



**PRODWARE**  
**ACHETER**

Editeurs de logiciels



**GILBERT DUPONT**

GRUPE SOCIETE GENERALE

**COURS\***  
**5,70 €**  
\*Clôture du 14/10/20

**TP**  
**9,0 €**  
vs 9,2 €

**POTENTIEL**  
**+57,9%**

BPA 12/20e ↘ -6,2% 1,15 € vs 1,23 € • BPA 12/21e ↘ -3,9% 1,36 € vs 1,42 €

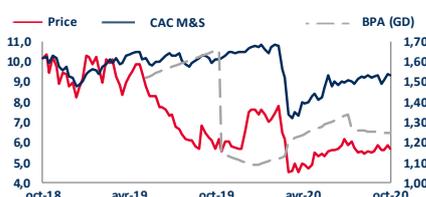
## Amélioration de la rentabilité S1 mais T3 encore en décroissance

Le groupe annonce une amélioration de la rentabilité au S1 comme escompté (+1,1 pt sur la MOC vs GD +1,2 pt). Néanmoins, le CA T3 demeure en décroissance (-8,4% vs GD -2,5%) augurant une activité en repli sur le S2.

### RN S1 + CA T3

Bloomberg Capi. boursière 44 M€  
Flottant 23 M€  
Volume 3M 0,02 M€/jour

ALPRO FP 44 M€  
23 M€  
0,02 M€/jour



PERFORMANCE	1M	6M	12M
Absolute	-1,0%	+26,7%	+1,4%
Rel. / CAC M&S	-0,9%	+8,7%	+10,1%

### AGENDA

17/02/2021 (ap Bourse) : CA Annuel

### ANALYSTE(S) FINANCIER(S)



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

Document achevé le 15/10/2020 - 07:53

Document publié le 15/10/2020 - 08:12

### Amélioration de la MOC S1 de +1,1 pt vs GD +1,2 pt

Après avoir annoncé un CA S1 de 85,5 M€, en décroissance de -6,1%, le groupe publie des résultats en amélioration. En effet, l'EBITDA S1 ressort à 23,9 M€ (GD 23,0 M€) et le ROC à 7,8 M€, correspondant à une MOC de 9,1%, en amélioration de +1,1 pt. Cette performance ressort en ligne avec notre attente (ROC de 7,9 M€, MOC de 9,2%, +1,1 pt), la légère hausse de la rentabilité était attendue grâce à la rationalisation des coûts. Le ROP s'élève, quant à lui à 7,5 M€ (-1,3% vs S1 19 et GD 7,1 M€). Le RNPG ressort à 4,2 M€ (GD 5,3 M€), en repli de -16,7% à cause d'une baisse du résultat financier liée à la dépréciation de certains placements.

### CA T3 en décroissance de -8,4% vs GD -2,5%

Le groupe annonce également un CA T3 de 32,2 M€, en repli de -8,4%. Cette performance ressort inférieure à notre attente (34,3 M€, -2,5%). Sur les 9 premiers mois de l'année, l'activité ressort ainsi à 117,7 M€, en diminution de -6,7% (GD 119,8 M€, -5,1%).

### DN hors IFRS 16 de 82,1 M€ à fin juin, en baisse de -1,1 M€ grâce au BFR

Un élément positif de cette publication est la bonne maîtrise de la dette nette, avec une baisse de -1,1 M€ pour atteindre 82,1 M€ à fin juin. Cette légère amélioration est due à la réduction du BFR de plus de 4 M€ depuis le début de l'année.

### Scénario GD modifié

Suite à l'activité T3 qui ressort inférieure à notre attente, nous revoyons en baisse notre prévision de CA 20 à 178,0 M€, -5,2% (vs 181,8 M€, -3,1%) induisant un CA T4 en décroissance de -6,8%. Nous anticipons également une légère érosion de la MOC cette année (-0,2 pt à 9,0% vs stabilité auparavant). Notre BPA 20 est ainsi abaissé de -6,2%.

### Opinion Acheter, TP de 9,0 € vs 9,2 € (DCF)

Même si la résilience de l'activité devrait être moins forte qu'escompté au S2, nous retenons de cette publication la maîtrise de la dette nette dans le contexte économique actuel. L'enjeu principal sera désormais, selon nous, la réalisation d'un rebond de l'activité en 2021. Opinion Acheter, TP de 9,0 € vs 9,2 € (DCF).

RATIOS BOURSIERS	12/19	12/20e	12/21e	12/22e
PE	5,8x	5,0x	4,2x	3,5x
PEG	ns	ns	0,2x	0,2x
P/CF	1,4x	1,1x	1,1x	1,0x
VE/CA	0,9x	0,8x	0,7x	0,5x
VE/EBITDA	3,8x	3,2x	2,5x	1,9x
VE/ROC	10,2x	8,8x	6,1x	4,3x
VE/ROP	10,2x	9,8x	6,6x	4,6x
VE/Capitaux employés	0,7x	0,6x	0,5x	0,4x
P/ANPA	0,4x	0,3x	0,3x	0,2x
FCF yield	14,5%	44,4%	48,3%	57,0%
Rendement	0,5%	0,0%	0,9%	1,1%

ELEMENTS FINANCIERS	12/19	12/20e	12/21e	12/22e
CA (M€)	187,7	178,0	182,7	185,9
ROC (M€)	17,3	16,0	19,6	22,1
ROC/CA	9,2%	9,0%	10,7%	11,9%
ROP (M€)	17,3	14,5	18,1	20,6
RNPG (M€)	10,3	10,7	12,7	16,2
BPA corrigé (€)	1,32	1,15	1,36	1,62
Var.	-6,1%	-12,7%	18,5%	18,9%
FCF (M€)	8,7	19,6	21,4	25,2
Dette financière nette (M€)	112,8	93,4	72,1	47,3
Gearing	77,9%	60,2%	42,9%	25,7%
ROCE	4,4%	3,8%	5,0%	8,9%

- Amélioration de la rentabilité opérationnelle au S1 comme escompté

(M€)	S1 19	S1 20	Var.	GD
CA	91,0	85,5	-6,1%	Déjà pub.
EBITDA	22,3	23,9	7,2%	23,0
<b>ROC</b>	<b>7,3</b>	<b>7,8</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,9</b>
<b>MOC</b>	<b>8,0%</b>	<b>9,1%</b>	<b>+1,0 pt</b>	<b>9,2%</b>
ROP	7,7	7,5	-1,3%	7,1
RNPG	5,1	4,2	-16,7%	5,3

- CA 9 mois inférieur à notre attente

(M€)	2019	2020	Var.	GD
S1	91,0	85,5	-6,1%	Publié
T3	35,2	32,2	-8,4%	34,3
<b>9 mois</b>	<b>126,2</b>	<b>117,7</b>	<b>-6,7%</b>	<b>119,8</b>



**COURS\*** **TP** **POTENTIEL**  
**5,70 €** **9,0 €** **+57,9%**  
 \*Clôture du 14/10/20 vs 9,2 €

### 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	4,00 €/8,03 €
Volume 3M	3 947 titres/jour
Nombre d'actions	7 748 042
Capi. boursière	44 M€
Flottant	23 M€
Marché	Euronext Growth
Secteur	Editeurs de logiciels
Bloomberg	ALPRO FP
Isin	FR0010313486
Indice	EN Growth Allshare

### Actionnariat au 31/12/19

Flottant	51,3%
Management	39,1%
Auto-contrôle	5,3%
Investisseurs privés	3,3%
Salariés	1,0%

### Effectifs au 31/12/19

CA 2019 par région	
International	60%
Zone francophone	40%

### CA et MOC



COMPTE DE RESULTAT (M€)	12/17	12/18	12/19	12/20e	12/21e	12/22e
Chiffre d'affaires	167,7	175,9	187,7	178,0	182,7	185,9
Var.	-4,6%	4,9%	6,7%	-5,2%	2,6%	1,8%
Var. organique	-3,6%	6,1%	6,7%	-5,2%	2,6%	1,8%
EBITDA	28,7	31,9	46,5	44,4	48,4	51,3
ROC	17,4	16,8	17,3	16,0	19,6	22,1
ROP	15,4	17,2	17,3	14,5	18,1	20,6
Résultat financier	-4,5	-8,3	-6,4	-3,2	-2,2	-0,3
Impôts	0,4	-0,3	0,8	1,3	4,0	5,1
Sociétés mises en équivalence	0,6	0,0	0,4	0,8	0,9	0,0
RN activités arrêtées/en cours de cession	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intérêts minoritaires	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
RNPG	11,6	9,4	10,3	10,7	12,7	16,2
RNPG corrigé	11,1	9,4	10,3	10,7	12,7	0,0

TABEAU DE FINANCEMENT (M€)	12/17	12/18	12/19	12/20e	12/21e	12/22e
Cash Flow	23,4	23,2	41,7	39,1	41,6	45,3
- Var. du BFR	-7,0	2,1	-4,1	-0,5	0,2	0,2
- Capex	25,5	36,2	37,1	20,0	20,0	20,0
= Free Cash Flow	4,9	-15,0	8,7	19,6	21,4	25,2
- Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Dividendes	0,3	0,5	0,3	0,3	0,0	0,4
+ Augmentation de capital/Rachat d'actions	1,4	0,0	-3,0	0,0	0,0	0,0
+ Autres	-1,9	0,5	41,5	0,0	0,0	0,0
= Var. Dette financière nette	-7,9	16,1	36,1	-19,3	-21,4	-24,8

BILAN (M€)	12/17	12/18	12/19	12/20e	12/21e	12/22e
Goodwill	34,2	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6
Autres immobilisations incorporelles	67,3	151,0	170,3	161,9	153,0	143,9
Immobilisations corporelles	7,4	6,5	5,6	5,6	5,6	5,6
Immobilisations financières	65,0	3,0	3,2	3,2	3,2	3,2
BFR	11,7	13,7	9,6	9,1	9,4	9,5
Capitaux propres part du groupe	130,0	137,6	144,4	154,8	167,5	183,3
Minoritaires	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Fonds propres à 100%	130,4	138,2	144,8	155,2	168,0	183,8
Disponibilités + titres de placement	32,8	33,5	29,4	48,7	70,1	94,9
Dette financière nette	60,6	76,6	112,8	93,4	72,1	47,3
Capitaux employés	195,9	219,9	264,0	255,1	246,5	237,5

DONNEES PAR ACTION (€)	12/17	12/18	12/19	12/20e	12/21e	12/22e
Nombre d'actions (en milliers)	7 748	7 748	7 748	7 748	7 748	7 748
Nombre d'actions diluées (en milliers)	8 012	9 288	9 288	9 288	9 288	9 288
BPA corrigé	1,45	1,40	1,32	1,15	1,36	1,62
BPA publié	1,49	1,21	1,33	1,38	1,64	2,09
CAF par action	3,02	3,00	5,38	5,05	5,37	5,85
ANPA	16,83	17,84	18,69	20,04	21,68	23,72
Dividende	0,06	0,06	0,04	0,00	0,05	0,06
Payout	4%	5%	3%	0%	3%	3%

RATIOS	12/17	12/18	12/19	12/20e	12/21e	12/22e
Marge brute/CA	77,8%	78,0%	80,5%	76,5%	77,3%	78,2%
EBITDA/CA	17,1%	18,1%	24,8%	24,9%	26,5%	27,6%
ROC/CA	10,4%	9,6%	9,2%	9,0%	10,7%	11,9%
ROP/CA	9,2%	9,8%	9,2%	8,1%	9,9%	11,1%
Taux d'IS	3,4%	-3,0%	7,6%	12,0%	25,0%	25,0%
RN corrigé/CA	6,6%	5,2%	5,6%	6,0%	7,0%	0,0%
Capex/CA	15,2%	20,6%	19,8%	11,2%	10,9%	10,8%
Capex/DAP	2,2x	2,4x	1,3x	0,7x	0,7x	0,7x
FCF/CA	2,9%	-8,5%	4,6%	11,0%	11,7%	13,5%
FCF/EBITDA	17,2%	ns	18,6%	44,2%	44,1%	49,1%
Goodwill/Fonds propres à 100%	26,2%	25,0%	23,9%	22,3%	20,6%	18,8%
BFR/CA	7,0%	7,8%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Gearing	46,5%	55,4%	77,9%	60,2%	42,9%	25,7%
Dette financière nette/EBITDA	2,1x	2,4x	2,4x	2,1x	1,5x	0,9x
EBITDA/Frais financiers	6,4x	3,8x	7,2x	13,7x	21,7x	ns
ROCE	5,3%	5,3%	4,4%	3,8%	5,0%	8,9%
ROE	8,5%	6,7%	7,2%	6,9%	7,6%	0,0%

DONNEES BOURSIERES	12/17	12/18	12/19	12/20e	12/21e	12/22e
Performance boursière	69,4%	-17,1%	-16,6%	-24,9%	-	-
Performance boursière relative au CAC M&S	38,9%	5,7%	-29,9%	-14,0%	-	-
Cours au plus haut (€)	12,50	14,26	10,40	8,03	-	-
Cours au plus bas (€)	6,53	8,10	5,25	4,00	-	-
Valeur d'entreprise (M€)	70,1	171,8	176,1	141,3	119,9	95,1
= Capitalisation boursière	69,2	92,5	59,7	44,2	44,2	44,2
+ Dette financière nette	60,6	76,6	112,8	93,4	72,1	47,3
+ Minoritaires	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
+ Provisions et autres	5,0	5,1	6,4	6,4	6,4	6,4
- Actifs financiers	65,0	3,0	3,2	3,2	3,2	3,2

VALORISATION	12/17	12/18	12/19	12/20e	12/21e	12/22e
PE	7,6x	6,5x	5,8x	5,0x	4,2x	3,5x
PEG	2,5x	ns	ns	ns	0,2x	0,2x
P/CF	3,6x	3,0x	1,4x	1,1x	1,1x	1,0x
VE/CA	0,4x	1,0x	0,9x	0,8x	0,7x	0,5x
VE/EBITDA	2,4x	5,4x	3,8x	3,2x	2,5x	1,9x
VE/ROC	4,0x	10,2x	10,2x	8,8x	6,1x	4,3x
VE/ROP	4,6x	10,0x	10,2x	9,8x	6,6x	4,6x
VE/Capitaux employés	0,4x	0,8x	0,7x	0,6x	0,5x	0,4x
P/ANPA	0,7x	0,5x	0,4x	0,3x	0,3x	0,2x
FCF yield	7,1%	-16,2%	14,5%	44,4%	48,3%	57,0%
Rendement	0,5%	0,7%	0,5%	0,0%	0,9%	1,1%

## 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.

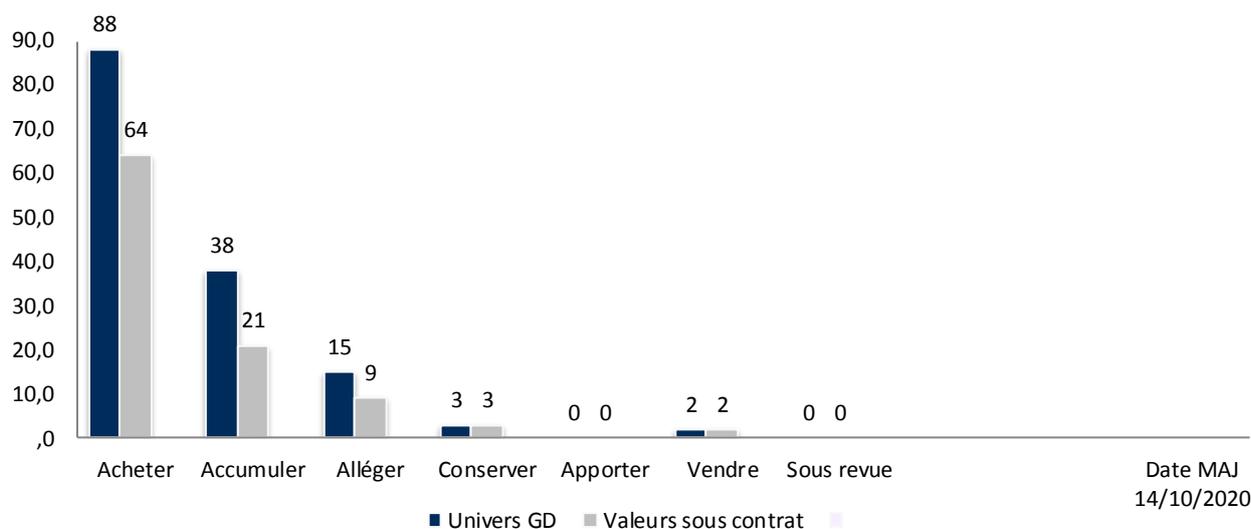
La Société de Bourse Gilbert Dupont est également régulée par l'AMF pour l'exercice des services d'investissement pour lesquels elle est agréée.

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	21/07/20	6,02	9,2				
Prodware	12/03/20	5,00	10,8				
Prodware	24/10/19	5,70	10,1				

**METHODE D'EVALUATION**

DCF (9 €, wacc de 11,9 %, MOP normative de 9,9 %, taux de croissance à l'infini de 1,5%)

**RISQUE(S)**

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