

Mandrakesoft

6 décembre 2004

Retour aux profits

Logiciels & Services informatiques

Cours € 6,00

Surperformance

France

Objectif € 7,00

Recommandation inchangée

Performances	1m	3m	12m
Absolue	0%	5%	164%
Rel.SBF250	-1%	0%	140%
Relative au secteur	-1%	-7%	171%
Extrêmes 12 mois	€ 6,50/2,27		
Reuters	MAKE.PA		
Bloomberg	MLMAN FP		
Cap boursière	€ 29m		
Prochain événement			

Exercice au 30 09	2003	2004 e	2005 e	2006 e
Chiffre d'affaires (m€)	3,9	5,2	6,6	8,2
EBITDA (m€)	-2,0	1,0	0,7	1,2
Résultat net (m€)	-2,0	1,4	1,5	1,0
BPA retraité* (€)	-0,56	0,17	0,13	0,21
BPA (€)	-0,54	0,29	0,32	0,21
Dividende / action (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
P/E* (x)		36,2	46,7	28,4
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
VE/EBITDA (x)		27,0	36,7	21,9

Source: KBC Securities

*Adjusted for goodwill and exceptionals

Le retour aux profits au terme de l'exercice 2003/04 (clos fin septembre) est très encourageant à divers titres. La structure du chiffre d'affaires – en progression de 33 % - montre la diversité des sources de revenus, et l'amélioration du « mix-produit » se traduit dans la progression de la marge brute. La trésorerie de 2,6 M€ est aussi satisfaisante, son niveau indique que, au-delà de l'apport en capital lié à l'exercice de bons de souscription, Mandrakesoft autofinance sa forte croissance. Au total, l'exercice qui s'est achevé est très satisfaisant et constitue un fort encouragement au moment où Mandrakesoft doit finaliser le renforcement de ses fonds propres qui lui permettra d'accélérer son développement et de se transférer sur un marché réglementé.

Un résultat très satisfaisant

La progression du chiffre d'affaires résulte notamment de la croissance des lignes de revenus à forte marge (ventes en ligne, vente de licences, souscription au club des utilisateurs Mandrakelinux) qui ont représenté 77 % du total du chiffre d'affaires consolidé contre 66 % sur l'exercice 2002 / 03.

Compte de résultat simplifié (milliers d'euros)

	30/09/03	30/09/04	Variation
Chiffre d'affaires	3 901	5 183	32,8 %
Produits d'exploitation	95	1 101	n.s.
Résultat d'exploitation	- 2 167	862	n.s.
Résultat exceptionnel	40	698	n.s.
Résultat net	- 1 987	1 394	n.s.

Source : société

Cette évolution a logiquement entraîné une forte croissance de la marge brute qui s'est stabilisée à un haut niveau tout au long de l'exercice. Les produits d'exploitation (1,11 M€) intègrent notamment 0,67 M€ liés à des financements de projets de Recherche & Développement. Ces revenus de R & D sont partie intégrante de la stratégie de Mandrakesoft et se retrouveront, en augmentation, lors des prochains exercices.

Le résultat d'exploitation est passé d'un montant négatif de 2,17 M€ à un profit de 0,86 M€ d'un exercice à l'autre, la marge d'exploitation ressortant à 16,6 % grâce au meilleur « mix » et à une excellente année au niveau des licences, fortement contributrices en marge.

Perspectives

Comme nous l'avons évoqué dans notre flash du 15 novembre, le développement dans les services entreprises est très prometteur. Mandrakesoft fait de la croissance de son chiffre d'affaires réalisé avec les entreprises une priorité, ce qui va logiquement influencer sur le mix-produit :

Perspectives d'évolution du chiffre d'affaires (milliers d'euros)			
	Septembre 2004	Septembre 2005	Septembre 2006
Produits	3 527	2 700	3 150
Services	391	1 800	2 200
Services en ligne	1 265	2 115	2 825
Chiffre d'affaires	5 183	6 615	8 175
Variation	32,8 %	27,6 %	23,6 %

Source : KBC Securities

La partie produits fluctue notamment en fonction des accords de licences qui avaient été particulièrement élevés sur l'exercice achevé le 30 septembre 2004. Les services en ligne représentent les revenus en forte progression des clubs utilisateurs particuliers et entreprises.

Le chiffre d'affaires des services intègre Edge-IT (CA 0,4 M€ selon nous) qui correspond à de la croissance externe. Mais le reste sera organique et inclura notamment la 1^{ère} tranche du contrat avec la DGA pour environ 0,3 M€ selon notre estimation.

Cette progression dans les services résulte d'une volonté délibérée d'accélérer dans ce segment à fort potentiel, stratégie ayant conduit au renforcement des équipes pour répondre à une demande en rapide expansion. Le corollaire est que les marges sont évidemment moins élevées que dans les licences. Nous pensons que ce développement dans les services est absolument indispensable si la société ne veut pas se couper du marché des entreprises, dont beaucoup viennent « naturellement » vers elle du fait de sa notoriété.

Mandrakesoft devra donc résoudre l'équation croissance / rentabilité. Dans un premier temps, et compte tenu de l'impact fortement positif des licences sur l'exercice précédent, nous prévoyons une baisse de la marge d'exploitation sur l'exercice en cours à 8,9 % contre 16,6 % avant une remontée à 12,1 % en 2006. **Nous pensons que le résultat net de l'exercice en cours sera bénéficiaire à un niveau proche du précédent du fait d'un résultat exceptionnel encore significatif (0,9 M€ dans nos prévisions), ce qui permettra aussi de renforcer les fonds propres.**

Conclusion

Nous maintenons notre objectif de cours de 7 €. Mandrakesoft a deux challenges à relever :

- l'un financier, celui (déjà très avancé) de rétablir très rapidement une situation nette positive pour pouvoir opérer son transfert sur un marché réglementé ;
- l'autre opérationnel, celui de maîtriser sa croissance dans les services, dont le business model est différent.

Ces challenges ne remettent pas en cause l'élément important, selon nous, le fait que la société soit désormais rentable. Ces résultats positifs crédibilisent la société, rassurent sur sa pérennité et pourraient jouer en faveur de Mandrakesoft dans les nombreux appels d'offres en cours.

Jacques Falzon
+33 1 53 05 35 51
j.falzon@kbcsecurities.fr

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 © 2004 KBC Securities