

Mandrakesoft

18 août 2004

Les moyens du développement

Logiciels & Services informatiques				Cours	5,70 €	Surperformance			
France				Objectif	7,00 €	Opinion inchangée			
Performances	1m	3m	12m	Exercice au 30.09	2003	2004e	2005e	2006e	
Absolute	-12%	36%	151%	Chiffre d'affaires (m€)	3,90	4,97	6,51	7,91	
Rel. SBF250	-10%	36%	130%	EBITDA (m€)	-2,03	0,38	1,23	1,87	
Rel. secteur	-6%	41%	123%	RCAI* (m€)	-2,03	0,33	1,15	1,76	
Extrêmes 12 mois	6,50/0,00 €			BPA retraité* (€)	-0,55	0,08	0,26	0,38	
Reuters	MAKE.PA			BPA (€)	-0,54	0,17	0,24	0,37	
Bloomberg	MLMAN FP			Dividende / action (€)	-	-	-	-	
Cap boursière	27,1M €			P/E* (x)	-	73,1	22,3	15,0	
Prochain événement				Rendement (%)	-	-	-	-	
Pas d'événement.				VE/EBITDA (x)	-	74,9	23,0	14,8	

Source: KBC Securities *Retraité des survaleurs et exceptionnels

Mandrakesoft convoque une assemblée générale extraordinaire le 13 septembre 2004 pour engager le processus de transfert sur un marché réglementé, procéder à l'émission de un million d'actions nouvelles et entériner l'acquisition de Edge-IT.

L'amélioration de la rentabilité, comme l'a montré la publication des résultats du 3^{ème} trimestre le 27 juillet 2004, et l'accélération des initiatives autour de Linux (migrations de parcs, PC pour entreprises chez HP, PC grand public chez Carrefour Multimedia ou Planet Saturn...), sont des éléments positifs de nature à soutenir cette évolution. Si l'investissement dans Mandrakesoft n'est pas dénué de risques compte tenu du stade de développement de la société, les perspectives de pénétration des logiciels libres dans les secteurs publics et privés sont réelles et très significatives. En se donnant les moyens de renforcer sa structure financière, Mandrakesoft pourra plus facilement tirer profit de sa forte renommée dans le monde Linux.

Augmentation de capital et transfert sur un marché réglementé

L'ordre du jour de l'assemblée générale extraordinaire (AGE) convoquée le 13 septembre 2004 (cf Balo du 13 août 2004) est chargé, les principales résolutions concernent des délégations de pouvoirs au Conseil d'administration pour 1) procéder à l'émission de valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme à des actions de la société (avec suppression du droit préférentiel de souscription) et 2) mener à bien les opérations de transfert sur un marché réglementé avant le 31 décembre 2005.

Augmentation de capital

La principale résolution en la matière (la 11^{ème}), autorise le Conseil d'administration à procéder en une ou plusieurs fois et avant le 13 décembre 2004 à une **augmentation de capital réservée** à certains actionnaires par l'émission d'un **maximum de un million d'actions** de 2,0 € de nominal à un **prix compris entre 6,0 € et 6,5 €** (incluant une prime d'émission comprise entre 4,0 € et 4,5 €).

Cette augmentation de capital réservée, dont la réalisation ne nécessite pas la mise en œuvre d'une procédure lourde, permettra la restauration des capitaux propres qui devraient atteindre selon nous 3,5 M€ (compte tenu du résultat net positif de l'exercice en cours) après l'opération contre - 3,5 M€ à la fin de l'exercice précédent. La trésorerie disponible s'élèverait alors à environ 8 M€. **Cette restauration est le préalable obligatoire à tout transfert sur un marché réglementé.**

Le placement auprès d'actionnaires identifiés permettra également de mieux contrôler les éventuelles reventes de titres sur le marché.

Les actionnaires seront également amenés à se prononcer sur la création d'un maximum de 455.000 actions supplémentaires en trois opérations distinctes :

- 70.000 actions nouvelles à émettre au bénéfice des actionnaires de Edge-IT, une société dont l'acquisition a été annoncée le 1^{er} juillet 2004
- 235.000 options de souscription d'actions destinées à des personnels de la société
- 150.000 actions émises dans le cadre de l'épargne salariale au prix unitaire de 2,78 € (dont 0,78 € de prime d'émission) au bénéfice des salariés de l'entreprise et dont la souscription devra intervenir avant le 31 décembre 2004.

Hors exercice des options (qui sur la base des cours actuels aurait une rentrée générée de l'ordre de 1,1 M€), les diverses opérations permettraient à la société de recevoir entre 6,5 M€ et 7 € de liquidités avant le 31 décembre 2004.

Parallèlement, Mandrakesoft demandera à ses actionnaires diverses autorisations financières ainsi que la faculté d'opérer des rachats d'actions.

Transfert sur un marché réglementé

Mandrakesoft a toujours eu la volonté d'être cotée sur un marché réglementé en France (Euronext Paris) ou en Europe. Le rétablissement d'une situation nette positive et le retour à la croissance du chiffre d'affaires et aux profits permettent aujourd'hui d'enclencher le processus. La 6^{ème} résolution vise à autoriser les dirigeants à réaliser ce transfert avant le 31 décembre 2005.

Résultats au 30 juin 2004 (9 mois)

Mandrakesoft a publié un résultat net positif pour chacun de ses trois derniers trimestres. Le chiffre d'affaires « glissant » sur quatre trimestres consécutifs a été de 4,74 M€, en progression de 20,6 % sur celui de la même période (T4/T1/T2/T3) de l'année précédente. Pour atteindre notre prévision de 4,97 M€ au 30/9/04, le chiffre d'affaires du 4^{ème} trimestre (au 30 septembre) devrait progresser de 23 % environ.

Sur les neuf premiers mois de l'exercice, la progression du chiffre d'affaires a d'ores et déjà atteint 26.8 %.

Evolution trimestrielle								
M€	T4 – 02/03	Variation*	T1 – 03/04	Variation*	T2 – 03/04	Variation*	T3 – 03/04	Variation*
Chiffre d'affaires	0,724	- 4.2 %	1,421	8,3 %	1,095	39,8 %	1,500	38,8 %
Marge brute	0,649	10,4 %	1,169	29,9 %	0,952	47,6 %	1,250	67,1 %
Taux de marge	89,6 %		82,3 %		86,9 %		83,3 %	
Résultat opérationnel	- 0,433	ns	0,284	ns	- 0,086	ns	0,17	ns
Marge opérationnelle	- 59,8 %		20,0 %		- 0,8 %		11,3 %	
Résultat net part du groupe	- 0,386	ns	0,271	ns	0,037	ns	0,19	ns
Marge nette	- 53,3 %		19,1 %		3,4 %		12,7 %	

Source : société

*Variation annuelle, par rapport au trimestre équivalent

Le taux de marge brute se maintient à un niveau élevé grâce notamment à la croissance des ventes en ligne et par téléchargement (MandrakeClub) et à la baisse relative de la distribution en magasins. Le résultat d'exploitation subit ponctuellement les effets du renforcement de la structure, un recrutement sur un trimestre pouvant ne pas générer immédiatement de rentabilité. Le résultat net du 1^{er} semestre ressort du tableau ci-dessus à 0,31 M€, il n'inclut pas 0,51 M€ d'éléments positifs non récurrents : le résultat net publié du 1^{er} semestre, communiqué le 8 juillet 2004, a donc atteint 0,82 M€. La marge nette hors éléments non récurrents et impôts ressort à 7,7 % sur 9 mois.

Autres éléments

Nous avons déjà commenté certaines annonces de la société, notamment la décision, importante, du Ministère de l'Équipement de lui confier la migration de 1.500 serveurs bureautique et d'infrastructures (cf flash du 12 juillet 2004), ce qui concrétise la volonté du gouvernement français d'aider au développement des logiciels libres dans l'administration et les sociétés publiques pour d'une part limiter les coûts et d'autre part limiter la dépendance à un éditeur exclusif.

Autre événement très intéressant, **l'intérêt de grands groupes de distribution pour Linux commence à se manifester**. Carrefour présente sur le site Carrefour Multimedia un ordinateur de bureau « Compubox » équipé du système Mandrakelinux (système d'exploitation + 40 logiciels bureautique, multimedia et Internet) pour un prix de 299 € (sans écran). Cet appareil, qui est assez complet pour le prix, ne contient pas de modem mais dispose d'une carte réseau, il est plutôt destiné à être un second équipement, à la bureautique et au surf sur Internet. C'est clairement ce qu'a constaté Planet Saturn (groupe Metro) qui a vendu en France en une semaine près d'un millier de configurations équivalentes livrées à moins de 300 € avec Mandrakelinux (mais non pré-installé comme chez Carrefour). La plupart des acheteurs souhaitaient faire cohabiter les deux systèmes.

Perspectives

Il est d'usage de calculer l'effet d'une émission d'actions nouvelles sur le bénéfice par action. Si Mandrakesoft levait des fonds pour les placer au jour le jour à 2 % (avant IS), la dilution serait selon nous de 12,5 % pour l'exercice au 30 septembre 2005 et de 16 % au 30 septembre 2006, ce qui ne serait bien évidemment pas une bonne nouvelle (compte tenu de la proximité de la date de clôture, l'impact sur l'exercice au 30 septembre 2004 sera négligeable).

Fort heureusement, la société a d'autres ambitions, notamment le renforcement de son pôle services. Après impôts, il faudrait que Mandrakesoft dégage un résultat net de 3,7 % environ en 09/2005 et de 5,2 % en 09/2006 sur les fonds levés (nous nous sommes basés sur 7 M€) pour éviter toute dilution.

Ceci nous apparaît réaliste car ces ratios sont atteignables dans le cadre d'activités de services et Mandrakesoft dispose d'importants reports déficitaires (25 M€ soit environ 8 M€ d'économies d'impôts) et ne devrait pas payer d'impôts avant quelques années.

Conclusion

Les opérations proposées à l'AGE du 13 septembre entrent tout à fait dans le processus de développement de Mandrakesoft. Elles **nous semblent indispensables** pour permettre à la société d'accélérer sa croissance sur les marchés professionnels et grand public.

Au regard des évaluations des « distributeurs » Linux cotés ou en passe de l'être, Red Hat (20,6x le chiffre d'affaires) ou Linspire (51x le chiffre d'affaires sur le bas de fourchette du dernier prix - soit 5 \$ par action – envisagé pour l'IPO), **la valorisation de Mandrakesoft** (5,4x le chiffre d'affaires attendu au 30/9/04) **demeure attractive**.

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

Attestation de l'analyste: Chacun des analystes cités dans ce rapport certifie, en ce qui concerne les sociétés ou les valeurs mobilières analysées par lui, (i) que les points de vue exprimés dans ce document reflètent son sentiment personnel sur ces sociétés ou sur ces valeurs mobilières, et (ii) que bien qu'il perçoive une rémunération basée sur différents éléments, et notamment sur les revenus totaux de son employeur qui sont pour partie générés par des activités de banque d'affaires, sa rémunération n'est pas liée aux recommandations spécifiques exprimées dans ce document.

Cette publication a été rédigée par KBC Securities NV ou par une de ses filiales européennes (conjointement "KBC Securities"). Cette publication est délivrée à titre informatif uniquement et ne constitue en aucun cas une offre ou une demande d'ordre d'acheter ou de vendre les valeurs mobilières qui y sont mentionnées. Aucune partie de cette publication ne peut être reproduite de quelque façon que ce soit sans l'accord de KBC Securities. L'information contenue dans cette publication provient de, et toutes les opinions qui y sont reprises sont fondées sur, des sources présumées fiables. Cependant KBC Securities ne garantit en aucune façon l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations et personne ne peut s'en prévaloir. Toutes les opinions, projections et/ou estimations contenues dans cette publication reflètent le jugement de KBC Securities à la date de celle-ci et peuvent être sujettes à modification sans notification. Il se peut que KBC Securities, ses dirigeants ou ses employés aient une position dans des valeurs mobilières mentionnées dans cette publication, ou détiennent des options, warrants ou autres droits sur ces valeurs mobilières ou sur d'autres titres des mêmes émetteurs. Il se peut aussi que ces personnes soient teneurs de marché ou passent des transactions relatives à ces valeurs mobilières pour leur compte propre. Une quelconque de ces personnes peut avoir acheté à titre personnel des valeurs mobilières mentionnées dans cette publication préalablement à sa parution. En outre, il se peut que KBC Securities, ses dirigeants ou ses employés agissent en tant que conseillers ou banquiers d'affaires pour, ou qu'ils soient administrateurs dans une société mentionnée dans cette publication. Cette publication est destinée exclusivement à titre informatif aux investisseurs professionnels qui sont supposés faire leur propre décision d'investissement sans se baser de manière inappropriée sur cette publication. Les investisseurs doivent se faire leur propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière mentionnée dans cette publication en tenant compte des mérites et risques qui y sont attachés, de leur propre stratégie d'investissement et de leur situation légale, fiscale et financière. Les performances historiques ne sont en aucun cas une garantie pour le futur. Du fait de cette publication, ni KBC Securities, ni aucun de ses dirigeants ou de ses employés, ne peut être tenu responsable d'une quelconque décision d'investissement. Pour les Etats-Unis, cette publication est distribuée aux personnes américaines par KBC Securities, Inc. qui accepte la responsabilité du contenu. Tout ordre d'un investisseur américain pour une quelconque valeur mobilière mentionnée dans cette publication doit passer par KBC Securities, Inc. et non par une des autres sociétés du groupe à l'étranger. Cette publication est, en ce qui concerne sa distribution du ou au Royaume-Uni, uniquement destinée aux personnes considérées comme 'personnes autorisées ou exemptées' selon le 'Financial Services and Markets Act 2000' du Royaume-Uni ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou auprès de professionnels en matière d'investissements tels que décrits dans la section 19 du 'Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) order 2001' et n'est pas destinée à être distribuée ou communiquée, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Au Canada, cette publication peut uniquement être distribuée aux caisses de retraite, aux sociétés d'investissement, aux banques, aux gérants de fortune et aux compagnies d'assurances. La distribution de cette publication dans d'autres juridictions peut être limitée par la législation applicable et toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. En particulier, cette publication ne peut être envoyée ou distribuée, directement ou indirectement, au Japon ou à tout résident de ce pays.

Droits d'auteur © 2004 KBC Securities

www.kbcsecurities.com

Brussels
+32 2 417 44 04

London
+44 20 7283 9666

New York
+1 212 489 20 40

Paris
+33 1 53 05 35 55