, mais ne semble pas privilégier un développement vers un nouveau marché ou secteur. A noter que Prodways disposait à fin mars de 20 M€ de cash disponible renforcé par 7.5 M€ de ligne de crédit confirmée.

Impact sur les BPA / Reco / OC - Conclusion

Le groupe ne donne pas de guidance. Nous révisions en baisse notre scenario 2020 afin de prendre en compte un T2 davantage touché. Nous attendons un CA FY en décroissance de 15% (vs -11%) à 60.2 M€ pour un EBITDA de 3.2 M€ (5.4 % de marge). Notons que contrairement à 2019, aucune activité ne devrait nécessiter une restructuration.
Même si le second semestre pourrait potentiellement être alimenté par un ou plusieurs contrats pour de la production industrielle, et que les perspectives MT sont rassurantes, nous préférons pour rester Neutre à ce stade, en amont d'une publication CA S1 qui sera en retrait marquée. OC 2.3 € maintenu.

Aurelien Sivignon
+33 (0)4 72 68 27 19
aurelien.sivignon@oddo-bhf.com

Ce document a été imprimé pour cobing@oddo.fr Le 09/06/2020 07:51:21 .

FEEDBACK FORUM NEXTCAP
3, 4 & 5 JUIN 2020

Séché Environnement

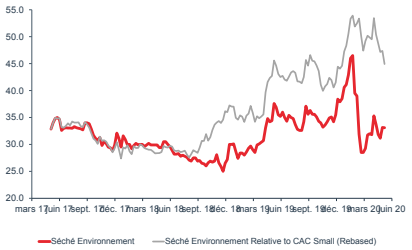
Achat ➔ | Objectif 38.00 €

Cours (05/06/2020) : 33.10 € | Potentiel : 15 %

Révision	2020e	2021e
BPA	-0.1%	-0.2%

Prudent mais confiant sur l'atteinte des objectifs 2020

Mardi 09 Juin 2020



Données produit	
SCHP FP | CCHE.PA	
Capitalisation boursière (M€)	260
VE (M€)	712
Extrêmes 12 mois (€)	27.90 - 46.80
Flottant (%)	40.0

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	-1.6	-19.1	-10.1
Perf. rel. Indice Pays	-12.1	-16.7	-10.4
Perf. rel. CAC Small	-12.1	-14.2	-0.5

Comptes	12/20e	12/21e	12/22e
CA (M€)	677	694	718
EBITDA (M€)	133	138	150
EBIT courant (M€)	43.7	45.8	53.5
RNpg (M€)	14.7	16.5	22.2
BPA (€)	1.87	2.10	2.83
DNA (€)	0.95	0.95	0.95
P/E (x)	17.7	15.8	11.7
P/B (x)	1.0	1.0	0.9
Rendement (%)	2.9	2.9	2.9
FCF yield (%)	13.1	16.8	20.2
VE/CA (x)	1.1	1.0	0.9
VE/EBITDA (x)	5.4	5.0	4.4
VE/EBIT courant (x)	16.3	15.0	12.3
Gearing (%)	165	152	135
Dette nette/EBITDA (x)	3.4	3.1	2.6

Next Events	
28/07/2020	H1 Sales

Eléments nouveaux

Le groupe est revenu sur les bonnes performances de début d'année (rappel CA T1 en hausse de 10.1% et +2.5% en organique) ainsi que sur la bonne maîtrise de l'organisation et de l'activité pendant la période de confinement. Le groupe s'est rapidement adapté. **Tous les sites étaient opérationnels alors que l'activité des déchets est considérée comme stratégique**. Par ailleurs, le message a plutôt été rassurant avec, après une forte baisse d'activité début avril, un redressement progressif. **Aussi, fin mai, le groupe aurait retrouvé des volumes similaires à ceux de mai 2019**. Cela peut s'expliquer par un effet d'aubaine avec le traitement de déchets accumulés pendant la période de confinement. **Ces tendances permettent de valider les objectifs annuels.**

Principal message sur les perspectives

Depuis le début de la crise sanitaire, les activités liées au DND (35% du CA) ont été les plus affectées à partir de mi-mars avec l'arrêt de centres de tri… Les activités de services ont également été pénalisées avec l'arrêt de chantier (dépollution…). **Pour autant, le groupe bénéficie de certains facteurs de résilience (traitement avec la poursuite du fonctionnement des incinérateurs…) avec un mix marchés/clients diversifié**. La clientèle industrielle représente 82% du CA dans des secteurs variés pour certains plus épargnés (santé, énergie, environnement). In fine, le groupe est peu exposé à des secteurs très cycliques et affectés par la crise sanitaire dont l'aéronautique, l'automobile… La priorité a également été la préservation du cash. **La situation financière est saine avec des liquidités proches de 300 M€ et pas d'échéances significatives avant 2023**. Le groupe se montre également plus frugale en termes d'investissements avec des Capex décalés pour un montant voisin de 25 M€ (projet Eden en Afrique du Sud, doublement de capacités de production en Italie...). **Dans ce contexte et si le schéma de redressement se poursuit, le management confirme ses objectifs pour 2020 et plus long terme 2022.** Le groupe vise ainsi un CA compris entre 650 et 700 M€ qui traduit un repli organique compris entre 0 et 7.5% et une marge d'EBITDA de 20%. Nous laissons en l'état nos prévisions inchangées avec un CA contributif estimé à 677 M€ traduisant un repli organique de 3.5% et une marge d'EBITDA de 19.6% soit un EBITDA proche de 133 M€ (-2%). **Le S1 sera nécessairement plus impacté (baisse organique et mix dégradé) alors que S2 pourrait afficher un CA étale**. A surveiller néanmoins l'évolution d'Interwaste alors que l'Afrique du Sud a été très affectée par la crise sanitaire ainsi que par la dépréciation de la monnaie. A contrario, Mecomer en Italie, devrait plutôt afficher de bonnes performances (cf. T1).

Impact sur les BPA / Reco / OC - Conclusion

Au global, un message plutôt rassurant. La valorisation reste modeste sur la base de 5x en VE/EBITDA 2021 à comparer à des références historiques de 6.5x. L'activité du groupe demeure pour partie plus résiliente et le pôle International devrait à terme jouer favorablement. La politique de distribution de dividende est inchangée (0.95 €). **Notre opinion Achat est inchangée.**

Jean-François Granjon
+33 (0)4 72 68 27 05
jean-francois.granjon@oddo-bhf.com

Ce document a été imprimé pour cobing@oddo.fr Le 09/06/2020 07:51:21 .

FEEDBACK FORUM NEXTCAP
3, 4 & 5 JUIN 2020

SES - imagotag

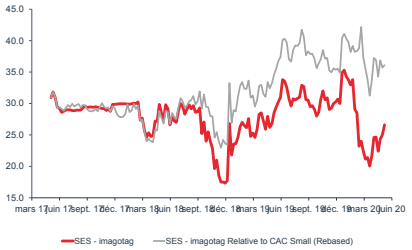
Achat ➔ | Objectif 28.50 €

Cours (05/06/2020) : 26.60 € | Potentiel : 7 %

Révision	2019e	2020e
BPA	ns	ns

Perspectives inchangées

Mardi 09 Juin 2020



Données produit			
SESL FP | SESL.PA			
Capitalisation boursière (M€)			356
VE (M€)			417
Extrêmes 12 mois (€)		19.90	- 35.85
Flottant (%)			23.9
Performance (%)	**1m**	**3m**	**12m**
Performance absolue	7.3	-8.4	-5.2
Perf. rel. Indice Pays	-4.1	-5.8	-5.5
Perf. rel. CAC Small	-4.2	-3.0	4.9
Comptes	**12/19e**	**12/20e**	**12/21e**
CA (M€)	246	251	355
EBITDA (M€)	4.1	7.7	23.3
EBIT courant (M€)	-9.4	-6.6	7.6
RNpg (M€)	-13	-7	5.1
BPA (€)	-0.83	-0.44	0.32
DNA (€)	0.00	0.00	0.00
P/E (x)	ns	ns	83.0
P/B (x)	2.6	2.6	2.5
Rendement (%)	0.0	0.0	0.0
FCF yield (%)	ns	ns	1.6
VE/CA (x)	1.7	1.6	1.1
VE/EBITDA (x)	102.3	51.7	17.0
VE/EBIT courant (x)	ns	ns	52.6
Gearing (%)	-4	1	-3
Dette nette/EBITDA (x)	ns	0.1	ns

Next Events	
28/07/2020	H1 Sales
23/09/2020	H1 Results
23/10/2020	Q3 Sales

Eléments nouveaux

SES-imagotag était représenté par Thierry Gadou, Directeur Général, et Thierry Lemaître, Directeur Financier.

Peu d'éléments nouveaux sachant que SES-imagotag avait publié fin mai un update sur son activité. Pour rappel, le groupe anticipe un S1 à environ 110/115 M€ de revenus (-10%/-6% yoy) avant un rebond au S2. Au regard de la visibilité sur les commandes à date (mois de mai particulièrement dynamique), le management vise un CA en croissance yoy mais ne se hasarde pas à donner de guidance à ce stade. Les zones France/Europe du Sud, les plus impactées par la crise, seront certainement en recul cette année alors que le groupe s'attend à une croissance marquée en Allemagne/Europe du Nord et devrait largement bénéficier de son nouveau mix géographique en Chine et surtout aux US. En effet, les zones Asie/Amérique du Nord représenteront entre 25% et 30% des revenus de SES-imagotag cette année contre <10% en 2019.

Comme déjà mentionné, les retards/décalages de commandes pendant le confinement ont impacté les postes DSO et les stocks du groupe. Tablant sur un retour progressif à la normal, SES-imagotag a tout de même sécurisé par prévention un PGE de 30 M€ pour l'instant non tiré (possibilité de le faire jusqu'à la fin de l'année).

Principal message sur les perspectives

La crise actuelle a changé les habitudes des consommateurs et devrait inciter les distributeurs à accélérer la digitalisation de leur point de vente physique (plus réactif, moins intensif en personnel, etc.). A titre d'exemple, le « pick-up light » (signal lumineux sur l'étiquette) augmente de 80% les gains de productivité pour un même nombre de staff dédié à la préparation des commandes (drive).

Post crise, la tendance de fond restera donc très positive pour SES-imagotag même si, à court terme, le mix non alimentaire du groupe (environ 30% des revenus en 2019) sera certainement pénalisé pour quelques trimestres encore.

Impact sur les BPA / Reco / OC - Conclusion

Nous maintenons nos prévisions topline pour 2020 à 251 M€ soit +2% yoy, qui pourraient s'avérer prudentes. Le groupe attendra certainement que la situation se normalise afin de communiquer de nouvelles guidances mais les signaux de reprise sont positifs et la dynamique de commandes des dernières semaines devrait logiquement se poursuivre, bien que pour l'instant davantage drivé par l'alimentaire que par le non alimentaire. Opinion Achat et OC 28.5 € maintenus.

Aurelien Sivignon
+33 (0)4 72 68 27 19
aurelien.sivignon@oddo-bhf.com

Ce document a été imprimé pour cobing@oddo.fr Le 09/06/2020 07:51:21 .

FEEDBACK FORUM NEXTCAP
3, 4 & 5 JUIN 2020

SQLI

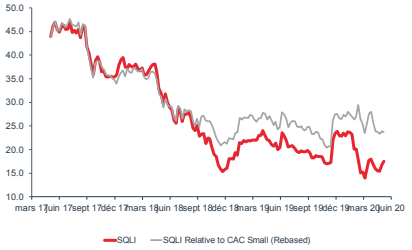
Achat ➔ | Objectif 20.00 €

Cours (05/06/2020) : 17.50 € | Potentiel : 14 %

Révision	2020e	2021e
BPA	-46.8%	-22.6%

Tendances contrastées pour 2020, mais les mesures en place permettent de se projeter sereinement à moyen terme

Mardi 09 Juin 2020



Données produit			
SQI FP | SQLI.PA			
Capitalisation boursière (M€)			81
VE (M€)			86
Extrêmes 12 mois (€)		14.00 -	24.50
Flottant (%)			51.4
Performance (%)	**1m**	**3m**	**12m**
Performance absolue	5.7	-13.8	-16.7
Perf. rel. Indice Pays	-5.5	-11.3	-16.9
Perf. rel. CAC Small	-5.5	-8.6	-7.8
Comptes	**12/19**	**12/20e**	**12/21e**
CA (M€)	239	223	235
EBITDA (M€)	23.7	18.0	23.9
EBIT courant (M€)	13.2	7.9	13.9
RNpg (M€)	4.6	2.3	6.0
BPA (€)	1.01	0.50	1.31
DNA (€)	0.00	0.80	0.80
P/E (x)	20.1	35.0	13.4
P/B (x)	1.0	0.8	0.8
Rendement (%)	0.0	4.6	4.6
FCF yield (%)	3.8	10.9	15.5
VE/CA (x)	0.4	0.4	0.4
VE/EBITDA (x)	4.0	4.8	3.6
VE/EBIT courant (x)	7.2	10.9	6.2
Gearing (%)	15	19	18
Dette nette/EBITDA (x)	0.6	1.0	0.7

Next Events	
28/07/2020	H1 Sales
24/09/2020	H1 Results
27/10/2020	Q3 Sales

Eléments nouveaux

Le management confirme que les performances sur la division Digital & Technology (53%, activités IT traditionnelles) se sont naturellement dégradées et restent fragilisées par i/ l'arrêt brutal de plusieurs projets en mars, ii/ la situation chez certains clients (-50% sur l'entité toulousaine exposée à Airbus et Airfrance, qui cumulés représentent c. 7% du CA 2019) et iii/ la réduction volontaire d'effectifs suite à la coupe de projets non profitables en interne. A l'inverse, le pôle Commerce & Experience (47%) poursuit sa dynamique à l'international, bénéficie toujours d'une bonne traction commerciale (e.g. renouvellement du contrat avec Nespresso sur 3 ans, 1er client du pôle) et de l'intégration de Redbox Digital au UK cette année.

La société confirme que le secteur Banque/Assurance a bien résisté, et n'anticipe pas d'inflexion sur les prochains mois (le secteur avait déjà réduit une partie des budgets en 2019). Le management reste prudent sur les effets prix au second semestre, mais indique qu'il pourrait auquel cas les compenser par une hausse du delivery au sein de ses centres offshore (Maroc, Afrique du Sud).

Principal message sur les perspectives

Compte tenu d'une visibilité encore réduite sur D&T, la société ne donne pas d'objectifs pour 2020. La dégradation du taux d'utilisation (point bas à c. 60%) et les impacts ponctuels liés à la réorganisation du pôle nous amènent à réviser notre scénario 2020, avec une croissance abaissée de -3.6% à -6.7% y/y (-9.9% en organique), basée sur un T2 à -20% (-30% sur D&T) et une reprise progressive mais lente au second semestre (malgré une base plus abordable). En parallèle, le plan d'économie de coûts initié fin 2019, la réduction envisagée de la sous-traitance et le recours au chômage partiel amortiront en partie l'impact sur la marge opérationnelle courante, que nous ajustons de -30 pb à 3.6%.

Aussi, nous avons le sentiment que cette crise s'accompagnera d'une restructuration plus lourde sur les activités IT Services (Digital & Technology), tant sur son ampleur et sa profondeur que sur son délai d'exécution, de sorte à baisser de façon sensible les coûts fixe et redresser la rentabilité du pôle, moyennant probablement une part plus importante de charges exceptionnelles à court terme.

Impact sur les BPA / Reco / OC - Conclusion

En 2020, les activités IT Services historiques, déjà en difficultés avant la crise, devraient fortement souffrir (en particulier sur les activités en régie, très régionales, exposées à quelques secteurs fragilisés), mais seront en partie compensées par la résilience des activités e-commerce à l'international. Au-delà, nous considérons que la crise n'affectera pas la trajectoire moyen terme du groupe, à savoir le redressement de la rentabilité sur le pôle historique (leviers en partie mécaniques) et le développement en tant que spécialiste sur les plateformes e-commerce. La valorisation, qui demeure attractive sur une base 2021, et l'attrait spéculatif sont deux éléments supplémentaires de nature à soutenir notre cas d'investissement. Opinion Achat réitérée et OC inchangé à 20 € (tenant compte de l'affacturage, de la révision à la baisse de nos hypothèses et de la hausse des comparables).

Nicolas Thorez
+33 (0)4 72 68 27 28
nicolas.thorez@oddo-bhf.com

Ce document a été imprimé pour cobing@oddo.fr Le 09/06/2020 07:51:21 .

FEEDBACK FORUM NEXTCAP

Sword Group

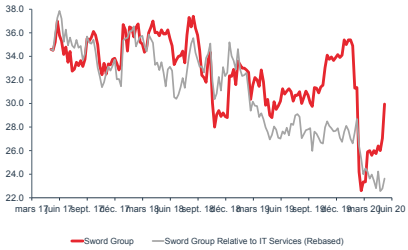
Achat ➔ | Objectif 35.00 € vs 33.00 € ↗

Cours (05/06/2020) : 29.95 € | Potentiel : 17 %

Révision	2020e	2021e
BPA	-0.1%	-0.1%

Bonne résistance grâce à un modèle robuste et une exposition singulière

Mardi 09 Juin 2020



Données produit			
SWP FP | SWOR.PA			
Capitalisation boursière (M€)			286
VE (M€)			215
Extrêmes 12 mois (€)		21.00	36.35
Flottant (%)			63.5
Performance (%)	**1m**	**3m**	**12m**
Performance absolue	16.8	-5.4	4.0
Perf. rel. Indice Pays	4.4	-2.6	3.6
Perf. rel. IT Services	1.1	-14.1	-13.3
Comptes	**12/19**	**12/20e**	**12/21e**
CA (M€)	213	228	253
EBITDA (M€)	28.7	25.0	31.0
EBIT courant (M€)	20.5	16.8	22.0
RNpg (M€)	13.3	10.8	15.0
BPA (€)	1.40	1.13	1.58
DNA (€)	0.00	1.20	1.20
P/E (x)	22.5	26.6	19.0
P/B (x)	2.0	1.8	1.8
Rendement (%)	0.0	4.0	4.0
FCF yield (%)	4.6	4.1	6.1
VE/CA (x)	1.1	0.9	0.8
VE/EBITDA (x)	8.1	8.6	6.7
VE/EBIT courant (x)	11.3	12.8	9.5
Gearing (%)	-47	-45	-48
Dette nette/EBITDA (x)	ns	ns	ns

Next Events	
28/07/2020	Q2 Sales
31/08/2020	H1 Results
22/10/2020	Q3 Sales
11/03/2021	Analysts' Meeting

Eléments nouveaux

Jacques Mottard (CEO) a délivré un message globalement positif sur les tendances observées depuis mi-mars. Pêle-même :

- Le ralentissement de l'activité lié aux secteurs les plus fragilisés (sport, luxe…) est nettement contrebalancé par i/ les prestations auprès du secteur public et des organisations internationales (UE, Nations Unis) et ii/ la poursuite d'une bonne dynamique sur le secteur O&G au UK (les budgets ne sont pas corrélés à l'évolution du prix du baril mais aux cessions d'actifs opérés en mer du Nord).
- Cette crise est également source d'opportunités pour Sword, en particulier sur les solutions autour de la santé (télémédecine, analyse sémantique pour la recherche) et de la gestion de la mobilité auprès des collectivités locales (e.g. Sword Venue dans la gestion virtuelle des stades).
- Le groupe est revenu sur le contrat-cadre signé avec l'Office Européen des Brevets (c. 100 M€ sur 5 ans pour Sword), qui renforce la visibilité sur la croissance du BeLux, moyennant une pression habituelle sur les marges liée aux volumes de staffing sur ce type de contrat.
- Enfin, sur l'utilisation du cash au bilan, la société mentionne que i/ l'annulation du dividende 2019 pourrait éventuellement être compensé par une distribution exceptionnelle en 2020 ou rachats d'actions (programme voté en AGE), et ii/ le groupe est attentif aux opportunités de M&A dans le software dans un premier temps, sans s'interdire de rester opportuniste dans les services à moyen terme.

Principal message sur les perspectives

Sur l'IT Services, le groupe estime que le télétravail et le manque de disponibilité des clients ont entrainé une baisse de productivité de l'ordre de 10% et les ressources non facturées ont eu un impact estimé à -5%. Par ailleurs, le management n'anticipe pas d'effets prix à venir compte tenu de la nature des prestations (engagements LT au forfait). L'activité software (licences) est par nature moins prévisible mais les effets de rattrapage attendus au cours de l'année par la société compenseront en partie la perte d'activité liée aux périodes de confinement.

Dans l'ensemble, Sword semble en mesure de maintenir une activité en légère croissance organique y/y (stabilité dans un scénario worst case) et de préserver un niveau de rentabilité double digit, avant de retrouver les niveaux cibles habituels sur 2021, à savoir croissance organique >12% associée à une marge d'EBITDA >13%.

Impact sur les BPA / Reco / OC - Conclusion

En conclusion, nous restons convaincus que Sword offre de la résilience dans le contexte actuel et reste bien positionné pour continuer de nettement surperformer son marché, tandis que le niveau de valorisation induit une décote >10% de la partie Services IT vis-à-vis des pairs. Nous relevons notre OC à 35 € (vs 33 €) pour prendre en compte la hausse des comparables. Opinion Achat réitérée.

Nicolas Thorez
+33 (0)4 72 68 27 28
nicolas.thorez@oddo-bhf.com

Ce document a été imprimé pour cobing@oddo.fr Le 09/06/2020 07:51:21 .

FEEDBACK FORUM NEXTCAP
3, 4 & 5 JUIN 2020

Verimatrix

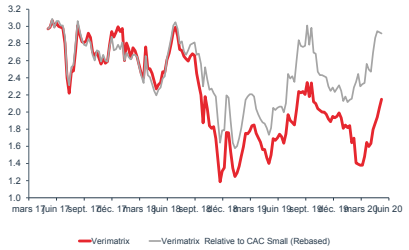
Achat ➔ | Objectif 4.00 €

Cours (05/06/2020) : 2.15 € | Potentiel : 86 %

Révision	2020e	2021e
BPA	-	-

Une transformation achevée, qui permet de traverser la crise du COVID avec confiance

Mardi 09 Juin 2020



Données produit			
VMX FP | VMX.PA			
Capitalisation boursière (M€)			182
VE (M$)			209
Extrêmes 12 mois ($)		1.26	2.35
Flottant (%)			74.1
Performance (%)	**1m**	**3m**	**12m**
Performance absolue	30.9	23.0	50.6
Perf. rel. Indice Pays	17.0	26.6	50.1
Perf. rel. CAC Small	17.0	30.4	66.5
Comptes	**12/19**	**12/20e**	**12/21e**
CA (M$)	107	107	117
EBITDA (M$)	22.6	24.1	28.8
EBIT courant (M$)	22.6	23.6	28.3
RNpg (M$)	-1	13.3	19.8
BPA ($)	0.08	0.16	0.22
DNA ($)	0.00	0.00	0.00
P/E (x)	26.7	15.6	6.0
P/B (x)	1.1	1.3	1.2
Rendement (%)	0.0	0.0	0.0
FCF yield (%)	0.0	0.0	0.0
VE/CA (x)	2.0	2.0	1.7
VE/EBITDA (x)	9.3	8.7	6.8
VE/EBIT courant (x)	9.3	8.9	6.9
Gearing (%)	13	-9	-14
Dette nette/EBITDA (x)	0.9	ns	ns

Next Events	
29/07/2020	H1 Results
22/10/2020	Q3 Sales

Eléments nouveaux

Comme à son habitude, le management de Verimatrix s'est montré très volontariste, décrivant de façon détaillée la transformation du business model depuis le rachat du groupe par Inside Secure en décembre 2018, puis la cession du Silicon IP en 2019, qui a achevé cette transformation. Le groupe a confirmé que le COVID-19 avait un impact sur l'activité, notamment sur la capacité à commercialiser de nouvelles offres auprès de ses clients, mais a aussi : 1/ indiqué que les fondements de la demande des clients étaient intacts (solidité des opérateurs et volonté de distribuer des contenus) et 2/ souligné la part croissante du CA récurrent, notamment du fait d'un passage au Security as a service, qui étale sur plusieurs années le CA (pénalisant l'activité à CT mais garantissant plus de visibilité sur quelques années). Rappelons que le CAAR (CA annuel récurrent) est passé de 3.8 M$ au T4 2019 à 6.2 M$ au T1 2020. Les revenus récurrents des redevances, des contrats de maintenance et abonnements sont ressortis à 14 M$ au T1, en hausse de 18% en glissement annuel. Ces indicateurs de 'récurrence du CA' (le récurrent représente 70% au T1 vs 56% pour l'ensemble de l'année) sont positifs dans le cadre de la transformation de la société. Le CEO s'est aussi montré très confiant sur la capacité du groupe à maintenir les coûts sous pression. Sans donner de guidance, nous comprenons que le groupe entend accroître son EBITDA par rapport à 2019, même sans croissance. Enfin, le groupe a confirmé que compte tenu de son endettement désormais faible, il continue à analyser opportunités de M&A pour continuer de faire grossir le groupe.

Principal message sur les perspectives

Sans grande surprise, à l'occasion de la publication du T1 2020, dans le contexte actuel d'incertitude liée à l'épidémie de COVID-19, Verimatrix a suspendu ses guidances 2020 et 2021. Pour mémoire, le groupe visait pour 2020 une croissance du CA de l'activité core 'high single digit' et une marge d'EBITDA comprise entre 23% et 25%. Pour 2021, Verimatrix tablait un CA de l'activité core de 125 M$ et une marge d'EBITDA de 26%. Il est encore trop tôt pour le dire, mais nous pensons que la croissance sera faible (voire nulle) au T2, mais que la seconde partie de l'année sera plus dynamique, au fur et à mesure du retour à la normale.

Impact sur les BPA / Reco / OC - Conclusion

Nous réitérons notre opinion Achat, avec un OC par DCF à 4 €, soit un potentiel de plus de 80%. Certes Verimatrix est un petit acteur, mais son profil (croissance et niveau de marge) n'a rien à envier aux plus gros acteurs de la sécurité ou du logiciel, dont les multiples sont souvent compris dans une fourchette très large entre 10x et 20x l'EBITDA. Malgré le récent parcours positif (+32% sur un mois), il ne se paye pourtant que 7.9x l'EBITDA 12 mois prospectif, d'où le maintien de notre opinion Achat.

Stephane Houri
+33 (0)1 55 35 42 62
stephane.houri@oddo-bhf.com

Ce document a été imprimé pour cobing@oddo.fr Le 09/06/2020 07:51:21 .

FEEDBACK FORUM NEXTCAP
3, 4 & 5 JUIN 2020

Visiativ

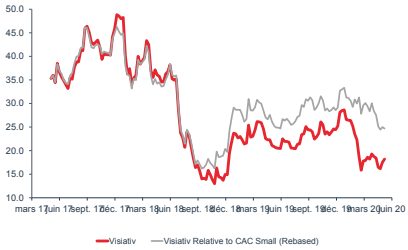
Achat ➔ | Objectif 21.00 € vs 23.00 € ➘

Cours (05/06/2020) : 18.20 € | Potentiel : 15 %

Révision	2020e	2021e
BPA	-7.5%	-10.8%

Reprise commerciale très lente mais les facteurs de soutien demeurent

Mardi 09 Juin 2020



Données produit			
ALVIV FP | ALVIV.PA			
Capitalisation boursière (M€)			73
VE (M€)			113
Extrêmes 12 mois (€)		14.90	28.75
Flottant (%)			47.6
Performance (%)	**1m**	**3m**	**12m**
Performance absolue	-1.2	-22.6	-10.3
Perf. rel. Indice Pays	-11.7	-20.3	-10.6
Perf. rel. CAC Small	-11.7	-17.9	-0.9
Comptes	**12/19**	**12/20e**	**12/21e**
CA (M€)	203	193	203
EBITDA (M€)	23.8	16.7	20.3
EBIT courant (M€)	13.7	8.7	12.1
RNpg (M€)	2.7	2.9	5.4
BPA (€)	1.20	0.73	1.39
DNA (€)	0.00	0.00	0.00
P/E (x)	18.9	24.8	13.1
P/B (x)	2.2	1.6	1.4
Rendement (%)	0.0	0.0	0.0
FCF yield (%)	0.6	5.3	9.1
VE/CA (x)	0.7	0.6	0.5
VE/EBITDA (x)	5.6	6.8	5.2
VE/EBIT courant (x)	9.8	13.0	8.7
Gearing (%)	50	51	32
Dette nette/EBITDA (x)	1.1	1.7	1.0

Next Events	
29/07/2020	H1 Sales
23/09/2020	H1 Results
21/10/2020	Q3 Sales
27/01/2021	FY Sales

Eléments nouveaux

Sur les activités d'intégration Dassault Systèmes (62%), le groupe se concentre sur le delivery des contrats en cours et déjà signés, tandis que la plupart des projets d'envergure (mutation 3DX) ont été reportés depuis mi-mars. Les signes d'un redémarrage de l'activité commerciale semblent à priori encore faibles. Par ailleurs, nous comprenons qu'environ 2/3 des services ont pu être facturés sur la période (exécution à distance), soit 1/3 des projets qui n'ont pas pu être totalement délivrés à date (projets complexes, fermeture de site chez les clients). Si la visibilité reste réduite, l'année sera dépendante de la reprise au S2, notamment car la majorité des échéances importantes sur les activités d'intégration interviennent au T4.

Sur Visiativ Platform (38%), les tendances du T1 semblent se confirmer sur le T2 : la dynamique sur les activités de Consulting (Tax Credit Management) se poursuit, soutenue par des contrats pluriannuels et une forte demande pour les aides à l'innovation en période de crise, et compense en partie la faiblesse commerciale sur Moovapps (projets gelés et décalés). Le management semble confiant pour retrouver de la croissance sur l'activité logicielle dès le second semestre.

Au bilan, la position de cash brut reste solide (c. 30 M€), le BFR est sous contrôle (pas de dégradation significative du DSO) et les négociations pour l'obtention d'un PGE semblent bien avancées (enveloppe potentielle de 50 M€ ; 25% du CA).

Principal message sur les perspectives

Le management estime qu'il est encore trop tôt pour donner une tendance chiffrée sur l'année. La faible visibilité sur la reprise commerciale des activités DSY limite l'exercice, mais la trajectoire sur le Consulting, les Services managés (Cloud et infogérance) et le niveau de récurrence de l'activité (66%) sont des soutiens importants dans le contexte actuel. L'impact sur la rentabilité reste encore difficilement appréciable mais nous pensons que le choc pourrait être amorti par i/ des effets de mix (poids du Consulting), ii/ le recours aux amortisseurs traditionnels (France, US, UK, Suisse), et iii/ une gestion des coûts maitrisée, en ligne avec le plan Catalyst, par ailleurs reconfirmé (30 M€ d'EBITDA à 2023). Nous révisons en baisse notre scénario de croissance pour 2020 (-7% org. vs -5%) sur la base d'un repli de 10% des activités DSY et d'un churn sur la maintenance (c60%) qui reste faible, modulo une dégradation substantielle du taux de défaillance des entreprises).

Impact sur les BPA / Reco / OC - Conclusion

Le message reste globalement contrasté pour 2020. En revanche, nous pensons que la trajectoire de développement de Visiativ restera intacte post-crise avec : 1/ un portefeuille clients diversifié, malgré la forte exposition industrielle (32%), 2/ le développement de relais de croissance et la moindre dépendance aux nouvelles licences DSY, 3/ une diversification progressive à l'international, 4/ des investissements déjà réalisés sur la 3DExperience (gains de PdM vis-à-vis d'acteurs qui se retrouveront en difficultés) et 5/ des opportunités de M&A attendues d'ici à 2021. Suite à la mise à jour de nos hypothèses, nous ajustons notre OC à 21 € vs 23 € (prenant en compte le factor) mais maintenons notre opinion Achat sur le titre.

Nicolas Thorez
+33 (0)4 72 68 27 28
nicolas.thorez@oddo-bhf.com

Ce document a été imprimé pour cobing@oddo.fr Le 09/06/2020 07:51:21 .

FEEDBACK FORUM NEXTCAP
3, 4 & 5 JUIN 2020

WALLIX

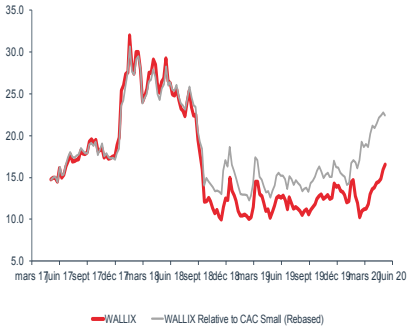
Achat ➔ | Objectif 20.00 € vs 17.00 € ↗

Cours (05/06/2020) : 16.54 € | Potentiel : 21 %

Révision	2020e	2021e
BPA	ns	ns

Wallix ne connait pas la crise

Mardi 09 Juin 2020



Données produit			
ALLIX FP | ALLIX.PA			
Capitalisation boursière (M€)			96
VE (M€)			75
Extrêmes 12 mois (€)		9.00 -	17.16
Flottant (%)			73.2
Performance (%)	**1m**	**3m**	**12m**
Performance absolue	19.7	33.4	42.6
Perf. rel. Indice Pays	7.0	37.3	42.1
Perf. rel. CAC Small	6.9	41.4	57.7
Comptes	**12/19**	**12/20e**	**12/21e**
CA (M€)	16.3	21.4	30.8
EBITDA (M€)	-7.9	-4.4	1.3
EBIT courant (M€)	-6.8	-3.4	2.4
RNpg (M€)	-7	-3	2.1
BPA (€)	-0.65	-0.57	0.35
DNA (€)	0.00	0.00	0.00
P/E (x)	1.1	ns	ns
P/B (x)	2.1	3.3	3.1
Rendement (%)	0.0	0.0	0.0
FCF yield (%)	ns	ns	2.5
VE/CA (x)	2.7	3.5	2.4
VE/EBITDA (x)	ns	ns	55.5
VE/EBIT courant (x)	ns	ns	30.3
Gearing (%)	-79	-73	-76
Dette nette/EBITDA (x)	3.2	4.8	ns

Next Events	
23/07/2020	H1 Sales
15/10/2020	H1 Results

Eléments nouveaux

Si plusieurs contrats ont été décalés depuis mi-mars en fonction des secteurs, d'autres projets vitaux ont, en revanche, été avancés ou ont concerné des périmètres plus larges. Le management observe également une accélération de la demande pour les services managés, qui devrait rester une tendance forte à court terme. En net, il est difficile de tirer des enseignements réels avant la fin du 1er semestre mais la dynamique de gain de projets est restée très soutenue et le taux de réussite est semble-t-il élevé. La société ne constate donc pas de ralentissement de l'activité en Europe (à l'inverse du CEO de CyberArk, qui avait évoqué ce point lors des résultats annuels du concurrent israélo-américain) et le pipe se solidifie, en particulier à l'international avec la montée en puissance des partenariats de distribution sur l'ensemble des zones (zone DACH, UK, Moyen-Orient…).

Principal message sur les perspectives

Malgré le contexte, le management reste confiant sur le semestre, et nous comprenons que le trend actuel permet d'envisager une croissance 2020 au moins égale à celle de l'exercice précédent (+29% y/y), trajectoire parfaitement en ligne avec nos projections (+30.9%e y/y). Le groupe n'entend pas réduire sensiblement le rythme de ses investissements, mais reste prudent sur l'allocation de ses coûts. La direction a réitéré ses objectifs à 2021 avec la volonté : 1/ de couvrir 80% du marché mondial de l'IT ; 2/ de devenir un des leaders de la cybersécurité en Europe et 3/ d'atteindre 50 M€ de CA à cet horizon, moyennant au moins selon nous une opération structurante de croissance externe (nous jugeons l'objectif hors de portée sur un périmètre purement organique).

Suite à cette conférence, nous gardons inchangé notre scénario de croissance pour 2020 et 2021 mais intégrons une hausse plus importante des Opex, avec une perte opérationnelle désormais attendue à -3.4 M€ vs -2.5 M€ précédemment sur l'exercice. Nous révisons par ailleurs la partie longue de notre DCF et factorisons une croissance plus durable au-delà de 2023.

Impact sur les BPA / Reco / OC - Conclusion

En conclusion, la confiance reste de mise et les perspectives de développement sont intactes (voire renforcées). Les enjeux de sécurité numérique en sortie de crise offrent des opportunités importantes pour Wallix, alors qu'un nouveau paradigme s'ouvre sur la mobilité et que les problématiques autour de la sécurité des postes de travail sont au cœur des discussions aujourd'hui. Malgré un beau parcours depuis mars, nous identifions 3 facteurs de nature à soutenir l'appréciation des multiples sur les prochains mois : 1/ profil d'hyper-croissance intact et bilan solide, 2/ intérêt croissant des investisseurs pour la thématique Cyber et 3/ attrait spéculatif sur le titre, dans un marché amené à se consolider à moyen terme. A la suite de cette conférence, nous révisons notre OC à 20 € vs 17 € (ajustement de la partie long terme de notre DCF et baisse de la prime de risque) et réitérons notre opinion Achat. Titre dans notre liste de Smallcaps favorites pour le S1 2020.

Nicolas Thorez
+33 (0)4 72 68 27 28
nicolas.thorez@oddo-bhf.com

Ce document a été imprimé pour cobing@oddo.fr Le 09/06/2020 07:51:21 .

FEEDBACK FORUM NEXTCAP
3, 4 & 5 JUIN 2020

Wavestone

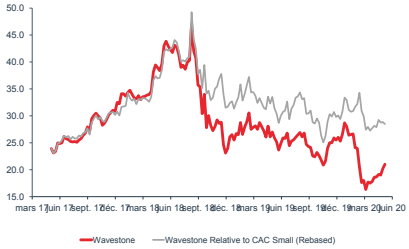
Neutre ➔ | Objectif 20.00 €

Cours (05/06/2020) : 21.00 € | Potentiel : -5 %

Révision	2021e	2022e
BPA	-4.4%	-9.5%

Nette amélioration des prises de commandes, mais la visibilité reste faible

Mardi 09 Juin 2020



Données produit			
WAVE FP | WAVE.PA			
Capitalisation boursière (M€)			417
VE (M€)			483
Extrêmes 12 mois (€)		16.26 -	28.70
Flottant (%)			43.2
Performance (%)	**1m**	**3m**	**12m**
Performance absolue	10.2	-14.6	-17.5
Perf. rel. Indice Pays	-1.5	-12.1	-17.8
Perf. rel. CAC Small	-1.5	-9.5	-8.7
Comptes	**03/19**	**03/20**	**03/21e**
CA (M€)	392	422	388
EBITDA (M€)	58.8	66.1	48.2
EBIT courant (M€)	55.3	55.7	38.5
RNpg (M€)	31.3	32.8	20.8
BPA (€)	1.68	1.74	1.18
DNA (€)	0.20	0.23	0.00
P/E (x)	20.2	14.4	17.9
P/B (x)	4.4	2.8	2.1
Rendement (%)	0.6	0.9	0.0
FCF yield (%)	4.5	10.1	3.9
VE/CA (x)	1.9	1.4	1.2
VE/EBITDA (x)	12.5	8.7	10.0
VE/EBIT courant (x)	13.3	10.3	12.6
Gearing (%)	26	33	23
Dette nette/EBITDA (x)	0.7	0.9	0.9

Next Events	
27/07/2020	Q1 Sales
28/07/2020	Annual General Meeting
01/12/2020	H1 Results

Eléments nouveaux

Le management de Wavestone a partagé davantage de détails concernant l'impact de la crise sur ses activités. La baisse des prises de commandes vis-à-vis du niveau pré-crise a été de 35% en avril, puis de 30% en mai, d'où un message prudent sur le T2 fiscal (T3 calendaire). Le groupe constate une meilleure résistance des activités de conseil liées à des sujets technologiques et IT, qui permettent souvent des gains de productivité rapides et donc des ROI courts. Sur le plan d'économies de 15 M€ sur l'exercice en cours, plus de 70% proviendront de trois postes : la communication, les recrutements et les déplacements. En outre, Wavestone constate déjà une nette diminution de l'attrition des consultants.

Principal message sur les perspectives

Wavestone anticipe un T2 (T3 calendaire) plus dégradé que le T1, conséquence directe des faibles prises de commandes pendant le confinement mais également d'une visibilité encore limitée alors que certains clients continuent de décaler ou d'abandonner certains projets. Toutefois, il anticipe un net rebond des prises de commandes, avec un recul attendu à « seulement » 15% sur le mois de juin. Le management estime qu'il délivrera en 2020 une décroissance nettement plus limitée que celle attendue pour le secteur européen du conseil (-22% selon Source Global Research) en tenant compte : 1/ de sa croissance embarquée suite aux gains de parts de marchés en 2019 et à des recrutements offensifs, 2/ d'un mix sectoriel plutôt favorable alors que les services financiers (34% du CA de Wavestone) s'avèrent plutôt résistants et 3/ d'un bon positionnement sur les sujets de transformation digitale, eux-aussi résilients dans le contexte actuel. Par ailleurs, le groupe a mise en pause ses recherches de cibles d'acquisition avant d'y voir plus clair sur l'impact de la crise. Enfin, le management estime que si des baisses de prix sont prévisibles, cette crise devrait être plus limitée dans le temps que celle de 2009 et donc sa marge devrait rebondir plus rapidement.

Impact sur les BPA / Reco / OC - Conclusion

Suite à cette conférence et aux commentaires du management sur le T2 et au-delà, nous abaissons nos estimations de BPA de 7% en moyenne sur 2020/21 pour tenir compte : 1/ d'un rebond moins important qu'initialement anticipé de l'activité au-delà du T1 en cohérence avec le message de prudence sur le T2 et le reste de l'exercice et 2/ d'une marge qui devrait rester relativement solide (9.9%e MOP 2020) grâce au recours au chômage partiel et à un plan d'économies drastique. Nous maintenons notre objectif de cours à 20 € (DCF et multiples) avec une hausse des multiples de marché qui compense la baisse des estimations. A 10x l'EBIT 21e contre une moyenne 5 ans à 11x, le titre semble attractif, d'autant que le bon positionnement de Wavestone sur les sujets de transformation numérique devrait en faire un acteur gagnant de l'après-crise. Toutefois, le risque d'un ralentissement massif lié à des arbitrages budgétaires alors que les dépenses de conseil sont souvent considérées comme superflues en période de crise nous fait craindre de nouvelles révisions en baisse de nos estimations. Nous maintenons donc notre opinion Neutre.

Charles Lepetitpas
+33 (0)1 55 35 42 69
charles.lepetitpas@oddo-bhf.com

Nicolas David
+33 (0)1 44 51 81 51
nicolas.david@oddo-bhf.com

Ce document a été imprimé pour cobing@oddo.fr Le 09/06/2020 07:51:21 .

- **Méthode de valorisation**
  Nos objectifs de cours sont établis à 12 mois et leurs fixations reposent principalement sur trois méthodes de valorisation. Tout d'abord l'actualisation des cash-flows disponibles utilisant les paramètres d'actualisation fixés par le groupe et affichés le site Internet de ODDO BHF. Ensuite la méthode dite des sommes des parties reposant sur l'agrégat financier le plus pertinent en fonction du secteur d'activité. Enfin, nous utilisons également la méthode dite des comparables qui permet d'évaluer la société analysée par rapport à des entreprises similaires, soit car elles opèrent sur des segments d'activité identiques (et sont donc concurrentes) soit car elles bénéficient de dynamiques financières comparables. Il peut arriver de mixer ses méthodes dans des cas particuliers afin de refléter au mieux les spécificités de chaque entreprise couverte et ainsi pouvoir en affiner l'appréciation.
- **Sensibilité du résultat de l'analyse/classification des risques :**
  Les avis exprimés dans ce document sont des avis basés sur une date particulière - la date indiquée en première page du présent document. La recommandation peut changer selon des évènements inattendus susceptibles, par exemple d'avoir un impact tant sur la société étudiée dans le présent document que sur l'ensemble du secteur.

- **Nos recommandations boursières**
  Nos recommandations boursières reflètent la performance RELATIVE attendue sur chaque valeur à un horizon de 12 mois.
  Achat : performance attendue supérieure à celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).
  Neutre : performance attendue voisine de celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).
  Alléger : performance attendue inférieure à celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).

- **Les cours des instruments financiers utilisés et mentionnés dans le présent document sont des cours de clôture.**
- **L'ensemble des publications des sociétés suivies et mentionnées dans le présent document est disponible sur le site de la recherche : www.securities.oddo-bhf.com**

Conformément à l'Article 20 du Règlement européen n° 596/2014 (Market Abuse Regulation) une liste de toutes les recommandations sur tout instrument financier ou tout émetteur qui ont été diffusées au cours des douze derniers mois est disponible en cliquant sur le lien suivant www.securities.oddo-bhf.com

Répartition des recommandations				
		Achat	Neutre	Alléger
Ensemble de la couverture	(429)	46%	37%	18%
Contrats de liquidité	(82)	52%	41%	6%
Contrats de recherche	(32)	59%	31%	9%
Service de banque d'investissement	(18)	72%	28%	0%

Risque de conflits d'intérêts :

Services de banque d'investissement et/ou Distribution	
ODDO BHF, est-il intervenu, au cours des douze derniers mois, en qualité de chef de file ou de chef de file associé d'une offre portant sur des instruments financiers de l'émetteur rendue publique?	WALLIX
ODDO BHF, a-t-il reçu un paiement de la part de l'émetteur concernant la prestation de services d'investissement réalisée au cours des 12 derniers mois ou s'attend à recevoir ou à rechercher une rémunération de la part de l'émetteur pour des prestations de services d'investissement réalisés au cours des 12 derniers mois?	SES - imagotag, WALLIX
Contrat de recherche entre le groupe ODDO et l'émetteur	
ODDO BHF et l'émetteur sont convenus de la fourniture par le premier au second d'un service de production et de diffusion de la recommendation d'investissement sur ledit émetteur	Esker, Wavestone, Sword Group, SQLI, Groupe Gorgé, SES - imagotag, WALLIX, Visiativ, Ekinops, Claranova
Contrat de liquidité et market-making	
A la date de la diffusion de ce rapport, ODDO BHF, agit-il en tant que teneur de marché ou est-ce que ODDO BHF, a conclu un contrat de liquidité en ce qui concerne les instruments financiers de l'émetteur?	Bigben Interactive, Compagnie des Alpes, Séché Environnement, Sword Group, Jacquet Metal Service , Clasquin, ID Logistics, Verimatrix
Prise de participation	
ODDO BHF, détient-il plus de 5% de la totalité du capital émis de l'émetteur?	Non
L'émetteur détient-il plus de 5% de la totalité du capital émis d'ODDO BHF ou de toute personne morale qui lui est liée?	Non
Disclosure lié à la publication	
Cette analyse financière a été transmise à l'émetteur pour relecture, sans objectif de cours ni recommandation, avant sa diffusion, afin de vérifier l'exactitude de données factuelles contenues dans l'analyse ?	No
Les conclusions de cette analyse financière ont été modifiées suite à sa relecture, avant diffusion, par l'émetteur?	No
Autres conflits d'intérêts	
ODDO BHF, est-il au courant de conflits d'intérêt supplémentaires?	Non
Conflits d'intérets personnels	
Les personnes en charge de la rédaction de l'analyse financière ont-elles acheté des instruments financiers de l'émetteur concerné par la présente analyse financière?	No
Les personnes en charge de la rédaction du présent document ont-elles perçues une rémunération directement liée à des opérations de service d'entreprise d'investissement ou à un autre type d'opération qu'elles réalisent ou aux frais de négociation qu'elles ou toute personne morale faisant partie du même groupe reçoit?	Non

Toutes les déclarations relatives aux conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans le présent document peuvent être consultées sur le site de la recherche de ODDO BHF : www.securities.oddo-bhf.com

Ce document a été imprimé pour cobing@oddo.fr Le 09/06/2020 07:51:21 .

Disclaimer:

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO. Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. La recommandation contenue dans ce document est revue et mise à jour au moins trimestriellement à chaque publication par l'émetteur de son rapport trimestriel.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions exprimées dans cette étude reflètent exactement les points de vue personnels de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs concernés et aucune partie de la rémunération de ce dernier n'a été, n'est, ni ne sera directement ou indirectement liée aux opinions spécifiques contenues dans la présente étude. Cette étude ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport de recherche s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Il peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO. Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. La recommandation contenue dans ce document est revue et mise à jour au moins trimestriellement à chaque publication par l'émetteur de son rapport trimestriel.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Les opinions exprimées dans cette étude reflètent exactement les points de vue personnels de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs concernés et aucune partie de la rémunération de ce dernier n'a été, n'est, ni ne sera directement ou indirectement liée aux opinions spécifiques contenues dans la présente étude. Cette étude ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport de recherche s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Il peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel

Informations à communiquer conformément aux exigences de la FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), Règle 15a-6 :

Conformément à la Règle 15a-6 (a)(3), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec une entité américaine sur les titres décrits dans cette recherche réalisée hors des Etats-Unis, sont effectuées par l'intermédiaire d'ONY. En tant que membre de la FINRA, ONY a revu ce document afin de pouvoir le distribuer aux investisseurs américains, conformément aux dispositions du 2241(h) du règlement de la FINRA applicable à la diffusion de l'analyse financière produites par ODDO.

• Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets ne détiennent effectivement 1 % ou plus de toute catégorie d'actions ordinaires de la société concernée ;
• A la date de publication de la présente étude, l'analyste d' ODDO BHF Corporates & Markets n'a pas été informé ni n'a eu connaissance de même qu'il n'a aucune raison d'avoir connaissance d'un quelconque conflit d'intérêts réel et significatif le concernant ou concernant ODDO, ODDO BHF Corporates & Markets, ou ONY à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
• ODDO BHF Corporates & Markets, ou ODDO peuvent, dans les trois prochains mois, percevoir ou réclamer une rémunération au titre de services de banque d'investissement auprès de la société objet de la présente étude, étant entendu qu'ONY ne sera pas partie prenante à de tels accords ;
• Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets, n'ont perçu une rémunération de la part de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois au titre de la fourniture de services de banque d'investissement à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
• Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets, n'ont été le chef de file ni le co-chef de file d'une émission de titres par offre publique pour le compte de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
• ONY n'est pas teneur de marché (ni ne l'a jamais été) et, en conséquence, n'était pas teneur de marché pour les titres de la société objet de l'étude à la date de publication de cette dernière.

Réglementation AC (Regulation AC) :

ONY est dispensé des obligations de certification au titre de la réglementation AC (Regulation AC) pour la distribution par ses soins à un ressortissant américain aux Etats-Unis de la présente étude préparée par un analyste d' ODDO BHF Corporates & Markets car ODDO n'a pas de dirigeants ni de personnes exerçant des fonctions similaires ni des salariés en commun avec ONY et ONY conserve et applique des politiques et procédures raisonnablement destinées à l'empêcher, de même que toute personne exerçant le contrôle, tous dirigeants ou personnes exerçant des fonctions similaires, ainsi que des salariés d'ONY, d'influencer les activités de l'analyste d'une société tierce ainsi que le contenu des études préparées par un tel analyste tiers.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Philippe Bouclainville, Président (pbouclainville@oddony.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 212-481-4002.

Ce document a été imprimé pour cobing@oddo.fr Le 09/06/2020 07:51:21 .