

Edition de logiciels

Marché Libre



Mandrakesoft

Le champion Linux européen

EDITORIAL

- Mandrakesoft est l'un des trois éditeurs d'envergure mondiale du systèmes d'exploitation Linux avec sa solution Mandrakelinux. En terme de revenu, Mandrakesoft se place en 3eme position derriere Red Hat (loin devant) et de Suse (racheté récemment par Novell). Positionnée sur un marché appelé à se développer et où peu d'intervenants de taille mondiale sont présents, Mandrakesoft, après 3 années difficiles devrait profiter de l'intérêt des particuliers, des entreprises et des administrations pour les solutions Linux. Il s'agit aujourd'hui de l'une des rares valeurs au monde permettant de miser sur le développement de Linux et la seule en Europe.

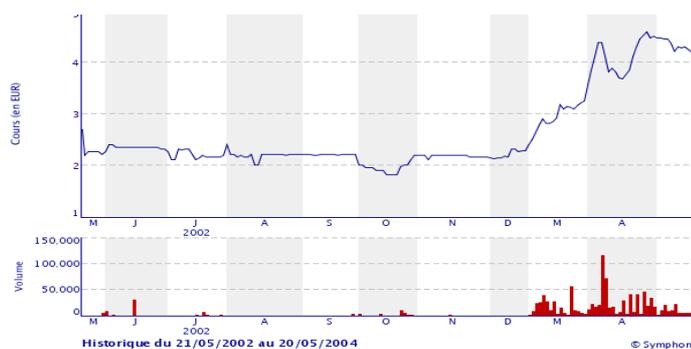


Au 20 Mai 2004

Cours de bourse : 4,15 €

Capitalisation : 19,7 M€
 Nombre de titres : 4 753 906 titres
 Volume moyen/6 mois : 18 930 titres
 Extrêmes / 12 mois : 2,39 € / 4,60 €
 Rotation du capital / 6 mois : 61,9 %
 Flottant : 83,1 %
 Volatilité / 6 mois : 53,5 %
 Code ISIN : FR 0004159382

Evolution du cours et des volumes sur 2 ans



A noter !

Valeur d'entreprise 20 M€
 VE/CA 5,2

En 2003 / 2004
 Variation CA 1^{er} sem + 20 %
 Résultat net 1^{er} sem. 0,3 M€

En 2002 / 2003
 Chiffre d'affaires 3,9 M€
 Résultat net -2,0 M€

OVERVIEW

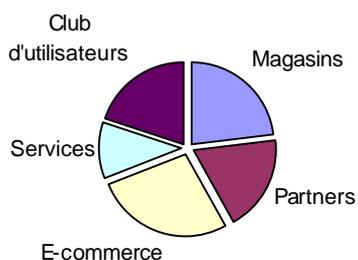
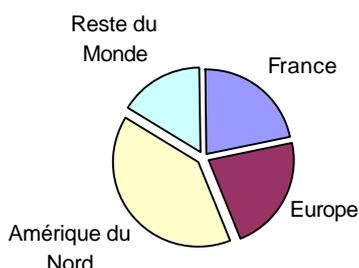
Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> Un flottant élargi et des volumes de transactions importants. Une rentabilité restaurée au cours du 1^{er} semestre 2003 / 2004. Mandrakesoft est le seul éditeur Linux européen. 	<ul style="list-style-type: none"> Peu de partenariats avec les gros éditeurs (type Oracle ou SAP) et les constructeurs. Une structure financière encore fragile avec des capitaux propres toujours négatifs.
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> La volonté des pouvoirs publics et des grandes entreprises de s'affranchir de Microsoft. Une base installée de 4 millions d'utilisateurs de Mandrakelinux (estimations Mandrakesoft). 	<ul style="list-style-type: none"> Un litige concernant l'utilisation de la marque Mandrake qui risque de nuire à la notoriété du groupe compte tenu de l'attachement des utilisateurs à cette marque. Risques juridiques si les logiciels deviennent brevetables en Europe.

Après un exercice 2002/2003 marqué par un repli de l'activité de plus de 16 %, Mandrakesoft annonce pour le 1^{er} semestre 2003/2004 une progression de 20 % de son activité, à 2,5 millions d'euros qui devrait lui permettre de réaliser un chiffre d'affaires annuel compris entre 4 et 6 millions. Le groupe a de plus renoué avec la rentabilité après 4 ans dans le rouge, avec un résultat d'exploitation de 0,2 million d'euros, soit une marge de 7,9 %. Malgré sa cotation sur un marché non réglementé, Mandrakesoft continue de jouer le jeu de la transparence en informant régulièrement le marché de ses résultats. Le groupe envisage d'ailleurs un transfert sur le Nouveau Marché d'ici à la fin de l'année. Il a en outre déposé une demande d'obtention du label Anvar qui rendrait le titre Mandrakesoft éligible aux FCPI.

ACTIVITE

Linux est un système d'exploitation open source dans lequel l'utilisation de logiciels libres est possible. Un logiciel libre est un logiciel dont le code source (les secrets de fabrication) est connu et disponible pour tous, ce qui permet la duplication des logiciels mais aussi l'amélioration et la traduction de ceux-ci en de nombreuses langues grâce à la contribution de tous les utilisateurs. La forte mutualisation de la R&D à laquelle participent clients, utilisateurs et éditeurs permet de réduire fortement les coûts d'amélioration des produits. Mandrakesoft compte ainsi un millier de contributeurs qui travaillent bénévolement au développement de ses produits. La contrepartie est l'accès gratuit à Linux, aux logiciels et au code source. Les domaines d'application de Linux et des logiciels libres sont variés : Internet / Intranet, réseaux d'entreprise, super-calculateurs, systèmes embarqués, réseaux d'agences, de magasins...

Répartition du chiffre d'affaires

CA par activités en 2003CA par zones en 2003

Créée en 1998 par de jeunes internautes passionnés par Linux, Mandrakesoft est un éditeur devenu une référence au niveau mondial dans le domaine Linux avec son système Mandrakelinux. Il s'agit d'une solution clé en main comprenant un système d'exploitation et de nombreux applicatifs accessibles dans 50 langues. Les produits de Mandrakesoft sont reconnus en termes de qualité et d'innovation, comme le montrent les nombreuses récompenses reçues. L'activité du groupe bénéficie de la stratégie de gros constructeurs (IBM, HP...) qui proposent de plus en plus de solutions fonctionnant sous Linux et des prises de positions des pouvoirs publics en faveur de l'utilisation des logiciels libres qui permettent de casser la dépendance vis-à-vis de Microsoft. Le business model de Mandrakesoft a été un temps fondé sur la vente d'une version complète de Mandrakelinux sur CD-Rom à un prix attractif. Une version allégée de Mandrakelinux étant disponible gratuitement sur Internet, peu d'utilisateurs achetaient le CD-Rom, qui permettait néanmoins un gain de temps par rapport au téléchargement qui pouvait prendre plusieurs dizaines de jour. Ce modèle économique a néanmoins rapidement montré ses limites depuis la généralisation de l'ADSL.

Aujourd'hui, le business model du groupe repose sur un développement des services, une forte augmentation du nombre d'abonnés au Club d'utilisateurs et une pénétration plus importante du marché des entreprises. Le groupe souhaite également accroître les revenus provenant des royalties versés par les partenaires qui intègrent la solution Mandrakelinux. La vente de « packs » sur CD-Rom en magasins (FNAC...) va se marginaliser de même que la vente en ligne dans un deuxième temps.

● FAITS MARQUANTS

Mandrakesoft a connu par le passé des difficultés consécutives à l'embauche d'une équipe de managers américains (suite à l'entrée au capital d'investisseurs financiers) qui a éloigné le groupe de son cœur de métier. Le groupe a ainsi rapidement englouti les 22 millions d'euros levés depuis 1999. Le licenciement d'une partie de cette équipe et le recentrage de la société sur son core business a permis de réduire les pertes mais, faute de liquidités suffisantes, Mandrakesoft a été contrainte de procéder à une déclaration de cessation de paiement en janvier 2003. Elle a rapidement été placée en redressement judiciaire, ce qui lui a permis de rompre par anticipation certains contrats, source de coûts non nécessaires. Pendant cette période, la société s'est attelée à achever le recentrage de ses activités et à réduire ses coûts fixes pour améliorer ses marges. Ces efforts lui ont permis de renouer avec les profits dès la fin de l'année 2003.

En mars 2004, Mandrakesoft sort du redressement judiciaire par voie de continuation avec un étalement du passif sur 9 ans sans intérêts. Ce passif s'élève à 3,3 millions d'euros de créances exigibles auxquels s'ajoutent 5,4 millions de créances déclarées dont 4,6 millions sur un litige en cours concernant l'utilisation de la marque Mandrake. Sur ce montant, la société (et le Tribunal de Commerce) a retenu une créance potentielle de 0,8 million au vu du jugement rendu en 1ère instance et des négociations en cours.

PERSPECTIVES STRATEGIQUES

Mandrakesoft souhaite capitaliser sur sa notoriété, sa place dans le trio de tête des éditeurs de solutions Linux et sa position d'unique acteur européen purement Linux pour poursuivre son développement. Sa stratégie pour les prochains mois repose sur deux axes :



- Tout d'abord, le groupe souhaite développer les services (support, formation, adaptation des produits aux besoins des utilisateurs) qui lui permettront de générer un revenu récurrent sur la base de contrats annuels ou pluriannuels. Pour ce faire, Mandrakesoft souhaite procéder notamment par acquisition afin de disposer rapidement d'équipes opérationnelles et répondre ainsi aux besoins des grands comptes. La société étudie actuellement des acquisitions de cibles dans ce domaine qui seraient acquises par échange de titres.

- Le groupe entend en outre développer son Club d'utilisateurs qui est une manière rapide d'accroître ses marges. L'inscription à ce club permet de télécharger les dernières versions de Mandrakelinux en avant-première et d'accéder à de nombreux services en ligne. Il regroupe aujourd'hui 17 000 particuliers (cotisations annuelles comprises entre 60 et 120 €) et 30 à 40 entreprises (cotisations annuelles entre 2 500 et 30 000 €). Le potentiel de croissance dans ce domaine est important dans la mesure où le groupe compte 250 000 inscrits à sa newsletter et estime à 4 millions le nombre d'utilisateurs de la solution Mandrakelinux.

PERSPECTIVES FINANCIERES

Après plusieurs exercices marqués par de lourdes pertes liées à une structure de coûts inadaptée à sa taille, Mandrakesoft a poursuivi la baisse de ses coûts consécutive à son recentrage amorcé en avril 2001. Le groupe est redevenu bénéficiaire depuis le dernier trimestre calendaire 2003. Sur le 1er semestre de son exercice fiscal (octobre à mars 2004), le groupe enregistre une croissance de 20 % de son chiffre d'affaires et un résultat net de 0,3 million d'euros. Les clients ont retrouvé une certaine confiance grâce à la sortie du redressement judiciaire. L'accélération du nombre d'abonnés se traduira par une forte amélioration de la marge opérationnelle en raison d'une marge brute proche de 100 % pour cette activité. Le marché de Linux est attendu en croissance de 25 % par an jusqu'en 2007 d'après d'IDC.

Les capitaux propres, toujours négatifs, s'améliorent néanmoins courant 2004 grâce à l'exercice de BSA qui ont permis de lever 2,28 millions d'euros. Le groupe va en outre bénéficier de l'étalement de son passif sur 9 ans qui pourrait éventuellement se réduire en cas de remboursement anticipé.

Le seul comparable pertinent qui soit un « pure player » Linux, le groupe Red Hat, est valorisé 31 fois le chiffre d'affaires 2003/2004, 22 fois le chiffre d'affaires 2004/2005e et 107 fois les bénéfices anticipés pour 2004/2005 contre respectivement 5,2 fois, 3 fois et 30 fois pour Mandrakesoft d'après nos estimations. Bien que plus petit, Mandrakesoft est donc un challenger nettement moins bien valorisé. Au cours actuel, le marché n'intègre pas l'effet de ciseau sur la rentabilité du dépassement du point mort (structure de coûts fixes), ni la croissance attendue sur le marché de Linux qui permettra d'écraser davantage les coûts de structure, ni la volonté des pouvoirs publics de promouvoir Linux qui profitera forcément à Mandrakelinux de par sa position d'acteur unique en Europe. La décote par rapport à son concurrent direct est excessive, d'autant plus qu'ils sont confrontés tous deux au même type de risques juridiques.

INFORMATIONS PRATIQUES

Actionnariat

Jacques Le Marois (co-fondateur)	10,07 %
André Jolivet (business angel)	8,44 %
Millenium Partners	7,91 %
FCPR BBS Capital	7,03 %
François Poitrinal	6,55 %
Frédéric Bastok (co-fondateur)	5,61 %
François Bancilhon	3,86 %
Gaël Duval (co-fondateur)	3,02 %
Iliad	2,33 %
Autres	45,18 %

Adresse

MandrakeSoft
43 Rue d'Aboukir
75 002 Paris

Tél : 01 40 41 00 41
Fax : 01 40 41 92 00

Site web : www.mandrakesoft.com

● COMPTES HISTORIQUES & PREVISIONNELS

En K€	2001	2002	2003	2004e	2005p
Chiffre d'affaires	3 557	4 673	3 901	5 383	6 913
Résultat d'exploitation	-13 378	-5 726	-2 167	530	931
Résultat financier	192	114	141	41	47
Résultat exceptionnel	- 407	- 495	40	83	0
<i>Amortissement survaleurs</i>	0	0	0	0	0
Résultat net Part du Groupe	-13 595	-6 108	-1 987	653	977
Actif immobilisé	874	618	420	390	400
<i>dont survaleurs</i>	0	0	0	0	0
Actif circulant	1 083	863	628	865	1 111
Trésorerie	4 030	604	247	4 515	5 431
Total bilan	5 987	2 085	1 295	5 769	6 942
Capitaux propres	1 888	-3 874	-5 776	-2 840	-1 994
Emprunts et dettes financières	133	375	720	720	640
Dettes d'exploitation	2 225	4 080	5 215	6 753	7 160
Capacité d'autofinancement	-13 000	-6 114	-2 219	833	1 167
Variation du BFR	-1 088	-2 049	-1 390	-1 302	- 161
Investissements opérationnels	362	- 34	- 69	150	200
Free Cash Flows opérationnels	-12 274	-4 031	- 760	1 985	1 127
Marge d'exploitation	ns	ns	ns	9,8%	13,5%
Marge nette	ns	ns	ns	12,1%	14,1%
Rentabilité des fonds propres	ns	157,7%	34,4%	ns	ns
Gearing net	-206,4%	ns	ns	ns	ns
Effectif	113	82	59	56	70
Charges de personnel / CA	226,6%	102,0%	80,6%	46,5%	46,0%
BNPA (en €)	-4,81	-1,78	-0,54	0,18	0,27

Clôture de l'exercice en septembre

++

Forte croissance anticipée sous l'impulsion de l'augmentation des souscriptions et des services

--

Des fonds propres toujours négatifs mais qui s'améliorent

+

Dettes financières constituées essentiellement d'avances conditionnées liées à la R&D qui ne devraient pas être remboursées

++

Forte amélioration de la rentabilité grâce à un meilleur étalement des frais fixes et à un fort développement des souscriptions au Club qui génèrent des marges très élevées

+

Poursuite de l'adaptation de la structure à l'activité à la suite du départ des managers américains

+

Marge nette élevée liée à la situation de trésorerie nette positive et au déficit reportable

Source : Euroland Finance

● COMPARABLES

Données 2003 en K€	Capitalisation	VE	CA	Rex	RN	VE/CA	VE/Rex	PER	Effectif
Red Hat (02/2004)	3938 135	3866 696	126 100	2 745	11 964	30,7	ns	ns	nc
Novell (10/2003)	3200 381	2563 218	982 663	-24 731	-143 915	2,6	ns	ns	nc
Moyenne comparables	3569 258	3214 957	554 382	-10 993	-65 975	16,6	ns	ns	ns
Mandrakesoft (09/2003)	19 717	20 190	3 901	-2 167	-1 987	5,2	ns	ns	56

EuroLand Finance



CONTACT ANALYSE :

Sonia SANCHEZ : 01 44 70 20 87

CONTACTS INVESTISSEURS :

Simon QUIRET : 01 44 70 20 91

Cyril TEMIN : 01 44 70 20 80