

FORTE CROISSANCE EN VUE POUR DASSAULT SYSTEMES,
METROLOGIC GROUP, IGE+XAO ET ESI GROUP

Misez sur les éditeurs de logiciels de simulation

par AUDREY TONNELIER

En 2005, le marché mondial du PLM (Product Lifecycle Management), ou gestion du cycle de vie des produits a crû de 8,7 %, pour atteindre 18,1 milliards de dollars. Cette activité recouvre non seulement la conception assistée par ordinateur (CAO) mais aussi le design des prototypes, la simulation des réactions des produits dans leur environnement d'utilisation, et le partage de l'ensemble des informations entre les différents acteurs du cycle de fabrication. Autant de tâches pour lesquelles les entreprises industrielles, notamment des secteurs de l'automobile et de l'aéronautique, recourent à des éditeurs de logiciels spécialisés.

Le numéro un du marché mondial est le français Dassault Systèmes (14 % de parts de marché l'an dernier, selon CIM-data), mais ses principaux concurrents (UGS, PTC, Autodesk...) sont américains.

Trois petits éditeurs français cotés – Metrologic, ESI Group et IGE+XAO – se sont engouffrés dans la brèche. Leur principal atout : être présents sur des niches technologiques dotées

de fortes barrières à l'entrée, ce qui leur permet d'enregistrer des croissances à deux chiffres de leurs facturations. Cette tendance devrait perdurer, car la simulation répond aux contraintes de temps et de coûts des entreprises. « *Les logiciels de simulation permettent, d'une part, de réduire les délais de fabrication, en donnant des indications précises sur la faisabilité de tel ou tel élément, et, de l'autre, d'enregistrer des économies de coûts, à travers la réduction du nombre de prototypes physiques nécessaires* », résume Philippe Billaud, directeur financier d'ESI Group. Encore de taille modeste, les petites sociétés de notre sélection ne manquent pas de relais de croissance. Elles réalisent ainsi 40 à 80 % de leurs ventes à l'international. Il faut dire que le marché de la simulation, qui s'adresse autant aux grands groupes qu'à leurs sous-traitants, est aujourd'hui largement mondialisé. Les pays émergents, Chine et Europe de l'Est en tête, font figure de nouveaux eldorados, avec des taux de croissance à deux, voire trois chiffres.

Cette dynamique de l'activité est indispensable aux petits

éditeurs pour rentabiliser leurs coûts fixes ainsi que d'importants investissements de recherche-développement (R&D), dont les montants représentent jusqu'à 25 % du chiffre d'affaires. Dès lors, les rentabilités deviennent particulièrement élevées une fois atteint un volume d'affaires suffisant.

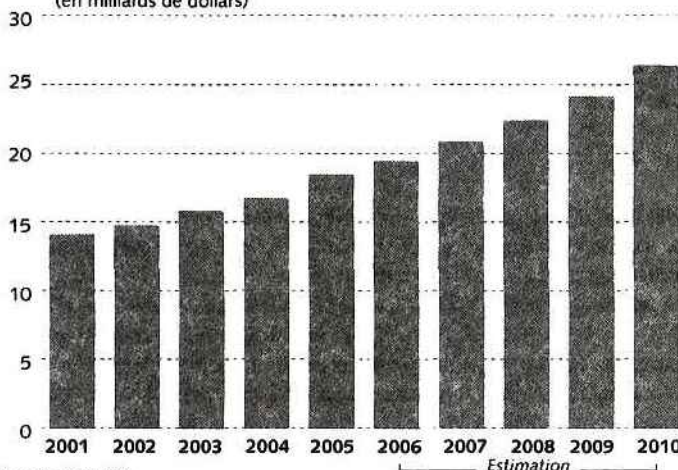
Dernier atout de ces éditeurs : la forte proportion de ventes récurrentes (plus de 50 % en moyenne) apportées par les revenus de maintenance des logiciels, qui leur confère un aspect défensif non négligeable.

Par ailleurs, si les trois petits éditeurs de simulation ont un capital verrouillé par leurs dirigeants, ces derniers n'excluent généralement pas, à terme, un adossement à un concurrent de taille plus importante.

En Bourse, ces valeurs ont connu des fortunes diverses. IGE+XAO nous semble pour l'heure bien valorisé au regard de ses perspectives. Nous demeurons en revanche à l'achat sur le titre Metrologic Group et recommandons de se positionner dans une optique plus spéculative sur ESI Group : l'augmentation de la taille de la société aura un effet de levier important sur sa rentabilité.

UN MARCHÉ MONDIAL TRÈS DYNAMIQUE

► Le marché mondial de la gestion du cycle de vie des produits (en milliards de dollars)



Source : Cimdata

► Dernier cours le 12/07/06, en euros



- Chiffre d'affaires 2005 : **943,6 M€**
- Bénéfice net par action 2005 : **1,6 €**
- PER 2006/2007 : **22,3/19,2**
- VE/CA 2006 : **4,8**

Source : Reuters

DASSAULT SYSTEMES

> Le leader mondial du marché conserve sa suprématie

Numéro un mondial des logiciels de conception assistée par ordinateur (CAO), Dassault Systèmes a su se diversifier pour s'adapter aux nouvelles exigences de ses clients. Au côté de son logiciel phare, Catia, l'éditeur a développé des produits de gestion de données et de simulation numérique afin de prendre place sur le marché du PLM (gestion du cycle de vie des produits). Cette stratégie, couplée à un partenariat exclusif avec IBM – l'éditeur réalise 52 % de ses ventes via le géant informatique américain –, lui a permis de frôler, l'an dernier, le milliard d'euros de facturations (943,6 millions), pour une marge opérationnelle de 28,6 %. Ce niveau de rentabilité semble difficile à dépasser à court terme – les dirigeants tablent d'ailleurs sur une stabilité de la marge cette année –, mais Dassault Systèmes ne manque pas d'idées pour poursuivre la croissance de son activité, attendue entre 17 et 18 % en 2006.

Fort de l'élargissement de sa gamme de logiciels, le groupe propose à ses clients une véritable « usine numérique ». Il pratique aussi la diversification sectorielle : à l'origine présent chez les grands

comptes industriels – notamment dans les secteurs de l'aéronautique et de l'automobile –, il se développe chez les partenaires de ces derniers (bureaux d'études, sous-traitants...). Dassault Systèmes cible aussi les entreprises de taille moyenne et les pays émergents, comme la Chine. Enfin, l'éditeur vise aujourd'hui les secteurs où la 3D reste peu répandue. Ainsi, l'acquisition de l'américain Matrix One, finalisée au mois de mai, lui a permis de renforcer sa base de clientèle dans le domaine des semi-conducteurs, du textile ou de la santé.

La croissance externe reste un axe majeur de développement pour l'éditeur, dont l'importante trésorerie (684 millions d'euros à fin mars 2006) laisse augurer une poursuite d'acquisitions ciblées. Confiants, les dirigeants de Dassault Systèmes visent un doublement des ventes et du bénéfice net par action (1,6 euro en 2005) d'ici à 2010. A cette échéance, le groupe sera en mesure d'améliorer encore sa marge opérationnelle, qui pourrait grimper au-delà de 30 %. Ces perspectives demeurent raisonnablement valorisées : le titre Dassault Systèmes capitalise 22 fois la prévision de bénéfice net du consensus Reuters pour cette année.

NOTRE CONSEIL : NEUTRE. « Le Journal des Finances » étant contrôlé par le Groupe Industriel Marcel Dassault, nous nous abstenons de donner un conseil sur la valeur (code : DSY ; Comp. A, SRD).

22-



IGE+XAO

> La croissance externe devrait grever la rentabilité

En Bourse, IGE+XAO a eu son heure de gloire : entre le 1^{er} janvier 2004 et le 1^{er} janvier 2006, le cours a bondi de près de 60 %. Mais l'enthousiasme des investisseurs est retombé depuis le début de l'année, entraînant une stagnation de l'action. Pourtant, ce spécialiste des logiciels pour plans de câblage électrique, qui dispose de 70 % de parts de marché en France, a affiché une croissance de 5,8 % de son activité (9,2 millions d'euros) au cours du premier semestre de l'exercice qui sera clos le 31 juillet. Il présente d'ailleurs un portefeuille d'activité solide, équilibré entre les différents secteurs industriels et à 40 % récurrent, grâce aux revenus de maintenance. Mais c'est la rentabilité de l'éditeur qui a déçu au premier semestre : les charges de personnel et les investissements de recherche-développement ont grevé la marge opérationnelle courante, qui a accusé un repli de 1,6 point. Cette dernière demeure pourtant élevée, à 13,6 % des facturations. Concernant la marge nette, qui a atteint 8,5 % l'an dernier, les dirigeants se veulent confiants à moyen terme, avec un objectif de 15 % d'ici trois à

quatre ans, et de 9 % dès l'exercice en cours.

L'incertitude provient cependant des velléités de croissance externe d'IGE+XAO, qui souhaite soit racheter des sociétés disposant de technologies complémentaires, soit s'approprier la base de clientèle de l'un de ses petits concurrents. Certes, l'éditeur a les moyens financiers de ses ambitions : les dirigeants prévoient un endettement net nul à fin juillet, et peuvent compter sur une génération de liquidités de 10 millions d'euros par an. Mais ils ont aussi clairement laissé entendre que les rachats à l'étude devraient peser sur les profits. « *En cas d'opération importante, la marge nette pourrait momentanément descendre à 6 %* », avait prévenu Alain Di Crescenzo, président du groupe, lors de la présentation des résultats semestriels, en mai. De quoi expliquer la prudence des marchés. D'autant que la valorisation du titre est déjà quelque peu tendue. L'action IGE+XAO se négocie à près de 23 fois notre estimation de bénéfice net pour cette année (1,9 million d'euros) et encore à 19,5 fois celle de l'année suivante. Quant à la valeur d'entreprise, elle représente deux fois le chiffre d'affaires. Le rendement du titre, à défaut d'être nul, reste encore trop faible (0,7 % au cours actuel) pour justifier à lui seul un retour à l'achat sur la valeur.

NOTRE CONSEIL : PRISE DE BENEFICES. Nous avons conseillé d'alléger la position, mi-mai, après la publication des résultats semestriels. Le titre s'est replié de 10 % depuis, mais il nous semble encore trop tôt pour revenir à l'achat sur la valeur (code : IGE ; Comp. C).



ESI GROUP

> La rentabilité devrait doubler d'ici deux à trois ans

L'exercice 2006 a mal commencé pour ESI Group : les investisseurs ont sanctionné la publication du chiffre d'affaires du premier trimestre (février à avril) par une chute de 18 % du titre en quatre séances. Il faut dire que les ventes de cet éditeur de progiciels d'essais virtuels ont reculé de 5,2 % sur la période, et même de 6,7 % pour les revenus des licences, indicateur de la vitalité d'un éditeur. Les dirigeants, qui ont expliqué cette contre-performance par le report de contrats importants, se veulent rassurants. « *Le premier trimestre constitue la période la plus faible de l'année, justifie Philippe Billaud, directeur financier du groupe. A l'inverse, nous réalisons plus de 40 % de nos ventes au quatrième trimestre.* » D'ailleurs, l'objectif annuel d'une hausse de 10 à 15 % du chiffre d'affaires (contre 6,7 % l'an dernier) a été maintenu. L'accélération de la croissance passera par le renforcement des ventes chez les sous-traitants automobiles – ce domaine représente déjà 45 % des facturations – et dans les autres secteurs industriels (énergie, aéronautique, électronique, nucléaire). Avec près de 80 % de ses revenus issus des ventes de licences, le groupe jouit d'une bonne visibilité. «

Nous ne vendons pas nos licences, mais les louons, ce qui nous assure une récurrence supplémentaire des revenus : le taux de renouvellement annuel de nos clients atteint 88 % », souligne Philippe Billaud.

ESI Group, qui réalise 80 % de ses facturations à l'étranger, vise aujourd'hui les pays émergents d'Asie. Doté d'un bilan sain – la dette nette ne représente que 11 % des fonds propres –, le groupe a racheté en février la branche conseil de la société coréenne IPS International, et repris en avril l'un de ses distributeurs chinois, ATE. Pour l'heure, cette expansion internationale, ajoutée à de lourds investissements de R&D, pèse sur la rentabilité : la marge opérationnelle d'ESI Group n'a atteint que 6,6 % l'an dernier, un ratio modeste pour le secteur. Mais elle devrait s'établir entre 8 et 10 % cette année, et atteindre 15 % d'ici deux à trois ans, une fois dépassé le cap des 100 millions d'euros de chiffre d'affaires.

Ces perspectives ne sont pas intégrées dans le cours : le titre ESI Group, en recul de 10 % sur un an, se négocie à 21 fois le bénéfice attendu pour l'exercice en cours et à 17 fois pour l'année suivante. La valeur d'entreprise ne représente que 1,2 fois les ventes, ce qui fait d'ESI Group la valeur la moins chère de notre sélection.

NOTRE CONSEIL : ACHAT SPECULATIF. Le potentiel d'appréciation du titre reste intact, car sa valorisation ne tient pas compte de ses positions internationales et de la hausse attendue de la marge. Notre objectif de cours est fixé à 21 euros (code : ESI ; Comp. C).



METROLOGIC GROUP

> Le champion de la rentabilité du secteur

Avec une marge opérationnelle de 60 % et une marge nette de 41 % publiées pour le compte du premier semestre de l'exercice 2005/2006 (débuté le 1^{er} octobre), Metrologic Group affiche une profitabilité à faire pâlir d'envie n'importe quel dirigeant. Son secret ? L'éditeur est spécialisé sur un segment de niche : les logiciels 3D de contrôle qualité pour les pièces automobiles et aéronautiques. Présent dans une vingtaine de pays à travers le monde, Metrologic, qui tire 40 % de ses revenus des ventes de licences, a bénéficié ces dernières années de l'envolée de ses prix. Paradoxalement, les dirigeants n'y voient pas que des avantages. « *L'inflation du prix des licences a entraîné un repli de notre volume d'affaires et, partant, une stabilité des ventes l'an dernier, explique Philippe Cimadomo, président du groupe. Mais, pour l'exercice en cours, nous visons une hausse de 9 % des facturations et une croissance à deux chiffres dès 2007.* » Au cours du premier semestre (octobre à mars), les ventes ont d'ailleurs crû de 8 %, à 11,1 millions d'euros.

Pour cela, l'éditeur compte sur un partenariat avec Dassault Systèmes qui devrait générer 30 à 40 % des revenus d'ici deux à trois ans, ainsi que sur son développement dans les pays d'Asie et d'Europe de l'Est. Metrologic vient également d'ouvrir une filiale en Espagne. Enfin, le groupe étudie des opérations de croissance externe. Il en a les moyens : au 31 mars, la trésorerie nette représentait 76 % des fonds propres, soit plus de 8 euros par action !

Seul bémol : l'accélération de la croissance se traduira mécaniquement par un repli de la rentabilité. La marge nette devrait ainsi décroître de 3 points cette année, à 37 %. « *A terme, nous tablons sur un taux de marge nette normatif de 30 à 35 %* », prévoit Philippe Cimadomo. Rien de très préoccupant donc : la marge restera parmi les plus fortes du secteur. Enfin, Metrologic sert à ses actionnaires un dividende qui représente, selon les années, 25 à 30 % du résultat net. Le dernier coupon, de 0,435 euro, versé au titre de l'exercice 2004/2005, procure un rendement de 1,3 %.

En Bourse, le titre Metrologic Group se paie moins de 20 fois les bénéfices attendus cette année, un multiple raisonnable pour un groupe aussi rentable. Quant à la valeur d'entreprise (somme de la capitalisation et de la dette nette) rapportée au chiffre d'affaires, elle est élevée (5,8 fois 2006, contre une moyenne de 3 à 5 fois pour le secteur). Mais ce ratio devrait baisser avec le retour à la croissance de l'activité.

NOTRE CONSEIL : ACHAT. La très forte rentabilité du groupe, alliée au retour de la croissance des ventes, devrait soutenir le titre. Nous demeurons positifs, avec un objectif de cours de 50 euros (code : MTG ; Comp. B).