

Mandrakesoft

15 novembre 2004

Sur la bonne voie

| Logiciels & Services informatiques | | | Cours | € 5,75 | Surperformance | | |
|------------------------------------|-------------|------|----------|-------------------------|-----------------------|-------|-------|
| France | | | Objectif | € 7,00 | Rating Unchanged | | |
| Performances | 1m | 3m | 12m | Exercice au 09.30 | | | |
| Absolute | -1% | 0% | 153% | Chiffre d'affaires (m€) | 2004 | 2005e | 2006e |
| Rel.SBF250 | -4% | -9% | 124% | EBITDA (m€) | 5,2 | 6,5 | 7,9 |
| relatif au secteur | -8% | -15% | 156% | RCAI* (m€) | 0,4 | 1,2 | 1,9 |
| Extrêmes 12 mois | € 6,50/2,27 | | | BPA retraité* (€) | 0,8 | 1,1 | 1,8 |
| Reuters | MAKE.PA | | | BPA (€) | 0,08 | 0,24 | 0,37 |
| Bloomberg | MLMAN FP | | | Dividende / action (€) | 0,17 | 0,24 | 0,37 |
| Cap boursière | € 27m | | | P/E* (x) | 48,2 | 23,8 | 15,6 |
| Prochain événement | | | | Rendement (%) | | | |
| | | | | VE/EBITDA (x) | 46,5 | 21,2 | 12,9 |

Source: KBC Securities *Adjusted for goodwill and exceptionals

Pour son exercice au 30/09/2004, Mandrakesoft a publié un chiffre d'affaires de 5,18 M€ (+ 33 %), supérieur à notre prévision de 4,7 M€. La part des services, légèrement inférieure à nos attentes, va fortement s'accroître en 2005, le carnet de commandes représentant d'ores et déjà environ deux fois les réalisations de 2004 dans ce domaine, ce qui sécurise notre prévision d'une croissance d'au moins 25 % sur l'exercice en cours. La société Edge-IT, dont l'acquisition a été finalisée le 4 octobre, n'a pas été consolidée.

Retour à la croissance

Mandrakesoft aura retrouvé en 2003/04 le chemin de la croissance avec une progression de 21 % au 1^{er} semestre qui s'est très nettement amplifiée au second (+ 49 %). Le travail effectué commence à payer, et la qualité du chiffre d'affaires s'améliore avec désormais une part de 77 % (contre 66 % l'an dernier) pour l'ensemble ventes en ligne + licences + club d'utilisateurs. La distribution en magasins ne représente plus que 15 % du chiffre d'affaires tandis que les services sont (provisoirement) retombés à 8 % contre 11 %.

Evolution du chiffre d'affaires semestriel

| | 30/09/00 | 30/09/01 | 30/09/02 | 30/09/03 | 30/09/04 |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 1er semestre | 1,72 | 1,71 | 2,33 | 2,09 | 2,52 |
| 2ème semestre | 1,28 | 1,85 | 2,34 | 1,81 | 2,66 |
| Total | 3,00 | 3,56 | 4,67 | 3,90 | 5,18 |

Source: société

La société Edge-IT, dont l'acquisition a été annoncée le 1^{er} juillet 2004 et qui a réalisé un total de facturations de 0,27 M€ (pratiquement multiplié par 3), n'a pas été consolidée compte tenu d'une finalisation de l'opération après la clôture de l'exercice. Sa croissance reflète cependant les effets bénéfiques de son adossement à Mandrakesoft.

Comme prévu, le résultat de l'exercice sera positif du fait notamment d'éléments exceptionnels positifs, ce qui améliorera la situation nette qui restera cependant négative. Notre prévision d'excédent brut d'exploitation 2004 pourrait par contre être un peu optimiste, du fait notamment du renforcement des structures.

Dans son communiqué, Mandrakesoft précise que des produits constatés d'avance (abonnements au Club et prestations non encore effectuées) se sont élevés à 0,77 M€ et que le carnet de commandes dans les services était de 0,87 M€ en fin d'exercice.

Un partenaire incontournable ?

Ces derniers mois ont été riches en annonces positives pour la société. Une des particularités de ces annonces, est qu'elles faisaient souvent référence à des partenariats dans des domaines divers et parfois assez pointus. La renommée de Mandrakelinux, dont l'enrichissement est régulier, tous les 6 mois (la nouvelle version 10.1 vient de sortir), a un côté rassurant sur la pérennité du produit et sur la qualité des développements des contributeurs.

Par ailleurs, le fait que Mandrakesoft soit le seul acteur européen, depuis que Suse a été racheté par Novell, rend la société pratiquement incontournable ; cela peut même sembler à certains être un argument facile pour gagner des contrats avec le secteur public. Nous pensons que la multiplication des partenariats et la participation à des projets très importants sont néanmoins des gages de la solidité des produits et des équipes de R & D de la société.

Matériels

Dans ce domaine, les principales annonces ont concerné :

- le lancement de Globe Trotter, un poste de travail mobile de 40 Go sur base d'un disque dur externe LaCie ;
- la commercialisation de PC grand public équipés du système d'exploitation Mandrakelinux avec Carrefour (Compubox, vendue en ligne et dans certains magasins, à titre de test) mais aussi, et surtout, avec Planète Saturn qui a décidé de monter en gamme (PC à 499 € avec un Pentium4 à 3Ghz) après le succès de ses offres très économiques à 299 € et 329 €.

L'intérêt de la Grande Distribution pour Linux est riche de promesses, mais le processus sera long sauf à investir massivement dans le support et la formation, qui sont les principaux freins au développement. Nous pensons néanmoins que ce créneau se développera progressivement.

Services

C'est certainement la partie la plus prometteuse (qui a notamment justifié l'acquisition de Edge-IT), car complément indispensable des produits et clé d'entrée dans les entreprises et administrations. Les collaborations permettent de nouer des relations commerciales récurrentes avec des partenaires pour répondre ensemble à des appels d'offres et ainsi d'acquérir des références et renforcer la notoriété de la société. De plus, certains développements seront utilisables dans les produits propres à Mandrakesoft.

Parmi les récents contrats gagnés, remarquons notamment :

- la participation au Système d'Exploitation ouvert de haute sécurité pour le Ministère de la Défense, un contrat de 7 M€ - dont 1 M€ pour la part de Mandrakesoft. C'est un élément très important compte tenu du niveau de technicité requis, le plus important exigé en termes de sécurité (EAL5).
- La participation à un projet de R&D dénommé GITAN pour la recherche avancée en informatique mobile. Mandrakesoft a une part de l'ordre d'un tiers dans ce contrat de 1 M€.

Conclusion

Le chiffre d'affaires de l'exercice au 30/09/04 est supérieur aux prévisions et le résultat net sera positif (et inclura une bonne part d'éléments exceptionnels). Au-delà de ces éléments financiers encourageants, notamment au regard de l'augmentation attendue du capital et du transfert sur un marché réglementé, l'exercice écoulé a montré le dynamisme de Mandrakesoft.

Sur le fonds, le marché Linux est porteur et de récentes études (cf. Forrester) le confirment. Le positionnement de Mandrakesoft en tant que seul éditeur européen et l'accumulation de références dans le monde des entreprises et administrations et des grands projets lui confèrent un avantage. C'est pourquoi il nous paraît essentiel que le renforcement des fonds propres soit réalisé pour donner à l'entreprise les moyens d'accélérer son développement pour pouvoir profiter pleinement de cet élan.

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

Analyst certification 12 novembre 2004n: 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