

Mandrakesoft

4 mars 2005

Renforcement des services professionnels

Logiciels & Services informatiques

Cours 7,35 €

Surperformance

France

Objectif 8,50 €

Recommandation augmentée

Performance	1m	3m	12m
Absolue	-8%	23%	224%
Rel. SBF250	-11%	14%	198%
Relative au secteur	-10%	37%	262%
Extrêmes 12 mois	8,20/2,27 €		
Reuters	MAKE.PA		
Bloomberg	MLMAN FP		
Cap boursière	39M €		
Prochain événement	Assemblée générale ex. 04 : 30 mars 2005		

Exercice au 31.12	2004	2005E	2006E	2007E
Chiffre d'affaires (m €)	5,2	7,2	10,0	12,0
E.B.E. (m €)	1,0	0,8	1,0	1,7
Résultat net (m €)	1,4	1,4	0,7	1,4
BPA retraité* (€)	0,17	0,10	0,14	0,24
BPA publié (€)	0,29	0,25	0,13	0,24
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
P/E de référence (x)	28,2	71,8	51,7	30,1
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
VE / E.B.E. (x)	20,5	39,7	34,3	20,6

Source: KBC Securities

*ajusté des survaleurs et exceptionnels

L'acquisition de Conectiva est une bonne opération, même s'il n'est pas aisé aujourd'hui d'en quantifier l'impact. Les deux sociétés se connaissent et l'intégration en sera facilitée. Le rapprochement des offres « produits » et les complémentarités en matière de R&D seront les deux vecteurs de synergies. Le prix d'acquisition conduira à la création de 4,6 % d'actions nouvelles, ce qui n'est pas excessif pour une société qui va représenter en année pleine de l'ordre de 25 % du chiffre d'affaires de Mandrakesoft et qui est aujourd'hui équilibrée. Réalisant l'essentiel de son chiffre d'affaires dans les services professionnels, Conectiva aidera beaucoup au rééquilibrage des activités vers les entreprises. Nous relevons notre opinion et notre objectif de cours de 7 à 8,5 €.

Une acquisition intéressante à divers titres



Conectiva est le leader Linux au Brésil et sur l'Amérique du Sud comme Mandrakesoft est le leader européen. Compte tenu de la taille de ces sociétés, ces positions de leader sont aujourd'hui essentiellement des atouts en matière de prescription, les particuliers utilisateurs tendant à « pousser à la migration » de leurs employeurs et les administrations à favoriser le « champion national » en traitant directement avec ou en réclamant sa présence dans des consortiums.

Conectiva a de nombreuses références, tant dans le domaine privé que dans le domaine public. Parmi ses clients, on retrouve notamment HSBC, IBM, HP ou Siemens ainsi que plusieurs administrations dont l'armée de l'air brésilienne. Elle a en effet une grosse expérience avec les administrations et a, entre autres, réussi une des plus importantes opérations de migration jamais réalisées, 15.000 postes de travail et 800 serveurs, dans des écoles de Sao Paulo.

Mandrakesoft connaît bien cette société avec laquelle elle a créé le Linux Core Consortium (dans lequel figurent également Turbolinux et Turbogeny) et qui a, elle aussi, adhéré à la Linux Standard Base (LSB) 2.0, un standard créé par le Free Standard Group et reconnu par tous les grands éditeurs et fabricants de matériels (Dell, HP, Intel, AMD, Sun, Red Hat, Novell-Suse...). Cette standardisation clarifie le « paysage », elle prévient aussi l'éclatement de Linux tout en garantissant sa pérennité.

Le marché brésilien - qui représente 70 % de l'économie sud-américaine - est encore réduit, seuls 10 % des Brésiliens disposent d'un ordinateur à domicile. Mais le pays favorise beaucoup Linux, Sao Paulo en particulier qui a ouvert 86 centres informatiques gratuits équipés d'ordinateurs fonctionnant avec des logiciels Open Source. Dans d'autres pays d'Amérique du Sud, Chili, Venezuela ou Pérou, de nombreux programmes ont été mis en place pour développer l'utilisation de logiciels Open Source. Au Pérou, le gouvernement a même des vellétés d'interdiction de logiciels non Open Source !

Conectiva, qui a connu comme Mandrakesoft une phase de forte croissance suivie d'une phase de restructuration, compte aujourd'hui environ 60 personnes et réalise près de 70 % de son activité dans les services professionnels. Elle vend également des « kits de formation », activité qui permet de former environ 15.000 personnes par an et contribue pour 20 % à son chiffre d'affaires actuel. Enfin, 10 % du chiffre d'affaires sont réalisés avec une distribution Linux similaire aux produits Mandrakelinux, vendus en boîtes. La majeure partie de l'effectif est au siège à Curitiba (région de Sao Paulo). Sur les deux derniers trimestres, le chiffre d'affaires était de l'ordre de 0,45 M€ par trimestre pour un résultat équilibré.

Mandrakesoft a convoqué une assemblée générale ordinaire et extraordinaire pour le 30 mars prochain. La onzième résolution, première de la partie extraordinaire, vise à autoriser la création de 245.316 actions nouvelles au prix unitaire de 7,3 € (dont 5,3 € de prime d'émission) en rémunération de l'acquisition de Conectiva, ainsi valorisée 1,79 M€, soit une fois le chiffre d'affaires si l'on considère sur quatre trimestres glissants la tendance des deux derniers trimestres consécutifs (le chiffre d'affaires du dernier exercice fiscal était de l'ordre de 1 M€). La société est reprise avec une situation de cash et de rentabilité équilibrée.

Perspectives

Nous avons intégré Conectiva pour 6 mois dans les comptes de l'exercice en cours. Nous ne pensons pas qu'il y aura un impact visible sur les résultats dès 2004/05 compte tenu du temps nécessaire (environ 3 mois) à mettre en œuvre les synergies entre les deux sociétés. Dans la R&D, le fait de disposer d'une équipe dans une zone géographique où les coûts sont sensiblement inférieurs peut constituer un important levier sur la rentabilité.

Nous reprenons ci-dessous la synthèse de nos prévisions après intégration de Conectiva. La baisse de la marge brute que nous anticipons résulte de la montée en puissance des services chez Mandrakesoft et de l'intégration de Conectiva, qui réalise 70 % de son chiffre d'affaires dans ce type d'activité. Le niveau atteint au 30 septembre 2004 était aussi particulièrement élevé compte tenu de l'importance des ventes de licences sur cet exercice, celles-ci ayant une marge brute très élevée.

Synthèse des prévisions (M€)

	09/2004	09/2005 e	09/2006 e	09/2007 e	09/2008 e
Services professionnels	0,39	1,50	2,20	2,70	3,20
Produits	3,53	2,70	3,15	3,50	3,70
Services en ligne	1,26	2,11	2,82	3,57	4,30
Conectiva	-	0,85	1,80	2,20	2,60
Chiffre d'affaires	5,18	7,16	9,97	11,97	13,80
Autres produits	1,10	1,21	1,27	1,34	1,40
Marge brute	84,5 %	71,9 %	68,7 %	68,3 %	68,1 %
Résultat d'exploitation	0,86	0,60	0,85	1,53	2,00
Marge d'exploitation	16,6 %	8,4 %	8,5 %	12,8 %	14,5 %

Source : estimations KBC Securities

Nos prévisions n'intègrent une nette amélioration de la rentabilité qu'à partir de l'exercice 2006/07. Nous pensons que les nombreux développements en cours sont très clairement de bonne augure, et rassurants quant à la capacité de Mandrakesoft à développer une clientèle d'entreprise, mais que cela pourrait peser un peu sur la rentabilité à court terme.

Nous estimons que les principaux vecteurs de croissance spécifiques (le marché Linux devant quant à lui croître à deux chiffres sur les prochaines années) résident principalement dans :

- les synergies qui pourront être développées avec Conectiva, notamment dans le domaine des services pour accentuer la présence auprès des entreprises, seule à même de créer réellement de la valeur.
- le prolongement et le lancement des nouveaux produits Corporate Server et Corporate Desktop, destinés aux professionnels, qui disposent d'un cycle de renouvellement plus long et d'une maintenance sur 5 ans.
- le nouveau contrat signé avec HP, qui participera à la remontée du chiffre d'affaires produits dès l'an prochain : aujourd'hui cantonné à la France, il concerne tous les produits HP, des serveurs aux portables.

On peut aussi espérer un soutien à la vente des produits grâce à l'accord qui vient d'être annoncé avec le Ministère de l'Education et le gain de nouveaux grands contrats, seul ou en partenariat.

Conclusion

Le transfert attendu sur un marché réglementé, maintenant que les fonds propres ont été rétablis au niveau requis, participera aussi à une meilleure appréciation du titre. La croissance que nous anticipons aujourd'hui est soutenue (autour de 12% par an en moyenne dans notre DCF), mais pas exceptionnelle. On peut estimer qu'elle puisse être plus forte que cela, les chiffres en valeur absolue restant encore faibles par rapport au potentiel du marché. D'autres acquisitions pourraient aussi avoir lieu, Mandrakesoft dispose d'un peu plus de 4 M€ de trésorerie et génère (un peu) de cash.

Sur la base de nos prévisions et de notre actualisation à 10,1 % des cash flows disponibles, et du nombre d'actions incluant celles qui seront créées après l'AGM de fin mars, nous valorisons l'action Mandrakesoft à 7,75 €.

L'application des ratios (P/CA 02-2006 e de 7,6x) du leader Linux Red Hat à Mandrakesoft conduirait à un prix de 11,2 € par action (en prenant Conectiva sur 12 mois). La moyenne de ces deux approches est de 9,5 €.

Mandrakesoft n'étant pas encore Red Hat (CA 2005 e de 273 M€ selon JCF), nous limitons nos ambitions et fixons notre objectif de cours à 8,5 €.

Analyst certification: The analysts identified in this report each certify, with respect to the companies or securities that the individual analyses that (i) the views expressed in this publication reflect his or her personal views about the subject companies and securities, and (ii) he or she receives compensation that is based upon various factors, including his or her employer's total revenues, a portion of which are generated by his or her employer's investment banking activities, but not in exchange for expressing the specific recommendation(s) in this report.

This publication has been prepared by KBC Securities NV or one of its European subsidiaries (together "KBC Securities"). This publication is provided for informational purposes only and is not intended to be an offer, or the solicitation of any offer, to buy or sell the securities referred to herein. No part of this publication may be reproduced in any manner without the prior written consent of KBC Securities.

The information herein has been obtained from, and any opinions herein are based upon, sources believed reliable, but neither KBC Securities nor its affiliates represent that it is accurate or complete, and it should not be relied upon as such. All opinions, forecasts, and estimates herein reflect our judgement on the date of this publication and are subject to change without notice.

From time to time, KBC Securities, its principals or employees may have a position in the securities referred to herein or hold options, warrants or rights with respect thereto or other securities of such issuers and may make a market or otherwise act as principal in transactions in any of these securities. Any such persons may have purchased securities referred to herein for their own account in advance of the release of this publication. KBC Securities and principals or employees of KBC Securities may from time to time provide investment banking or consulting services to, or serve as a director of a company being reported on herein.

This publication is provided solely for the information and use of professional investors who are expected to make their own investment decisions without undue reliance on this publication. Investors must make their own determination of the appropriateness of an investment in any securities referred to herein based on the merits and risks involved, their own investment strategy and their legal, fiscal and financial position. Past performance is no guarantee for future results. By virtue of this publication, none of KBC Securities or any of its employees shall be responsible for any investment decision.

In the United States this publication is being distributed to U.S. Persons by KBC Financial Products USA, Inc., which accepts responsibility for its contents. Orders in any securities referred to herein by any U.S. investor should be placed with KBC Financial Products USA, Inc. and not with any of its foreign affiliates. KBC FP USA Inc. and/or its affiliates may own 1% or more of the subject company's common equity securities. KBCFP USA Inc. or its affiliates may have managed or co-managed a public offering of the subject company's securities in the past 12 months, or received compensation for investment banking services from the subject company in the past 12 months, or expect to receive or intend to seek compensation for investment banking services from the subject company in the next three months. Any U.S. recipient of this report that is not a bank or broker-dealer and that wishes to receive further information regarding, or to effect any transaction in, any security discussed in this report, should contact and place orders with KBC Financial Products USA Inc. This report is being distributed in the United States solely to investors that are (i) "major U.S. institutional investors" (within the meaning of SEC Rule 15a-6 and applicable interpretations relating thereto) that are also "qualified institutional buyers" (QIBs) within the meaning of SEC Rule 144A promulgated by the United States Securities and Exchange Commission pursuant to the Securities Act of 1933, as amended (the "Securities Act") or (ii) investors that are not "U.S. Persons" within the meaning of Regulation S under the Securities Act and applicable interpretations relating thereto. The offer or sale of certain securities in the United States may be made to QIBs in reliance on Rule 144A. Such securities may include those offered and sold outside the United States in transactions intended to be exempt from registration pursuant to Regulation S. This report does not constitute in any way an offer or a solicitation of interest in any securities to be offered or sold pursuant to Regulation S. Any such securities may not be offered or sold to U.S. Persons at this time and may be resold to U.S. Persons only if such securities are registered under the Securities Act of 1933, as amended, and applicable state securities laws, or pursuant to an exemption from registration. The products sold by KBC Financial Products USA, Inc or any affiliate thereof, including KBC Securities or KBC Financial Products UK Limited, are not insured by the FDIC, are not obligations of or guaranteed by KBC Bank NV or its affiliates, and are subject to investment risks, including possible loss of the entire amount invested.

This publication is for distribution in or from the United Kingdom only to persons who are authorised persons or exempted persons within the meaning of the Financial Services and Markets Act 2000 of the United Kingdom or any order made thereunder or to investment professionals as defined in Section 19 of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 and is not intended to be distributed or passed on, directly or indirectly, to any other class of persons.

This publication is for distribution in Canada only to pension funds, mutual funds, banks, asset managers and insurance companies.

The distribution of this publication in other jurisdictions may be restricted by law, and persons into whose possession this publication comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions. In particular this publication may not be sent into or distributed, directly or indirectly, in Japan or to any resident thereof.

Copyright © 2005 KBC Securities

www.kbcsecurities.com

Brussels
+32 2 417 44 04

London
+44 20 7283 9666

New York
+1 212 845 22 89

Paris
+33 1 53 05 35 55