

INDEPENDENT RESEARCH

29 avril 2015

Technologies

Bloomberg	CAS.PA
Reuters	CAS FP
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	3,5 / 2,5
Capitalisation Boursière (MEUR)	47
Valeur d'Entreprise	30
Volume moyen 6 mois (000 actions)	18,10
Flottant	41,3%
TMVA BPA (3 ans)	26,0%
Gearing (12/14)	-97%
Rendement (12/15e)	NM

Fin Décembre	12/14	12/15e	12/16e	12/17e
C. d'affaires (MEUR)	33,17	39,63	44,47	50,25
EBIT (MEUR)	2,01	1,55	2,94	5,04
BPA Publié (EUR)	0,14	0,09	0,16	0,26
BPA dilué (EUR)	0,12	0,09	0,14	0,24
EV/CA	1,12x	0,76x	0,62x	0,47x
EV/EBITDA	7,4x	6,9x	4,9x	3,1x
EV/EBITA	17,7x	18,9x	9,3x	4,6x
P/E	28,8x	39,6x	23,7x	14,4x
ROCE	673,6	-69,3	-105,4	-132,8





Cast

Un standard de fait en devenir

Fair Value 4,9EUR (cours 3,40EUR)

ACHAT
Initiation de couverture

Nous initions la couverture sur Cast avec une fair value issue d'un DCF à 4.9 EUR, offrant 44% de potentiel de hausse. Notre étude tente de démontrer que Cast se trouve dans une configuration positive pour bénéficier de conditions de marchés favorables, grâce à l'émergence de normes et à l'adoption de ses solutions par les grandes SSII. Si le plan à 5 ans réussit, la valorisation actuelle paraît modeste. ACHAT.

- Les forces de marché convergent. Cast est leader des logiciels d'analyse et de mesure de la qualité des applications informatiques, un marché tiré par la convergence de quatre forces : 1). Le défi de gérer la qualité avec des contrats toujours plus complexes d'infogérance applicative impliquant davantage d'offshore; 2). L'adoption de ces logiciels par les grandes SSII; 3). L'intérêt croissant des sociétés de conseil en management; 4). L'émergence de normes de qualité poussées notamment par Cast.
- Investir pour saisir l'opportunité de croissance. Par sa taille modeste, Cast reste sensible à la macroéconomie. Toutefois, la société, poussée par des vents favorables, a connu une croissance à deux chiffres sur 2013-14 et a retrouvé la rentabilité. Avec des perspectives de marché favorables et une trésorerie nette de 9.5 M EUR, Cast se lance dans un plan de doublement du CA sur 5 ans, et accélère ses investissements en 2015.
- La reconfiguration de l'actionnariat en question. Avec la sortie de ses actionnaires historiques et l'entrée de nouveaux (DevFactory et CMCIC), l'avenir boursier de Cast prend un intérêt plus spéculatif : 1). Si le projet à 5 ans réussit, Cast pourrait selon nous valoir nettement plus que ses multiples actuels et être une cible de choix pour un grand éditeur ; 2). S'il échoue, nous estimons qu'un « take private » aurait du sens.
- Valorisation encore attractive. Notre valorisation DCF repose sur une atteinte du plan à 5 ans. Le multiple EV/EBIT 2016e (9.3x) comporte une décote d'environ 40% par rapport à la moyenne des éditeurs de logiciels.



Analyst:
Gregory Ramirez
33(0) 1 56 68 75 91
gramirez@bryangarnier.com

Sector Analyst Team: Richard-Maxime Beaudoux Dorian Terral







ROE

Activités

Fondé en 1990 et coté sur Euronext Paris depuis 1999, Cast est le pionnier et leader mondial de l'analyse et de la mesure des applications informatiques. Ses logiciels, qui font partie intégrante des processus de delivery et de maintenance des plus importantes SSII mondiales, apportent une visibilité objective pour mesurer la performance et piloter efficacement les activités de développement, de maintenance et de sourcing informatique. Plus de 250 grandes entreprises en Europe, sur le continent américain et en Inde font confiance à Cast pour prévenir les risques et les interruptions de service tout en réduisant les couts de développement IT.

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Revenues	26,2	29,6	33,2	39,6	44,5	50,3
Change (%)	-22,4%	12,9%	12,2%	19,5%	12,2%	13,0%
Ifl change (%)	-22,4%	12,9%	12,2%	19,5%	12,2%	13,0%
Adjusted EBITDA	-1,7	3,3	5,0	4,4	5,7	7,7
Depreciation & amortisation	-2,2	-3,3	-2,9	-2,8	-2,7	-2,6
Adjusted EBIT	-3,9	0,05	2,1	1,6	3,0	5,1
EBIT	-3,7	0,02	2,0	1,5	2,9	5,0
Change (%)	-212%	-%	9 030%	-22,9%	90,0%	71,2%
Financial results	-0,04	0,01	0,0	0,15	0,20	0,25
Pre-Tax profits	-3,7	0,03	2,0	1,7	3,1	5,3
Exceptionals	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tax	-0,17	0,08	-0,30	-0,44	-1,0	-1,7
Profits from associates	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minority interests	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net profit	-3,9	0,11	1,7	1,3	2,1	3,5
Restated net profit	-3,8	0,21	1,8	1,3	2,2	3,6
Change (%)	-217%	-105%	776%	-27,4%	67,4%	64,4%
Cash Flow Statement (EURm)						
Operating cash flows	-2,0	2,4	4,6	4,1	4,8	6,1
Change in working capital	6,0	-2,0	2,7	1,4	-0,18	0,43
Capex, net	-1,8	-2,1	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4
Financial investments, net	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Acquisitions, net	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividends	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other	0,07	-0,41	0,0	0,0	0,0	0,0
Net debt	-5,9	-4,2	-9,5	-16,6	-18,9	-23,1
Free Cash flow	2,1	-1,6	5,2	3,2	2,4	4,2
Balance Sheet (EURm)						
Tangible fixed assets	0,41	0,27	0,28	0,30	0,30	0,23
Intangibles assets & goodwill	3,4	2,2	1,4	0,82	0,41	0,28
Investments	0,17	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Deferred tax assets	0,74	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Current assets	14,2	15,8	15,7	17,7	20,5	23,2
Cash & equivalents	7,1	5,0	10,8	17,9	20,3	24,5
Total assets	25,9	24,6	29,4	38,0	42,7	49,4
Shareholders' equity	7,9	7,9	9,7	14,9	17,0	20,5
Provisions	0,62	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deferred tax liabilities	0,73	0,51	0,51	0,51	0,51	0,51
L & ST Debt	1,2	0,83	1,3	1,3	1,3	1,3
Current liabilities	15,4	15,3	17,8	21,3	23,9	27,0
Total Liabilities	25,9	24,6	29,4	38,0	42,7	49,4
Capital employed	2,1	3,7	0,27	-1,7	-1,9	-2,6
Ratios						
Operating margin	-14,81	0,16	6,36	4,03	6,73	10,13
Tax rate	-4,55	-300	15,00	26,00	32,00	33,00
Net margin	-14,83	0,38	5,15	3,17	4,81	7,05
ROE (after tax)	-49,06	1,41	17,57	8,46	12,57	17,25
ROCE (after tax)	-196	3,23	674	-69,34	-105	-133
Gearing	-73,96	-53,10	-97,24	-112	-111	-113
Pay out ratio	NM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Number of shares, diluted	15,15	15,18	15,24	15,22	15,22	15,22
Data per Share (EUR)						
EPS	-0,32	0,01	0,14	0,09	0,16	0,26
Restated EPS	-0,25	0,01	0,12	0,09	0,14	0,24
% change	-%	-%	772%	-27,4%	67,4%	64,4%
EPS bef. GDW	-0,25	0,01	0,12	0,09	0,14	0,24
BVPS	0,52	0,52	0,64	0,98	1,12	1,35
Operating cash flows	-0,13	0,16	0,30	0,27	0,32	0,40
FCF	0,14	-0,11	0,34	0,21	0,15	0,27
Net dividend	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0



Sommaire

nvestmen	t Case	4
	-	
es élémei	ats positifs convergent	9
3.1.1.		
3.1.2.		
Un st	andard de fait chez les SSII	12
3.2.1.	Cast adopté par 9 grandes SSII	12
3.2.2.	Les SSII, canaux de vente indirecte de Cast	13
. Le Co	onseil en management prescrit Cast	13
. Eme	gence de normes et réglementations	14
3.4.1.	Le rôle très actif de Cast dans la définition de normes	14
3.4.2.	Les exigences réglementaires sur la qualité des applications	15
Lésultats 2	2014 et perspectives	16
. Résu	ltats 2014 encourageants	16
. Quel	le capacité à attendre les objectifs à 5 ans ?	17
4.2.1.	Comment doubler le chiffre d'affaires d'ici 2019	17
4.2.2.	Nous estimons le potentiel de marge op. à 15-20% d'ici 5 ans	18
4.2.3.		
ntérêt spé	culatif à moyen terme	20
. Boule	eversement de l'actionnariat	20
. Quell	e valorisation en cas de rachat ?	22
Ce qu'il fa	ut savoir sur Cast	23
. Cast	en un coup d'œil	23
. Histo	rique de la société	24
. Prod	uits et services	25
Comptes		27
. Com	pte de résultat	27
. Bilar	1	28
. Tabl	eau de financement	29
	Analy Analy Analy Mode Comples élémer Le ma 3.1.1. 3.1.2. Un st 3.2.1. 3.2.2. Emer 3.4.1. 3.4.2. ésultats 2 Résultats 2 Résultats 2 Auguelt Auguelt Auguelt Ce qu'il fau Cast o Histo Comptes Comptes Comptes Bilant Table	Modèle DCF: 4.9 EUR par action Comparaisons boursières es éléments positifs convergent Le marché de Cast en pleine éclosion 3.1.1. Quand mesurer la qualité et la productivité devient essentiel 3.1.2. Un environnement concurrentiel encore morcelé Un standard de fait chez les SSII. 3.2.1. Cast adopté par 9 grandes SSII. 3.2.2. Les SSII, canaux de vente indirecte de Cast Le Conseil en management prescrit Cast Emergence de normes et réglementations 3.4.1. Le rôle très actif de Cast dans la définition de normes 3.4.2. Les exigences réglementaires sur la qualité des applications. ésultats 2014 et perspectives Résultats 2014 encourageants Quelle capacité à attendre les objectifs à 5 ans ? 4.2.1. Comment doubler le chiffre d'affaires d'ici 2019 4.2.2. Nous estimons le potentiel de marge op. à 15-20% d'ici 5 ans 4.2.3. Renforcement à attendre de la trésorerie nette ntérêt spéculatif à moyen terme Bouleversement de l'actionnariat. Quelle valorisation en cas de rachat ? Cast en un coup d'œil Historique de la société Produits et services Comptes Comptes Comptes Compte de résultat Bilan



1. Investment Case





Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

Après un important rattrapage boursier en 2014, l'action Cast a, depuis début 2015, légèrement sous-performé l'indice DJ EuroSTOXX, et sa valorisation reste attractive si l'on table sur l'atteinte des objectifs à 5 ans. Nous prévoyons une dynamique positive en 2015 grâce à la poursuite d'un CA en hausse à deux chiffres et la remontée des marges à partir de 2016 après une année consacrée à des investissements destinés à accélérer la croissance.

Attractif ou non?



Valorisation

L'action se paye sur des niveaux qui restent attractifs par rapport à la moyenne des éditeurs de logiciels – avec un multiple EV/EBIT de 7.8x 2016e. Notre FV de 4.9 EUR est obtenue par un DCF sur 10 ans mettant en évidence, à moyen terme, un CA en hausse moyenne de 10% par an et une marge opérationnelle de 18%.

Horizon d'investissement?



Catalyseurs

CA T2 2015 le 28 juillet 2015. Nous attendons pour le S1 2015 un CA en hausse de 20% environ en raison du dollar US (c. 40% des ventes), tandis que le management anticipe pour 2015 une croissance du CA à deux chiffres et une marge opérationnelle en léger retrait du fait du lancement d'investissements (commerciaux, R&D...) destinés à accélérer la croissance. Nous estimons que d'autres catalyseurs devraient porter le titre sur les 12 prochains mois : 1). La poursuite de l'évolution de l'actionnariat (DevFactory) ; 2). D'autres annonces autour des SSII adoptant la technologie de Cast.

Valeur ajoutée?



Différentiation face au consensus:

Notre prévision de CA 2015 est 8% au-dessus du consensus car elle intègre un taux de change EUR/USD aux niveaux actuels (1.09). Nous estimons que l'exposition aux Etats-Unis devrait générer un effet positif – toutes choses égales par ailleurs – de 9 pts sur la croissance 2015.

Ouels risques?



Risques

1). Risques d'exécution : CA par commercial en-dessous des attentes, et/ou dérapage sur les charges opérationnelles ; 2). Change : environ 40% du CA est réalisé aux Etats-Unis, ce qui signifie une forte exposition au dollar US ; 3). Une dégradation de l'environnement économique, qui aurait de sérieuses chances de remettre en cause la croissance du CA.

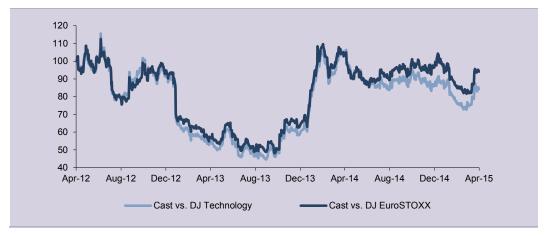


2. Valorisation

2.1. Analyse de la performance du titre

L'action Cast a nettement surperformé le DJ EuroSTOXX en 2014, et est rentrée dans le rang en 2015 Après une chute de 15% en 2013 et un bond de 52% en 2014, l'action Cast a grimpé de 17% depuis début 2015. Ceci correspond à une sous-performance par rapport à l'indice DJ EuroSTOXX de 35% en 2013, une surperformance de 50% en 2014, et une sous-performance de 4% depuis début 2015.

Fig. 1: Cast vs. indices DJ Technology et DJ EuroSTOXX



Source: Thomson Reuters.

Un parcours boursier très volatile, compte tenu du statut d'éditeur de taille modeste, de l'historique d'objectifs annuels manqués, et du désengagement des actionnaires historiques.

L'histoire boursière de Cast a été très volatile sur les 4 dernières années. Après une période de forte hausse entre novembre 2010 et avril 2011 (+215% de 1.20 EUR à 3.78 EUR) suite à l'atteinte des objectifs en 2010 – une première depuis 2007 -, l'action a chuté de 65% entre avril et novembre 2011 (à 1.32 EUR) en raison de la crise des PIIGS et de l'alerte sur résultats qui s'ensuivit en novembre 2011. De novembre 2011 à février 2012 le titre rebondit de 89% à 2.50 EUR avec la reprise du marché, mais une nouvelle alerte sur résultats pour le T2 2012 (décalage de transactions) fit chuter l'action de 29% à 1.78 EUR en juillet 2012. Entre juillet et décembre 2012, l'action se reprit (+35% à 2.40 EUR), puis rechuta entre décembre 2012 et octobre 2013 (-75% à 1.37 EUR) malgré la forte reprise de la croissance du CA à compter du T2 2013. A la suite d'une bonne fin d'année 2013, Cast fit de nouveau un rebond spectaculaire entre octobre 2013 et le 27/02/2014 (+136% à 3.24 EUR). Avec la baisse des valorisations logicielles aux Etats-Unis et le désengagement progressif des actionnaires « historiques » (DFJ Esprit et Idinvest), l'action rechuta de 24% jusqu'à 2.47 EUR le 16/10/2014. Depuis, le titre a regagné 38% vers 3.40 EUR avec un fort rebond début avril 2015 à l'occasion de la publication des résultats 2014.

Cette forte volatilité provient selon nous des éléments suivants :

■ L'historique de non-atteinte des objectifs annuels. Sur les 10 dernières années, Cast n'a atteint ses objectifs qu'à 4 reprises (2007, 2010, 2013 et 2014), mais s'il avait connu des problèmes d'exécution en 2005-06 sur un marché immature les « ratés » de 2008-09 et 2011-12 ont résulté de la crise économique ;



Notre fair value de 4.9 EUR obtenue à partir

d'un modèle DCF intègre

une marge d'EBIT ajustée

de 18% à moyen terme

Cast

Les risques inhérents à un éditeur de taille modeste. Par nature, un éditeur de la taille de Cast, malgré ses 50% de chiffre d'affaires récurrent, n'a ni la base installée, ni la force de frappe commerciale (vente directe, écosystème de partenaires) d'un SAP, d'un Oracle ou d'un Dassault Systèmes pour s'assurer une forte résilience du CA en temps de crise.

Modèle DCF: 4.9 EUR par action 2.2.

Fig. 2: Hypothèses DCF

Risk-free interest rate 2,0% 6,4% Equity risk premium Beta 2,25 16,4% Return expected on equity Stock price (EUR) 3,4 Number of shares (m) 13,72 Market Capitalisation (EURm) 47 Net debt on 31/12/2015e (EURm) -17 Entreprise value (EURm) 30,0 Interest rate on debt 4,0% Tax rate 33,0% Sales growth rate to perpetuity 2,5% WACC 16,4%

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

FCF actualisés Fig. 3:

in EURm (FYE 31/12)	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Sales	33,2	39,6	44,5	50,3	56,8	64,7	71,2	78,3	86,2	94,8	104,3	114,7
% chg	12,2%	19,5%	12,2%	13,0%	13,0%	13,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Operating profit	2,1	1,6	3,0	5,1	7,6	10,8	12,8	14,1	15,5	17,1	18,8	20,6
as a % of sales	6,4%	4,0%	6,7%	10,1%	13,3%	16,7%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Theoretical tax rate	15,0%	26,0%	32,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Theoretical tax	0,3	0,4	1,0	1,7	2,5	3,6	4,2	4,7	5,1	5,6	6,2	6,8
NOPAT	1,8	1,2	2,0	3,4	5,1	7,2	8,6	9,4	10,4	11,4	12,6	13,8
Depreciation	2,9	2,8	2,7	2,6	2,5	2,4	1,1	1,2	1,3	1,4	1,6	1,7
as a % of sales	8,7%	7,1%	6,1%	5,2%	4,4%	3,7%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Capex	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,5	1,1	1,2	1,3	1,4	1,6	1,7
as a % of sales	6,3%	5,6%	5,2%	4,8%	4,4%	3,9%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
WCR	-2,1	-3,5	-3,3	-3,8	-4,3	-4,9	-5,0	-5,5	-6,0	-6,6	-7,3	-8,0
as a % of sales	-6,4%	-8,9%	-7,5%	-7,5%	-7,5%	-7,5%	-7,0%	-7,0%	-7,0%	-7,0%	-7,0%	-7,0%
Change in WCR	-2,7	-1,4	0,2	-0,4	-0,5	-0,6	-0,1	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7
Free cash flows	5,2	3,2	2,3	4,0	5,6	7,7	8,7	9,9	10,9	12,0	13,2	14,6
Discounted free cash flows	5,2	2,9	1,8	2,7	3,2	3,8	3,7	3,6	3,4	3,2	3,0	2,9
Sum of discounted FCF	31,3											
Terminal value	22,9											
Enterprise value	54,2											
Fair value of associates	0,0											
Fair value of financial assets	0,2											
Provisions	0,0											
Fair value minority interests	0,0											
NPV of tax credits	1,0											
Dilution (s/o, warrants, conv bds)	2,6											
Net debt on 31/12/2015e	-16,6											
Equity value	74,6											
Diluted nbr of shares (m)	15,22											
Valuation per share (EUR)	4,9											
Source: Company Data; Brya	n, Gari	nier & (Co ests									



Nous obtenons une valorisation par modèle DCF de 4.9 EUR, soit 44% au-dessus du cours actuel, sur la base d'un taux sans risque de 2%, d'une prime de risque actions de 6.4%, et d'un bêta de 2.25.

Fig. 4: Analyse de sensibilité - marge d'EBIT et CMPC (EUR)

				EBIT margin		
	4.9	10.0%	14.0%	18.0%	22.0%	26.0%
	15.5%	4.5	4.9	5.2	5.6	6.0
WACC	16.0%	4.4	4.7	5.0	5.4	5.7
	16.4%	4.3	4.6	4.9	5.2	5.5
	17.0%	4.1	4.4	4.7	5.0	5.3
	17.5%	4.0	4.3	4.6	4.8	5.1

Source: Bryan, Garnier & Co. ests.

2.3. Comparaisons boursières

Une décote moyenne d'EV/EBIT 2016e de 40% par rapport à la moyenne des éditeurs Dans notre analyse de comparables, nous mettons en face de Cast la moyenne de 19 éditeurs européens¹ et celle de 21 éditeurs américains². La volatilité des chiffres rend l'analyse très contestable. Comme indiqué Fig. 5, il en ressort néanmoins que dans une perspective 2016, sur la base du multiple EV/EBIT, Cast est sous-valorisé de 40% par rapport à la moyenne des deux groupes.

Fig. 5: Tableau de comparaisons boursières

Software	Currency	Rating	Price	Fair	Market		P/E (x)		E	EV/Sales			EV/EBIT	
			27/04/15	value	cap(m)	2014	2015e	2016e	2014	2015e	2016e	2014	2015e	2016e
Cast	EUR	Buy	3.40	4.9	47	28.8	39.6	23.7	1.1	0.8	0.6	17.6	18.8	9.3
European Software average						23.7	22.8	18.5	3.0	3.5	3.6	18.3	17.1	15.5
US Software average						25.0	22.3	22.9	5.4	4.8	4.2	17.1	15.9	15.5
Cast vs. Europe						22%	74%	28%	-63%	-77%	-83%	-4%	10%	-40%
Cast vs. US						15%	78%	3%	-80%	-83%	-86%	3%	18%	-40%

Source: Thomson Reuters consensus data; Bryan, Garnier & Co ests.

Enfin, comme indiqué Fig. 6, nous notons que le cours de l'action Cast suit à peu près la dynamique d'évolution des EPS. Lors de la publication du CA T4 2014 en février 2015 le cours a négativement réagi à l'annonce de la baisse temporaire de la rentabilité attendue sur 2015 compte tenu des investissements destinés à alimenter la croissance mais le titre s'est bien repris lors de la publication des résultats annuels en avril.

¹ SAP (Neutral, FV EUR68), Dassault Systèmes (Neutral, FV EUR63), Sage Group (Neutral, FV 475p), Micro Focus International, Temenos Group (Buy, FV CHF42), Software AG (Buy, FV EUR30), SimCorp, Nemetschek, Aveva Group, Fidessa Group, Opera Software, IFS, BasWare, Innovation Group, SDL, F-Secure, Axway Software (Neutral, FV EUR20), Anite, PSI.

² Microsoft, Oracle, IBM, Salesforce.com, Adobe Systems, VMware, Intuit, Workday, Symantec, Check Point Software, CA, Red Hat, Autodesk, ServiceNow, NetApp, Ansys, NetSuite, Open Text, Ultimate Software Group, Informatica, PTC.



Fig. 6: Dynamique des EPS et variation du cours depuis avril 2012 (base 100)



Source: Thomson Reuters.



3. Les éléments positifs convergent

3.1. Le marché de Cast en pleine éclosion

3.1.1. Quand mesurer la qualité et la productivité devient essentiel...

Les logiciels de Cast font partie intégrante des processus de *delivery* et de maintenance des plus importantes SSII mondiales et de grands groupes internationaux Cast est acteur de niche du logiciel (Software Analytics) situé au carrefour de quatre marchés: gouvernance des systèmes d'information, gestion du portefeuille applicatif, gestion du cycle de vie des applications, et analyse/mesure de la qualité des programmes et de la productivité des développeurs. Ses logiciels font partie intégrante des processus de delivery et maintenance des grandes SSII, et apportent une visibilité objective pour mesurer la performance et piloter efficacement les activités de développement, maintenance et sourcing informatique. Les DSI utilisent la plate-forme de Cast pour alimenter de manière objective les discussions avec leur management, leurs équipes informatiques internes et externes, et les équipes métier. Le développement et la maintenance d'applications a été vu depuis des décennies comme obscur par les dirigeants d'entreprise, a fortiori lorsqu'ils les sous-traitent à des SSII. L'introduction d'un système de mesure peut être bénéfique, mais aussi assez difficile à réaliser en raison du changement profond qu'elle implique et de la réticence habituelle des informaticiens face à tout instrument de mesure de productivité. Avec la complexité croissante de la gestion de cycle de vie des applications (délocalisation, externalisation en cascade, etc.), les « freins » ont commencé à se transformer en vents favorables.

Le marché de Cast devrait croître d'environ 15% par an d'ici 2018 selon IDC Cast est leader d'un marché appelé « Software Analysis & Measurement » (SAM) par Gartner et « Software Quality Analysis & Measurement » (SQAM) par IDC. Selon IDC, ce marché, qui a crû de 15.2% à 487 M USD en 2013, devrait augmenter de 14.9% par an en moyenne sur 2013-2018, aboutissant ainsi à une projection de 974 M USD pour 2018³, comme indiqué Fig. 7.

1200 15 4% 15,2% 15.2% 974 1000 15,0% 14,9% 14.9% 800 14,8% 14,6% 600 487 14.4% 423 14,2% 400 14,0% 200 13.8% 13 6% 2012 2013 2014e 2015e 2016e 2017e 2018e Market size (USDm) (left scale) yoy chg (%) (right scale)

Fig. 7: Marché de Cast : Software Quality Analysis & Measurement (SQAM)

Source: IDC; Bryan, Garnier & Co ests.

³ IDC, Worldwide Software Quality Analysis and Measurement 2015-2018 Forecast and 2013 Vendor Shares: Code Visibility Enables Quality with Security to Drive Market Growth, Melinda-Carol Ballou, January 2015.



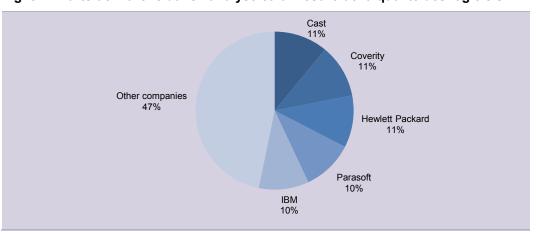
Des tendances lourdes favorables à la croissance

La croissance du marché SAM/SQAM pour les prochaines années devrait être déterminée par 5 tendances lourdes : 1). La demande pour davantage de visibilité sur le code et les architectures informatiques ; 2). La pénurie au niveau du personnel informatique alors que les besoins d'évolution des applications restent forts ; 3). Le défi de gérer la qualité avec des contrats de plus en plus complexes avec les sous-traitants informatiques dans les projets de développement et maintenance d'applications ; 4). L'augmentation de la pression réglementaire, notamment dans les Services financiers, les Administrations étatiques, les Télécoms, et l'Energie ; 5). L'émergence de nouveaux paradigmes de développement (programmation agile, applications mobiles, etc.) et l'adoption de tests sur le cloud.

La gestion de la qualité logicielle, présentée de façon objective et transparente, n'est plus une option Cela peut paraître trivial, mais il est utile de répéter que l'informatique n'est plus considérée comme une dépense pure, mais comme un facteur de compétitivité. Les dirigeants d'entreprises et les SSII sont en train de reconnaître que l'objectivité et la transparence deviennent incontournables. Des mesures uniformisées sont introduites dans les contrats de niveau de service (SLA ou Service Level Agreements), qui sont de plus en plus utilisés. Aussi, le marché de l'infogérance applicative était encore jusqu'à peu basé sur la subjectivité, les conjectures, et la stratégie de la « boîte noire ». Ce monde a commencé à changer, et Gartner prédit que d'ici 2016, plus de 50% des contrats d'infogérance applicative rendront obligatoire l'utilisation d'un outil de gestion de la qualité de logiciel spécifique⁴. Enfin, la sous-traitance en cascade des travaux de développement et maintenance d'applications informatiques à des SSII (onshore, nearshore ou offshore) et des SSII qui elles-mêmes sous-traitent certaines tâches à des tiers (free lances ou d'autres SSII), ont accéléré la nécessité de mesurer la productivité et la qualité des applications.

3.1.2. Un environnement concurrentiel encore morcelé

Fig. 8: Parts de marché dans l'analyse et la mesure de la qualité des logiciels



Source: Bryan, Garnier & Co ests., based on IDC reports.

⁴ Cast, Measuring Code Quality in Application Outsourcing, white paper (2013), and Gartner, Predicts 2013: Application Development (2013).



Selon IDC, les co-leaders dans le marché du SQAM sont Cast et Synopsys (qui a acquis Coverity en mars 2014 pour 334 M USD), puis HP (qui a acquis SPI Dynamics en 2007 et Fortify Software en 2010 pour environ 265 M USD ou 6x un CA de 44.3 M USD), Parasoft, et IBM (au sein de sa division Rational, alors qu'il a acquis Ounce Labs en 2009). Sur la base des chiffres d'IDC, nous estimons la part de marché de Cast à 11%, au coude à coude avec Synopsys/Coverity, HP, Parasoft et IBM. Tous ces acteurs ne couvrent pas les mêmes domaines et technologies: Cast est sur l'analyse et la mesure des applications de gestion avec une couverture très large, tandis que Synopsys se situe sur les applications embarquées et HP est surtout présent sur la sécurité des applications en langage Java. Par ailleurs, Synopsys et Parasoft couvrent également la partie Tests – un domaine différent de celui couvert par Cast;

Cast est le leader sur l'analyse et la mesure des applications de gestion

- Parmi les autres acteurs, citons Veracode (spécialisé sur la Sécurité), Micro Focus (spécialisé sur le langage COBOL et les Mainframes), Compuware (un précurseur du marché dans les années 1980, essentiellement focalisé sur les Mainframes), Rogue Wave (Klocwork, présent aussi sur la Sécurité), McCabe Software (présent aussi en Test et Sécurité), Cigital (présent sur la Sécurité), GrammaTech, et une myriade de petits éditeurs générant quelques millions de dollars de CA et spécialisées dans un seul langage. Notons que d'après les déclarations de Synopsys, nous estimons que Coverity génère un CA de 25-30 M USD;
- Les éditeurs spécialisés dans le test, la qualité et le GRC (Gouvernance, Risques et Conformité) pourraient être des concurrents pour Cast. Cependant, ils apparaissent davantage comme des partenaires potentiels leurs offres sont complémentaires à Cast que des concurrents. Les acteurs du test et de la qualité travaillent sur des environnements qui exécutent le code source (runtimes) mais n'entrent pas dans le code source comme Cast le fait. De leur côté, les acteurs du GRC fournissent une analyse d'un large pan de risques d'entreprise (y compris informatiques), mais n'offrent pas le même niveau de précision que Cast;
- Aussi, la compétition, qui, selon Cast compte pour 10-20% de son marché, vient des outils « open source » internes développés par les programmeurs informatiques euxmêmes, dans une approche d'« auto-évaluation ». Celle-ci, qui se fonde sur l'hypothèse selon laquelle les programmeurs peuvent eux-mêmes mesurer leur travail, démontre la réticence au changement qui subsiste dans beaucoup d'organisations, et la résistance est d'autant plus forte que l'entreprise ou l'industrie a moins de pression pour industrialiser ses processus informatiques ;
- Enfin, avec plus de 120 M USD dépensés en R&D depuis sa création, Cast a investi dans l'analyse logicielle plus que quiconque. Actuellement Cast a le seul moteur sur le marché qui peut faire du « reverse engineering » d'un système multi-technologies « entier » (interactions entre l'interface utilisateur, la logique métier et la structure des données) à partir du code source. Son référentiel d'analyse vient d'atteindre 3 000 applications et 1.4 milliard de lignes de codes. Cast est aussi le standard de fait de mesure pour la plupart des SSII, ce qui engendre un effet-réseau dans les écosystèmes.



Les SSII, pour leur propre compte ou celui de leurs clients, représentent 20% du CA de Cast, et la société vise 50% d'ici 2018

Capgemini, Atos, Cognizant, Infosys et 5 autres SSII utilisent Cast pour leurs propres « usines » logicielles

3.2. Un standard de fait chez les SSII

Après des années de réticence face à l'introduction d'un système de mesure dans l'organisation informatique de leurs clients finaux, la plupart des grandes SSII ont récemment adopté Cast comme norme pour mesurer la productivité et la qualité de leurs propres « usines » logicielles. En outre, celles-ci ont commencé à commercialiser des offres de services basées sur Cast. Les SSII, pour leur compte propre ou celui de leurs clients, représentent environ 20% du CA de Cast, et la société vise 50% d'ici 2018. En outre, 2014 fut la première année où le nombre d'experts Cast certifiés dans son réseau de partenaires a dépassé le nombre au sein de Cast. La société est maintenant en mesure de s'appuyer sur un « réservoir » de ressources dirigé par le partenaire pour fournir des services infogérés Cast. Enfin, il est important de souligner que l'utilisation par les SSII des outils d'analyse de Cast pour dialoguer avec leurs grands clients dans le monde crée un écosystème « fermé » en faveur de Cast : un directeur informatique ne va pas adopter un autre système de mesure de référence s'il est entouré par un fournisseur stratégique ayant fait le choix de Cast.

3.2.1. Cast adopté par 9 grandes SSII

A ce jour 9 grandes SSII ont choisi Cast comme norme pour mesurer la productivité et la qualité de leurs propres « usines » logicielles, dans le cadre de la gestion de leurs SLA internes : Capgemini, Atos, Sopra Steria, IBM, Wipro, Infosys, Accenture, HCL Technologies et Cognizant. Le principal élément déclencheur de cette adoption est la généralisation d'un *Global Delivery Model*, qui nécessite une harmonisation mondiale des outils et méthodes dans le cadre des processus d'industrialisation des services applicatifs. Nous pensons que sur les 12 M EUR de CA estimé que Cast enregistre en maintenance, plus de 1 M EUR provient de son plus gros client SSII.

Nous pouvons classer ces SSII en trois catégories : 1). Celles ayant généralisé l'usage de Cast en acquérant une licence « Entreprise » perpétuelle après avoir commencé plusieurs années auparavant sur un périmètre restreint (un centre de services, un pays, une division...), puis « grossi » par vagues de déploiement de quelques milliers d'utilisateurs ; 2). Celles louant une licence « Entreprise » ; 3). Celles utilisant Cast sur un périmètre limité. Nous estimons que les acteurs des catégories 2 et 3 ont vocation à entrer dans la catégorie 1 au bout de plusieurs années.

A titre d'exemple, Capgemini a annoncé en janvier 2012 étendre l'utilisation de la technologie de Cast au niveau mondial pour superviser la qualité structurelle de tous ses développements et déploiements applicatifs, après une dizaine d'années d'utilisation progressive. Les premières utilisations en France remontent à 2003 pour être généralisées dans le pays en 2006, puis le contrat a été étendu en 2009 à l'ensemble des centres nearshore et offshore à partir de l'Inde. Nous estimons le nombre d'utilisateurs de Cast chez Capgemini à 15-20 000 au sein des activités de services applicatifs. De la même façon, Atos a annoncé un accord mondial en octobre 2012, après avoir commencé en 2003 en France, puis étendu à l'offshore en Inde en 2009.

Nous estimons que le CA généré auprès des intégrateurs pour leur usage interne comporte un potentiel de croissance à moyen terme, mais devrait plafonner à plus long terme si les SSII tendent vers une licence globale. Toutefois, à court terme, il existe encore des clients à conquérir, parmi eux le canadien CGI et le Japonais NTT-Data, ainsi que de nombreux acteurs de taille moyenne.



Un nombre croissant de SSII revendent des licences Cast après de leurs clients dans le cadre de contrats d'infogérance applicative

Boston Consulting Group vient d'annoncer un partenariat prometteur avec Cast afin de crédibiliser davantage son offre auprès des directions générales des grands groupes internationaux

Le support des analystes industriels informatiques

3.2.2. Les SSII, canaux de vente indirecte de Cast

L'un des principaux axes de croissance de Cast sur les prochaines années est d'utiliser les intégrateurs comme canal de vente indirecte auprès de clients finaux. En l'occurrence, il s'agit pour les SSII de revendre des licences Cast dans le cadre de contrats d'infogérance applicative, sous forme de services managés.

- Le partenariat le plus actif est avec IBM. Les premiers succès sont un fournisseur d'énergie britannique, un géant de l'Aéronautique, et un grand de l'assurance-maladie aux Etats-Unis. En outre, l'organisation IT interne d'IBM a acheté et déployé Cast pour mesurer la « santé » structurelle de ses applications, et mesurer la qualité du code avant que les composants logiciels soient jugés « prêts pour le cloud ».
- En 2011 et 2012, deux SSII indiennes, Tata Consultancy Services (TCS) et Mahindra Satyam, ont respectivement lancé un service d'analyse structurelle d'applications basé sur la technologie de Cast: Software Quality Guardian, et STAMP (Structural Testing Analysis & Measurement of Projects). Depuis 2012 Cappemini et Sopra Steria proposent à leur catalogue des services d'analyse rapide du portefeuille applicatif et d'audit de la qualité structurelle des applications basés sur la technologie cloud de Cast (offre Cast Highlight). Depuis 2011 l'Indien HCL Technologies propose à ses clients un service similaire, Access-Smart, de même qu'Atos et Accenture en 2014.

3.3. Le Conseil en management prescrit Cast

Adopter la mesure de la qualité et de la productivité dans le monde « obscur » des services applicatifs requiert une approche d'évangélisation au-dessus du DSI, i.e. au niveau du CFO ou du CEO, car ceux-ci sont les seuls véritables agents du changement. Depuis des années, Cast travaille activement avec les sociétés de conseil (Boston Consulting Group, McKinsey, ISG, Gartner Consulting) pour définir des offres de services en amont, relative à la transformation des systèmes d'information. Le partenariat mondial annoncé en avril 2015 avec BCG est selon nous une étape capitale pour la diffusion de la technologie Cast. Il résulte de six années d'échanges auprès des associés au Royaume-Uni, en France, en Allemagne et aux Etats-Unis. Cet accord, au niveau de la « practice » Technology Advantage de BCG, comporte deux volets principaux :

- BCG a décidé de lancer trois offres de services autour de : 1). La qualification et la quantification des risques inhérents aux environnements applicatifs par l'utilisation de mesures standardisées; 2). La mesure de la productivité ajustée du risque dans le cadre de la transformation numérique des applications « métier », du sourcing informatique et de la programmation « agile » ; 3). La cartographie et l'analyse rapide du portefeuille applicatif en mode SaaS (Cast Highlight) ;
- BCG va publier sur ces sujets, à destination des dirigeants exécutifs des grandes entreprises au cours des prochains mois. Aussi, BCG et Cast vont travailler ensemble avec de nombreuses grandes entreprises.

Du côté des analystes industriels de l'informatique, Cast est considéré comme le standard de fait pour mesurer les activités de développement et de maintenance d'applications dans certains secteurs de l'industrie (Télécoms, Services financiers), ou comme le leader des platesformes de SQAM, et de nombreux analystes sont explicitement positifs sur Cast. Ovum a ainsi déclaré que Cast était « le premier produit de ce type », Gartner écrit que Cast est « un fournisseur très



cohérent, avec une technologie très solide qui a été soigneusement vérifiée » et qu'« ils livrent ce qu'ils disent vouloir livrer », et IDC écrit que « l'évaluation des architectures informatiques est un domaine dans lequel excelle Cast, qui se différencie avec succès des autres analyseurs ».

3.4. Emergence de normes et réglementations

3.4.1. Le rôle très actif de Cast dans la définition de normes

Cast joue un rôle très actif dans la définition de normes de qualité et de productivité logicielle dans le cadre du consortium CISQ

- Cast joue un rôle très actif à travers le CISQ (Consortium for IT Software Quality) dans la promotion de l'amélioration de la qualité des applications logicielles, dès lors que les normes officielles sont d'une importance cruciale pour asseoir la crédibilité de son offre auprès des grandes entreprises et administrations. Le CISQ est un consortium créé en 2009 par le SEI (Software Engineering Institute)⁵ et l'OMG (Object Management Group)⁶. Au sein de ce groupe de travail, les clients et fournisseurs de logiciels mettent au point un agenda d'actions pour définir, mesurer et améliorer la qualité logicielle. Un des fondateurs et le directeur actuel du CISQ est le Dr. Bill Curtis, l'un des pères du modèle CMM en 1991, qui se trouve être vice-président et directeur scientifique de Cast depuis 2008, et Cast est l'un des sponsors non-académiques officiels du CISQ avec Accenture, Atos, Huawei et Wipro;
- En septembre 2012 le CISQ a publié ses premières mesures standards pour évaluer et étalonner la fiabilité, la sécurité, la performance et la maintenabilité des logiciels, et en janvier 2013 il a adopté avec l'OMG la spécification des points de fonction automatisés (Automated Function Points ou AFP)⁷ pour la mesure de la productivité logicielle. Il s'agit d'une unité de mesure de la taille d'une application, standard et indépendante de la technologie de programmation, permettant de comparer les projets informatiques en fonction d'un mètreétalon. Elle vise à éliminer les problèmes d'incohérence entre outils manuels de comptage, et à industrialiser l'analyse des points de fonction par sa fiabilité, sa cohérence, sa répétabilité et son coût moins élevé. Le comptage des points de fonction doit être manuel pour estimer les projets en amont, mais peut être automatisé pour les applications existantes et les travaux d'évolution ;
- A ce stade Cast est le seul éditeur capable de mesurer le nombre de points de fonction dans les applications logicielles en totale conformité avec le standard de l'OMG, depuis 2013. La société a récemment lancé une offre technologique en développant la capacité de calculer automatiquement les points de fonction d'une application. En combinant la mesure de la taille fonctionnelle et la mesure de la quantité de travail (en heures, jours ou unités

⁵ Le SEI, créé en 1984 et situé sur le campus de la Carnegie Mellon University à Pittsburgh, est un institut financé par l'Etat fédéral américain (particulièrement le Département de la défense), dont les programmes de recherche sont focalisés sur le développement de logiciels, et la sécurité informatique. Il est à l'origine des modèles CMM et CMMI (*Capability Maturity Model Integration*).

⁶ L'OMG est une association américaine créée en 1989 dont l'objectif est de définir des standards informatiques et de les promouvoir. Elle est à la base des standards UML (*Unified Modeling Language*), CORBA (*Common Object Request Broker Architecture*) et SOA (*Service-Oriented Architecture*).

⁷ http://www.omg.org/news/releases/pr2013/01-17-13.htm



monétaires), il est possible de calculer un indicateur de productivité d'une équipe de développement informatique. En ajoutant la mesure de la « qualité structurelle » des applications développées, Cast est en mesure d'évaluer la qualité du travail effectué et les risques associés ;

■ Cast peut également fournir une évaluation de la qualité structurelle en ligne avec les spécifications du CISQ sur la mesure de la résilience, la performance, la sécurité et la maintenabilité logicielles. Cast est le seul acteur à proposer une plate-forme d'analyse de mesure complètement conforme aux recommandations du CISQ sur la qualité structurelle, en passe de devenir, comme les AFP, un standard. Couplée avec le comptage des points de fonction, Cast propose une mesure automatisée de la productivité pondérée par les risques logiciels et la dette technique (quantification économique des défauts de qualité structurelle), afin de contrôler qu'un gain de productivité ne se fasse pas au détriment des coûts futurs (maintenance, incidents en production, impact négatif sur les métiers...).

3.4.2. Les exigences réglementaires sur la qualité des applications

Ces normes sont encore plus pertinentes en combinaison avec la réglementation - dans les deux dernières années certains règlements et certaines recommandations sont apparus aux États-Unis sur la qualité du logiciel et de l'assurance, avec notamment le NDAA⁸ et la SEC Reg SCI⁹. Cast y est soit spécifiquement mentionné, soit la terminologie et les spécifications sont très proches. Cela ne concerne pas seulement le gouvernement américain, car l'administration française a choisi la plate-forme de comptage automatique des points de fonction de Cast pour mesurer automatiquement ses développements informatiques. Elle a été retenue en novembre 2013 par le Service des achats de l'Etat pour mesurer les « livrables » des contrats de développement et de maintenance logiciels, en tant que solution « par défaut » pour tous les ministères et établissements étatiques. Ce référencement n'a pas d'impact immédiat sur la croissance de Cast, mais pourrait ouvrir à terme des perspectives intéressantes compte tenu des problèmes similaires à ceux des entreprises rencontrés par les administrations. Une démarche similaire est en cours avec le gouvernement italien.

Des autorités fédérales américaines et autres Etats adoptent des standards de qualité logicielle

⁸ National Defense Authorization Act : série de lois du gouvernement fédéral américain qui sert à établir chaque année le budget et les dépenses du Département de la Défense des États-Unis.

⁹ Regulation Systems Compliance and Integrity under the Security Exchange Act of 1934: réglementation adoptée par la SEC en novembre 2014 afin de renforcer l'infrastructure technologique des marchés de valeurs mobilières aux Etats-Unis. Ces règles imposent des exigences à certains participants clés du marché afin de réduire l'apparition de problèmes liés aux systèmes informatiques et d'améliorer la résilience des systèmes lorsque des problèmes surviennent. Ainsi, les organisations auto-réglementées, certains systèmes de négociation alternatifs et certaines agences de compensation sont désormais tenues de mettre en place des politiques et des procédures complètes pour leurs systèmes technologiques. Elles devront également prendre des mesures correctives appropriées lorsque les problèmes se produisent, fournir des notifications et des rapports à la SEC concernant les problèmes et changements de systèmes, informer les participants du marché sur ces sujets, effectuer des tests de continuité d'activité, et procéder à des examens annuels de leurs systèmes automatisés.



4. Résultats 2014 et perspectives

4.1. Résultats 2014 encourageants

Des résultats 2014 légèrement au-dessus des attentes Pour 2014, Cast a publié un chiffre d'affaires de 33.2 M EUR (+12.2%), avec un résultat opérationnel de 2 M EUR (6% du CA, contre l'équilibre en 2013). Ces résultats sont en ligne avec la guidance donnée en avril 2014 (« CA en croissance supérieure à 10% par an en 2014 et 2015 avec une rentabilité en constante progression ») et légèrement supérieurs aux prévisions des analystes. Alors que Cast a pendant longtemps connu un historique de résultats inférieurs aux attentes, 2014 marque la seconde année consécutive d'objectifs tenus.

1). Croissance soutenue au cours des trois derniers trimestres. Le T1 avait commencé lentement (CA -3.1% à 4.9 M EUR), compte tenu des cycles budgétaires qui prévalent traditionnellement dans les logiciels. Les ventes ont augmenté au T2 de 18.7% à 7.3 M EUR, et ont poursuivi une tendance très favorable au T3 (+15.5% à 8 M EUR) et au T4 (+13.4% à 13 M EUR). Parmi les signatures importantes de l'année figurent Wellpoint, HSBC, BNP Paribas, HealthNet, Capital Group, Fannie Mae et le Département d'Etat américain. Au niveau des SSII, trois d'entre elles (Atos, Cognizant et Accenture) ont investi significativement en 2014 dans la plateforme de mesure Cast.

30% 21,4% 22,2% 15,5% 13,4% 20% 12,2% 10% 1 6% 0% Q2 13 Q3 13 Q4 13 Q1 14 Q2 14 Q3 14 Q4 14 Q2 12 Q3 12 Q1 13 Q1 12 -10% -10 1% -20% -20,3% -30% -40% -41,0% -50%

Fig. 9: Croissance trimestrielle du CA (2012-2014)

Source: Company Data.

2). Les charges opérationnelles sont ressorties en hausse de 5.4%, compte tenu de d'une bonne maîtrise des différents postes de dépense. En ligne avec la saisonnalité habituelle de Cast, le ROC du S1 2014 était ressorti en pertes, mais cette perte a été considérablement réduite (2.8 M EUR, vs. 4.1 M EUR au S1 2013) avec des charges opérationnelles en baisse de 1.8% et un point mort semestriel à 15 M EUR malgré une hausse des coûts de développement. Au S2 2014, la marge opérationnelle est ressortie à 23.5%, contre 22.5% au S2 2013, avec des charges opérationnelles en hausse de 12.7% et un point mort à 16 M EUR (vs 14.2 M EUR au S2 2013).

La trésorerie nette au 31/12/2014 atteint 9.5 M EUR **3).** La trésorerie nette au 31/12/2014 s'est significativement améliorée, à 9.5 M EUR, contre 4.2 M EUR au 31/12/2013 et 5.7 M EUR au 30/06/2014, et ceci sans augmentation de capital significative. Cette amélioration (+1.5 M EUR au S1 2014 et +3.8 M EUR au S2 2014) résulte d'une saisonnalité favorable du BFR avec notamment l'encaissement d'une affaire de plusieurs millions d'euros (licence + maintenance) sur plusieurs années avec un grande SSII.



A horizon 5 ans, cast ambitionne de doubler son CA et de générer une marge opérationnelle supérieure à 15%

En 2015 Cast bénéficiera d'un effet dollar fortement positif, mais la véritable accélération est attendue dès 2016

La location de logiciels et les licences à durée limitée atteignent déjà 60% du CA Logiciels, et ne devrait plus beaucoup pénaliser la croissance

4.2. Quelle capacité à atteindre les objectifs à 5 ans ?

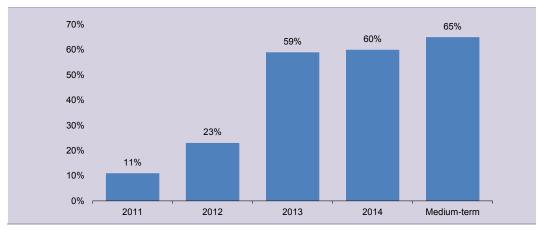
Au-delà de 2014, compte tenu du potentiel de marché et fort d'une croissance à deux chiffres au cours des deux derniers exercices, Cast ambitionne de quasiment doubler son chiffre d'affaires d'ici 5 ans et ainsi dépasser les 60 M EUR en 2019. Le management a annoncé en février dernier lors de la publication du CA T4 2014 que la rentabilité de 2015 resterait positive mais serait négativement impactée par un certain nombre d'investissements destinés à alimenter la croissance pour les prochaines années : effort accru en R&D afin de renforcer le leadership technologique, renforcement des équipes commerciales en particulier aux Etats-Unis, amorçage du développement en Asie au-delà de l'Inde, développement de la capacité à accompagner les clients, et enfin accentuation de l'effort marketing afin d'asseoir le statut d'unité standard de mesure pour la plateforme de Cast. De ces investissements, une augmentation graduelle des marges est attendue à partir de 2016.

4.2.1. Comment doubler le chiffre d'affaires d'ici 2019 ?

Un quasi-doublement du chiffre d'affaires sur les 5 prochaines années implique une croissance annuelle moyenne supérieure à 10%, proche des 12-13% par an enregistrés sur 2013 et 2014. Pour 2015, nous estimons que Cast devrait bénéficier d'une croissance supérieure à cette tendance compte tenu de la faiblesse de l'euro par rapport au dollar US. C'est pourquoi nous tablons sur une croissance de 19.5% cette année, sachant qu'en 2014 42% du CA de Cast était réalisé aux Etats-Unis. Si nous extrapolons ce pourcentage et appliquons le taux de change actuel EUR/USD (1.09), nous estimons qu'en 2015 Cast bénéficierait d'un effet dollar positif de 9 points sur la croissance du CA. Enfin, potentiellement il ne faut pas négliger l'impact de la roupie indienne, puisque Cast est exposé à l'Inde, bien que de façon plus volatile puisque liée aux commandes des SSII. Toutefois, nous estimons que la croissance à scc ne pourra vraiment s'accélérer qu'à partir de 2016 avec les premières renouvellements de locations de licences et les premières retombées de BCG.

Entre 2011 et 2013, la croissance de Cast avait été négativement impactée par l'évolution du modèle d'affaires vers la location de logiciels (des contrats jusqu'à 600-700k USD par an), aux dépens de ventes de licences perpétuelles (des affaires pouvant rapporter plusieurs millions de dollars US en une seule fois). Ainsi, les licences à durée limitée représentaient 11% du CA Logiciels en 2011, et sont montées à 59% en 2013. En 2014, elles représentaient 60% du CA Logiciels. Le management estime que ce pourcentage devrait plafonner à environ 60-65% compte tenu du fait qu'un certain nombre de clients restent attachés à la licence perpétuelle. Par conséquent, nous considérons que les freins à la croissance de Cast seront moindres dans le futur avec la maturité du modèle de location.

Fig. 10: Part des locations de licences dans le CA Logiciels



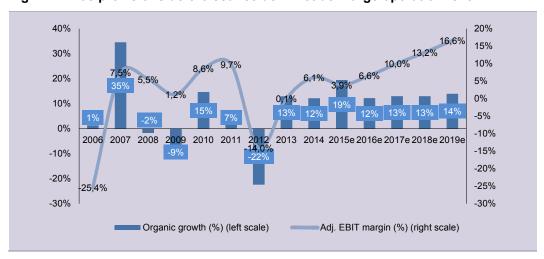
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Par ailleurs, environ 20% du CA de Cast est réalisé auprès/via des SSII. Le management ambitionne de réaliser 50% à moyen terme, vers 2018-19, avec un budget à 30% pour 2015. Certes, la montée en puissance de nombreuses grandes SSII, notamment indiennes, dans le CA, devrait aider à atteindre cet objectif, mais le véritable enjeu se trouve dans les ventes indirectes via les SSII. Nous estimons que le partenariat avec BCG devrait aider en amont des programmes de transformation, mais les retombées en chiffre d'affaires devraient se faire ressentir plutôt à partir de 2017-18.

4.2.2. Nous estimons le potentiel de marge op. à 15-20% d'ici 5 ans

Cast projette d'augmenter ses charges opérationnelles de 5-6 M EUR en 2015 à environ 36-37 M EUR. Ce bond devrait selon nous aboutir à une marge opérationnelle 2015 en retrait à 3-4%, et doit être vu à la lumière de la stagnation de celles-ci entre 2011 et 2013 autour de 30 M EUR, puis une petite augmentation à 31 M EUR en 2014. Elles-mêmes étaient restées stables autour de 28 M EUR sur la période 2006-2010. Au regard de la croissance attendue à deux chiffres en 2015 et audelà si l'environnement économique le permet et l'exécution commerciale est conforme aux objectifs, Cast aurait les moyens d'augmenter ses charges opérationnelles tous les ans mais à un rythme inférieur à celui du chiffre d'affaires. Sur ces bases, nous estimons que l'éditeur devrait retrouver en 2016 son niveau de marge opérationnelle de 2014 (autour de 6%), et atteindre 15-20% d'ici 2019.

Fig. 11: Nos prévisions de croissance de CA et de marge opérationnelle



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

En 2015, les marges seront négativement impactées par des investissements destinés à alimenter la croissance future



Un bond de 5-6 M EUR des charges opérationnelles en 2015, puis une progression régulière des marges à attendre au-delà

Nous anticipons une trésorerie nette de 16.5-17

fin 2019

M EUR pour fin 2015 et

de plus de 35 M EUR d'ici

Sur 2015, le bond de 5-6 M EUR des charges opérationnelles devrait s'analyser comme suit :

- Environ 3 M EUR en investissements commerciaux, avec l'ambition de recruter une dizaine de commerciaux séniors, essentiellement sur le territoire américain, et ainsi faire passer son effectif commercial soumis à des quotas à 35 environ (contre 25 environ);
- Environ 1.5 M EUR en investissements en R&D, avec l'évolution des technologies analysées par Cast et l'augmentation de la couverture fonctionnelle, notamment vers les applications mobiles et les ERP (SAP, Oracle y compris Siebel et PeopleSoft...). Cette augmentation des dépenses concernera principalement le renforcement des équipes françaises et indiennes;
- Environ 0.6 M EUR en marketing, avec des actions communes avec des acteurs comme BCG;
- Environ 0.5 M EUR sur les coûts de structure, notamment en relation avec l'ouverture en Asie, où le recrutement aura lieu en 2015 mais aucun CA n'est prévu avant 2016.

Notons que chez Cast, environ 50% du salaire des commerciaux est du variable. L'écart de coûts opérationnels entre le haut et le bas des objectifs de ventes se situe entre 1.5 et 1.8 M EUR, soit un « coussin de sécurité » de 4-5 pts de marge.

4.2.3. Renforcement à attendre de la trésorerie nette

Nous anticipons que, si son plan à 5 ans est atteint, Cast aura une trésorerie nette supérieure à 35 M EUR d'ici fin 2019. A fin juin 2015, grâce à l'exercice des BSAR 2010 échéance 3/06/2015 qui sont largement dans la monnaie (leur prix d'exercice est à 1.60 EUR) - et dont une partie a été exercée par CM-CIC Investissement en mars 2015 et 1.03 million reste à exercer - nous estimons que la trésorerie nette devrait atteindre autour de 14 M EUR après une augmentation de capital de 3.9 M EUR. A fin 2015, en prenant une saisonnalité raisonnable du BFR, nous estimons que cette trésorerie nette se situerait autour de 16.5-17 M EUR. Au-delà de 2015, nous modélisons un free cash flow fluctuant entre 5% et 12% du CA compte tenu de la forte pondération des ventes de licences au T4

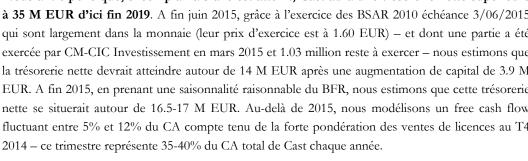


Fig. 12: Ratio Free cash flow / CA et position de trésorerie nette (2006-2019e) 20% 40 15% 35 10% 30 5% 25 0% 20 2<mark>00</mark>6 2007 2008 2<mark>00</mark>9 2010 2<mark>01</mark>1 2012 2<mark>01</mark>3 2014 2015e 2016e 2017e 2018e 2019e -5% 15 -10% 10 -15% 5 -20% 0 -25% -30% -5 Free cash flow / sales (%) (left scale) Net cash position (EURm) (right scale)

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.



5. Intérêt spéculatif à moyen terme

5.1. Bouleversement de l'actionnariat

Désengagement des actionnaires historiques DFJ Esprit et Idinvest Depuis plus d'un an, l'actionnariat de Cast a été profondément remanié, avec le désengagement progressif de ses actionnaires « historiques » TempoVest Fund II (ayant repris la participation de VPSA en 2006, et repris il y a un an par DFJ Esprit) - de près de 17% en 2009 à probablement zéro aujourd'hui - et Idinvest (ex-AGF Private Equity) - de 25% en 2010 à moins de 10% -, et l'entrée de DevFactory et de CM-CIC Investissement dans le capital.

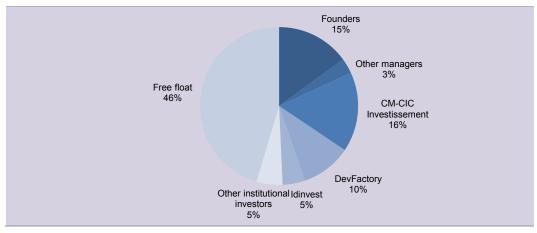
Fig. 13: Déclarations de franchissement de seuil auprès de l'AMF

Date	Actionnaire	Seuil franchi	Nombre d'actions et pourcentage du capital détenus
10/07/2009	TempoVest Fund II	>20% ddv	2 000 935 (16.6% - 20% ddv) - cession
19/11/2010	Idinvest Partners	<25%	3 008 157 (25% - 29.9% ddv) - cession hors marché
06/06/2012	Idinvest Partners	<20%, <25% ddv	2 406 813 (19.6% - 24% ddv) - cession hors marché
10/02/2014	Idinvest Partners	<15%, <20% ddv	1 810 412 (14.7% - 18.9% ddv) - cession hors marché
24/04/2014	TempoVest Fund II	<15%	1 805 935 (14.7% - 20.6% ddv) - cession hors marché
06/05/2014	Idinvest Partners	<15% ddv	1 454 681 (11.8% - 14.4% ddv) - perte ddv doubles
18/07/2014	Idinvest Partners	<10% ddv	1 279 970 (10.4% - 9.4% ddv) - mise au porteur ddv
20/08/2014	Idinvest Partners	<10%	1 226 958 (9.9% - 9.1% ddv) - cession
17/11/2014	DevFactory	>5%	665 896 (5.4% - 3.9% ddv) - acquisition
06/02/2015	DevFactory	>5% ddv	1 012 650 (8.2% - 6.1% ddv) - acquisition
09/02/2015	CM-CIC Investissement	>5%, >10%	1 369 500 (11.1% - 8.2% ddv) - acquisition hors marché
09/02/2015	TempoVest Fund II	<10%, <5%	543 650 (4.4% - 7.1% ddv) - cession hors marché
10/02/2015	TempoVest Fund II	<5% ddv	343 650 (2.8% - 4.5% ddv) - cession hors marché
19/02/2015	DevFactory	>10%	1 257 504 (10.2% - 8.3% ddv) - acquisition
26/03/2015	CM-CIC Investissement	>10%	2 406 488 (18% - 14.9% ddv) - exercice BSAR
27/03/2015	DevFactory	>10% ddv	1 510 841 (12.2% - 10% ddv) - acquisition

Source: AMF.

Sur une base totalement diluée des BSAR à exercer d'ici le 3 juin 2015 (prix d'exercice à 1.60 EUR, donc largement « dans la monnaie »), le capital de Cast sera, selon nos estimations, réparti de la façon suivante :

Fig. 14: Répartition estimée du capital de Cast (dilué des BSAR 2010-2015)



Source: Company Data; AMF; Bryan, Garnier & Co ests.



La plupart des ventes des actionnaires historiques ont eu lieu ces derniers mois Les actionnaires « historiques » étaient entrés dans le capital de Cast à l'issue des opérations de recapitalisation de 2002-2006. VPSA (ex-Viventures) avait souscrit en avril 2002 l'intégralité l'une émission d'obligations convertibles de 7 M EUR, et a cédé en avril 2006 la totalité de sa ligne à TempoVest Fund II (lui-même racheté il y a un an par DFJ Esprit), qui la convertit immédiatement en actions (4 EUR par action) pour atteindre une participation de 17.7% dans le capital de Cast. De son côté, AGF Private Equity, devenu depuis Idinvest, a souscrit à deux augmentation de capital, l'une de 2 M EUR en novembre 2003 (participation à 7.9%), l'autre de 3.4 M EUR en juillet 2004 (permettant de monter à sa participation à 28.2%). Idinvest a commencé à s'alléger sur Cast en 2012 (passage de 25% à 19.6%), et a poursuivi ces cessions en 2014. DFJ Esprit/TempoVest s'est allégé en 2009, 2014, et surtout en février/mars 2015 lors duquel il semble avoir vendu l'essentiel de sa participation.

Nous pensons que DevFactory, entré dans le capital de Cast en novembre 2014, table sur un rachat de Cast DevFactory est une société immatriculée à Dubaï filiale de l'éditeur américain de logiciels non coté Trilogy, contrôlé par Joseph A. Liemandt. Elle a indiqué à l'AMF qu'elle n'envisageait pas de prendre le contrôle de Cast, ni d'en modifier la stratégie, ni de demander la nomination d'un représentant au conseil d'administration. En revanche, elle envisage de procéder à des acquisitions d'actions en fonction des opportunités de marché compte tenu de la décote par rapport à sa propre estimation de la valeur intrinsèque de Cast. Joe Liemandt n'en est pas à son premier coup d'essai dans des investissements dans des éditeurs français. Via sa holding ESW Capital, il avait pris des participations dans InfoVista en 2009 (acquis en 2012 par Thoma Bravo) et Caméléon Software en 2012 (acquis en 2014 par PROS Holding). Aussi, DevFactory a pris entre fin 2014 et début 2015 une part de 17% dans Coheris. Désormais en possession d'une participation supérieure à 10% dans Cast, nous pouvons penser qu'il fait un pari sur un rachat de Cast.

L'entrée de CM-CIC Investissement en février 2015 a vocation à accompagner Cast sur le long terme Toutefois, l'entrée de CM-CIC Investissement dans le capital de Cast en février 2015 en rachetant aux actionnaires historiques 1.37 million d'actions et 1.04 million de BSAR peut changer la donne. Par exercice des BSAR fin mars, il détient 2.41 millions d'actions, soit 17.5% du capital, et, conformément à son intention formulée dans l'avis AMF du 12/02/2015, il envisage de demander un poste d'administrateur. Sachant qu'il reste 1.03 million de BSAR à exercer d'ici le 3 juin 2015 par d'autres détenteurs, la participation de CM-CIC Investissement devrait au cours des prochaines semaines descendre à 16.3% du capital. Cette participation ayant vocation à être de long terme, nous pensons que CM-CIC Investissement n'investit pas dans l'optique d'un rachat de Cast à court terme. En effet, le management de Cast souhaite que la société mène à bien son projet indépendant sur les 5 prochaines années.

A terme, nous pensons que Cast bénéficiera de multiples de valorisation élevées si le plan à 5 ans réussit. S'il échoue, un retrait de la cote nous semble la solution. Nous estimons donc que deux possibilités s'offrent à Cast :

- 1). Si le projet indépendant à 5 ans réussit, l'action Cast pourrait valoir largement plus que le ratio actuel EV/EBIT 2017e (4.6x), et serait vendable à un prix largement supérieur à ce que le marché valorise aujourd'hui ;
- 2). Si le projet échoue, nous estimons qu'après un parcours de plus de 15 ans en tant que société cotée, Cast, face à un probable désintérêt des investisseurs, pourrait alors se retirer du marché et soit se vendre, soit poursuivre son développement à l'abri de la pression de la Bourse, accompagné par des fonds de *private equity*.

Un marché qui s'est consolidé autour de Cast, Synopsys, HP et IBM

5.2. Quelle valorisation en cas de rachat?

Comme indiqué Fig. 15, le marché de SQAM est actif en M&A, avec Synopsys, HP et IBM comme consolidateurs afin de renforcer leur offre de gestion du cycle de vie des applications informatiques (développement, maintenance, tests, gouvernance, risques et conformité). Cast a maintenu sa position de n°1 sans acquisition – hormis celle d'actifs logiciels dans l'écosystème aéronautique en 2011. Avec une trésorerie nette de 9.5 M EUR, Cast n'est pas en position d'avoir une stratégie de développement très agressive – sauf petites « petites » technologiques. Nous voyons donc la société plus comme une proie à un acquéreur sur le moyen terme.

Fig. 15: Récentes opérations de M&A - Software Quality Analysis & Measurement

Date	Acquéreur	Cible	Prix	Multiples
03/2014	Synopsys	Coverity	USD334m	Est. 8x sales
01/2014	Rogue Wave Software	Klocwork	n/a	n/a
08/2010	Hewlett Packard	Fortify Software	Est. USD265m	Est. 6x sales
07/2009	IBM	Ounce Labs	USD25m	n/a
01/2009	Micro Focus International	Relativity Technologies	USD9.7m	n/a
08/2007	Hewlett Packard	SPI Dynamics	n/a	n/a
01/2007	Micro Focus International	HAL Knowledge Solutions	USD3.5m	n/a

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

- IBM et HP, qui sont les principaux acteurs dans le logiciel de gestion du cycle de vie des applications, ont déjà une certaine présence dans les domaines de Cast. Ayant sans doute la couverture la plus complète en analyse et mesure de la qualité, Cast pourrait à notre avis être une cible de l'un des deux dès lors qu'une acquisition potentielle ferait émerger un leader incontesté sur le marché, avant Synopsys et Parasoft;
- CA Technologies et Compuware (acquis en décembre 2014 par le fonds Thoma Bravo pour 2.5 Md USD), car les deux sont positionnés dans la gestion du cycle de vie des applications, y compris les outils de tests et de développement d'applications ;
- Micro Focus est spécialisé dans les systèmes informatiques anciens et le langage COBOL, mais l'acquisition de Cast peut être une option intéressante à notre avis, car Cast compléterait Micro Focus sur les langages modernes, au-delà des acquisitions de HAL et Relativity;
- Cast peut également être une cible potentielle intéressante pour les acteurs du GRC, du côté de la gestion des risques, avec comme « pure play » des éditeurs comme MetricStream.

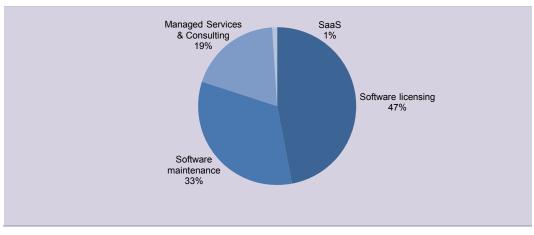
Les dernières opérations de M&A sur le marché de Cast se sont opérées sur des multiples de 6-8x le CA Sur tous les acquéreurs potentiels mentionnés ci-dessus, nous estimons les synergies qui pourraient résulter de l'acquisition de Cast seraient les suivantes : 1). Synergies géographiques, puisque tous les acquéreurs potentiels génèrent la grande majorité de leurs revenus en Amérique du Nord ; 2). Synergies produits, car le positionnement de Cast viendrait compléter la position de l'acquéreur dans les tests, le GRC et/ou les langages et systèmes existants ; 3). Synergies de coûts, avec un meilleur effet de levier sur la base de coûts. L'action Cast se négocie à des multiples EV/CA et EV/EBIT de 0.8x et 18.8x pour 2015e. Bien entendu, ces multiples de valorisation considèrent Cast sur une base autonome, sans synergies potentielles qui pourraient émerger d'un rapprochement avec une grande entreprise. Fortify a été acquis par HP sur la base d'un EV/CA de 6x et Coverity a été acquis par Synopsys pour 8x - qui donne une idée de la « valeur stratégique » que certains acquéreurs sont prêts à payer pour les acteurs plus ou moins comparables à Cast.



6. Ce qu'il faut savoir sur Cast

6.1. Cast en un coup d'œil

Fig. 16: Répartition du CA par nature

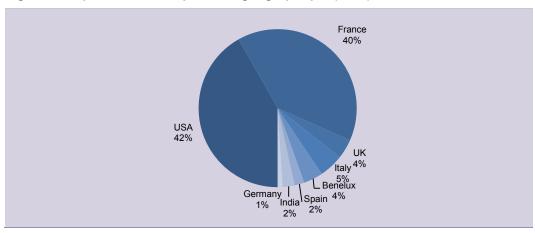


Source: Bryan, Garnier & Co ests.

NB. Cast ne communique pas sur une répartition du CA par nature. Par conséquent, le graphique de la Fig. 16 est une estimation de notre part sur la base des discussions que nous avons eu avec le management. Notons que les revenus récurrents représentent désormais c. 50% des ventes (maintenance des logiciels, location de logiciels, services managés, SaaS). Le taux des contrats de maintenance logicielle de Cast de renouvellement se situe entre 85% et 90%. Le CA non-récurrent est essentiellement constitué des ventes de licences et marginalement de consulting.

Sur les 250 clients que revendique Cast, 170 sont actifs selon le management. La société comptait 241 salariés à fin 2014, essentiellement basés en France (106) et aux Etats-Unis (45). Cast a un double siège social, à Meudon et New York, avec des implantations commerciales en France (Meudon), aux États-Unis (Washington, New York), en Allemagne (Munich), au Royaume-Uni (Londres), en Belgique (Bruxelles), en Espagne (Madrid), en Italie (Milan) et en Inde (Bangalore).

Fig. 17: Répartition du CA par zone géographique (2014)



Source: Company Data.



6.2. Historique de la société

Créé en 1990 par son PDG Vincent Delaroche, Cast développe et commercialise des logiciels d'analyse pour fournir aux managers d'entreprises un aperçu et des mesures standardisées concernant la taille et la « santé » des applications informatiques (qualité structurelle, efficacité, résilience, complexité, risques techniques, dette technique, estimation des coûts de maintenance ...). A son origine, la société avait développé un environnement de développement intégré pour la construction de procédures stockées de base de données relationnelles SQL, ainsi qu'une activité de conseil et d'expertise informatique indépendante autour des langages de programmation qui permettait d'autofinancer la R&D puis construire son réseau de vente directe en Europe et aux Etats-Unis.



Fig. 18: Historique de la croissance du CA et de la marge op. (1999-2014)

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

En 1999, Cast s'est introduit en Bourse afin de lever les fonds nécessaires (4.5 M EUR) à son expansion internationale et à l'exécution d'un plan marketing plus agressif dans le contexte de la bulle Internet. Cela s'est traduit par une extension de la couverture commerciale européenne et américaine qui a permis à Cast d'atteindre en 2000 un CA de 24.7 M EUR. L'éclatement de la bulle et la crise économique qui s'en est suivi ont amené le management à réduire les coûts, recentrer la couverture commerciale et trouver des financements. La trésorerie fut renforcée en 2002 avec une émission d'obligations convertibles de 7 M EUR au profit de Viventures (devenu après VPSA), et une partie du management fut remplacée en 2003.

A compter de fin 2004 et suite à un profond remaniement de la force commerciale, Cast est reparti de l'avant. Ayant étendu son expertise à la plupart des langages, systèmes et environnements informatiques modernes et anciens, la société est alors devenue un leader dans ce que l'on a alors appelé «Application Intelligence», avec une suite logicielle complète capable de cartographier et analyser la syntaxe et la signification du code source, puis extraire les informations relatives à sa structure afin de comprendre comment une application fonctionne, et visualiser les résultats sous forme de rapports. En 2006, TempoVest II Fund rachète les OC à VPSA et les convertit, renforçant ainsi les fonds propres, qui étaient négatifs en 2005. En 2007, Cast atteint un CA de 30.6 M EUR après trois années de croissance (20 M EUR en 2004) et génère pour la première fois depuis 1999 une marge opérationnelle positive (7.5%). La crise de 2008-09 remet une nouvelle fois en cause les plans de croissance, et de nouvelles réductions de coûts sont



entreprises afin de préparer la société à un retour à la rentabilité. Après une embellie en 2010 et 2011, la crise de la dette souveraine engendre une nouvelle baisse de CA en 2012 et Cast retombe en pertes.

Enfin, avec la tendance à externaliser de manière significative le développement et la maintenance des applications informatiques, Cast a transformé son offre de produits en une suite complète pour les entreprises - et ciblant la gestion des systèmes informatiques - et lança son logiciel phare actuel, Cast Application Intelligence Platform (AIP). 2013 est une année de retour à l'équilibre pour les résultats, et, tout en maintenant les coûts – tendance qui s'est améliorée en 2014.

6.3. Produits et services

Cast Application Intelligence Platform (AIP)

Cast AIP (Application Intelligence Platform) est le produit phare de Cast. Il s'agit d'une solution d'entreprise d'analyse et de mesure de la qualité du logiciel conçue pour analyser les applications complexes (multi-niveaux, multi-technologies...) en vue d'identifier les vulnérabilités techniques et assurer le respect des normes d'architecture et de codage. AIP a de nombreux usages: 1). Fournir une vue de bas en haut de la « dette technique » et transmettre des conseils techniques aux équipes de développement d'applications en charge de ces systèmes complexes; 2). Donner un aperçu de risques associés à des migrations ou mises à jour de progiciels (ERP, etc.) et la capacité de documenter automatiquement les systèmes complexes; 3). Fournir de l'information en temps réel pour améliorer les performances de l'équipe de développement.

La justification de Cast AIP est que seule une analyse au niveau du système peut identifier les défauts structurels les plus dangereux, ceux découlant des interactions entre les composants résidant dans différentes couches d'applications et qui causent les interruptions d'activité, les corruptions de données, et d'autres incidents ayant un impact négatif notable sur le business. Bien que ces défauts structurels ne représentent que 8% des vulnérabilités dans une application (le reste relevant de la qualité du code au sein d'un programme élémentaire), ils représentent 52% de l'effort de réparation et conduisent à 90% des problèmes de production.

Selon Cast, les principaux avantages d'AIP sont les suivants :

- 1). Une meilleure visibilité de gestion (décisions fondées sur des analyses détaillées, allocation optimisée des ressources, etc.) permettant une meilleure communication entre informatique et métier ou entre informatique et sous-traitants, la mesure de la performance des équipes de développement, l'allocation optimisée des ressources, etc.;
- 2). Une évaluation continue et objective de la qualité structurelle des applications livrées à l'entreprise au niveau du programme unitaire et de l'application toute entière -, ce qui permet une gestion proactive des risques logiciels les plus dangereux pour l'entreprise;
- 3). Il s'agit de la seule solution sur le marché aujourd'hui capable d'analyser toutes les grandes couches technologiques en usage dans les organisations IT (J2EE/SGBDR, 4GL/SGBDR, .NET, Cobol/CICS/IMS/DB2, personnalisations ERP comme SAP, Oracle, Amdocs, etc.). Cast AIP est également la seule plateforme à même de mesurer la conformité d'un logiciel avec les standards et les recommandations du CISQ;
- 4). Selon la société, la réduction de 50% des défauts de code source dès le début du cycle de développement, conduisant ainsi à réduire les coûts de développement;



- 5). 10-20% des gains d'efficacité grâce à la réutilisation des composants ;
- 6). L'automatisation et l'amélioration continue de la qualité structurelle, ce qui, selon Cast et aux dires des grandes SSII, réduit le coût de maintenance des applications de 10-30% au fil du temps ;
- 7). Estimer de manière automatisée l'effort qui aurait été nécessaire pour réaliser le travail, et peut entraîner jusqu'à 50% d'économies sur les demandes de modification de programme.

Cast AIP est une plate-forme logicielle avec un modèle basé sur des ventes de licences avec un taux annuel de maintenance de 20%. Dans certains cas, les clients ont la possibilité de louer le logiciel ou l'utiliser d'une manière temporaire (pour un projet par exemple). En tout état de cause Cast propose deux modèles de ventes de licences aux clients : la licence perpétuelle ou la licence à durée limitée (LTL pour Limited Term Licence, en général de 3 ans). Ces licences à durée limitée sont reconnues en chiffre d'affaires immédiatement, sauf lorsqu'elles sont inférieures à 18 mois.

Cast Highlight

Cast Highlight est un produit 100% SaaS, disponible dans le cloud et hébergé à ce stade par Amazon. Cette solution à faible coût s'adresse aux équipes informatiques distribuées, aux fournisseurs et aux centres « captifs » pour analyser leurs portefeuilles d'applications et découvrir les risques potentiels et les économies de coûts, sans télécharger de code sur le cloud, ni de processus de déploiement, ni de configuration nécessaire. L'analyse effectuée par Cast Highlight est plus superficielle que celle effectuée par Cast AIP, donc ne le cannibalise pas.

Cast Highlight est facturé au nombre de développeurs ou d'applications analysées à un point donné dans le temps. Il est disponible en 3 éditions en fonction de la taille du service informatique ou de la société : Department (7k USD/5.5k EUR pendant 30 jours ou 21k USD/17k EUR par an), Mid Size (20k USD/16k EUR pendant 30 jours ou 60k USD/48k EUR par an), et Enterprise (30k EUR/23k EUR pendant 30 jours ou 90k USD/70k EUR par an). A ce stade, la valeur moyenne de contrat d'abonnement est d'environ 50k EUR par an, et Cast n'a que quelques clients (BNP Paribas, Fannie Mae, Booz Allen Hamilton, le ministère français de la Défense, Carrefour, Otto Group, SITA).

AppMarq

AppMarq est un service d'analyse comparative qui utilise de façon anonyme toutes les mesures collectées par le logiciel Cast. Celui-ci consiste en une base de données destinée à fournir une estimation de la « dette technique » sur la base du nombre de défauts de qualité structurelle du code source. Les données d'AppMarq (plus de 1 000 applications et plus d'un milliard de lignes de code) constituent un cadre de référence empirique pour la communauté des développeurs informatiques, qui fournit également aux managers une base de référence pour évaluer les compromis possibles entre correction des défauts du code source et risques associés aux pannes et failles de sécurité. Enfin, elles servent de base à la publication tous les ans d'une étude de référence, le CRASH Annual Report.

AppMarq est fourni sous forme d'un abonnement annuel.

Software Analytics as a Service

En sus de Cast AIP, Cast Highlight et AppMarq, Cast fournit des services à la demande dans divers domaines : services infogérés, expertise en ingénierie logicielle, conseil en interprétation analytique, mesure de la valeur, mesure de la performance corrigée du risque, qualité logicielle, audit des risques logiciels, et certification CISQ.





7. Comptes

7.1. Compte de résultat

EURm (FYE 31/12)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	CAGR 14-17e
Net revenue	33,7	26,2	29,6	33,2	39,6	44,5	50,3	14,9%
% change	7,1%	-22,4%	12,9%	12,2%	19,5%	12,2%	13,0%	
Gross Margin	33,7	26,2	29,6	33,2	39,6	44,5	50,3	
% of revenue	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
Other third-party expenses	(7,2)	(6,9)	(6,2)	(6,6)	(8,0)	(8,6)	(9,3)	
% of revenue	21,4%	26,5%	21,0%	20,0%	20,2%	19,4%	18,5%	
Taxes	(0,4)	(0,5)	(0,4)	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,6)	
Personnel costs	(20,7)	(20,4)	(19,7)	(21,1)	(26,7)	(29,6)	(32,7)	
% of revenue	61,2%	77,8%	66,5%	63,7%	67,5%	66,6%	65,0%	
Other expenses	(0,1)	(0,1)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Amortisation	(1,9)	(2,2)	(3,3)	(2,9)	(2,8)	(2,7)	(2,6)	
Net operating provisions	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
Adjusted EBIT	3,4	(3,9)	0,0	2,1	1,6	3,0	5,1	34,1%
% of revenue	10,0%	-14,8%	0,2%	6,4%	4,0%	6,7%	10,1%	
Net restructuring charge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Capital gains or losses	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Goodwill amortisation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Stock-based compensation	(0,1)	0,2	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	
Other exceptional gains (losses)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operating profit	3,3	(3,7)	0,0	2,0	1,5	2,9	5,0	35,9%
% of revenue	9,7%	-14,0%	0,1%	6,1%	3,9%	6,6%	10,0%	
Cost of net debt	(0,0)	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	
Other financial gains (losses)	(0,0)	(0,1)	(0,0)	(0,1)	0,0	0,0	0,0	
Profit before tax	3,2	(3,7)	0,0	2,0	1,7	3,1	5,3	38,1%
Income taxes	(0,1)	(0,2)	0,1	(0,3)	(0,4)	(1,0)	(1,7)	
Tax rate	2,5%	n/m	n/m	15,0%	26,0%	32,0%	33,0%	
Consolidated net profit	3,1	(3,9)	0,1	1,7	1,3	2,1	3,5	27,6%
% of revenue	9,3%	-14,8%	0,4%	5,1%	3,2%	4,8%	7,1%	
Profit from associates	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Minority interests	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Attributable net profit	3,1	(3,9)	0,1	1,7	1,3	2,1	3,5	27,6%
Average nb of shares - basic (m)	12,1	12,3	12,3	12,3	13,7	13,7	13,7	
Average nb of shares - diluted (m)	15,2	15,1	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2	
Basic EPS (EUR)	0,26	-0,32	0,01	0,14	0,09	0,16	0,26	23,0%
% change	38,8%	n/m	n/m	1421,0%	-33,9%	70,0%	65,8%	
Adjusted EPS (EUR)	0,21	-0,25	0,01	0,12	0,09	0,14	0,24	26,0%
% change	14,0%	n/m	n/m	772,4%	-27,4%	67,4%	64,4%	



7.2. Bilan

EURm (FYE 31/12)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intangible fixed assets	3,8	3,4	2,2	1,4	0,8	0,4	0,3
Tangible fixed assets	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
Fixed assets and goodwill	4,1	3,8	2,5	1,7	1,1	0,7	0,5
Investments	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Deferred tax assets	0,7	0,7	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Inventories	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Accounts receivables	20,2	12,7	14,8	14,4	16,3	18,9	21,3
Other short term assets	0,6	1,4	1,1	1,2	1,5	1,6	1,8
Current assets	20,7	14,2	15,8	15,7	17,7	20,5	23,2
Cash & cash equivalents	4,6	7,1	5,0	10,8	17,9	20,3	24,5
TOTAL ASSETS	30,4	25,9	24,6	29,4	38,0	42,7	49,4
Shareholders' equity	11,6	7,9	7,9	9,7	14,9	17,0	20,5
Minority interests	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Consolidated equity	11,6	7,9	7,9	9,7	14,9	17,0	20,5
Long-term provisions	0,5	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deferred tax liabilities	0,9	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Convertible bonds	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Long-term debt	0,8	0,7	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0
Short-term debt	0,4	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Debt	1,2	1,2	0,8	1,3	1,3	1,3	1,3
Accounts payable and accrued	0,7	0,5	0,5	0,5	0,6	0,7	0,8
Deferred revenues	7,9	9,4	9,2	10,9	13,0	14,6	16,5
Salary and income tax payable	7,1	5,3	5,3	5,9	7,1	7,9	8,9
Other liabilities	0,4	0,2	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7
Current liabilities	16,2	15,4	15,3	17,8	21,3	23,9	27,0
TOTAL LIABILITIES	30,4	25,9	24,6	29,4	38,0	42,7	49,4



7.3. Tableau de financement

EURm (FYE 31/12)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Operating cash flow	4,7	(2,0)	2,4	4,6	4,1	4,8	6,1
Change in WCR	(3,3)	6,0	(2,0)	2,7	1,4	(0,2)	0,4
Capital expenditure	(2,4)	(1,9)	(2,1)	(2,1)	(2,2)	(2,3)	(2,4)
Disposals in fixed assets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net capex	(2,3)	(1,8)	(2,1)	(2,1)	(2,2)	(2,3)	(2,4)
Free cash flow	(0,9)	2,1	(1,6)	5,2	3,2	2,4	4,2
Investments	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Disposals in investments	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Acquisitions (goodwill)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow after investing activity	(0,9)	2,1	(1,6)	5,2	3,2	2,4	4,2
Dividends paid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Issuance of shares	0,1	0,3	0,0	0,1	3,9	0,0	0,0
Cap. Incr. for minority interests	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Incr. cash bef. loan repayments	(0,8)	2,4	(1,6)	5,2	7,1	2,4	4,2
Repayment of loans	(0,0)	0,1	(0,4)	0,0	0,0	0,0	0,0
Net increase in cash	(0,9)	2,5	(2,0)	5,2	7,1	2,4	4,2



Page laissée blanche intentionnellement



Bryan Garnier stock rating system

For the purposes of this Report, the Bryan Garnier stock rating system is defined as follows:

Stock rating

BUY

Positive opinion for a stock where we expect a favourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential upside based on valuation), but also takes into account a number of elements including a SWOT analysis, positive momentum, technical aspects and the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.

NEUTRAL

Opinion recommending not to trade in a stock short-term, neither as a BUYER or a SELLER, due to a specific set of factors. This view is intended to be temporary. It may reflect different situations, but in particular those where a fair value shows no significant potential or where an upcoming binary event constitutes a high-risk that is difficult to quantify. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.

SELL

Negative opinion for a stock where we expect an unfavourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential downside based on valuation), but also takes into account a number of elements including a SWOT analysis, positive momentum, technical aspects and the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.

Distribution of stock ratings

BUY ratings 57.7%

NEUTRAL ratings 37.1%

SELL ratings 5.2%

Research Disclosure Legend

1	Bryan Garnier shareholding in Issuer	Bryan Garnier & Co Limited or another company in its group (together, the "Bryan Garnier Group") has a shareholding that, individually or combined, exceeds 5% of the paid up and issued share capital of a company that is the subject of this Report (the "Issuer").			
2	Issuer shareholding in Bryan Garnier	The Issuer has a shareholding that exceeds 5% of the paid up and issued share capital of one or more members of the Bryan Garnier Group.			
3	Financial interest	A member of the Bryan Garnier Group holds one or more financial interests in relation to the Issuer which are significant in relation to this report			
4	Market maker or liquidity provider	A member of the Bryan Garnier Group is a market maker or liquidity provider in the securities of the Issuer or in any related derivatives.			
5	Lead/co-lead manager	In the past twelve months, a member of the Bryan Garnier Group has been lead manager or co-lead manager of one or more publicly disclosed offers of securities of the Issuer or in any related derivatives.			
6	Investment banking agreement	A member of the Bryan Garnier Group is or has in the past twelve months been party to an agreement with the Issuer relating to the provision of investment banking services, or has in that period received payment or been promised payment in respect of such services.			
7	Research agreement	A member of the Bryan Garnier Group is party to an agreement with the Issuer relating to the production of this Report.			
8	Analyst receipt or purchase of shares in Issuer	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has received or purchased shares of the Issuer prior to a public offering of those shares.			
9	Remuneration of analyst	The remuneration of the investment analyst or other persons involved in the preparation of this Report is tied to investment banking transactions performed by the Bryan Garnier Group.			
10	Corporate finance client	In the past twelve months a member of the Bryan Garnier Group has been remunerated for providing corporate finance services to the issuer or may expect to receive or intend to seek remuneration for corporate finance services from the Issuer in the next six months.			
11	Analyst has short position	has short position The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a short position in the securities or derivatives of the Issuer.			
12	Analyst has long position	alyst has long position The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a long position in the securities or derivatives of the Issuer.			
13	Bryan Garnier executive is an officer				
14	Analyst disclosure	The analyst hereby certifies that neither the views expressed in the research, nor the timing of the publication of the research has been influenced by any knowledge of clients positions and that the views expressed in the report accurately reflect his/her personal views about the investment and issuer to which the report relates and that no part of his/her remuneration was, is or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.			
15	Other disclosures	Other specific disclosures: Report sent to Issuer to verify factual accuracy (with the recommendation/rating, price target/spread and summary of conclusions removed).	YES		
		1			

Summary of Investment Research Conflict Management Policy is available www.bryangarnier.com



London	Paris	New York	Geneva	New Delhi
Heron Tower	26 Avenue des Champs Elysées	750 Lexington Avenue	rue de Grenus 7	The Imperial Hotel
110 Bishopsgate	75008 Paris	New York, NY 10022	CP 2113	Janpath
London EC2N 4AY	Tel: +33 (0) 1 56 68 75 00	Tel: +1 (0) 212 337 7000	Genève 1, CH 1211	New Delhi 110 001
Tel: +44 (0) 207 332 2500	Fax: +33 (0) 1 56 68 75 01	Fax: +1 (0) 212 337 7002	Tel +4122 731 3263	Tel +91 11 4132 6062
Fax: +44 (0) 207 332 2559	Regulated by the	FINRA and SIPC member	Fax+4122731 3243	+91 98 1111 5119
Authorised and regulated by	Financial Conduct Authority (FCA)		Regulated by the	Fax +91 11 2621 9062
the Financial Conduct	and the Autorité de Contrôle		FINMA	
Authority (FCA)	prudential et de resolution (ACPR)			

Important information

This report is prepared by Bryan Garnier & Co Limited, registered in England no 3034095 and is being distributed only to clients of Bryan Garnier & Co Limited (the "Firm"). Bryan Garnier & Co Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (the "FCA") and is a member of the London Stock Exchange. Registered address: 110 Bishopsgate, London EC2N 4AY.

This Report is provided for information purposes only and does not constitute an offer, or a solicitation of an offer, to buy or sell relevant securities, including securities mentioned in this Report and options, warrants or rights to or interests in any such securities. This Report is for general circulation to clients of the Firm and as such is not, and should not be construed as, investment advice or a personal recommendation. No account is taken of the investment objectives, financial situation or particular needs of any person.

The information and opinions contained in this Report have been compiled from and are based upon generally available information which the Firm believes to be reliable but the accuracy of which cannot be guaranteed. All components and estimates given are statements of the Firm, or an associated company's, opinion only and no express representation or warranty is given or should be implied from such statements. All opinions expressed in this Report are subject to change without notice. To the fullest extent permitted by law neither the Firm nor any associated company accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from the use of this Report. Information may be available to the Firm and/or associated companies which are not reflected in this Report. The Firm or an associated company may have a consulting relationship with a company which is the subject of this Report.

This Report may not be reproduced, distributed or published by you for any purpose except with the Firms' prior written permission. The Firm reserves all rights in relation to this Report.

Past performance information contained in this Report is not an indication of future performance. The information in this report has not been audited or verified by an independent party and should not be seen as an indication of returns which might be received by investors. Similarly, where projections, forecasts, targeted or illustrative returns or related statements or expressions of opinion are given ("Forward Looking Information") they should not be regarded as a guarantee, prediction or definitive statement of fact or probability. Actual events and circumstances are difficult or impossible to predict and will differ from assumptions. A number of factors, in addition to the risk factors stated in this Report, could cause actual results to differ materially from those in any Forward Looking Information.

Disclosures specific to clients in the United Kingdom

This Report has not been approved by Bryan Garnier & Co Limited for the purposes of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 because it is being distributed in the United Kingdom only to persons who have been classified by Bryan Garnier & Co Limited as professional clients or eligible counterparties. Any recipient who is not such a person should return the Report to Bryan Garnier & Co Limited immediately and should not rely on it for any purposes whatsoever.

Notice to US investors

This research report (the "Report") was prepared by Bryan Garnier & Co. Ltd. for information purposes only. The Report is intended for distribution in the United States to "Major US Institutional Investors" as defined in SEC Rule 15a-6 and may not be furnished to any other person in the United States. Each Major US Institutional Investor which receives a copy of this Report by its acceptance hereof represents and agrees that it shall not distribute or provide this Report to any other person. Any US person that desires to effect transactions in any security discussed in this Report should call or write to our US affiliated broker, Bryan Garnier Securities, LLC. 750 Lexington Avenue, New York NY 10022. Telephone: 1-212-337-7000.

This Report is based on information obtained from sources that Bryan Garnier & Co. Ltd. believes to be reliable and, to the best of its knowledge, contains no misleading, untrue or false statements but which it has not independently verified. Neither Bryan Garnier & Co. Ltd. and/or Bryan Garnier Securities LLC make no guarantee, representation or warranty as to its accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. This Report is not an offer to buy or sell any security.

Bryan Garnier Securities, LLC and/or its affiliate, Bryan Garnier & Co. Ltd. may own more than 1% of the securities of the company(ies) which is (are) the subject matter of this Report, may act as a market maker in the securities of the company(ies) discussed herein, may manage or co-manage a public offering of securities for the subject company(ies), may sell such securities to or buy them from customers on a principal basis and may also perform or seek to perform investment banking services for the company(ies).

Bryan Garnier Securities, LLC and/or Bryan Garnier & Co. Ltd. are unaware of any actual, material conflict of interest of the research analyst who prepared this Report and are also not aware that the research analyst knew or had reason to know of any actual, material conflict of interest at the time this Report is distributed or made available.