



**PRODWARE**  
**ACHETER**

Editeurs de logiciels



**GILBERT DUPONT**

GRUPE SOCIETE GENERALE

BPA 12/19e ↗ +3,7% 1,13 € vs 1,08 € • BPA 12/20e ↗ +14,1% 1,52 € vs 1,33 €

**COURS\***  
**6,00 €**  
\*Clôture du 11/03/20

**TP**  
**10,8 €**  
vs 10,1 €

**POTENTIEL**  
**+80,0%**

## Augmentation de la marge d'EBITDA hors IFRS 16

Le groupe publie une marge d'EBITDA hors IFRS 16 de 19,5%, en hausse de +1,4 pt (vs GD 16,9%) notamment grâce à une bonne résistance de la marge brute et à une solide maîtrise des OPEX. BPA et TP relevés

### Marge d'EBITDA hors IFRS 16 de 19,5% vs GD 16,9%

Après avoir annoncé un CA 19 de 187,7 M€, en croissance de +6,7%, Prodware publie des résultats de bonne qualité, au-dessus de nos attentes. L'EBITDA (avec IFRS 16) ressort à 48,3 M€, correspondant à une marge de 25,8% (+6,9%). Le ROC s'élève, quant à lui, à 17,3 M€ soit une MOC de 9,2% (-0,4 pt). Enfin, le RNPG est en augmentation de +15,6% à 10,5 M€, soit une marge nette de 5,6%.

Hors IFRS 16, l'EBITDA 19 ressort à 36,6 M€ (19,5% du CA, +1,4 pt vs GD 16,9%). La différence avec notre estimation vient 1/ de la MB (estimée en première approche à c.75% vs GD 73,5%) et 2/ de la maîtrise des charges opérationnelles, notamment des frais de personnel (baisse de -5% vs GD +3%). Toujours à normes constantes, la MOC s'élève à 9,1% (-0,7 pt, vs GD 8,4%), pénalisée par une hausse des DAP (+17,8%).

### Dettes nettes hors IFRS 16 de 83,2 M€ à fin 2019

Au niveau de la structure bilancielle, la dette nette hors IFRS 16 atteint 83,2 M€ (vs 76,6 M€ à fin décembre 2018), correspondant à un gearing de 60% et un ratio DN/EBITDA hors IFRS 16 de 2,3 (covenant de < 2,5).

### Perspectives attractives notamment grâce au SaaS

Nous apprécions la montée en puissance du SaaS (représentant c.20% du CA 19) qui offre de belles perspectives concernant la rentabilité. Suite à cette publication, nous 1/ gardons nos prévisions de croissance de CA 2020 et 2021 (respectivement de +1,4% et +1,0%), 2/ relevons nos objectifs de MB pour 2020 et 2021 à 76,0% et 77,0% (vs 74,4% et 75,3% auparavant), et 3/ revoyons également en hausse nos estimations de DAP (c.9,5% du CA vs 8,5% auparavant) sur ces deux années. L'impact sur nos BPA 20-21 est ainsi de +14,1% en moyenne.

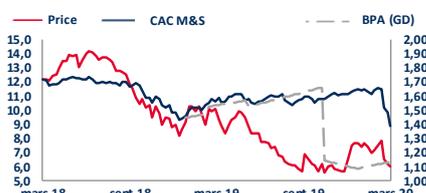
### Opinion Acheter, TP relevé à 10,8 € (DCF)

Nous maintenons notre opinion Acheter et nous relevons notre TP à 10,8 € (vs 10,1 € auparavant, DCF) suite à la révision en hausse de notre scénario.

#### RN annuel + Contact

Bloomberg Capi. boursière  
Flottant  
Volume 3M

ALPRO FP  
46 M€  
25 M€  
0,08 M€/jour



PERFORMANCE	1M	6M	12M
Absolute	-20,5%	-10,3%	-41,4%
Rel. / CAC M&S	+3,4%	+10,2%	-29,5%

#### AGENDA

Réunion aujourd'hui à 10h  
14/05/20 (ap Bourse) : CA T1

#### ANALYSTE(S) FINANCIER(S)



Antoine Laurent  
+ 33 (0) 1 40 22 41 13  
antoine.laurent@gilbertdupont.fr

Document achevé le 12/03/2020 - 08:09  
Document publié le 12/03/2020 - 08:13

RATIOS BOURSIERS	12/18	12/19e	12/20e	12/21e
PE	6,5x	6,7x	3,9x	3,8x
PEG	ns	ns	0,1x	0,9x
P/CF	3,0x	2,2x	1,1x	1,0x
VE/CA	1,0x	0,8x	0,6x	0,4x
VE/EBITDA	5,4x	3,0x	2,2x	1,6x
VE/ROC	10,2x	8,4x	5,5x	3,8x
VE/ROP	10,0x	8,4x	5,9x	4,1x
VE/Capitaux employés	0,8x	0,6x	0,5x	0,4x
P/ANPA	0,5x	0,4x	0,3x	0,3x
FCF yield	-16,2%	3,6%	50,9%	52,7%
Rendement	0,7%	1,1%	2,1%	2,2%

ELEMENTS FINANCIERS	12/18	12/19e	12/20e	12/21e
CA (M€)	175,9	187,7	190,3	192,3
ROC (M€)	16,8	17,3	20,0	22,5
ROC/CA	9,6%	9,2%	10,5%	11,7%
ROP (M€)	17,2	17,3	18,5	21,0
RNPG (M€)	9,4	10,5	14,3	14,9
BPA corrigé (€)	1,40	1,13	1,52	1,59
Var.	-3,1%	-19,8%	35,4%	4,0%
FCF (M€)	-15,0	2,1	23,7	24,5
Dettes financières nettes (M€)	76,6	83,2	60,2	36,7
Gearing	55,4%	56,1%	37,2%	20,9%
ROCE	5,3%	4,9%	5,5%	6,5%



<b>COURS*</b>	<b>TP</b>	<b>POTENTIEL</b>
<b>6,00 €</b>	<b>10,8 €</b>	<b>+80,0%</b>
*Clôture du 11/03/20	vs 10,1 €	

### Activité

Prodware est spécialisé dans l'édition, l'intégration et l'hébergement de solutions informatiques pour les moyennes entreprises

### Données de marché

B/H 12M	5,25 €/10,00 €
Volume 3M	11 027 titres/jour
Nombre d'actions	7 748 042
Capi. boursière	46 M€
Flottant	25 M€
Marché	Euronext Growth
Secteur	Editeurs de logiciels
Bloomberg	ALPRO FP
Isin	FR0010313486
Indice	EN Growth Allshare

### Actionnariat au 30/06/19

Flottant	53,4%
Management	38,5%
Auto-contrôle	4,2%
Investisseurs privés	2,9%
Salariés	1,0%

### Effectifs au 30/06/19

	1 355
<b>CA 2019 par région</b>	
International	60%
Zone francophone	40%

### CA et MOC



COMPTE DE RESULTAT (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19e	12/20e	12/21e
Chiffre d'affaires	175,8	167,7	175,9	187,7	190,3	192,3
Var.	-3,3%	-4,6%	4,9%	6,7%	1,4%	1,0%
Var. organique	-0,8%	-3,6%	6,1%	6,7%	1,4%	1,0%
EBITDA	30,2	28,7	31,9	48,3	49,6	52,2
ROC	15,8	17,4	16,8	17,3	20,0	22,5
ROP	14,8	15,4	17,2	17,3	18,5	21,0
Résultat financier	-5,6	-4,5	-8,3	-3,0	-3,2	-2,3
Impôts	0,1	0,4	-0,3	1,4	1,8	4,7
Sociétés mises en équivalence	0,1	0,6	0,0	0,7	0,8	0,9
RN activités arrêtées/en cours de cession	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intérêts minoritaires	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
RNPG	9,4	11,6	9,4	10,5	14,3	14,9
RNPG corrigé	9,1	11,1	9,4	13,6	14,3	14,9

TABLEAU DE FINANCEMENT (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19e	12/20e	12/21e
Cash Flow	26,4	23,4	23,2	26,5	43,9	44,6
- Var. du BFR	0,6	-7,0	2,1	-0,7	0,2	0,1
- Capex	44,5	25,5	36,2	25,0	20,0	20,0
= Free Cash Flow	-18,7	4,9	-15,0	2,1	23,7	24,5
- Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Dividendes	0,2	0,3	0,5	0,5	0,6	1,0
+ Augmentation de capital/Rachat d'actions	-4,5	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Autres	-1,6	-1,9	0,5	8,3	0,0	0,0
= Var. Dette financière nette	21,9	-7,9	16,1	6,6	-23,0	-23,5

BILAN (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19e	12/20e	12/21e
Goodwill	32,8	34,2	34,6	34,6	34,6	34,6
Autres immobilisations incorporelles	60,6	67,3	151,0	160,1	150,5	140,7
Immobilisations corporelles	4,9	7,4	6,5	6,5	6,5	6,5
Immobilisations financières	67,4	65,0	3,0	3,0	3,0	3,0
BFR	18,7	11,7	13,7	13,0	13,2	13,4
Capitaux propres part du groupe	118,5	130,0	137,6	147,6	161,3	175,1
Minoritaires	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
Fonds propres à 100%	118,9	130,4	138,2	148,2	161,9	175,7
Disponibilités + titres de placement	24,5	32,8	33,5	26,9	50,0	73,4
Dette financière nette	68,4	60,6	76,6	83,2	60,2	36,7
Capitaux employés	194,9	195,9	219,9	228,3	218,9	209,2

DONNEES PAR ACTION (€)	12/16	12/17	12/18	12/19e	12/20e	12/21e
Nombre d'actions (en milliers)	8 201	7 748	7 748	7 748	7 748	7 748
Nombre d'actions diluées (en milliers)	8 093	8 012	9 288	9 288	9 288	9 288
BPA corrigé	1,40	1,45	1,40	1,13	1,52	1,59
BPA publié	1,15	1,49	1,21	1,36	1,84	1,92
CAF par action	3,22	3,02	3,00	3,41	5,66	5,76
ANPA	14,50	16,83	17,84	19,13	20,89	22,68
Dividende	0,04	0,06	0,06	0,08	0,13	0,13
Payout	3%	4%	5%	6%	7%	7%

RATIOS	12/16	12/17	12/18	12/19e	12/20e	12/21e
Marge brute/CA	73,7%	77,8%	78,0%	73,1%	76,0%	77,0%
EBITDA/CA	17,2%	17,1%	18,1%	25,7%	26,1%	27,2%
ROC/CA	9,0%	10,4%	9,6%	9,2%	10,5%	11,7%
ROP/CA	8,4%	9,2%	9,8%	9,2%	9,7%	10,9%
Taux d'IS	1,0%	3,4%	-3,0%	10,0%	12,0%	25,0%
RN corrigé/CA	5,2%	6,6%	5,2%	7,2%	7,5%	7,7%
Capex/CA	25,3%	15,2%	20,6%	13,3%	10,5%	10,4%
Capex/DAP	3,1x	2,2x	2,4x	1,6x	0,7x	0,7x
FCF/CA	-10,7%	2,9%	-8,5%	1,1%	12,4%	12,7%
FCF/EBITDA	ns	17,2%	ns	4,4%	47,7%	46,9%
Goodwill/Fonds propres à 100%	27,6%	26,2%	25,0%	23,3%	21,4%	19,7%
BFR/CA	10,6%	7,0%	7,8%	7,0%	7,0%	7,0%
Gearing	57,6%	46,5%	55,4%	56,1%	37,2%	20,9%
Dette financière nette/EBITDA	2,3x	2,1x	2,4x	1,7x	1,2x	0,7x
EBITDA/Frais financiers	5,4x	6,4x	3,8x	16,1x	15,4x	22,5x
ROCE	5,2%	5,3%	5,3%	4,9%	5,5%	6,5%
ROE	7,7%	8,5%	6,7%	9,2%	8,8%	8,5%

DONNEES BOURSIERES	12/16	12/17	12/18	12/19e	12/20e	12/21e
Performance boursière	-18,2%	69,4%	-17,1%	-16,6%	-20,9%	-
Performance boursière relative au CAC M&S	-23,7%	38,9%	5,7%	-29,9%	1,7%	-
Cours au plus haut (€)	7,91	12,50	14,26	10,40	8,03	-
Cours au plus bas (€)	5,64	6,53	8,10	5,25	5,90	-
Valeur d'entreprise (M€)	64,0	70,1	171,8	145,6	109,3	85,8
= Capitalisation boursière	54,9	69,2	92,5	59,7	46,5	46,5
+ Dette financière nette	68,4	60,6	76,6	83,2	60,2	36,7
+ Minoritaires	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
+ Provisions et autres	7,6	5,0	5,1	5,1	5,1	5,1
- Actifs financiers	67,4	65,0	3,0	3,0	3,0	3,0

VALORISATION	12/16	12/17	12/18	12/19e	12/20e	12/21e
PE	4,6x	7,6x	6,5x	6,7x	3,9x	3,8x
PEG	0,1x	2,5x	ns	ns	0,1x	0,9x
P/CF	2,0x	3,6x	3,0x	2,2x	1,1x	1,0x
VE/CA	0,4x	0,4x	1,0x	0,8x	0,6x	0,4x
VE/EBITDA	2,1x	2,4x	5,4x	3,0x	2,2x	1,6x
VE/ROC	4,1x	4,0x	10,2x	8,4x	5,5x	3,8x
VE/ROP	4,3x	4,6x	10,0x	8,4x	5,9x	4,1x
VE/Capitaux employés	0,3x	0,4x	0,8x	0,6x	0,5x	0,4x
P/ANPA	0,4x	0,7x	0,5x	0,4x	0,3x	0,3x
FCF yield	-34,1%	7,1%	-16,2%	3,6%	50,9%	52,7%
Rendement	0,6%	0,5%	0,7%	1,1%	2,1%	2,2%

## DISCLAIMER

La Société de Bourse Gilbert Dupont est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en qualité de prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision.

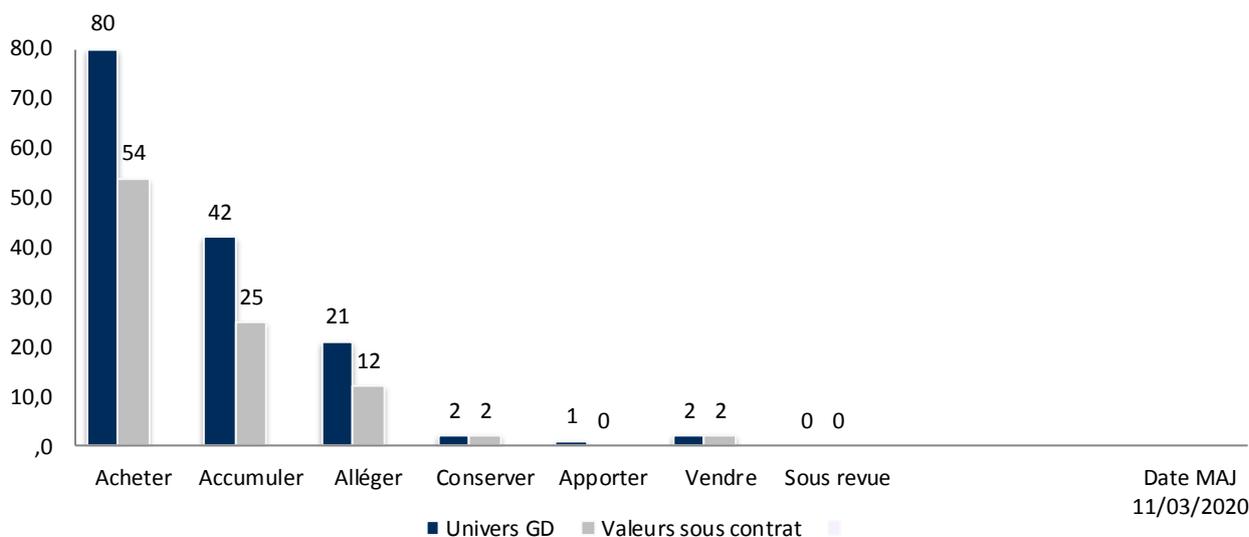
La Société de Bourse Gilbert Dupont est également régulée par l'AMF pour l'exercice des services d'investissement pour lesquels elle est agréée.

Les informations, estimations et commentaires présentés dans ce document sont établis à partir de sources que nous considérons comme fiables mais dont l'exactitude ne saurait être garantie. Ils reflètent notre opinion à la date de la parution et peuvent être modifiés sans avis préalable. Nos opinions boursières sont mises à jour en permanence. Tout changement d'opinion boursière fait l'objet d'un document écrit. Nos objectifs de cours sont déterminés par plusieurs méthodes pondérées (DCF, Comparaisons boursières, Somme des parties, ANR, Multiples de transactions,...).

Les cours de référence sont basés sur les cours de clôture. Ces informations sont protégées juridiquement par les dispositions du code de la propriété intellectuelle. A ce titre, elles revêtent un caractère confidentiel et ne sauraient faire l'objet d'une utilisation ou d'une reproduction non autorisée au préalable. Le logo PEA PME associé à toutes valeurs éligibles au dispositif du PEA PME est indiqué à titre purement informatif et ne saurait engager la responsabilité de la Société de Bourse Gilbert Dupont en cas d'erreurs ou omissions dans la communication de ce logo. L'historique sur 12 mois de nos changements d'opinions boursières et l'ensemble des avertissements réglementaires sont consultables sur notre site internet : [www.gilbertdupont.fr](http://www.gilbertdupont.fr) en cliquant sur l'onglet "Conformité" en bas à droite de la page d'accueil.

### REPARTITION DES OPINIONS BOURSIERES (valable à date)

Les opinions boursières sont formulées à un horizon de 6 à 12 mois, elles sont établies par les analystes financiers. Elles résultent de la prise en compte d'un cadre général défini ci-dessous et de considérations non quantitatives (newsflow, momentum, volatilité des cours, ...)



**Objectif de cours :** celui-ci est déterminé par plusieurs méthodes pondérées (DCF, Comparaisons Boursières, Somme des parties, ANR, Multiple de transaction,...).

- Acheter : potentiel de hausse supérieur à 15%
- Accumuler : potentiel de hausse compris entre 5 et 15%
- Alléger : potentiel compris entre -5% et +5%
- Conserver : opinion possible dans le cas d'une OPA
- Apporter : recommandation utilisée le cas échéant lorsqu'une société fait l'objet d'une offre publique
- Vendre : potentiel de baisse supérieur à -5%
- Sous revue : temporairement lorsqu'un événement particulier le nécessite

**Valeurs favorites :** il existe 2 listes comprenant chacune 10 valeurs au maximum

- Liste Midcaps : valeurs dont la capitalisation est supérieure à 300 M€ le jour de l'entrée
- Liste Smallcaps : valeurs dont la capitalisation est inférieure à 300 M€ le jour de l'entrée

Le calcul des performances absolues et relatives est fait sur la base du cours d'ouverture du jour de la date d'entrée et de sortie

**DISCLOSURES**

1. Gilbert Dupont assure la liquidité du titre et opère en qualité de Liquidity Provider.
2. Gilbert Dupont a un engagement de recherche sur la Société.
3. Gilbert Dupont a réalisé le transfert de la Société sur Eurolist A.
4. Gilbert Dupont assure la liquidité du titre.
5. Gilbert Dupont est le Listing Sponsor de la Société.
6. Gilbert Dupont a réalisé le placement de l'émission d'actions de la Société.
7. Gilbert Dupont a réalisé le placement lors de l'admission de la Société sur Euronext Growth
8. Gilbert Dupont a signé avec la Société un contrat de services.
9. Le groupe Crédit du Nord a été banquier co-introducteur de la Société.
10. Le groupe Crédit du Nord a été teneur de livre pour l'émission d'ABSA de la Société.
11. Gilbert Dupont a réalisé le transfert de la Société sur Eurolist B.
12. Gilbert Dupont a réalisé le transfert de la Société sur Eurolist C.
13. Gilbert Dupont est en charge du placement de l'augmentation de capital de la Société.
14. Gilbert Dupont a été en charge du placement de l'augmentation de capital de la Société.
15. Le titre a fait l'objet d'une Offre Publique présentée par le Crédit du Nord.
16. Gilbert Dupont a été en charge du reclassement d'actions de la Société.
17. Gilbert Dupont détient, à titre temporaire, une position courte nette de plus de 0,5% du capital de l'Emetteur
18. Gilbert Dupont détient, à titre temporaire, une position longue nette de plus de 0,5% du capital de l'Emetteur
19. Gilbert Dupont est mandatée pour conduire l'éventuelle augmentation de capital envisagée par la Société
20. Gilbert Dupont est lié à la société par un contrat de conseil et services en haut de bilan.
21. Le présent document a été communiqué à la Société préalablement à sa publication. Cette relecture n'a pas conduit l'analyste à modifier son objectif de cours et sa recommandation boursière.
22. Le présent document a été communiqué à la Société pour relecture préalablement à sa publication. Cette relecture a conduit l'analyste à modifier son objectif de cours et sa recommandation boursière.
23. Gilbert Dupont a réalisé le placement d'obligations de la Société.
24. Gilbert Dupont a été en charge du reclassement d'obligations de la Société.

SOCIETE	DISCLOSURES APPLICABLES
Prodware	1,2,5

HISTORIQUE DES TP (12M)				HISTORIQUE DES CHANGEMENTS D'OPINION (12M)			
Société	Date	Cours (€)	TP (€)	Société	Date	Précédente	Actuelle
Prodware	24/10/19	5,70	10,1				
Prodware	17/07/19	7,22	12,8				
Prodware	14/05/19	8,96	13,3				

**METHODE D'EVALUATION**

DCF (10,8 €, wacc de 12,5 %, MOP normative de 6,8 %, taux de croissance à l'infini de 1,5%)

**RISQUE(S)**

Retournement macro-économique  
Ventes de licences volatiles  
Intensification de la concurrence