

Mandrakesoft

20 septembre 2005

Vivement l'année prochaine !

Logiciels & Services informatiques

Cours 5,30 €

Surperformance

France

Objectif 7,50 €

Recommandation inchangée

| Performance | 1m | 3m | 12m |
|----------------------------|-------------|------|------|
| Absolue | -16% | -18% | -7% |
| Rel. SBF250 | -17% | -24% | -25% |
| Relative au secteur | -18% | -21% | -15% |
| Extrêmes 12 mois | 8,20/4,61 € | | |
| Reuters | MAKE.PA | | |
| Bloomberg | MLMAN FP | | |
| Cap boursière | 28M € | | |
| Prochain événement | | | |

| Exercice au 30.09 | 2004 | 2005E | 2006E | 2007E |
|---------------------------------|------|-------|-------|-------|
| Chiffre d'affaires (m €) | 5,2 | 5,1 | 8,4 | 10,9 |
| E.B.E. (m €) | 1,0 | -0,9 | 0,5 | 1,2 |
| Résultat net (m €) | 1,4 | 0,1 | 0,2 | 0,9 |
| BPA retraité* (€) | 0,17 | -0,23 | 0,03 | 0,16 |
| BPA publié (€) | 0,29 | 0,02 | 0,03 | 0,16 |
| Dividende net (€) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| P/E de référence (x) | 28,2 | | 170,4 | 33,9 |
| Rendement (%) | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| VE / E.B.E. (x) | 20,5 | | 52,1 | 18,9 |

Source: KBC Securities

*ajusté des survaleurs et exceptionnels

La publication des résultats du 3ème trimestre et la guidance concernant le T4 nous ont conduits à réviser sérieusement à la baisse nos prévisions. Les principales explications résident dans l'abandon du rythme semestriel pour le lancement de nouvelles versions de Mandriva Linux (ex-Mandrake Linux) qui seront désormais proposées annuellement, et pour la première fois en octobre prochain, ainsi que dans le poids des investissements liés au développement des services professionnels. L'exercice 2005/2006 devrait se présenter sous un jour nettement plus favorable, même si nous n'attendons qu'un résultat d'exploitation légèrement positif. Malgré la résolution du conflit avec Hearst, la visibilité réduite sur les résultats à court terme et un transfert sur un marché boursier réglementé qui tarde un peu, il y a un risque de pénalisation du cours pendant les prochaines semaines.

Le potentiel de développement de Mandriva ne nous paraît pas menacé (voir stratégie de développement page 2), mais nous ramenons néanmoins notre objectif de cours de 8,5 € à 7,5 €.

Résultats du 3ème trimestre

Le chiffre d'affaires du 3ème trimestre a baissé de 8 % à 1,38 M€ contre 1,5 M€ au T3 2003/04, les produits d'exploitation ont cependant progressé de 1,9 % à 1,55 M€. A périmètre comparable, c'est-à-dire hors Connectiva, la baisse est de 15 %. La diminution observée de la marge brute, de 83 % à 67 %, résulte de l'augmentation du poids relatif des services professionnels qui ont représenté 44 % du chiffre d'affaires du trimestre contre seulement 6,8 % au T3 2003/04. Ce niveau est cependant exceptionnel compte tenu de l'absence de lancement de version de Mandriva Linux qui a pesé sur le chiffre d'affaires produits.

Le résultat d'exploitation du T3 est négatif de 0,5 M€ contre + 0,17 M€ au T3 2003/04, tout comme le résultat net qui ressort à - 0,66 M€ contre + 0,19 M€ un an plus tôt.

En cumul, sur neuf mois, le chiffre d'affaires progresse légèrement de 4,02 M€ à 4,14 M€ (+ 3 %) grâce à l'intégration de Connectiva au T3, le résultat d'exploitation baisse de 0,33 M€ à - 0,29 M€ et le résultat net recule de 0,9 M€ à 0,37 M€, ces deux montants intégrant d'importants éléments exceptionnels positifs (rachats de créances).

Prévisions

L'absence de nouvelle version de Mandriva Linux au second semestre nous a conduits à fortement réviser en baisse nos prévisions sur l'exercice en cours, exercice qui sera aussi impacté par les investissements dans le développement des services professionnels et par l'acquisition de la filiale brésilienne Connectiva pour laquelle a été engagée une action d'accélération de son développement.

Nos nouvelles prévisions sont résumées dans le tableau ci-dessous.

| Comptes de résultats prévisionnels (M€) | | | | | |
|--|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | Sept 04 | Sept 05E | Sept 06E | Sept 07E | Sept 08E |
| Services professionnels | 0,391 | 1,250 | 2,200 | 3,300 | 4,000 |
| Produits | 3,527 | 1,400 | 2,700 | 3,000 | 3,300 |
| Services en ligne | 1,265 | 1,800 | 2,205 | 2,640 | 3,025 |
| Connectiva | | 0,650 | 1,300 | 2,000 | 2,600 |
| Chiffre d'affaires | 5,183 | 5,100 | 8,405 | 10,940 | 12,925 |
| | Variation | - 1,6 % | 64,8 % | 30,2 % | 18,1 % |
| Autres produits | 1,101 | 1,200 | 1,260 | 1,323 | 1,389 |
| Total produits d'exploitation | 6,284 | 6,300 | 9,665 | 12,263 | 14,314 |
| Marge brute | 4,380 | 3,691 | 5,655 | 6,989 | 8,191 |
| | % CA | 84,5 % | 72,4 % | 67,3 % | 63,4 % |
| Résultat d'exploitation | 0,862 | -1,000 | 0,275 | 0,989 | 1,791 |
| | % CA | 16,6 % | - 19,6 % | 3,3 % | 13,9 % |
| Résultat net publié part du groupe | 1,396 | 0,086 | 0,160 | 0,869 | 1,690 |

Source : KBC Securities

L'exercice à fin septembre 2004 avait enregistré d'importants revenus de licences, ce qui avait positivement impacté le chiffre d'affaires produits et la rentabilité de l'ensemble.

Perspectives

Au-delà de l'exercice en cours, qui ne sera donc pas bon, les perspectives à moyen – long terme de Mandriva nous paraissent toujours attrayantes bien que la visibilité à court terme soit difficile.

La société est engagée dans diverses négociations d'importants contrats de licences. Ses atouts résident tout autant dans la qualité de ses produits, caractérisée par leur facilité d'utilisation (pour des produits Linux), que dans sa nationalité « européenne », parfois déterminante.

Mandriva cherche également à étendre son réseau de distribution indirecte par le biais d'accords stratégiques avec des constructeurs qui lui permettront de bénéficier d'un soutien marketing tout en renforçant l'exposition de ses produits, ce qui est un élément prépondérant.

La stratégie de développement, **dont les acquisitions sont partie intégrante**, est basée sur plusieurs actions bien identifiées :

- **développer les accords OEM** qui génèrent des revenus de licence (mais sont très longs à négocier). Mandriva vient par exemple de communiquer sur son accord avec Dell dans le cadre des offres de portables pour étudiants.
- **renforcer l'activité grands comptes** en France et au Brésil. A court terme, cela pèse sur les résultats, mais le développement de références est le meilleur moyen de générer des affaires, seul ou en consortium.
- **attaquer les pays émergents**. Bien placé en Amérique du Sud, après l'acquisition de Connectiva, et sur le marché indien, Mandriva devrait être choisi comme partenaire de référence par des acteurs internationaux sur ce marché
- **poursuivre les développements de R&D** (classés en « autres produits d'exploitation »). Le nombre de projets dans lesquels Mandriva est impliqué s'accroît très rapidement : 3 sont en cours, 2 ont été approuvés, 7 sont en cours de soumission et 11 à l'étude.

Valorisation

Sur la base d'une approche par l'actualisation (à 10 %) des cash-flows disponibles anticipant un chiffre d'affaires très modeste (eu égard au potentiel de Linux) de 24 M€ en 2014 avec un taux de marge d'exploitation de 18 % à cet horizon, nous obtenons une valorisation (5,85 €) proche du cours actuel.

Aujourd'hui, le leader Red Hat se négocie sur des ratios d'environ 8,5x le chiffre d'affaires 2006E, et l'introduction de Turbolinux (comparable à Mandriva en termes de taille) au Japon, qui a eu lieu sur la bourse d'Osaka le 10 septembre, s'est effectuée sur une base d'environ 37,5 fois le chiffre d'affaires 2005E.

Il nous paraît plus juste de raisonner par rapport au chiffre d'affaires 2006E de Mandriva, compte tenu de l'élément exceptionnel de l'absence de version de Mandriva Linux en 2005.

Notre nouvel objectif de cours valorise Mandriva (ex-Mandrakasoft) à 5 fois le chiffre d'affaires 2006 E.

Données financières

| Compte de résultat (m €) | 2004 | 2005E | 2006E | 2007E |
|--|--------|---------|---------|---------|
| Chiffre d'affaires | 5,2 | 5,1 | 8,4 | 10,9 |
| Excédent brut d'exploitation | 1,0 | -0,9 | 0,5 | 1,2 |
| Résultat d'exploitation avant survaleurs | 0,9 | -1,0 | 0,3 | 1,0 |
| Résultat d'exploitation | 0,9 | -1,0 | 0,3 | 1,0 |
| Résultat avant impôts | 1,4 | 0,1 | 0,2 | 0,9 |
| Résultat net part du groupe | 1,4 | 0,1 | 0,2 | 0,9 |
| Résultat net courant avant survaleurs | 0,7 | -1,1 | 0,2 | 0,9 |
| Cash-flow courant | 1,5 | 0,2 | 0,3 | 1,1 |
| Bilan (m €) | 2004 | 2005E | 2006E | 2007E |
| Écarts d'acquisition et autres immobilisations | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Immobilisations corporelles | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Titres de SME et autres immos financières | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Besoin en fonds de roulement | -3,6 | -3,7 | -4,0 | -4,4 |
| Dette financière nette | -2,5 | -5,5 | -5,7 | -6,9 |
| Provisions et autres engagements | 1,1 | 1,0 | 0,8 | 0,8 |
| Intérêts minoritaires | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Capitaux propres | -2,0 | 1,1 | 1,3 | 2,2 |
| Capitaux employés (inclus goodwill bruts) | 1,5 | 1,6 | 2,3 | 2,7 |
| Total du bilan | 4,1 | 7,6 | 8,5 | 10,2 |
| Tableau de financement (m €) | 2004 | 2005E | 2006E | 2007E |
| Flux de trésorerie provenant de l'exploitation | 0,5 | 0,1 | 0,5 | 1,1 |
| Investissements industriels nets | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 |
| Cash flow disponible avant acquisitions | 0,5 | 0,0 | 0,4 | 1,0 |
| Acquisitions et cessions | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dividendes versés | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Émission d'actions nouvelles | 2,3 | 3,0 | 0,0 | 0,0 |
| Autres | -0,4 | 0,0 | -0,2 | 0,2 |
| Variation de la dette financière nette | -2,9 | -3,0 | -0,2 | -1,2 |
| Ratios de performance | 2004 | 2005E | 2006E | 2007E |
| Croissance du chiffre d'affaires | 32,9% | -1,6% | 64,8% | 30,2% |
| Marge d'excédent brut d'exploitation (EBE) | 18,6% | -16,9% | 5,4% | 10,9% |
| Marge d'exploitation avant amortissement | 16,6% | -19,6% | 3,3% | 9,0% |
| Marge d'exploitation | 16,6% | -19,6% | 3,3% | 9,0% |
| Dette financière nette / capitaux propres | 126,3% | -486,7% | -445,3% | -322,1% |
| Dette financière nette / E.B.E. | - | - | - | - |
| E.B.E. / charge d'intérêts | 4,3 | - | 4,6 | 11,9 |
| Taux de distribution | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Rendement net des capitaux propres | - | - | - | - |
| Rendement des capitaux employés moyens | - | - | - | - |
| Données par action (€) | 2004 | 2005E | 2006E | 2007E |
| Nombre moyen pondéré d'actions (m) | 4,21 | 4,75 | 5,15 | 5,56 |
| BPA publié | 0,29 | 0,02 | 0,03 | 0,16 |
| BPA retraité | 0,17 | -0,23 | 0,03 | 0,16 |
| Cash flow courant par action | 0,36 | 0,05 | 0,07 | 0,19 |
| Cash flow disponible par action | 0,11 | -0,01 | 0,08 | 0,19 |
| Actif net comptable par action | -0,47 | 0,24 | 0,25 | 0,39 |
| Croissance annuelle du BPA retraité | - | - | - | 402,5% |
| Croissance annuelle du cash flow par action | - | -86,7% | 39,1% | 191,2% |
| BPA retraité (totalelement dilué) | 0,15 | -0,20 | 0,03 | 0,16 |
| Dividende net (€) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Valorisation* | 2004 | 2005E | 2006E | 2007E |
| Cours de l'action | 4,67 | 5,30 | 5,30 | 5,30 |
| Capitalisation boursière | 22,2 | 25,2 | 29,5 | 29,5 |
| Valeur d'entreprise (VE) | 19,7 | 19,7 | 23,7 | 22,5 |
| P/E | 28,2 | - | 170,4 | 33,9 |
| Cours / cash flow par action (x) | 13,1 | 111,7 | 80,3 | 27,6 |
| Cours / actif net comptable par action (x) | -11,3 | 22,3 | 22,9 | 13,7 |
| Taux de rendement de l'action | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| VE / chiffre d'affaires (x) | 3,8 | 3,9 | 2,8 | 2,1 |
| VE / excédent brut d'exploitation (x) | 20,5 | - | 52,1 | 18,9 |
| VE / capitaux employés (x) | 13,3 | 12,0 | 10,5 | 8,5 |

Source: KBC Securities

*Historic valuation data are based on historic prices

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