

Logiciels / France

34 rue Médéric, 75017 Paris - France

Tel +33 (0) 1 70 61 10 58

Email sales@alphavalue.euWeb ALPHAVALUE.COM

Publication Res./CA

29/08/2011

■ Actualité

Chiffre d'affaires de l'exercice 2010/11 (au 30 juin 2011) : le groupe a publié un chiffre d'affaires de 20,1m€ (+5% dont -1% au S1 et +11% au S2). Les licences de logiciels, les services associés et la maintenance ont représenté respectivement 29%, 32% et 39% du total. Par zone géographique, la répartition de l'activité était la suivante: France (52% du total), autres pays européens (30%) et Amérique du nord (18%).

■ Analyse

Au cours de l'exercice 2010/11, les variations de chiffres d'affaires ont été erratiques d'un trimestre à l'autre: +17% au T1, -10% au T2, +8% au T3, +12% au T4. Selon la Direction de la société, l'accélération de la croissance était liée au « cloud computing » chez certains clients. Toutefois, le groupe a encore été pénalisé par la lenteur des décisions d'investissement dans de nouveaux produits dans le secteur bancaire qui représente plus de la moitié de son chiffre d'affaires. Cet élément a eu un effet négatif sur les ventes de nouvelles licences de logiciels. Les autres activités, soit la maintenance et les services associés, ont respectivement bénéficié du développement de l'activité chez les clients existants et des investissements dans les projets informatiques en cours.

■ Impact

L'accélération de la croissance du chiffre d'affaires au T4 est une bonne nouvelle mais rien ne nous permet de conclure de façon certaine que cette tendance se poursuivra. Le développement des activités du groupe est très variable et sensible au contexte économique. Il est possible que les projets informatiques existants restent la priorité des clients au détriment des nouveaux produits, en particulier dans le secteur bancaire. Systar publiera ses résultats annuels le 14 septembre 2011.

AlphaValue à été mandaté par Systar pour la production et la diffusion d'une analyse financière sur Systar.

Alléger Potentiel : -2,31 %

Cours objectif à 6 mois	3,03 €
Cours	3,10 €
Capitalisation boursière M€	30,3
Momentum du cours	NÉGATIF
Extrême 12 mois	2,71 ▶ 3,68
Newsflow	Neutre
Bloomberg	SAR FP Equity
Reuters	SYSP PA


[Téléchargez l'analyse complète](#)
[Page valeur](#)


Performance	1w	1m	3m	12m
Systar	1,64 %	-2,21 %	0,00 %	10,3 %
Logiciels	3,10 %	-13,6 %	-13,5 %	5,82 %
DJ STOXX 600	1,07 %	-15,6 %	-18,6 %	-9,67 %

Dernière maj : 26/08/2011	06/09A	06/10A	06/11E	06/12E
Adjusted P/E (x)	-46,5	26,1	ns	33,0
Dividend yield (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/EBITDA (x)	-17,3	41,5	ns	42,7
Adjusted EPS (€)	-0,05	0,10	0,06	0,09
Growth in EPS (%)			-40,3	51,9
Dividend (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Sales (M€)	17,9	19,1	20,1	22,1
Operating result margin (%)	-2,14	8,01	4,58	7,02
Attributable net profit (M€)	-0,47	1,05	0,61	0,92
ROE (after tax) (%)	-5,79	12,2	6,50	9,08
Gearing (%)	-24,7	-25,2	-27,4	-22,1

[Valorisation](#) - [Comptes](#)

Géographie du chiffre d'affaires



■ France (52,0 %)
■ Europe (30,0 %)
■ Etats-Unis (18,0 %)

Consolidated P&L Account

		06/10A	06/11E	06/12E
Sales	M€	19,1	20,1	22,1
Change in sales	%	6,68	5,28	9,84
Change in staff costs	%	-6,61	8,86	8,55
EBITDA	M€	0,38	-0,23	0,46
EBITDA margin	%	3,27	0,09	3,21
Depreciation	M€	-0,14	-0,14	-0,24
Underlying operating profit	M€	0,23	-0,38	0,22
Operating profit (EBIT)	M€	1,53	0,92	1,55
Net financial expense	M€	-0,07	-0,11	-0,17
of which related to pensions	M€	0,00	-0,01	-0,02
Exceptional items & other	M€	0,00	0,00	0,00
Corporate tax	M€	-0,42	-0,20	-0,46
Equity associates	M€	0,00	0,00	0,00
Minority interests	M€	0,00	0,00	0,00
Adjusted attributable net profit	M€	1,05	0,61	0,92
NOPAT	M€	1,08	0,65	1,10

Cashflow Statement

EBITDA	M€	0,38	-0,23	0,46
Change in WCR	M€	-0,13	0,13	0,04
Actual div. received from equity holdi...	M€	0,00	0,00	0,00
Paid taxes	M€	0,00	-0,20	-0,46
Exceptional items	M€			
Other operating cash flows	M€	0,95	0,15	0,01
Total operating cash flows	M€	1,19	-0,15	0,05
Capital expenditure	M€	-0,09	-0,10	-0,11
Total investment flows	M€	-0,07	-0,10	-0,11
Net interest expense	M€	-0,07	-0,11	-0,17
Dividends (parent company)	M€	0,00	0,00	0,00
Dividends to minorities interests	M€	0,00	0,00	0,00
New shareholders' equity	M€	0,04	-0,09	0,00
Total financial flows	M€	-0,83	-0,95	-1,06
Change in cash position	M€	0,38	-1,20	-1,12
Free cash flow (pre div.)	M€	1,04	-0,35	-0,23

Per Share Data

No. of shares net of treas. stock (year...	Mio	9,73	9,63	9,63
Number of diluted shares (average)	Mio	10,1	9,95	9,85
Benchmark EPS	€	0,10	0,06	0,09
Restated NAV per share	€			
Net dividend per share	€	0,00	0,00	0,00

Valorisation

Référence	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	3,58 €	35 %	● Sage Group (the)
NAV/SOTP per share	5,41 €	20 %	● Dassault Systemes
VE/Ebitda	1,22 €	20 %	
P/E	3,16 €	10 %	
Rendement	0,00 €	10 %	
Cours/Actif net comptable	2,70 €	5 %	
Cours objectif	3,03 €	100 %	

Calcul DCF

Calcul NAV/SOTP

Balance Sheet

		06/10A	06/11E	06/12E
Goodwill	M€	0,00	0,00	0,00
Tangible fixed assets	M€	0,35	0,42	0,47
Financial fixed assets	M€	0,00	0,00	0,00
WCR	M€	-0,29	-0,42	-0,46
Other assets	M€	0,11	0,11	0,11
Total assets (net of short term liab.)	M€	6,45	7,68	9,03
Ordinary shareholders' equity	M€	9,18	9,71	10,6
Quasi Equity & Preferred	M€	0,00	0,00	0,00
Minority interests	M€	0,00	0,00	0,00
Provisions for pensions	M€	0,37	0,41	0,48
Other provisions for risks and liabilities	M€	0,41	0,41	0,41
Total provisions for risks and liabilities	M€	0,78	0,82	0,89
Tax liabilities	M€	-0,67	-0,40	-0,25
Other liabilities	M€	0,04	0,00	0,00
Net debt (cash)	M€	-2,88	-2,45	-2,25
Total liab. and shareholders' equity	M€	6,45	7,68	9,03

Capital Employed

Capital employed after depreciation	M€	8,07	9,30	10,6
-------------------------------------	----	------	------	------

Profits & Risks Ratios

ROE (after tax)	%	12,2	6,50	9,08
ROCE	%	15,5	8,90	12,0
Gearing (at book value)	%	-25,2	-27,4	-22,1
Adj. Net debt/EBITDA(R)	x	-1,84	-40,8	-0,73
Interest cover (x)	x	3,48	-4,15	1,46

Valuation Ratios

Reference P/E (benchmark)	x	26,1	ns	33,0
Free cash flow yield	%	3,96	-1,17	-0,76
P/Book	x	2,86	3,12	2,81
Dividend yield	%	0,00	0,00	0,00

AlphaValue EV Calculation

Market cap	M€	26,3	30,3	29,8
+ Provisions	M€	0,78	0,82	0,89
+ Unrecognised actuarial losses/(gains)	M€	0,00	0,00	0,00
+ Net debt at year end	M€	-2,88	-2,45	-2,25
+ Leases debt equivalent	M€	1,73	1,73	1,73
- Financial fixed assets (fair value)	M€	0,00	0,00	0,00
+ Minority interests (fair value)	M€	0,00	0,00	0,00
= EV	M€	25,9	30,4	30,2
EV/EBITDA	x	41,5	ns	42,7
EV/Sales	x	1,36	1,51	1,37

Analyste : Hélène Coumes, Changements de prévisions : 26/08/2011.