

Le 15 juin 2012

ESI GROUP

Au cœur de l'innovation

Édition de logiciels

Euronext Compartiment C

Cours : 16,30 €

Recommandation : ACHAT

Objectif : 25,70 €

ISIN	FR0004110310
Reuters	ESIG.PA
Bloomberg	ESI FP
Site internet	www.esi-group.com
Cap boursière	95,6 M€
Nbre de titres	5 866 529

Répartition du capital	Fondateurs et familles	38,5%
	Quaeroq	6,7%
	BNP PE	4,9%
	Odyssée Venture	4,5%
	CDC VM	4,5%
	Auto détention	7,3%
	Flottant	33,7%

M€ (31/01/n+1)	2011	2012e	2013e	2014e
Chiffre d'affaires	94,2	105,9	114,5	122,9
ROC	10,3	14,5	17,2	20,8
Marge op. (%)	11,0%	13,7%	15,0%	16,9%
RNpg	6,0	10,0	11,8	14,3
Marge nette (%)	6,4%	9,5%	10,3%	11,6%
BNP A	1,01	1,67	1,97	2,37
Var. BNP A (%)	10%	66%	18%	21%
Dividende net	0,00	0,00	0,00	0,00
Rendement net (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF	2,0	4,8	7,5	10,0
VE/CA	1,1	0,9	0,8	0,7
VE/ROC	9,9	6,7	5,2	3,8
PER*	16,2	9,7	8,3	6,9
Dette fin. nette	6,7	1,9	-5,6	-15,6
Gearing (%)	9%	2%	-6%	-15%
ROCE (%)	8%	10%	10%	11%

Performances	3 m	6 m	12 m
ESI Group	7%	24%	21%
CAC Mid & Small	-13%	6%	-23%
Extrêmes 12 mois	17,6 €	9,8 €	

[Gilbert Ferrand](#)
01 53 70 29 47
gilbertferrand@arkeonfinance.fr

Editeur de logiciels de prototypages virtuels appliqués à la conception et aux procédés de fabrication de produits industriels.

Prochain événement : CA T2 12/13 - 13/09

- Sur la période récente, le groupe a fait montre d'une croissance organique très solide, prouvant la pertinence de son positionnement et le caractère hautement stratégique de son offre pour ses clients.

- Le contexte de crise que traversent certains secteurs clef pour le groupe, comme l'automobile (46% des prises d'ordres), joue paradoxalement en sa faveur en accélérant les prises de décision des clients, les solutions d'ESI Group leur permettant d'optimiser le cycle d'innovation en comprimant drastiquement le « Time to Market » et les coûts de développement de leurs produits.

- Le new business, en croissance organique de 13,5% sur le dernier exercice (17,6% au total), est resté très dynamique, attestant que le groupe conquiert des parts de marchés et/ou de nouveaux comptes clients/secteurs, notamment dans l'aéronautique (8% des prises d'ordres totales), ou l'éducation par exemple, ainsi que sur les grands pays émergents (BRIC).

- Le T1 2012-13 (CA de 21,2 M€) est resté très dynamique, affichant une croissance organique record de 17,3% et de toujours très bons indicateurs d'activité (récurrence à près de 96% et New business en hausse de 24,6%).

- A l'avenir, les effets d'échelle liés à l'accroissement de sa taille vont lui permettre, dans un contexte toujours dynamique, d'accroître très fortement ses marges, même s'il est encore difficile, à ce stade, d'entériner totalement les objectifs de management à horizon 2015 (à savoir 200 M€ de CA et marge d'EBITDA comprise entre 20 et 25% du CA).

- Nos prévisions ont été bâties sur le périmètre actuel du groupe, n'intégrant par conséquent aucun scénario particulier de croissance externe. Dans le cadre de cette approche prudente, ESI Group devrait pourtant afficher une solide croissance bénéficiaire (TMVA de 23% au niveau du ROC d'ici à 2015).

- Le titre demeure très faiblement valorisé au regard de telles perspectives. Nous renouvelons par conséquent notre recommandation d'Achat avec un **objectif de cours relevé à 25,70 €** par action (vs 18,0 € précédemment). Nous continuons de juger les fondamentaux du dossier de très grande qualité, le groupe témoignant toujours de réelles capacités de croissance et d'amélioration de ses marges.

- Au-delà de ses bons fondamentaux, nous rappellerons également qu'ESI Group recèle une forte valeur d'enjeux au plan industriel.

Résumé/Conclusion

Selon les analyses de marché réalisées par les cabinets d'études spécialisés (Daratech, CIMData notamment) et selon les propres données historiques du groupe, le marché d'ESI Group progresse sur des rythmes compris entre 8 et 10% par an. Et de nombreux facteurs endogènes toujours à l'œuvre continueront d'entretenir cette belle dynamique de marché, comme la pression concurrentielle toujours plus forte poussant les grands acteurs du secteur manufacturier à être sans cesse plus performants dans leur cycle d'innovation produits, ou encore les préoccupations sécuritaires et les contraintes réglementaires accrues, etc.

ESI Group est aussi à la manœuvre pour amplifier ce mouvement et profiter pleinement des potentialités de son marché ; renforcement du canal de vente indirecte (qui n'assure aujourd'hui que 11% des ventes de licences), nouvelles opportunités sectorielles, à l'instar notamment du marché militaire américain, l'aéronautique ou le secteur de l'énergie, croissances externes, constituent autant d'axes stratégiques de développement pour les prochaines années.

Sur la période récente, le groupe a fait montre d'une croissance organique restée très solide, en dépit de la crise économique, prouvant la pertinence de son positionnement et le caractère hautement stratégique de son offre pour ses clients. Les comptes de très bonne facture de l'exercice 2011 permettent d'identifier clairement les leviers de rentabilité que recèle le modèle économique du groupe pour le futur.

Les effets d'échelle liés à l'accroissement de sa taille vont lui permettre, dans un contexte toujours dynamique, d'accroître fortement ses marges, même s'il est encore difficile, à ce stade, de valider totalement les objectifs du management à horizon 2015 (à savoir 200 M€ de CA et marge d'EBITDA comprise entre 20 et 25% du CA).

Il est vrai que pour atteindre ses objectifs, le management compte amplifier sa stratégie d'acquisitions (50 à 55 M€ de CA 2015 à acheter), celles-ci devant contribuer pour près de la moitié à la croissance totale du groupe et devant avoir un puissant effet relatif sur les marges (par extension de la base installée et du déploiement des synergies industrielles et commerciales).

Nos propres prévisions ont été bâties sur le périmètre actuel du groupe et n'intègrent par conséquent aucun scénario particulier de croissance externe, l'exercice nous semblant trop hasardeux. Dans le cadre de cette approche prudente, hors effet d'accélérateur de la croissance externe, le groupe devrait pourtant afficher une solide croissance bénéficiaire (TMVA de 23% au niveau du ROC d'ici à 2015).

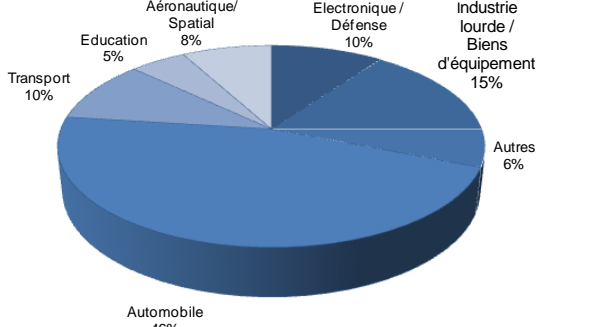
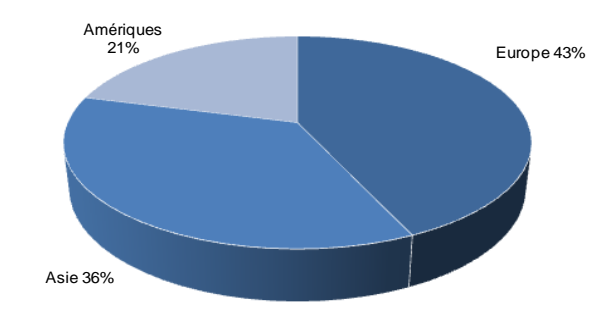
L'évaluation que nous avons mise en œuvre repose sur : (1) l'actualisation des flux de trésorerie disponible (DCF) et (2) la méthode des comparables boursiers. L'objectif de cours par action obtenu par la moyenne de ces deux méthodes s'établit à 25,70 € / action.

Quelques références aux transactions industrielles dans le secteur fournissent par ailleurs des éléments d'information intéressants sur la forte valeur d'enjeu que recèle potentiellement la société en cas de changement de contrôle.

SOMMAIRE

RESUME/CONCLUSION	2
SOMMAIRE	3
ESI GROUP EN 8 POINTS... ..	4
RETOUR SUR LES FONDAMENTAUX	5
La conception basée sur la simulation.....	5
Le marché du prototypage virtuel	6
Un modèle économique sécurisant.....	7
L'accélérateur de la croissance externe	8
MALGRE LA CRISE FINANCIERE, LE GROUPE AURA REALISE UN EXERCICE RECORD	9
Une croissance organique restée très soutenue.....	9
Des marges à leur meilleur niveau historique	11
Une flexibilité financière confortable	13
TOUJOURS DE SOLIDES PERSPECTIVES DE CROISSANCE	14
Les facteurs de croissance intrinsèques du marché	14
Les vecteurs de croissance propres à ESI Group	15
De puissants leviers d'amélioration des marges	16
TOUJOURS DES ALEAS BIEN SUR, MAIS ILS SONT GERES.....	18
Les risques monétaires	18
La concurrence des logiciels libres	18
Les enjeux du SaaS	19
Le resserrement des panels	19
VALORISATION.....	20
Valorisation par les DCF	20
Comparaison boursière	21
Transactions industrielles.....	22
ANNEXES	24
Annexe 1 : Profil des dirigeants	24
Annexe 2 : Les dates clef.....	24
Annexe 3 : Franchissements de seuils.....	25
Annexe 4 : Historique des acquisitions et rachats d'actifs	26
DONNEES FINANCIERES	27

ESI GROUP en 8 points...

Le métier...	L'actualité...																								
<p>ESI Group (effectif moyen de 858 personnes, dont 31% en R&D) développe un ensemble cohérent d'applications permettant de simuler virtuellement et de prévoir le comportement des produits manufacturés pendant les essais d'optimisation et de certification, de mettre au point les procédés de fabrication en synergie avec la performance recherchée, et d'évaluer l'impact de l'environnement (opérationnel, accidentel) d'utilisation des produits. L'offre d'ESI, validée industriellement, conduit à une réduction considérable des coûts et des délais du cycle de développement produits, avec l'élimination progressive du prototypage physique.</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● Finalisation en novembre 2011 d'un financement syndiqué de 30 M€ sur 7 ans dans le cadre de la poursuite par le groupe de sa stratégie de croissance et particulièrement de son programme d'acquisitions. ● Signature en août 2011 d'un partenariat stratégique de long terme avec le groupe aéronautique chinois AVIC. ● Acquisition en août 2011 de l'allemand IC.IDO (4,6 M€ de CA en 2010), concepteur d'outils collaboratifs d'aide à la décision en réalité virtuelle immersive, principalement destinés à des produits industriels très élaborés dont la fabrication est répartie sur plusieurs sites. 																								
Mix secteurs 2011-12	Répartition géographique du CA																								
 <table border="1"> <caption>Mix secteurs 2011-12</caption> <thead> <tr> <th>Secteur</th> <th>Pourcentage</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Automobile</td> <td>46%</td> </tr> <tr> <td>Industrie lourde / Biens d'équipement</td> <td>15%</td> </tr> <tr> <td>Electronique / Défense</td> <td>10%</td> </tr> <tr> <td>Transport</td> <td>10%</td> </tr> <tr> <td>Aéronautique / Spatial</td> <td>8%</td> </tr> <tr> <td>Education</td> <td>5%</td> </tr> <tr> <td>Autres</td> <td>6%</td> </tr> </tbody> </table>	Secteur	Pourcentage	Automobile	46%	Industrie lourde / Biens d'équipement	15%	Electronique / Défense	10%	Transport	10%	Aéronautique / Spatial	8%	Education	5%	Autres	6%	 <table border="1"> <caption>Répartition géographique du CA</caption> <thead> <tr> <th>Région</th> <th>Pourcentage</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Europe</td> <td>43%</td> </tr> <tr> <td>Asie</td> <td>36%</td> </tr> <tr> <td>Amériques</td> <td>21%</td> </tr> </tbody> </table>	Région	Pourcentage	Europe	43%	Asie	36%	Amériques	21%
Secteur	Pourcentage																								
Automobile	46%																								
Industrie lourde / Biens d'équipement	15%																								
Electronique / Défense	10%																								
Transport	10%																								
Aéronautique / Spatial	8%																								
Education	5%																								
Autres	6%																								
Région	Pourcentage																								
Europe	43%																								
Asie	36%																								
Amériques	21%																								
Forces	Faiblesses																								
<ul style="list-style-type: none"> ● Solidité du modèle économique (puissante base installée - 87% de récurrence sur le dernier exercice - commercialisation sous forme de location). ● Management à forte culture scientifique et Technologie au meilleur état de l'art. ● Diversification réussie hors automobile (aéronautique, énergie, électronique) et montée en puissance des « Services », dont dépendra en partie la dynamique des ventes logicielles. ● Large portefeuille clients, le premier d'entre eux (Volkswagen) représentant moins de 10% du CA total. ● Forte exposition à l'international, la France représentant à peine 14% du CA. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Forte exposition à l'industrie automobile (46% des prises d'ordre 2011-12), qui a cependant été fortement diluée au fil du temps. ● Sensibilité aux variations des taux de change, le groupe bénéficiant toutefois d'une bonne auto-couverture sur le dollar (CA et coûts équilibrés). ● Masse critique encore faible, et assise financière, bien que confortable, encore relativement limitée au regard de celles affichées par des groupes comme Dassault Systèmes ou Ansys. 																								
Opportunités	Menaces																								
<ul style="list-style-type: none"> ● Les leviers d'amélioration des marges sont encore devant nous (meilleure absorption des coûts fixes, notamment de la R&D), grâce à l'obtention d'une masse critique et à une plus grande efficacité commerciale. Les coûts sont majoritairement fixes et constitués aux deux tiers de salaires. ● Pénétration accrue des outils de prototypage numérique, dans l'ensemble des filières industrielles. ● Développement des ventes indirectes qui ne représentent encore que 11% du CA licences. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Concurrence de grands éditeurs, qui ont déjà partiellement intégré la chaîne de valeur (comme Dassault Systèmes qui a racheté Abaqus dans le domaine de l'analyse) ou qui sont en compétition indirecte (tel l'américain Ansys). ● Accélération du phénomène de concentration des grands donneurs d'ordres, pouvant limiter à terme le potentiel du marché en nombre de licences (ex. réduction du nombre de constructeurs automobiles). 																								

Retour sur les fondamentaux

La conception basée sur la simulation

D'une activité axée à l'origine sur le conseil, la société ESI a progressivement évolué vers un business de pur éditeur de logiciels et s'est imposée comme une référence dans le domaine des logiciels de conception grâce à la simulation à base de maquettes numériques (ou « Simulated Based Design »). Ces maquettes virtuelles permettent de simuler numériquement les déformations de la matière, en analysant les impacts mécaniques, vibratoires ou encore thermo-aérodynamiques de différents scénarios, aidant ainsi les industriels à concevoir et prévoir le comportement de leurs produits, lors de leur fabrication mais aussi durant leur cycle de vie.

Aujourd'hui principal acteur mondial du prototypage virtuel pour les industries manufacturières, avec prise en compte de la physique des matériaux, ESI Group couvre de vastes domaines d'expertise, allant de la mécanique (soudage, fonderie sur différents métaux : acier, inox, aciers spéciaux, aluminium...) en passant par l'acoustique et la fluidique, jusqu'aux interférences électromagnétiques, etc.

L'objectif principal des solutions proposées par ESI Group est fabriquer et de tester virtuellement les produits de ses clients industriels et ainsi de se passer de prototypes physiques pendant la phase de développement des produits. Ceci permet une réduction considérable des coûts et des délais de développement des nouveaux modèles, dans l'industrie automobile par exemple.

PAM CRASH, produit phare sur lequel s'est construite la notoriété du groupe (environ 20% de son CA), détient près de 40% du marché mondial du crash test numérique, devant LSTC et son logiciel Dyna (1/3 du marché) et Altair avec son logiciel Radioss (20% du marché). ESI est leader ou co-leader mondial sur les problématiques de vibro-acoustique et de sécurité, face à des acteurs tels que LSTC, TNO, MSC, sur l'emboutissage (face à Autoform), la fonderie (face à Magma), ou encore l'environnement (face à ANSYS), l'aéro-acoustique et l'électromagnétisme.

Face à des concurrents souvent très spécialisés, ESI possède l'une des offres les plus complètes du marché. En effet la technologie est accessible au sein d'une plate-forme ouverte, intégrée et évolutive (VisualDSS) sur laquelle peuvent à la fois s'appuyer le donneur d'ordre, ses partenaires équipementiers et ses fournisseurs. L'outil, qui peut soutenir toutes les étapes du développement de la fabrication d'un produit, de la conception à sa fabrication, intègre par ailleurs un service d'aide à la prise de décision qui traduit la volonté du groupe de capter toute la chaîne de valeur et de proposer ainsi une offre globale et intégrée.

L'expertise du groupe s'exprime aux travers de partenariats prestigieux dans de nombreux secteurs de l'industrie, comme par exemple avec Volkswagen sur des scénarios de crash, avec la NASA et BOEING pour la simulation de phénomènes vibro-acoustiques ou encore avec EADS sur des méthodes de fabrication de pièces en matériaux composites. Plus récemment, en août 2011, un partenariat stratégique de 5 ans a été annoncé dans le domaine de la R&D avec le laboratoire BIAM des Matériaux du groupe aéronautique chinois AVIC (Beijing Institute of Aeronautical Materials) autour de projets innovants à travers des équipes intégrées dédiées et une infrastructure partagée.

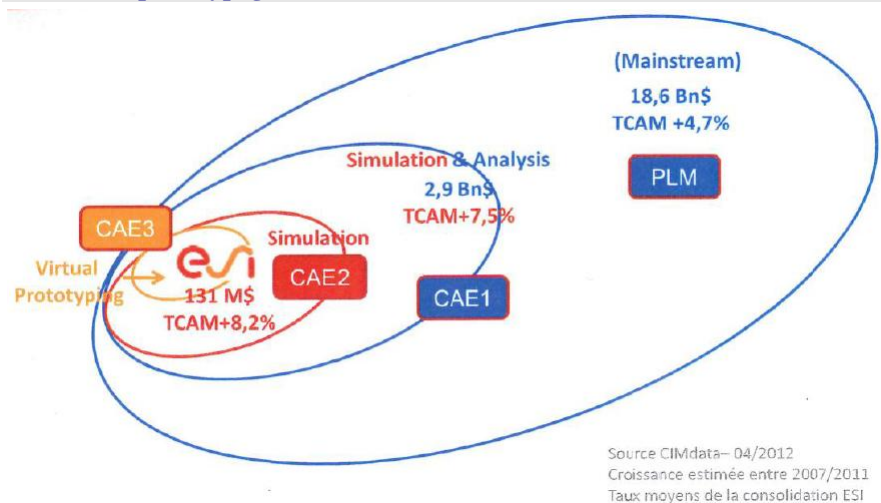
Le groupe compte parmi ses nombreux clients les meilleures références, tels que VW/Audi, Renault-Nissan, Honda, Ford, Toyota dans l'automobile, Areva, le CEA, EDF et Westinghouse dans l'énergie (électronucléaire), la DCNS, Dassault, Huntington Ingalls industries dans la défense, etc.

Le marché du prototypage virtuel

ESI Group, de par les spécificités de ses activités et la complémentarité de ses produits logiciels et de par son positionnement métier unique au sein du prototypage virtuel, n'a pas véritablement de concurrent direct. Son marché est d'ailleurs difficile à délimiter en taille, et il n'y a pas véritablement d'étude permettant d'apprécier ses perspectives de croissance à court et moyen terme.

Le Cabinet américain CIMData publie néanmoins périodiquement des études sur le PLM (Product Lifecycle Management) où le prototypage virtuel est inclus au sein d'un sous ensemble du marché du PLM dénommé «Simulation & Analysis». Selon leur dernière étude datée du mois d'avril 2012, le marché mondial du PLM était évalué à près de 30 Md\$, et le « Mainstream PLM » (ou Mechanical Design Automation), qui exclut l'EDA (Electronic Design Automation) et l'AEC (Architecture Engineering and Construction), pèserait près de 19 Md\$, à l'intérieur duquel le segment Analyse & Simulation représenterait 2,9 Md\$.

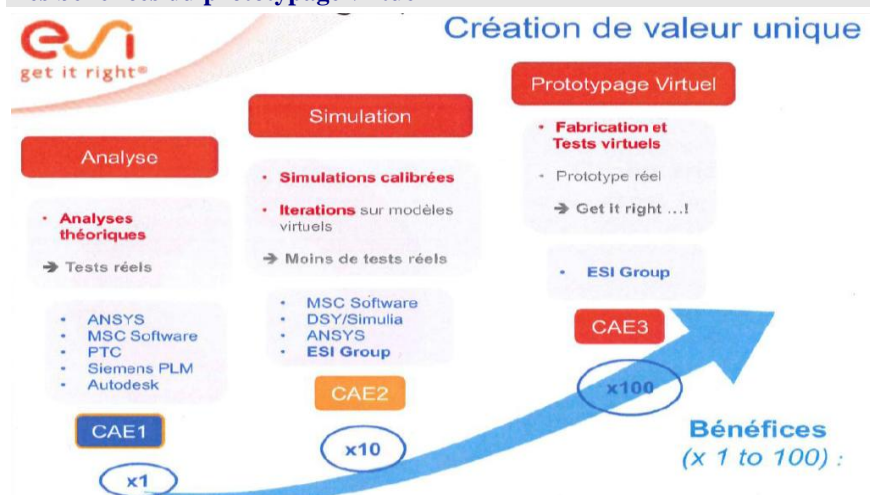
Marché du prototypage virtuel



Source: CIMData & ESI Group

ESI Group considère que Simulation et Analyse font appel à des compétences bien distinctes, et que les barrières à l'entrée n'auraient rien de comparables entre les deux sous-segments. Le recours de plus en plus fréquent aux logiciels libres en Analyse tend en effet à banaliser le rôle des acteurs de l'Analyse (exemple de Fluent en mécanique des fluides), alors que la simulation et le prototypage virtuel en particulier nécessitent des compétences très pointues, avec des barrières à l'entrée croissantes.

Les bénéfices du prototypage virtuel



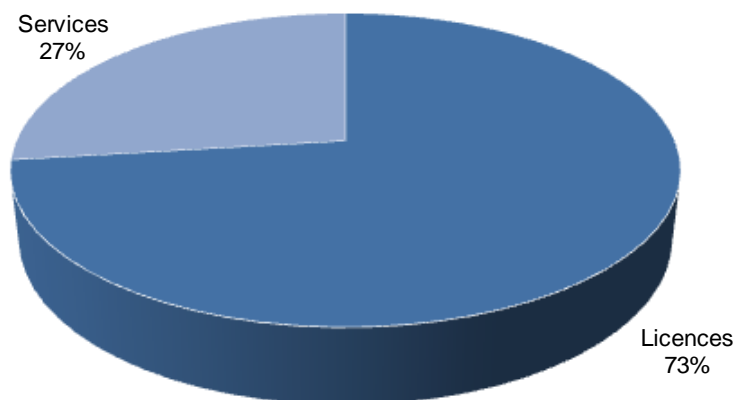
Source: ESI Group

Le « Prototypage virtuel », qualifié ci-dessus de 3^{ème} génération de CAE (Computer-aided engineering), en requérant moins de jours ingénieurs et surtout ne nécessitant plus du tout de test réel, permet aux fabricants d'économiser beaucoup de temps et d'argent au cours du cycle de conception/fabrication de leurs produits.

Un modèle économique sécurisant

La vente de licences, qui a représenté 73% du CA 2011, constitue la vache à lait du groupe. Le mode de facturation est basé sur des locations annuelles qui assurent une forte récurrence des cash-flows à l'entreprise qui perçoit des revenus fonction de l'utilisation de ses logiciels, et notamment de la puissance de calcul nécessaire. La base installée constitue ainsi le socle du modèle économique du groupe. Elle a pour principale caractéristique de présenter un très haut niveau de récurrence (87% au cours du dernier exercice), ce qui rend le modèle économique du groupe particulièrement résilient dans les phases de ralentissement économique.

Répartition du CA par activité



Source: société

L'offre de services et de supports à forte valeur ajoutée constitue un axe fort de développement au plan stratégique. Les services ont représenté 27% du CA sur le dernier exercice (25,4 M€, soit une croissance de +13,9% par rapport à 2010) et ont vocation, en tendance, à représenter de l'ordre du tiers du CA du groupe. Les services accompagnent la vente de solutions logicielles. Concrètement cette activité recouvre les aspects suivants : la R&D, la méthodologie, la production, la formation et l'assistance technique. Près de 80% des services concernent des projets de co-création à forte valeur ajoutée, le reste se partageant entre le déploiement des services d'accompagnement et le soutien sur l'activité licences. La poursuite de la croissance externe dans le domaine des services aura pour finalité d'accélérer la pénétration des technologies développées par le groupe sur des secteurs industriels nouveaux ou encore mal adressés.

L'accélérateur de la croissance externe

Depuis son introduction en bourse en 2000, qui lui a permis de lever 30 M€, le groupe conduit une politique très active de croissance externe, notamment pour acquérir des briques technologiques complémentaires ou pour se positionner/se renforcer sur un secteur industriel donné. Se faisant, plutôt que de développer lui-même certaines expertises, ce qui lui prendrait parfois plusieurs années, le groupe recourt alors aux acquisitions pour gagner du temps et renforcer l'étendue et la complémentarité de son offre.

En 2001 par exemple, ESI a acquis la société canadienne LP3 et amélioré ainsi son positionnement sur le secteur des matériaux composites. Le rachat la même année de la société française Straco et de son logiciel RAYON, suivie en 2002 de celui de l'américain VASci, propriétaire du logiciel AutoSEA, ont donné naissance à la solution vibro-acoustique la plus complète du marché.

Dans le domaine stratégique de la fonderie et de la métallurgie industrielle, la société a racheté le logiciel Procast de l'américain UES, puis intégré l'entreprise suisse Calcom.

Plus récemment, le rachat de l'allemand IC.IDO a permis au groupe de pénétrer le secteur de la visualisation 3D et de donner la possibilité à ses clients de présenter de véritables produits virtuels, de les manipuler en temps réel, d'échanger des informations entre équipes virtuelles multi-sites et résoudre en amont des problématiques liées à la fabrication et à la maintenance, grâce à un environnement immersif et géographiquement distribué.

Le plan de développement du groupe à horizon 2015 prévoit naturellement un important volet de croissance externe, celui-ci devant contribuer pour près de la moitié à la croissance du groupe et à l'atteinte de son objectif de 200 M€ de CA (en FY 2015, soit pour l'exercice arrêté au 31 janvier 2016). L'objectif de ce plan d'acquisitions est aussi d'accélérer la progression de la rentabilité du groupe ; les sociétés rachetées doivent ainsi classiquement présenter de bonnes marges, de préférence supérieures à celle du groupe dans son périmètre historique grâce aux synergies développées, ce qui fut notamment le cas des deux dernières opérations les plus significatives en taille réalisées par le groupe (IC.IDO et de Mindware Engineering aux marges opérationnelles à deux chiffres).

Malgré la crise financière, le groupe aura réalisé un exercice record

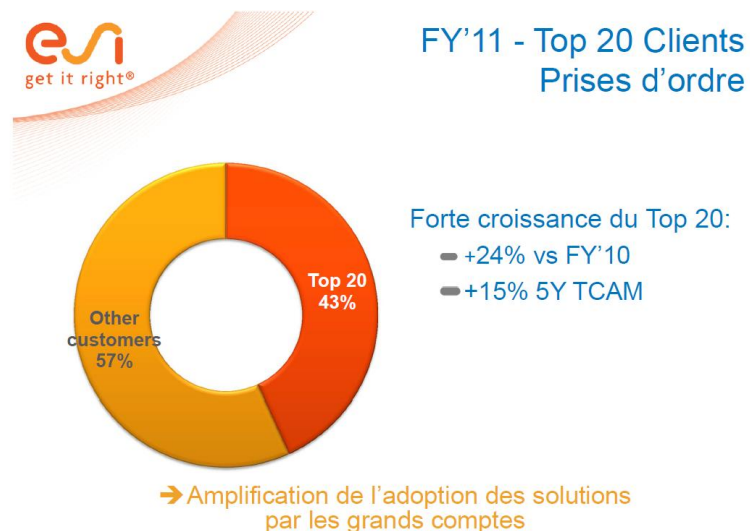
Comme anticipé, le groupe a présenté des comptes de bonne facture et a témoigné d'une solide croissance organique au cours du dernier exercice, tant en licences qu'en services, et est demeuré sur une bonne trajectoire, en terme d'amélioration de ses résultats.

Ajoutons que le groupe, après la négociation d'un nouveau crédit syndiqué, reste peu endetté et dispose d'une excellente flexibilité financière.

Une croissance organique restée très soutenue

L'activité du groupe au T4 de son exercice 2011-12 (+13,1% à tcc pour les licences à 32,4 M€ ; + 17,3% pour les services à 7,6 M€) est demeurée sur les tendances très soutenues observées sur les trois trimestres précédents. Bénéficiant classiquement à cette période de l'année des renouvellements des licences des grands comptes (sauf au Japon, où cela se déroule plutôt en avril), la performance de ce dernier trimestre illustre bien la forte résilience du modèle économique du groupe, finalement très peu perturbé par la dureté de la crise financière. Et à l'instar de ce qui avait pu être observé fin 2008 et début 2009, l'adoption des solutions du groupe semble même s'accélérer pendant les phases de crise, du fait que les clients sont de plus en plus convaincus des gains de temps et d'argent qu'elles génèrent.

La progression de 24% de l'activité du groupe avec ses 20 premiers clients (43% des prises d'ordres totales) a été deux fois plus rapide que ce qui est constaté pour l'ensemble du groupe sur l'exercice entier, ce qui est révélateur de ce phénomène d'accélération. Quelques grands noms de l'industrie automobile sont en effet en train de basculer « au tout numérique » la conception et le développement de leurs nouveaux modèles.

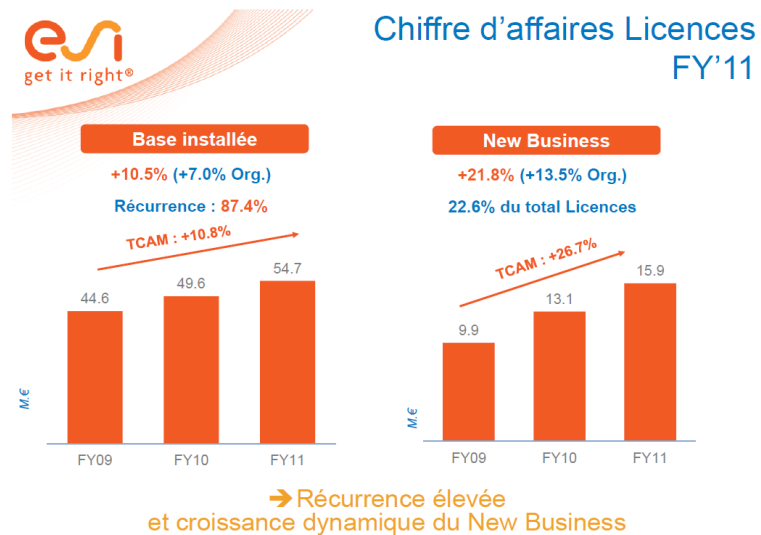


Source: société

Au-delà du groupe Volkswagen, pionnier en la matière et premier client du groupe, c'est le cas notamment de Renault qui a signé fin 2010 un contrat de 3 ans pour la mise en place d'une solution VPS (Virtual Prototyping Solution), faisant ainsi figure d'exemple pour les partenaires sous-traitants mais également pour la concurrence, dont l'avancement en terme de prototypage virtuel est très disparate selon les constructeurs.

L'activité Licences a progressé de 8,9% en organique sur le seul T4 (à 29,9 M€), et de 8,4% en organique sur l'ensemble de l'exercice.

Le new business, en croissance organique de 13,5% sur l'ensemble de l'exercice (et représentant 23% du CA Licences total), est très dynamique et prouve que le groupe conquiert des parts de marchés et/ou de nouveaux comptes, notamment dans l'aéronautique (8% des prises d'ordres totales) où le groupe effectue actuellement une percée notable, du fait de l'émergence des matériaux composites pour lesquels le prototypage virtuel est indispensable (contrat notamment avec Letov, filiale tchèque du groupe Latécoère, pour l'optimisation des procédés de production, la réduction des coûts et du poids des pièces, tout en préservant leurs propriétés mécaniques).



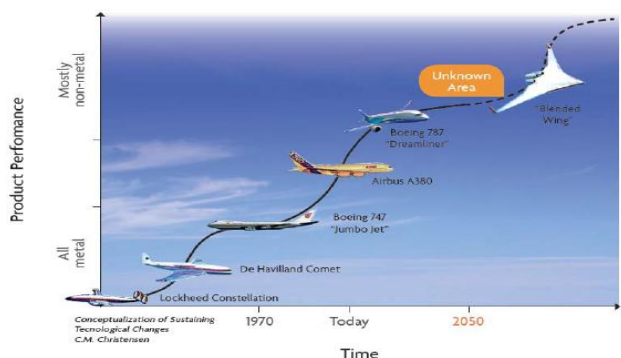
Source: société

L'évolution de l'activité sur les Services (+15% à tcc à 25,4 M€ en annuel ; +17,3% sur le seul T4) va dans le même sens et témoigne de la solidité du pipe de projets en développement concernant la mise en place de solutions de prototypage virtuel, les clients ayant davantage besoin d'accompagnement pour gérer cette bascule :

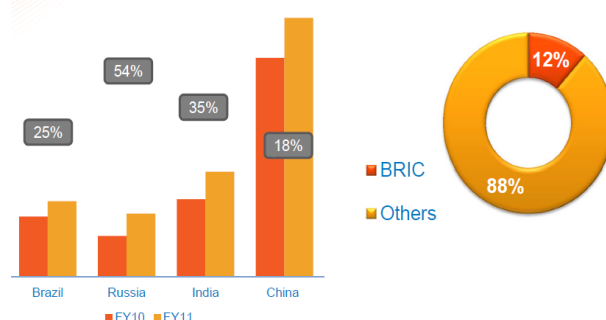
- Les projets à forte valeur ajoutée (« Engineering studies ») ont ainsi représenté 53% du CA services, vs 54% sur l'exercice précédent, et sont sans aucun doute assez rémunérateurs,
- A l'inverse, les études amont (« Special Project »), plutôt stables dans le Mix du CA Services et généralement subventionnées par les clients sont peu rentables, mais elles permettent d'entretenir des liens forts avec les grands donneurs d'ordres et de contenir les coûts de R&D.

Parmi les nouveaux vecteurs de croissance dont profite actuellement le groupe, on rappellera plus particulièrement l'aéronautique, avec l'émergence des nouveaux matériaux, comme les composites, et les grands pays émergents (BRIC) où ESI enregistre une envolée de ses prises de commandes

Emergence des matériaux composites en Aéro



Hausse des prises de commandes dans les BRIC



Source: société

Des marges à leur meilleur niveau historique

Les bonnes performances commerciales d'ESI GROUP au cours de l'exercice 2011/12, marqué par une forte croissance, tant des ventes de licences que des services, se sont traduites par le maintien d'un haut niveau de marge brute (+11,6% à 66 M€), amplifiée par l'évolution positive des taux de change.

Compte de résultats simplifié (31/01/n+1)

en M€	FY 2010	FY 2011	Variation
Chiffre d'affaires	84,2	94,2	11,9%
Coûts des ventes	-25,0	-28,2	12,8%
Marge brute	59,1	66,0	11,6%
% du CA	70,2%	70,0%	
Frais de R&D	-14,1	-14,9	5,2%
% du CA	-16,8%	-15,8%	
Frais sur Ventes & marketing	-26,3	-28,8	9,8%
% du CA	-31,2%	-30,6%	
SG&A et dépréciation	-10,6	-11,9	12,4%
% du CA	-12,6%	-12,7%	
Total des charges opérationnelles	-51,0	-55,6	9,1%
% du CA	-60,6%	-59,0%	
Résultat opérationnel Courant	8,1	10,3	27,4%
% du CA	9,6%	11,0%	0,1
Autres coûts non récurrents		-0,6	ns
Résultat opérationnel	8,1	9,7	19,7%
% du CA	9,6%	10,3%	
Produits & charges d'intérêt	-0,6	-0,7	4,0%
Gains & pertes de change	-0,7	-0,9	35,6%
Résultat avant IS	6,8	8,1	19,5%

Source : ESI Group

La qualité des résultats met aussi en exergue les forts effets de leviers que recèle le modèle économique du groupe, et la pertinence de son positionnement technologique, leviers toujours à l'œuvre et qui laissent espérer la poursuite d'une forte dynamique de croissance bénéficiaire à l'avenir.

Le taux de marge brute de 70% (70,2% l'exercice précédent) reflète un mix d'activité un peu moins favorable en Licences (Marge brute de 84,8% vs 85,1%) qui intégraient davantage de composants tiers, et la poursuite de la remontée, amorcée l'an dernier, de la rentabilité des services (Marge Brute en hausse de 90 points de base à 29,9%).

La Marge d'EBITDA courant s'inscrit à 10,5 M€ (11,2% du CA), soit 60 points de base de plus que l'an dernier, sous l'effet de la bonne maîtrise de l'ensemble des charges d'exploitation (+9,1%, pour un CA en hausse de 11,9%), notamment :

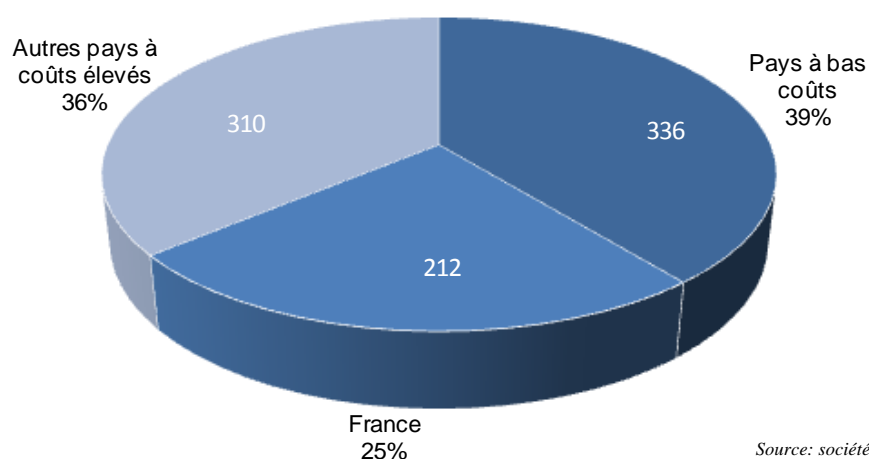
- les charges de R&D (14,85 M€), en hausse de 5,2%, après leur bond de +13% sur l'exercice précédent, du fait de l'utilisation de ressources sur des projets co-financés et d'une activation plus importante des frais de R&D.
- les frais commerciaux (coûts des ventes et marketing en hausse de 9,8% à 28,85 M€), parfaitement contenus, après leur envolée de l'exercice précédent (+16,4%) du fait des efforts déployés par le groupe pour renforcer sa pénétration du marché.

Le ROC se révèle ainsi proche de notre estimation (10,3 M€), en hausse de 27% par rapport à l'an dernier et de 140 points de base en % du CA (11% vs 9,6%).

Le résultat net de 6 M€, inférieur à nos attentes, pâtit d'une charge d'impôt alourdie de 62% par rapport à l'exercice précédent (qui avait bénéficié du soutien financier au développement des activités en Chine) et de coûts non récurrents (0,6 M€) liés aux acquisitions. A noter que le taux d'IS se rapproche désormais de son niveau normatif.

Des efforts soutenus continuent d'être réalisés pour accroître la compétitivité du groupe, dont la part des effectifs employés dans les pays à bas coûts (39% vs 37% l'an dernier) est appelée à croître encore avec le renforcement en cours des équipes en Tunisie après l'Inde, la Chine, la Tchèque. Le coût moyen par salarié n'a ainsi progressé que de 1,4% au cours du dernier exercice écoulé.

Répartition des effectifs moyens (FY 2011)



Une flexibilité financière confortable

En novembre 2011, le groupe a finalisé auprès de son pool bancaire (Crédit du Nord, CIC, Société Générale, Banque Palatine, HSBC et Caisse d'Épargne) une ligne de crédit syndiqué de 30 M€ sur 7 ans, en renouvellement de sa précédente ligne de crédit de 19 M€ contractée en avril 2007 (échéance 2014).

Ce crédit est destiné essentiellement à financer les opérations de croissance externe prévues par le groupe dans son Business plan à 3 ans. Un premier tirage a eu lieu (12,2 M€), pour refinancer le remboursement de l'ancien crédit syndiqué (tranche A de 5 M€) et l'acquisition d'IC.IDO (tranche B1 de 7,2 M€) réalisée en août dernier. Le solde sera investi dans les 24 prochains mois sur des cibles répondant à des critères précis ; elles devront notamment délivrer des croissances de 15 à 20% l'an et des niveaux de marge supérieurs à ceux du groupe, grâce aux synergies qu'elles permettront de mettre en œuvre.

Dans le cadre de sa convention de crédit, le groupe s'est engagé à respecter les ratios financiers suivants :

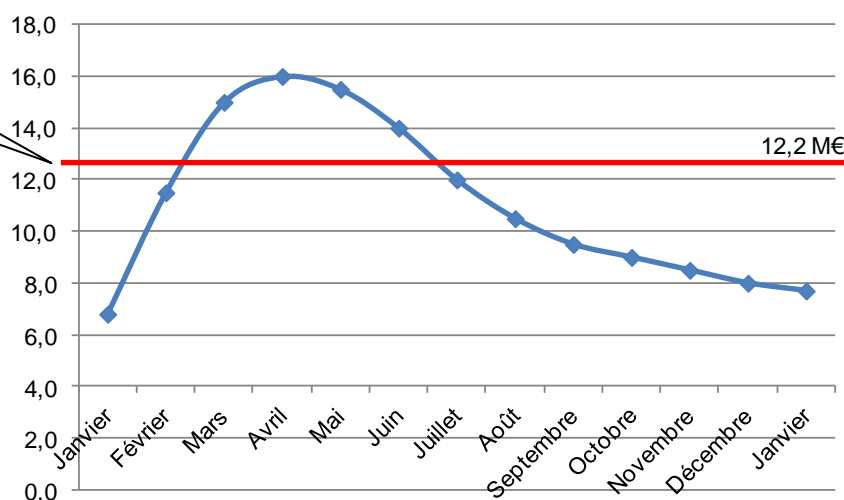
- le ratio de levier financier R1 : Dette financière nette consolidée / EBITDA consolidé < 2,50
- le ratio de structure financière R2 : Dette financière nette consolidée sur fonds propres consolidés < 60% chaque fin de semestre,
- le ratio de couverture des frais financiers R3 : EBITDA consolidé / frais financiers nets > 5.

Au 31/01/2012 ESI respectait largement ses covenants bancaires, avec des dettes financières nettes de 6,6 M€ pour 74,4 M€ de fonds propres consolidés (< à 10% des fonds propres, très en deçà des 60% exigés), et très loin des plus de 26 M€ de dettes financières que lui permettrait son EBITDA actuel de 10,5 M€.

Le coût moyen de la dette brute à fin janvier 2012 s'établissait, selon nous, à moins de 1,0 % (vs 4,66% en année pleine sur l'exercice FY 2010 arrêté à fin janvier 2011). Le nouveau crédit syndiqué est en effet utilisable sous forme de billets de trésorerie à 1 mois, 3 mois ou 6 mois, à la convenance et selon les besoins du groupe, afin d'optimiser sa gestion de trésorerie, qui connaît d'amples variations du fait des pointes d'encaissement saisonnières des locations des licences (en décembre/janvier aux USA et en Europe et en mars/avril au Japon).

Niveau du premier tirage de la ligne de crédit syndiqué

Evolution de la trésorerie brute (FY 2011 en M€)



Source: Estimations Arkeon Finance

Or, le premier tirage du groupe a été effectué au taux spot Euribor 1 mois de 0,5%, opération qui a été complétée le 24 janvier 2012 par un swap de 2 M€ à taux fixe à 1,11% (coût du Swap de 60 points de base).

Toujours de solides perspectives de croissance

Selon les analyses de marché réalisées par les cabinets d'études spécialisés (Daratech, CIMData notamment) et selon les propres données historiques du groupe, le marché d'ESI Group progresse sur des rythmes compris entre 8 et 10% par an. Et de nombreux facteurs endogènes toujours à l'œuvre continueront d'entretenir cette belle dynamique de marché, comme la pression concurrentielle toujours plus forte poussant les grands acteurs du secteur manufacturier à être sans cesse plus performants dans leur cycle d'innovation produits, ou encore les préoccupations sécuritaires et environnementales et les contraintes réglementaires accrues, etc.

ESI Group est aussi à la manœuvre pour amplifier ce mouvement et profiter pleinement des potentialités de son marché (renforcement du canal de vente indirecte, nouvelles opportunités sectorielles à l'instar du marché militaire américain, croissances externes, etc.).

Les effets d'échelle liés à l'accroissement de la taille du groupe vont lui permettre, dans ce contexte dynamique, d'accroître très fortement ses marges, même s'il est difficile, à ce stade, de valider totalement les objectifs du groupe à horizon 2015 (à savoir 200 M€ de CA et marge d'EBITDA compris entre 20 et 25% du CA).

Les facteurs de croissance intrinsèques du marché

L'offre d'ESI Group est hautement stratégique pour de nombreux secteurs manufacturiers et son marché devrait demeurer en croissance de 8 à 10% en rythme annuel. Les facteurs de croissance du marché de la simulation numérique sont nombreux, et pour ne mentionner que les plus importants, nous citerons :

- La disponibilité en terme de puissance de calcul : selon la loi de Moore, la puissance de calcul des processeurs est décuplée tous les 5 ans, ce qui permet aux applications d'ESI de gagner en performance, en précision et en fiabilité, tandis qu'une forte réduction du temps de traitement permettra d'augmenter considérablement le nombre possible de tests. D'un point de vue commercial, le prix des licences est calculé en fonction de la puissance de calcul utilisée pour faire fonctionner les progiciels. La croissance de la puissance de calcul constitue ainsi un facteur indéniablement positif sur les perspectives à long terme de la société.
- Les préoccupations accrues en termes de confort passagers dans l'automobile et l'aéronautique, ce qui conduit par exemple au déploiement de solutions de simulation dans le domaine acoustique et thermique (confort lié aux vibrations, au vent, la climatisation, etc....).
- La réglementation toujours plus contraignante au plan de la sécurité des passagers (crash test, Airbag de nouvelle génération, radars anti-collision etc.) et l'utilisation de nouveaux matériaux et procédés "verts".
- Les progrès techniques en général, avec une complexité croissante des modèles à étudier et des procédés de fabrication, et la compétition toujours plus sévère imposant des contraintes toujours plus serrées et l'accélération des innovations.

Les vecteurs de croissance propres à ESI Group

ESI Group, au-delà des facteurs de croissance propres à son marché, devrait amplifier le mouvement par la mise en œuvre de plusieurs axes stratégiques forts destinés à élargir ses débouchés potentiels, parmi lesquels :

- L'accentuation du recours au canal de la vente indirecte, qui ne représente à ce jour que 11% des ventes de licences. Le groupe a déjà une première pratique du canal indirect, d'ailleurs avec un certain succès, notamment dans les pays où il n'était historiquement pas présent, ou sur des métiers connexes ou très spécialisés. Cette stratégie va être amplifiée à l'avenir, pour accroître son potentiel de marché. A titre d'illustration, le logiciel « ProCAST » dans le domaine de la fonderie est également décliné dans une version « QuickCAST » destinée aux petites fonderies dans les pays émergents adressées via une force de vente indirecte.
- L'exploitation accrue des potentialités du marché militaire américain. Pour ce faire, et en réponse aux suggestions des autorités militaires, le groupe vient de créer ESI US Inc. filiale qui sera spécifiquement dévolue au cantonnement de ses opérations militaires Outre atlantique. Les activités militaires du groupe aux Etats-Unis devraient ainsi connaître un réel essor à horizon de quelques années.
- Le rééquilibrage des débouchés du groupe, la croissance future devant pouvoir s'appuyer sur 5 ou 6 gros piliers sectoriels, contre seulement 2 ou 3 actuellement (auto-transport pour 56% / Industrie lourde pour 15% / Aéro-Défense pour 13%) ; l'automobile à proprement parler (46% des prises d'ordres) restera sans nul doute prépondérante, mais son poids devrait redescendre à terme dans la zone des 35 à 40%. Le groupe s'efforcera de se constituer de nouveaux piliers (représentant au moins 10% du CA), parmi lesquels nous l'avons vu, le secteur militaire (5% aujourd'hui) pourrait y figurer grâce au marché US. Les potentialités de nouveaux secteurs émergents seront davantage exploitées comme le marché de l'éducation (5% actuellement) qui croît fortement dans les BRIC, ou l'énergie, avec le marché de l'éolien, de la pile à combustible ou encore du nucléaire (en phase de reprise actuellement) sur lequel le groupe est déjà historiquement actif. Le secteur aéronautique (8%), en retard dans l'usage de la simulation et du prototypage virtuel, sera quant à lui boosté par l'avènement des nouveaux matériaux, comme mentionné précédemment.
- La croissance externe, le management disposant d'un bon track record dans son exécution, avec une douzaine d'intégrations réussies à son actif. Avec sa ligne de crédit syndiqué de 30 M€, le groupe s'est déjà doté d'une bonne force de frappe financière (18 M€ encore disponibles) qu'il n'exclut d'ailleurs pas de compléter en négociant de nouvelles facilités bancaires. Pour rappel, l'atteinte de son objectif de 200 M€ de CA en 2015 sous-tend une forte contribution de la croissance externe, avec un équivalent à acquérir que nous pouvons estimer entre 50 et 55 M€ de CA d'horizon 2015.

De puissants leviers d'amélioration des marges

Le management d'ESI Group s'est fixé pour objectif d'atteindre 200 M€ de CA à horizon 2015 (FY 2015 arrêté au 31/01/2016), soit un TMVA du CA de 20%, se décomposant en 11% de croissance organique et 9% en provenance des opérations de M&A. L'objectif de marge d'EBITDA est inscrit dans une fourchette comprise en 20 et 25% du CA pour 2015, le groupe signalant que sa marge d'EBITDA normative pourrait très bien avoisiner théoriquement les 30-35% dans un contexte monétaire plus favorable (ce qui nous semble plausible si \$ et € étaient à parité).

Toujours est-il que même si les conditions monétaires demeurent non optimales, comme elles le sont depuis de nombreuses années d'ailleurs, le groupe dispose de puissants leviers d'amélioration de ses marges pour l'avenir :

- Le compte de résultat va bénéficier de facteurs d'échelle, l'augmentation de la taille du groupe permettant de mieux amortir les coûts de structure d'un groupe nécessairement complexe, taillé par construction pour adresser le marché mondial.
- Certes, le groupe n'a pas caché qu'il va devoir encore renforcer ses structures, notamment en Allemagne (100 personnes désormais au total du fait de l'intégration d'IC.IDO), aux USA (environ 100 ingénieurs), au Japon, notamment en gestion des ressources humaines et sur ses systèmes d'information (ERP, CRM), conduisant à une baisse modeste du poids du poste G&A (11,9 M€ soit 12,7% du CA) dans le compte de résultat au cours des deux prochains exercices. Au-delà de deux ans, un réel effet de levier devrait commencer à jouer sur ce poste.
- En revanche, les frais commerciaux (30,6% du CA) et les coûts de R&D (15,8% du CA), tout en continuant à progresser en valeur absolue, devraient croître beaucoup moins rapidement que la hausse du CA, ce qui conduira à une forte baisse du poids relatif de ces deux postes en % du CA, procurant un fort levier d'amélioration des marges d'exploitation.
- S'agissant plus spécifiquement des frais de R&D, près de 56 % des effectifs R&D du groupe (eux même totalisant 31% des effectifs groupe) sont localisés dans des pays à bas coûts (Inde, Chine, Tchèque, Tunisie), ce qui permet à ESI d'exercer un contrôle très serré de ses coûts et d'offrir ainsi une offre à des prix très compétitifs au plan international. Les dépenses de R&D devraient croître deux fois moins vite en tendance que le chiffre d'affaires du groupe au cours des années à venir.

Le groupe compte ainsi faire progresser sa marge d'EBIT d'au moins 200 points de base par an, pour atteindre un minimum de 20% à moyen terme. Sur l'exercice 2012, pour un CA qui dépassera les 100 M€, la marge d'EBIT restera pour autant inférieure à 15% du CA, selon la propre guidance du groupe communiquée lors de la dernière réunion SFAF.

Comptes de résultats								e	e	e
en M€ (au 31/01/n+1)	janv.-06	janv.-07	janv.-08	janv.-09	janv.-10	janv.-11	janv.-12	janv.-13	janv.-14	janv.-15
Licences & Maintenance	48,5	53,2	53,9	52,6	54,1	61,9	68,8	77,1	83,2	89,3
variation en %	7,4%	9,5%	1,4%	-2,4%	2,9%	14,4%	11,2%	12,0%	7,9%	7,3%
en % du CA	78,1%	80,5%	78,3%	75,0%	72,1%	73,5%	73,1%	72,8%	72,7%	72,7%
Services	13,3	12,6	14,6	17,2	20,2	21,4	23,9	27,3	29,7	32,0
en % du CA	21,3%	19,1%	21,3%	24,5%	26,9%	25,4%	25,4%	25,8%	26,0%	26,0%
Autres	0,4	0,3	0,3	0,4	0,8	0,9	1,5	1,5	1,6	1,6
CA Groupe	62,2	66,0	68,9	70,2	75,1	84,2	94,2	105,9	114,5	122,9
variation en %	6,7%	6,2%	4,3%	1,9%	7,1%	12,1%	11,9%	12,4%	8,1%	7,4%
Coûts des ventes	16,1	17,9	18,9	20,0	25,2	25,0	28,2	31,4	33,7	35,6
% du CA	25,9%	27,0%	27,5%	28,5%	33,5%	29,8%	30,0%	29,7%	29,4%	29,0%
Marge brute	46,1	48,2	49,9	50,2	49,9	59,1	66,0	74,5	80,8	87,3
en % du CA	74,1%	73,0%	72,5%	71,5%	66,5%	70,2%	70,0%	70,3%	70,6%	71,0%
Dont Licences			45,1	44,3	44,6	52,7	58,4	65,7	70,9	76,5
en % du CA			83,7%	84,2%	82,5%	85,1%	84,8%	85,1%	85,3%	85,7%
Dont Services			4,6	5,6	5,0	6,2	7,2	8,5	9,5	10,5
en % du CA			31,4%	32,4%	24,5%	29,0%	29,9%	31,1%	32,0%	32,8%
Recherche & développement	14,2	13,4	13,6	12,2	12,5	14,1	14,9	15,5	16,2	16,8
en % du CA	22,9%	20,3%	19,7%	17,5%	16,7%	16,8%	15,8%	14,6%	14,2%	13,7%
Sales & Marketing	18,9	20,3	21,9	22,5	22,6	26,3	28,8	31,5	33,4	35,0
en % du CA	30,4%	30,7%	31,8%	32,1%	30,1%	31,2%	30,6%	29,7%	29,2%	28,5%
General & Administrative	8,6	8,7	8,5	9,9	10,2	10,6	11,9	13,0	14,0	14,7
en % du CA	13,9%	13,1%	12,4%	14,1%	13,6%	12,6%	12,7%	12,3%	12,2%	12,0%
Résultat opérationnel courant	4,3	5,8	5,9	5,5	4,6	8,1	10,3	14,5	17,2	20,8
en % du CA	7,0%	8,8%	8,5%	7,9%	6,1%	9,6%	11,0%	13,7%	15,0%	16,9%
Amortissement des goodwill	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat opérationnel	4,1	5,6	5,7	5,4	4,6	8,1	9,7	14,5	17,2	20,8
en % du CA	6,6%	8,5%	8,2%	7,7%	6,1%	9,6%	10,3%	13,7%	15,0%	16,9%
Résultats financiers nets	-0,5	-0,5	-0,8	-0,8	-0,7	-0,6	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5
Autres (gains & pertes de changes)	0,9	-1,1	-1,7	1,0	-0,6	-0,7	-0,9	0,0	0,0	0,0
Résultats avant IS	4,5	4,0	3,2	5,6	3,3	6,8	8,1	13,9	16,6	20,3
IS	1,7	1,5	0,9	1,3	2,1	1,3	2,1	3,8	4,8	6,0
Taux d'impôt	38,5%	37,4%	27,1%	23,1%	63,3%	18,9%	25,6%	27,6%	28,6%	29,6%
Résultat net consolidé	2,8	2,5	2,4	4,3	1,2	5,5	6,0	10,1	11,9	14,3
Intérêts minoritaires	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
RNPG	2,7	2,4	2,3	4,2	1,2	5,4	6,0	10,0	11,8	14,3

Source : Estimations ARKEON Finance

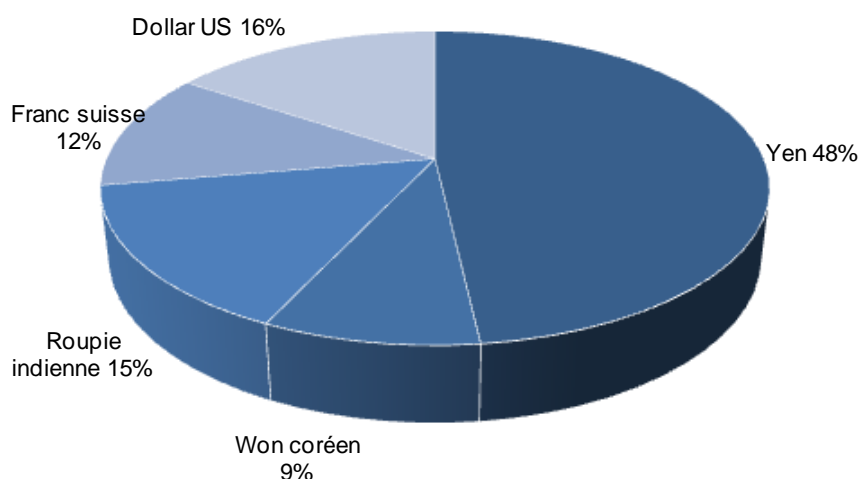
Toujours des aléas bien sûr, mais ils sont gérés

Les risques monétaires

De par la forte internationalisation de ses activités (57% du CA hors d'Europe, soit 36% en Asie et 21% en Amérique), le groupe est fortement exposé aux variations des devises, avec un fort déséquilibre structurel sur la zone Asie (Japon et Corée du Sud). Selon nos estimations, l'exposition nette du groupe aux risques monétaires représentait un flux monétaire net de près de 25 M€ en 2011, dont la moitié environ était concentrée sur le Yen.

L'exposition aux autres devises est assez diversifiée et équilibrée, le groupe étant par exemple structurellement « Short » sur la Roupie indienne, du fait qu'il génère essentiellement des coûts dans cette devise, alors que son exposition « Long » en US\$ (16% des flux nets pour 23% environ du CA) est amoindrie par l'importance de sa base de coûts en \$ (environ 20% des coûts).

Exposition estimée aux devises (en % des flux nets 2011)



Source : Estimations Arkeon Finance

La politique du groupe est de couvrir partiellement ou totalement, dans la mesure du possible, les flux prévus dans son budget. Il recourt classiquement à un mix de couvertures à terme ou et d'options pour lisser ces aléas.

La concurrence des logiciels libres

Les logiciels libres ne sont pas tant perçus comme une menace par le management, mais plutôt comme une opportunité. Le groupe est d'ailleurs habitué à fonctionner avec cette dimension, son principal concurrent en Crash Test n'étant autre qu'un logiciel issu du monde Open Source (LS-Dyna de la société LSTC, active également dans le domaine de l'emboutissage).

Ainsi, bien que le produit de son principal concurrent soit dans certains cas quasiment gratuit, ESI Group ne semble pas souffrir outre mesure de cette compétition. Le groupe fournit en effet des solutions complexes clef en main, les clients recherchant avant tout chez ESI des produits fiables, évolutifs et pérennes sur la durée avec une expertise mondiale. ESI n'hésite pas en revanche à intégrer dans son offre des composants issus du monde du logiciel libre, si ceux-ci permettent de gagner du temps et de baisser les coûts de ses propres solutions.

Les enjeux du SaaS

Le logiciel en tant que service (SaaS) consiste à proposer un abonnement plutôt que l'achat d'une licence. Les clients ne paient pas pour posséder le logiciel en tant que tel, mais plutôt pour l'utiliser à la demande.

Depuis quelques années, le marché du SaaS connaît une très forte croissance et représente une part croissante du CA de bon nombre d'éditeurs, non sans que ceux-ci n'expérimentent d'ailleurs quelques désagréments dans cette évolution, le financement de leur cycle d'exploitation étant moins bien assuré durant la phase de transition.

Chez ESI, même si le groupe ne communique pas de chiffre précis à ce sujet, la part du SaaS est encore très réduite, les clients étant encore majoritairement réticents face à ce phénomène, sans doute pour des raisons de flexibilité et de sécurité des infrastructures.

Pour autant, les technologies et les infrastructures pour y répondre existent (ESI a travaillé avec BULL et IBM sur le sujet, notamment en terme de mise à disposition de capacités de calcul) et sont par exemple expérimentées par Renault et Volkswagen.

Ainsi, l'avènement du SaaS ne sera sans doute pas une révolution dans les domaines d'intervention d'ESI ; son adoption devrait rester lente et limitée, et le modèle économique et financier du groupe devrait par conséquent rester peu affecté par cette évolution.

Le resserrement des panels

La concentration des grands donneurs d'ordres, et surtout le phénomène de resserrement des panels de leurs fournisseurs ont constitué des tendances lourdes observées dans l'industrie depuis de nombreuses années.

L'effet prescripteur dont aurait dû bénéficier ESI Group au sein des écosystèmes de ses principaux clients s'est révélé au final assez limité. Le fait que la croissance de l'activité du groupe soit depuis plusieurs années sensiblement plus rapide avec ses premiers clients en est l'illustration. La forte concentration des panels semble cependant avoir atteint ses limites, les grands groupes industriels prenant de plus en plus la mesure des risques que comportent de telles stratégies, notamment en termes de dépendance à l'égard d'un nombre trop limité de fournisseurs et de fragilisation d'ensemble de tout leur écosystème.

ESI Group devrait ainsi pouvoir mettre à profit ce renversement de tendance et bénéficier à l'avenir d'une diversification plus large de ses sources de croissance.

Valorisation

Nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritères pour valoriser le groupe. Celle-ci repose sur : (1) l'actualisation des flux de trésorerie disponible (DCF) et (2) la méthode des comparables boursiers. A titre indicatif, les références aux transactions industrielles dans le secteur fournissent des éléments d'information intéressants sur la forte valeur d'enjeu que recèle potentiellement la société étudiée. La méthode de valorisation par l'actif net comptable (ANC) a été écartée dans la mesure où elle ne prend pas en compte la valeur des actifs incorporels générés en interne, en cas d'espèce significatifs, ceux-ci étant absents du bilan de la société, ainsi que la méthode du rendement, la société ESI n'ayant jamais versé de dividendes à ses actionnaires.

L'objectif de cours par action obtenu par la moyenne des deux premières méthodes s'établit à 25,70 € / action.

Valorisation par les DCF

Selon la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la valeur présente de ses flux de trésorerie d'exploitation, actualisés au taux de rentabilité exigé par les apporteurs de fonds, sous déduction de l'endettement net à la date d'évaluation.

Cette approche de valorisation dite « intrinsèque » repose sur l'hypothèse d'une valeur des capitaux propres fondée sur la profitabilité future de la société à évaluer. L'actualisation a été réalisée en utilisant un WACC de 11,2% et un taux de croissance à l'infini de 1,5%.

Par ailleurs, nous nous sommes placés dans un scénario prudent sur l'ensemble de la période 2012-2021, avec des taux de croissance retenus plutôt faibles au regard de la dynamique commerciale du groupe et de sa capacité à pénétrer de nouveaux secteurs industriels.

Nous avons stabilisé le taux de marge d'exploitation à 18 % en fin de période, sachant que plus la masse critique du groupe sera forte, plus il sera en mesure de pérenniser des niveaux de marge d'exploitation au-delà des 20% en tendance.

Tableau prévisionnel des flux de trésorerie										
En M€ au 31/01/n+1	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
CA	105,9	114,5	122,9	131,5	140,7	149,9	159,6	167,6	176,0	183,9
Var	12,4%	8,1%	7,4%	7,0%	7,0%	6,5%	6,5%	5,0%	5,0%	4,5%
ROC	14,5	17,2	20,8	22,6	24,6	27,0	28,7	29,8	31,0	32,4
ROC/CA	13,7%	15,0%	16,9%	17,2%	17,5%	18,0%	18,0%	17,8%	17,6%	17,6%
Impôts	- 4,8	- 5,7	- 6,9	- 7,5	- 8,1	- 8,9	- 9,5	- 9,8	- 10,2	- 10,7
Amortissements & Provisions	1,3	1,5	1,7	1,9	2,0	2,2	2,4	2,6	2,9	3,1
Cash flows d'exploitation	11,0	13,0	15,6	17,0	18,5	20,3	21,7	22,6	23,6	24,8
Investissements industriels	- 2,3	- 2,3	- 2,3	- 2,4	- 2,6	- 2,8	- 2,9	- 3,1	- 3,1	- 3,1
Inv. Ind. / CA	-2,1%	-2,0%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,7%	-1,7%
Var. BFR	- 3,6	- 2,6	- 2,6	- 1,3	- 1,4	- 1,4	- 1,5	- 1,2	- 1,3	- 1,2
Cash flows disponibles	5,2	8,1	10,8	13,3	14,6	16,2	17,3	18,3	19,3	20,5
CFD Actualisés	4,8	6,8	8,1	9,0	8,8	8,8	8,5	8,1	7,7	7,3
Somme des cash-flows actualisés (M€)	77,8									
Valeur finale actualisée (M€)	77,4									
Dette nette 31/01/12	-6,7									
Immobilisations financières 31/01/12 (M€)	10,2									
Intérêts minoritaires 31/01/12 (M€)	0,0									
Provisions (M€)	0,0									
Pensions pour retraite (M€)	0,0									
Valeur des fonds propres en M€	158,7									
Nbre d'actions (M)	6,0									
Par action (€)	26,5									

Source : ARKEON Finance

Le tableau d'analyse de sensibilité ci-après présente la valeur de l'action ESI sur la base des paramètres retenus, soit 26,50 € par action, ainsi que la sensibilité de cette valeur à l'évolution du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini :

Sensibilité de la valorisation		Taux de croissance à l'infini				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
WACC	10,1%	28,2	29,1	30,0	31,0	32,2
	10,6%	26,6	27,3	28,2	29,1	30,1
	11,1%	25,2	25,8	26,5	27,3	28,2
	11,6%	23,9	24,4	25,0	25,7	26,4
	12,1%	22,7	23,2	23,7	24,3	24,9

Source : ARKEON Finance

Comparaison boursière

Les principaux groupes cotés dans l'univers du CAD/CAM sont les suivants :

DASSAULT SYSTEMES (8,4 Md€ de capitalisation – 1,8 Md€ de CA en 2011). Créée en 1981 au sein de la Sociétés des Avions Marcel Dassault, la société Dassault Systèmes, premier éditeur de logiciel français, est leader mondial du développement et de la commercialisation de logiciels de gestion du cycle de vie des produits (Product Lifecycle Management abrégé en PLM) et de la conception 3D.

ANSYS (coté au Nasdaq ; près de 6,0 Md\$ de capitalisation). Editeur de logiciels créé en 1970 et spécialisé en simulation numérique, le groupe développe et commercialise des logiciels de simulation utilisés pour prévoir comment vont se comporter les produits dès leur conception et la façon dont les procédés de fabrication fonctionnent en environnement réel. Il met à la disposition de ses clients une plateforme de simulation unifiée et personnalisable qui permet aux ingénieurs de réaliser des simulations complexes de manière efficace impliquant l'interaction de multiples facteurs physiques, tout en procurant aux ingénieurs et développeurs davantage de temps à la conception et l'amélioration de produits, sans qu'ils en perdent en utilisant le logiciel et la recherche de données.

AUTODESK (coté au Nasdaq ; 8,8 Md\$ de capitalisation) propose des solutions 3D pour de nombreux secteurs qui vont de l'industrie manufacturière, à l'architecture, l'ingénierie et la construction, ou encore les médias, le cinéma et les jeux vidéo). Son produit phare AutoCAD, lancé en 1982, est très répandu dans le monde du design industriel. Dans l'industrie manufacturière, la solution de Digital Prototyping du groupe permet aux fabricants d'accélérer la mise sur le marché de leurs produits et d'optimiser la collaboration avec les sous-traitants sans recourir à des prototypes physiques.

PARAMETRIC (Nasdaq ; 2,3 Md\$ de CA). Fondé en 1985, PTC propose un portefeuille complet de solutions intégrales de gestion du cycle de vie des produits à plus de 25 000 clients dans les secteurs industriels les plus divers, comme l'équipement industriel, la haute technologie, l'aérospatiale et la défense, l'automobile, les biens de consommation et les appareils médicaux.

Nous avons également intégré **IGE IXAO**, petit éditeur français de logiciels de CAO destinés à concevoir et à maintenir la partie électrique des processus de production, des installations et des câblages industriels.

	Cours	Capitalisation	Ev/EBITDA 2012	Ev/EBITDA 2013	Ev/EBIT 2012	Ev/EBIT 2013	Per 2012	Per 2013
Dassault Systemes S.A.	72,61	8 993	12,1	10,2	12,9	11,2	22,1 x	19,6 x
Autodesk Inc.	32,30	7 423	8,0	6,4	8,6	7,0	15,9 x	13,7 x
Ansys Inc.	63,58	5 922	11,1	9,6	13,1	10,6	22,3 x	19,7 x
Parametric Technology Corp.	20,02	2 394	8,4	6,4	9,5	7,3	13,8 x	11,5 x
ESI Group S.A.	16,02	94	7,0	6,3	8,9	8,0	11,1 x	9,2 x
IGE + XAO S.A.	29,20	46	3,6	2,7	4,0	3,1	11,7 x	10,7 x
Moyenne des ratios			8,4	6,9	9,5	7,9	16,2	14,1
VE induite (M€)			132,21	129,94	137,62	135,15		
Capitalisation induite (M€)			130,51	135,24	135,92	140,45	164,81	168,76

Au final, la méthode par les comparables aboutit à une valorisation très proche de celle obtenue par le DCF, puisque nous obtenons une moyenne comprise entre 24,90€ et 25,30€ selon que nous retenions l'ensemble des ratios 2012 et 2013, ou seulement ceux concernant l'exercice 2013.

	M€	par action
Moyenne	145,9	24,9 €
Moyenne 2013	148,1	25,3 €

Transactions industrielles

ESI Group a investi lourdement en recherche et développement (plus de 200 M€ depuis sa création selon nos estimations) et a constitué un portefeuille technologique cohérent utilisé dans la conception de nombreux produits industriels. Pour disposer d'outils de simulations «réalistes», il aura fallu réaliser un nombre incalculable de tests et d'essais, en partenariat avec des industriels et des centres de recherche publics ou privés qui sont venus alimenter des bases de données riches de plus de 30 ans d'expérience. ESI Group, avec plus de trois décennies de présence sur ces spécialités est aujourd'hui l'une des rares sociétés au monde à disposer d'un tel actif (que la valorisation boursière ne pourra jamais refléter). Les nombreux partenariats stratégiques noués par le groupe, ses rachats ciblés de technologies et ses lourds investissements en R&D lui ont permis de construire un actif technologique considérable et de très fortes barrières à l'entrée qui ne facilitent pas l'arrivée de nouveaux entrants.

Le domaine d'expertise d'ESI devrait se révéler de plus en plus stratégique pour de grands éditeurs d'outils de conception numérique. ANSYS, Dassault Systèmes, Siemens PTC, voire même IBM pourraient très bien un jour ou l'autre souhaiter intégrer ce type d'expertise et figurent ainsi naturellement parmi les prétendants potentiels les plus plausibles. Rappelons qu'en 2005, Dassault Systèmes a racheté Abaqus pour 327 M€ dans des métiers connexes de ceux d'ESI (logiciels d'analyse intégrée à la CAO). Le CA de cette société s'établissait alors à 79 M€.

Le tableau ci-dessous recense, à titre indicatif, un certain nombre d'opérations de consolidation intervenues sur le secteur. Cette approche est limitée dans sa pertinence par le fait que seules les informations publiques sont disponibles, alors que certaines transactions peuvent comporter des conditions confidentielles spécifiques (garanties, compléments de prix, etc.). A l'exception de MSC Software alors en sérieuse déconfiture, racheté par le fonds de private equity «Symphony Technology Group», sur la base d'une VE/CA < à 1, nous observons que les transactions s'opèrent généralement sur des ratios compris entre 2 et 4 fois en multiple de VE/CA. La valeur d'ESI Group qui découlerait de tels multiples laisse espérer un potentiel d'appréciation très élevé pour l'investisseur. Sur la base de la moyenne de 3,4 X le CA du dernier exercice écoulé qui ressort de ce tableau, la valeur de transaction ressortirait à 320 M€, soit près de 53 € par action. A titre indicatif, on notera que MSC Software était en perte au moment de son rachat en 2009 et ne dégagait que 21 M\$ d'EBITDA annuel, soit une transaction qui s'est effectuée tout de même à 10 fois l'EBITDA, loin certes des plus de 20 fois payés par Ansys pour Ansoft l'année précédente.

Transactions sectorielles

	CA	Prix	Acquéreur	Année	VE/CA
Esterel Technologies (conception, simulation d'applications embarquées pour le contrôle des équipements électroniques)	15 M€	42 M€	Ansys	2012	2,8
Gemcom Software (modélisation & simulation géologique 3D)	80 M\$	360 M\$	Dassault Syst	2012	4,5
Apache Design Solutions (solution de simulation pour l'électronique)	46 M\$	281 M\$	Ansys	2011	6,1
IC.IDO (réalité virtuelle immersive)	4,6 M€	7,6 M€	ESI Group	2011	1,7
Micro Application Packages Ltd (CAD/CAM en mécanique, électricité et plomberie)	nc	23 M\$	Autodesk	2011	nc
Blue Ridge Numerics (simulation en dynamique des fluides)	nc	39 M\$	Autodesk	2011	nc
MSC Software (logiciels de simulation pour l'industrie manufacturière)	254,4 M\$	360 M\$	STG	2009	0,8
Gemcom Software (modélisation & simulation géologique 3D)	54 M\$	149 M\$	Carlyle/etc.	2008	2,8
Ansoft Corp. (logiciels de conception de systèmes électroniques)	102 M\$	784 M\$	Ansys	2008	7,7
Agile (PLM)	134 M\$	495 M\$	Oracle	2007	3,7
ICEM (modélisation surfacique pour l'automobile)	20 M€	51,4 M€	Dassault Syst	2007	2,6
Cocreate (applications scientifiques et d'ingénierie)	75 M\$	250 M\$ (*)	PTC	2007	3,3
MatrixOne (gestion collaborative du cycle de vie du produit)	124 M€	324 M€	Dassault Syst	2006	2,6
Mathsoft	20 M\$	64,4 M\$ (*)	PTC	2006	3,2
Fluent (simulation de la dynamique des fluides)	122 M\$	598 M\$	Ansys	2006	4,9
Abaqus (analyse non linéaire par éléments finis)	79 M€	327 M€	Dassault Syst	2005	4,1
Alias (conception & animation 3D)	83 M\$	197 M\$	Autodesk	2005	2,4
Arbortext (publication assistée par ordinateur)	40 M\$	193 M\$ (*)	PTC	2005	4,8
CFX (simulation de la dynamique des fluides)	19 M\$	22 M\$	Ansys	2002	1,2
Dynamic Software (simulation de procédés d'emboutissage)	2,5 M€	3,5 M€	ESI Group	1999	1,4
Moyenne					3,4

(*) non corrigé de la trésorerie acquise

Source : sociétés & estimations Arkeon Finance

ANNEXES

Annexe 1 : Profil des dirigeants

Alain de ROUVRAY (PDG) : Fondateur de la Société ESI Group, Alain de Rouvray est Président Directeur Général de la Société depuis sa création. Diplômé de l'Ecole Centrale de Paris (1967), de la Sorbonne (Sciences Economiques, 1967) et titulaire d'un doctorat (Ph.D.) de Génie Civil de l'Université de Californie, Berkeley (1971). Alain de Rouvray a été Ingénieur de Recherche à l'Ecole Polytechnique (Laboratoire de Mécanique Solide, 1972) et Directeur du Département Mécanique Avancée de la Société Informatique Internationale filiale d'Informatique Scientifique du Groupe CISI et du Commissariat à l'Energie Atomique de 1972 à 1976. Il a fondé la société ESI SA en 1973 et a été son Directeur Général et Directeur Commercial de 1973 à 1990.

Vincent CHAILLOU (Directeur Général Délégué) : Diplômé de l'Ecole Polytechnique de Paris (1971) et titulaire d'un Doctorat de Génie Civil de l'Ecole des Ponts et Chaussées (1973), Vincent Chaillou a rejoint le Groupe ESI en 1994, après avoir occupé différentes fonctions commerciales, de marketing et de direction, en particulier dans la zone Asie-Pacifique au sein d'un département de ComputerVision (depuis fusionné avec PTC). De 1994 à 1998, il a également occupé, au sein d'ESI Group, le poste de Vice-Président Régional en charge de la zone Amériques et de Directeur Général d'ESI Software.

Annexe 2 : Les dates clef

1973 : Création d'ESI, par Alain de Rouvray, actuel Président Directeur Général, et trois collègues et partenaires ingénieurs titulaires d'un Ph.D. (Doctorat) de l'Université de Berkeley en Californie (Jacques Dubois, Iraj Farhooman, Eberhard Haug). L'activité de la société, axée au démarrage sur du conseil pour les industries de la défense, du nucléaire et de l'aérospatial, évoluera progressivement vers la simulation numérique.

1979 : Création de la filiale allemande, ESI GmbH.

1985 : ESI effectue la première simulation numérique d'un test de collision de véhicule pour un consortium conduit par Volkswagen. C'est le début du logiciel PAM-CRASH, produit phare du groupe.

1991 : Le groupe entre de plain pied dans le métier de l'édition de logiciels et ouvre diverses filiales étrangères pour soutenir leur commercialisation (Etats-Unis, Japon, Corée du Sud).

1997 : Rachat de Framasoft, filiale de Framatome, éditeur de solutions de simulation numérique en mécanique et en particulier pour l'industrie nucléaire.

2000 : Introduction sur le Nouveau Marché de la Bourse de Paris en juillet, avec une levée de fonds de 30 M€. Et jusqu'en 2005, ESI Group poursuit une stratégie de croissance externe soutenue en intégrant successivement :

- MECAS, pour renforcer son réseau de distribution en Europe de l'Est,
- STRACO et VASCI (Vibro-Acoustic Sciences), pour la simulation du bruit et du confort acoustique,
- L3P, pour la simulation de procédés de fabrication de matériaux composites,

- Les équipes et le logiciel ProCAST auprès de la société américaine UES, et la société suisse Calcom, pour renforcer son positionnement dans le domaine de la fonderie et de la métallurgie industrielle,
- La propriété intellectuelle des logiciels d'Ingénierie Assistée par Ordinateur (IAO) de la société américaine EASi, pour la conception et le contrôle des processus,
- La division Produits de CFD Research Corporation dans le domaine de la dynamique des fluides visant des secteurs à fort potentiel de croissance, comme l'électronique, la biotechnologie et les énergies alternatives.

2007 : Annonce de la collaboration d'ESI Group avec Chengdu Aircraft Industry, un des principaux constructeurs d'avions chinois et filiale d'AVIC.

2008 : Acquisition de la société américaine de services Mindware Engineering Inc., spécialiste de la dynamique des fluides (CFD), qui vise à compléter l'offre de Services à haute valeur ajoutée. Acquisition, également en décembre, du logiciel VdotTM de gestion des processus de développement.

2009 : Création d'un pôle « nearshore » de services en Tunisie.

2011 : Acquisition en août de l'allemand IC.IDO, leader européen des solutions de réalité virtuelle immersive (4,6 M€ de CA en 2010). Ses solutions collaboratives d'aide à la décision, principalement destinées à des produits industriels très élaborés dont la fabrication est répartie sur plusieurs sites, permettent aux clients industriels de présenter avec une transparence exceptionnelle, de manipuler en temps réel et d'échanger virtuellement des informations sur les prototypes de leurs produits, ainsi que de résoudre des problématiques de fabrication et de durabilité dans un environnement immersif et distribué. En août, annonce d'un partenariat stratégique de 5 ans dans le domaine de la R&D avec le laboratoire des Matériaux du groupe aéronautique chinois AVIC (Beijing Institute of Aeronautical Materials).

Acquisition en décembre de la société suédoise Efield (0,4 M€ de CA), spécialiste européen des solutions de simulation virtuelle de phénomènes électromagnétiques. La société, qui emploie 5 personnes, est dotée d'une base de clients prestigieux (Saab AB, BAE Systems, Ericsson ou encore China Helicopter Institute) renforçant la diversification sectorielle des débouchés du groupe vers l'aéronautique, l'électronique et la défense. Elle complète par ailleurs le réseau de distribution international en permettant au groupe de s'installer en Scandinavie.

Annexe 3 : Franchissements de seuils

Date	Actionnaires	% capital	Sens
28/03/2012	Famille De Rouvray	30,26%	Hausse
29/04/2010	Quaeroq	5,18%	Hausse
16/04/2010	Jacques Dubois	9,70%	Baisse
13/03/2009	L'échiquier	4,92%	Baisse
09/02/2006	Odyssée Venture	14,48%	Hausse
29/03/2005	L'échiquier	5,57%	Hausse
25/02/2005	L'échiquier	4,96%	Baisse
21/05/2004	L'échiquier	5,74%	Hausse
26/03/2004	Odyssée Venture	10,23%	Hausse (*)
20/06/2003	Odyssée Venture	7,51%	Hausse (*)
22/07/2003	JP Morgan	4,74%	Baisse
18/07/2003	Schroder IM	4,99%	Baisse
11/06/2003	JP Morgan	9,64%	Baisse
06/06/2003	Odyssée Venture	5,33%	Hausse
24/11/2000	Schroder IM	5,09%	Hausse

(*) franchissement en hausse des seuils des 5 & 10% en droits de vote

Annexe 4 : Historique des acquisitions et rachats d'actifs

Date	Société	Pays	Métier	Prix et modalités	Effectifs	CA	MEX	Valorisation	Intérêt
09/12/2011	Efield	Suède	Solutions de simulation virtuelle électromagnétiques	1,2 M€ dont 120 k€ immédiatement	5	0,4 M€		3 X CA	Renforcement dans la simulation virtuelle de phénomènes électromagnétiques, tels que la sécurité active dans les transports, les interférences dans l'électronique ou la furtivité dans la défense
16/08/2011	IC.IDO	Allemagne	Solutions de Réalité virtuelle immersive	7,6 M€	30	4,6 M€	> 10%	1,7 X CA	A côté de ses solutions de prototypage virtuel intégral ESI est désormais capable de proposer à ses clients les meilleures capacités de visualisation immersive et interactive en 3D
12/01/2009	Mindware Engineering	USA	Services d'ingénierie dans le domaine de la dynamique des Fluides (Computational Fluid Dynamics (CFD), mais aussi en interaction fluide / structure et en gestion de données	5,6 M\$ en cash + earnout basé sur la performance des 5 années suivantes.		5,6 M\$ en 2007	> 10%		A renforcé les positions du groupe aux USA et a apporté une brique complémentaire permettant de promouvoir la conception basée sur la simulation en multi-physique.
01/06/2006	ATE Technology International (51%)	Chine	Edition de logiciels d'ingénierie assistée par ordinateur (AMI, CFX, iSight, EASA, Visualyze, VDOT, CFD...)		32	3,9 M\$ (2005)			Cette acquisition permet à ESI Group de se renforcer en Chine et de s'y diversifier dans les secteurs hors automobile.
01/02/2006	branche services Corée d'IPS International et activité H-Models (acquis à IPS International)	Corée	Services de simulation numérique et modèles numériques humains (H-Models)		14	0,9 M€ (2005)			Ces actifs permettent de renforcer la position d'ESI auprès de ses grands clients coréens dans la sécurité passagers
01/02/2004	ESTI	Chine	Distribution des logiciels de ESI Group en Chine		7	0,4 M€			ESTI comporte plusieurs références clients sur le marché chinois, dont Shanghai Volkswagen
01/02/2004	logiciels d'ingénierie virtuelle de CFD Research (acquis à CFD Research)	Etats-Unis	Edition de logiciels de simulation de dynamique des fluides et de multi-physique		42	6,5 M\$ (2003)			
01/08/2003	logiciels d'IAO de EASI Software (acquis à EASI Software)	Etats-Unis	Edition de logiciels d'ingénierie virtuelle et de gestion des processus de simulation (EASI Process)			3 M\$ (2003)			Cette acquisition permet à ESI Group de mettre en place sa stratégie d'Open VTOS et la valorisation des solutions PLM
01/01/2003	Calcom	Suisse	Edition de logiciels de fonderie et de métallurgie industrielle		15	3,4 MFS (2002)			
01/01/2003	ProCAST (acquis à UES Software)	Etats-Unis	Edition de logiciels de fonderie et de métallurgie industrielle (ProCAST)			4,5 M\$ (2001)			
01/08/2002	Vibro-Acoustic Sciences (77%)	Etats-Unis	Edition de logiciels de simulation de bruits et vibrations acoustiques de haute fréquence (AutoSEA)	3 M€ en cash	30	4,7 M€ (2001/02)	0-%	0,6x CA 2001/02	
06/07/2001	L3P	Canada	Edition de logiciels de simulation de remplissage de moules par injection de résine (RTM-Flot)	0,6 M€ en cash					
01/05/2001	Mecas (51%)	République Tchèque	Distribution des logiciels de ESI Group en République Tchèque	0,3 M€ en cash					Mecas permet à ESI Groupe de renforcer son implantation commerciale en Europe de l'Est et d'accéder à des ressources techniques supplémentaires.
01/05/2001	logiciel Viking (acquis à INPRO)	Allemagne	Logiciel de simulation en continu de procédés d'emboutissage						
27/04/2001	Straco (98%)	France	Edition de logiciels de simulation en vibro-acoustique (Rayon)	1,5 M€ en cash					
16/12/1999	Dynamic Software	France	Edition de logiciels de simulation de procédés d'emboutissage (Optris)	2,9 M€ cash + earn out 0,6 M€ sur objectif CA au 30/09/99		2,5 M€ (1999)	RN -0,5 M€ (1999)	1,4x CA 1999	Dynamic Software permet à ESI Group de prendre une position dominante dans les procédés d'emboutissage.
27/02/1997	Framasoft (acquis à Framatome)	France	Edition de logiciels d'analyse mécanique, hydraulique et thermique (Sysworld)						Framasoft, devenue Systus International, avait pour objectif de créer un pôle européen orienté "conception à base de simulation". Rachat des 20% restants le 26/01/01.
01/07/1994	éléments partiels d'actifs de ERSAP	France	Simulation des phénomènes électromagnétiques						

Données Financières

COMPTE DE RESULTAT (M€)	31/01/06	31/01/07	31/01/08	31/01/09	31/01/10	31/01/11	31/01/12	31/01/2013e	31/01/2014e	31/01/2015e
Chiffre d'affaires	62,2	66,0	68,9	70,2	75,1	84,2	94,2	105,9	114,5	122,9
Autres produits d'exploitation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Achats Consommés	16,1	17,9	18,9	20,0	25,2	25,0	28,2	31,4	33,7	35,6
Marge brute	46,1	48,2	49,9	50,2	49,9	59,1	66,0	74,5	80,8	87,3
Autres achats et charges externes	5,7	1,0	1,4	1,4	-1,0	-0,1	0,7	1,2	1,6	1,8
Charges du personnel	34,2	39,7	40,7	40,6	44,8	50,2	54,8	57,5	60,5	63,0
Impôts et taxes	-3,0	-2,0	-1,0	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0
Excédent Brut d'Exploitation	6,2	7,5	7,8	8,2	6,2	9,0	10,5	15,8	18,7	22,5
Dotation aux Amortissements et provisions	1,9	1,7	1,9	2,6	1,6	0,9	0,2	1,3	1,5	1,7
Résultat opérationnel courant	4,3	5,8	5,9	5,5	4,6	8,1	10,3	14,5	17,2	20,8
Coûts de restructuration	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0
Plus ou moins values	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépréciation du goodwill	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Coût des stock options	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres éléments non récurrents	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat opérationnel	4,1	5,6	5,7	5,4	4,6	8,1	9,7	14,5	17,2	20,8
Coût de l'endettement net	-0,5	-0,5	-0,8	-0,8	-0,7	-0,6	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5
Autres produits financiers	0,9	-1,1	-1,7	1,0	-0,6	-0,7	-0,9	0,0	0,0	0,0
Résultat avant Impôts	4,5	4,0	3,2	5,6	3,3	6,8	8,1	13,9	16,6	20,3
Impôts sur les bénéfices	1,7	1,5	0,9	1,3	2,1	1,3	2,1	3,8	4,8	6,0
Résultat net de l'ensemble consolidé	2,8	2,5	2,4	4,3	1,2	5,5	6,0	10,1	11,9	14,3
Intérêts minoritaires	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	2,7	2,4	2,3	4,2	1,2	5,4	6,0	10,0	11,8	14,3

BILAN (M€)	31/01/06	31/01/07	31/01/08	31/01/09	31/01/10	31/01/11	31/01/12	31/01/2013e	31/01/2014e	31/01/2015e
Ecart d'acquisition	2,6	3,1	2,9	3,0	2,6	2,5	3,5	3,8	3,8	3,7
Actif immobilisé	32,4	35,5	37,4	40,6	41,0	43,5	51,2	51,2	51,3	51,0
Stocks et en-cours	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Clients et comptes rattachés	1,0	1,1	1,2	1,5	1,5	1,2	2,1	2,4	2,6	2,8
Autres créances et comptes de régularisation	32,4	39,0	37,6	39,6	38,9	45,9	53,9	60,6	65,5	70,4
Disponibilités et VMP	14,3	9,7	13,1	8,6	11,2	6,8	7,7	12,5	20,1	30,1
TOTAL ACTIF	88,9	96,7	100,4	103,6	108,1	111,5	135,5	147,0	159,4	174,0
Capitaux propres	52,1	55,0	58,0	61,1	61,8	68,2	74,4	82,4	92,3	104,5
Intérêts minoritaires	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Provisions pour risques et charges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emprunts et dettes financières	8,9	12,5	12,0	12,1	12,5	7,8	14,5	14,5	14,5	14,5
Fournisseurs et comptes rattachés	9,6	10,1	0,2	0,5	0,3	0,9	0,6	0,6	0,7	0,7
Autres dettes et comptes de régularisation	26,6	27,8	28,8	28,3	31,2	32,6	41,9	45,0	47,3	49,5
TOTAL PASSIF	88,9	96,7	100,4	103,6	108,1	111,5	135,5	147,0	159,4	174,0

TABEAU DE FINANCEMENT (M€)	31/01/06	31/01/07	31/01/08	31/01/09	31/01/10	31/01/11	31/01/12	31/01/2013e	31/01/2014e	31/01/2015e
Capacité d'autofinancement	3,7	2,6	2,5	5,9	2,9	4,8	6,1	10,6	12,4	14,8
-Variation du BFR	-0,7	4,4	-3,8	4,6	-3,3	4,3	1,3	3,6	2,6	2,6
Flux de trésorerie liés à l'activité	4,4	-1,8	6,2	1,3	6,2	0,4	4,8	7,0	9,8	12,3
Acquisition d'immobilisations corp. & incorp.	-2,1	-2,9	-1,9	-2,3	-1,5	-2,1	-2,8	-2,3	-2,3	-2,3
Cession nette d'immobilisations	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Incidence de la variation de périmètre	-0,4	-1,0	0,0	-3,3	-2,3	-0,2	-7,4	0,0	0,0	0,0
Flux de trésorerie lié aux investissements	-2,3	-3,8	-1,9	-5,6	-3,7	-2,3	-10,1	-2,3	-2,3	-2,3
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Variation nette d'emprunts	-3,5	1,7	-0,7	0,4	0,5	-3,0	6,6	0,0	0,0	0,0
Flux de trésorerie liés aux opérations financement	-3,5	1,8	-0,5	0,4	0,5	-3,0	6,5	0,0	0,0	0,0
Divers	-0,5	-0,7	-0,4	-0,6	-0,4	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie	-1,4	-4,6	3,4	-4,5	2,6	-4,9	1,1	4,8	7,5	10,0

Ratios	31/01/06	31/01/07	31/01/08	31/01/09	31/01/10	31/01/11	31/01/12	31/01/2013e	31/01/2014e	31/01/2015e
Marge d'EBITDA	9,9%	11,4%	11,3%	11,6%	8,3%	10,7%	11,1%	14,9%	16,3%	18,3%
Marge d'exploitation	7,0%	8,8%	8,5%	7,9%	6,1%	9,6%	11,0%	13,7%	15,0%	16,9%
Marge nette	4,3%	3,7%	3,4%	6,0%	1,6%	6,5%	6,4%	9,5%	10,3%	11,6%
ROE (RN/Fonds propres)	5,1%	4,4%	4,0%	6,9%	1,9%	8,0%	8,1%	12,2%	12,8%	13,7%
ROCE (NOPAT/Capitaux employés)	3,7%	6,0%	6,5%	5,4%	3,1%	7,8%	8,4%	9,7%	10,2%	10,8%
Dettes nettes / Fonds propres	-10,4%	5,1%	-1,8%	5,8%	2,2%	1,5%	9,0%	2,3%	-6,1%	-14,9%
EV / CA (x)	1,5	1,5	1,4	1,4	1,3	1,1	1,1	0,9	0,8	0,7
EV / EBITA (x)	20,9	16,9	16,1	18,0	21,0	11,9	9,9	6,7	5,2	3,8
P / CF (x)	26,5	37,3	39,7	16,7	33,3	20,5	15,9	9,2	7,9	6,6
BNPA ap survaleur (en €)	0,45	0,41	0,39	0,71	0,20	0,91	1,01	1,67	1,97	2,37
BNPA av survaleur (en €)	0,48	0,45	0,42	0,73	0,20	0,91	1,01	1,67	1,97	2,37
PE ap survaleur (x)	36,3	39,6	41,6	23,1	82,0	17,9	16,2	9,7	8,3	6,9
PE av survaleur (x)	33,7	36,5	38,4	22,3	82,0	17,9	16,2	9,7	8,3	6,9
Dividende par action (en €)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rendement net	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Taux de distribution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

SYSTEME DE RECOMMANDATION

ACHAT	: Potentiel supérieur à 15%
RENFORCER	: Potentiel compris entre 5% et 15%
ALLEGER	: Potentiel compris entre 5% et -10%
VENDRE	: Potentiel supérieur à -10%

DETECTION POTENTIELLE DE CONFLITS D'INTERETS

Opération de Corporate finance en cours ou réalisée durant les 12 derniers mois	Participation au capital de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité et / ou Animation de marché	Contrat d'apporteur de liquidité
NON	NON	OUI	NON	NON

Cette publication a été rédigée par ARKEON Finance. Elle est délivrée à titre informatif uniquement et ne constitue en aucun cas une sollicitation d'ordre d'achat ou de vente des valeurs mobilières qui y sont mentionnées. La présente publication ne constitue pas et ne saurait en aucun cas être considérée comme constituant une offre au public, ni comme une sollicitation du public relative à une offre quelle qu'elle soit.

L'information contenue dans cette publication ainsi que toutes les opinions qui y sont reprises, sont fondées sur des sources présumées fiables. Cependant ARKEON Finance 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 d'ARKEON Finance à la date de celle-ci et peuvent être sujettes à modification sans notification. Cette publication est destinée exclusivement à titre informatif aux investisseurs professionnels qui sont supposés élaborer 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 ARKEON Finance, ni aucun de ses dirigeants ou de ses employés, ne peut être tenu responsable d'une quelconque décision d'investissement. Conformément à la réglementation et afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts eu égard aux recommandations d'investissements, ARKEON Finance a établi et maintient opérationnelle une politique efficace de gestion des conflits d'intérêts. Le dispositif de gestion des conflits d'intérêts est destiné à prévenir, avec une certitude raisonnable, tout manquement aux principes et aux règles de bonne conduite professionnelle. Il est en permanence actualisé en fonction des évolutions réglementaires et de l'évolution de l'activité d'ARKEON Finance. ARKEON Finance entend, en toutes circonstances, agir dans le respect de l'intégrité de marché et de la primauté de l'intérêt de ses clients. A cette fin, ARKEON Finance a mis en place une organisation par métier ainsi que des procédures communément appelées « Muraille de Chine » dont l'objet est de prévenir la circulation indue d'informations confidentielles, et des modalités administratives et organisationnelles assurant la transparence dans les situations susceptibles d'être perçues comme des situations de conflits d'intérêts par les investisseurs. La présente publication est adressée et destinée uniquement (i) aux professionnels en matière d'investissement entrant dans la catégorie des "Investisseurs Qualifiés" au sens de l'article 19(5) du *Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005* (tel qu'amendé "Order"); (ii) aux "entités à valeur nette élevée" (*high net worth entities*) aux associations non immatriculées, au Partenariat et "Trustee" de "Trust à valeur nette élevée" au sens de l'article 49(2) du *Order*. Tout investissement ou activité d'investissement en lien avec la présente publication est uniquement disponible pour ces personnes et ne sera réalisé qu'avec ces personnes. Les personnes au Royaume-Uni qui recevraient la présente publication (autre que les personnes au (I) au (II) ou les actionnaires existant de la société) ne peuvent fonder leur décision d'investissement sur la présente publication ou agir sur la base de la présente publication. Cette publication ne constitue pas une offre de vente ou la sollicitation d'une offre d'achat de valeurs mobilières aux Etats-Unis d'Amérique, au Canada, en Australie, au Japon ou en Afrique du Sud. Les valeurs mobilières mentionnées dans la présente publication n'ont pas été et ne seront pas enregistrées au sens du *Securities Act* de 1933, tel qu'amendé (le « *Securities Act* ») ou au sens des lois applicables dans les Etats membres des Etats-Unis d'Amérique, et ne pourront être offertes ou vendues aux Etats-Unis d'Amérique qu'à travers un régime d'exemption prévu par ledit *Securities Act* ou par les lois applicables des Etats membres des Etats-Unis d'Amérique. La présente publication et les informations qu'elle contient ne peuvent être adressés ou distribués aux Etats-Unis d'Amérique. Les valeurs mobilières de la société ne sont pas offertes aux Etats-Unis d'Amérique.

- Contacts ARKEON Finance -

Activités de Marché

Charles-Henri BERBAIN 01 53 70 50 23
CharlesHenriBerbain@ArkeonFinance.fr
Responsable des Activités de Marché

Cyril DIEU 01 53 70 50 24
CyrilDieu@ArkeonFinance.fr

Stratégie Actions

Gilbert FERRAND 01 53 70 29 47
GilbertFerrand@ArkeonFinance.fr
Responsable de la Stratégie Actions

Fabrice MATUSZEWSKI 01 53 70 50 35
FabriceMatuszewski@ArkeonFinance.fr

Philippe MONI 01 53 70 50 20
PhilippeMoni@ArkeonFinance.fr

Analyse Financière Sell-side

Mathieu JASMIN 01 53 70 45 35
MathieuJasmin@ArkeonFinance.fr
Stock-Picking / Pétrole

Analyse Financière Corporate

Isabelle BLAIZE 01 53 70 50 49
IsabelleBlaize@ArkeonFinance.fr

Alexandre KOLLER 01 53 70 29 43
AlexandreKoller@ArkeonFinance.fr
Média / Internet

Négociation

Frédéric LARTIGUE 01 53 70 50 30
FredericLartigue@ArkeonFinance.fr
Responsable négociation

Charles-Louis PLANADE 01 53 70 50 43
CharlesPlanade@ArkeonFinance.fr
Edition Multimédia / Environnement

Daniel SAUVAGE 01 53 70 50 22
DanielSauvage@ArkeonFinance.fr

Jean-Pierre TABART 01 53 70 45 34
Jean-PierreTabart@ArkeonFinance.fr
Stock-Picking / Services

Didier MALEZIEUX-DEHON 01 53 70 50 37
DidierMalezieux@ArkeonFinance.fr

Philippe TANNENBAUM 01 53 70 45 31
PhilippeTannenbaum@ArkeonFinance.fr
Immobilier Européen

Corporate Broking

Nathalie BOUMENDIL 01 53 70 50 84
NathalieBoumendil@ArkeonFinance.fr

Vente Actions

Maxime ABOUJDID 01 53 70 45 30
MaximeAboujdid@ArkeonFinance.fr

Christel CLEME 01 53 70 50 38
ChristelCleme@ArkeonFinance.fr

Fax Salle des marchés : 01 53 70 50 19

Fax Corporate : 01 53 70 50 01