

CORPORATE RESEARCH

11 juillet 2013

Mid & Small Caps

Bloomberg	ALS30 FP
Reuters	ALS30.PA
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	14,1 / 8,0
Capitalisation Boursière (MEUR)	68
Valeur d'Entreprise	59
Volume moyen 6 mois (000 actions)	2,70
Flottant	30%
TMVA BPA (3 ans)	101,2%
Gearing (12/12)	-47%
Rendement (12/13e)	NM

Fin Décembre	12/12	12/13e	12/14e	12/15e
C. d'affaires (MEUR)	77,13	99,22	121,50	155,11
EBIT (MEUR)	4,10	6,99	9,70	12,81
BPA Publié (EUR)	0,24	0,88	1,41	1,93
BPA dilué (EUR)	0,24	0,88	1,41	1,93
EV/CA	0,8x	0,6x	0,4x	0,3x
EV/EBITDA	10,4x	6,3x	4,1x	2,7x
EV/EBIT	15,1x	8,4x	5,3x	3,4x
P/E	57,7x	15,5x	9,7x	7,1x
ROCE	NM	NM	NM	NM

Données arrêtées au 8 juillet



# SOLUTIONS 30

## L'émergence d'un leader incontesté

Fair Value 20,1EUR (cours 13,65EUR)

**Corporate**  
Initiation de couverture

**Leader européen des services d'assistance pour les nouvelles technologies, la croissance du groupe devrait bénéficier du déploiement des technologies numériques tant dans le domaine de l'énergie (nouveaux compteurs) que dans les Telecom (émergence de la fibre), mais également de sa stratégie de croissance externe.**

■ L'émergence de la fibre optique représente un potentiel de plus de 40 M€ de CA en 4 ans pour la seule division PC 30. L'énergie offre également un potentiel de CA important compte tenu de la volonté des fournisseurs d'énergies de remplacer leurs compteurs par des technologies numériques. Ainsi, le CA de la division Energie pourrait passer de 2,5 M€ aujourd'hui à 17,5 M€ en 2016. Le développement du groupe à l'international devrait générer une hausse significative du CA que nous prévoyons passer de 17,6 M€ en 2012 à 45,4 M€ en 2016e.

■ Outre la croissance organique, le groupe participe activement à la concentration de son marché, en rachetant à prix bas des structures qu'il rentabilise en tirant profit des effets de taille. Ainsi, l'acquisition de CIS Infoservices devrait avoir un impact relatif de plus de 15% sur le résultat dès 2013. Par ailleurs, le récent déplacement du siège social du groupe au Luxembourg va abaisser le taux d'IS tout en constituant une tête de pont pour le déploiement de ses activités en Europe. Solutions 30 disposait d'une trésorerie nette de 5,9 M€ au 31.12.12 qui conjuguée à une génération de free cash flow de 35,5 M€ attendue entre 2013 et 2016 lui donnera une marge de manœuvre considérable pour sa stratégie de croissance externe. Compte tenu des principaux développements en cours, nous attendons une multiplication par 3,7 du RN retraité en 4 ans et une amélioration sensible des marges du groupe (marge d'exploitation > 8,5%).

■ Notre fair value résultant de la moyenne pondérée de 3 méthodes de valorisations (DCF (21,9€), comparables (16,9€), droite de régression (21,4€)) ressort à 20,1€ par titre.

**AVERTISSEMENT : ce document s'adresse exclusivement aux clients de Bryan Garnier, il est communiqué à titre informatif et ne peut être divulgué à un tiers sans le consentement préalable de Bryan Garnier&Co. Cf page 2 les avertissements complémentaires.**

Contact details

Corporate Broking

corporatebroking@bryangarnier.com

This Report has been sent to you for marketing purposes. It is non-independent research within the meaning of the FCA rules. It is not being held out as an objective or independent explanation of the matters contained in it and should not be treated as such. It has not been prepared in accordance with the legal requirements designed to promote the independence of investment research. Accordingly, the Firm is not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research. Please see the section headed "Important information" on the back cover.



Bryan Garnier&Co a conclu un contrat de Corporate research avec l'émetteur portant sur un (des) instrument(s) financier(s) de celui-ci.

Ce document s'adresse exclusivement aux clients de Bryan Garnier, il est communiqué à titre informatif et ne peut être divulgué à un tiers sans le consentement préalable de Bryan Garnier&Co

La présente note de recherche est destinée aux investisseurs qualifiés professionnels et toute utilisation par des personnes physiques non professionnelles n'engagera qu'eux même.

Il n'est pas et ne saurait être tenu pour une offre ou une sollicitation d'une offre de vente, d'achat ou de souscription à un investissement quel qu'il soit.

Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations sont exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité.

Les performances passées ne garantissent pas les performances futures.

Toute opinion contenue dans le présent document reflète le contexte actuel et peut être modifiée à tout moment sans préavis.

Bryan Garnier&Co est agréé par la FCA et est régulé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

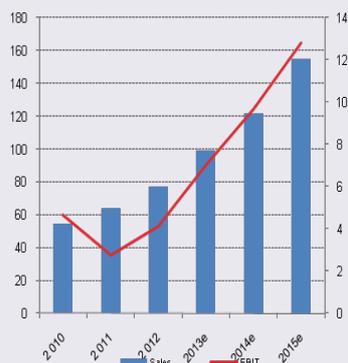
Un dispositif de « Murailles de Chine » (barrières à l'information) a été mis en place afin d'éviter la diffusion indue d'information confidentielle et de prévenir et gérer les situations de conflits d'intérêts.

A la date de cette publication Bryan Garnier&Co peut être en conflit d'intérêt avec l'émetteur mentionné.

En particulier, il se peut que Bryan Garnier&Co agisse ou envisage d'agir, dans les douze mois à venir, en tant qu'apporteur de liquidité, teneur de marché, conseiller ou banquier d'affaires d'une des sociétés mentionnées dans cette publication.

Bryan, Garnier & Co a été mandaté par l'émetteur pour la rédaction et la diffusion de cette note de recherche auprès de la clientèle institutionnelle de Bryan, Garnier & Co.

A copy of the Bryan Garnier & Co Limited conflicts policy in relation to the production of research is available at [www.bryangarnier.com](http://www.bryangarnier.com)



Simplified Profit & Loss Account (€m)	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Revenues	54,7	63,8	77,1	99,2	122	155
Change (%)	-%	16,6%	20,9%	28,6%	22,5%	27,7%
Adjusted EBITDA	5,5	3,7	6,0	9,3	12,4	16,0
EBIT	4,6	2,7	4,1	7,0	9,7	12,8
Change (%)	-%	-40,9%	49,5%	70,4%	38,8%	32,0%
Financial results	-0,12	-0,10	0,04	0,02	0,06	0,13
Pre-Tax profits	2,4	1,1	2,6	5,6	8,4	11,7
Exceptionals	-1,9	-1,0	-0,83	-0,80	-0,80	-0,80
Tax	0,98	0,64	1,2	0,77	0,74	1,2
Minority interests	0,02	0,0	0,09	0,0	0,0	0,0
Net profit	1,4	0,45	1,3	4,8	7,7	10,5
Restated net profit	1,4	0,45	1,3	4,8	7,7	10,5
Change (%)	-%	-67,7%	187%	271%	60,3%	36,8%

**Cash Flow Statement (€m)**

Operating cash flows	2,8	1,7	2,3	6,5	9,8	13,2
Change in working capital	-0,38	0,72	1,7	-1,3	-0,85	-1,3
Capex, net	-0,18	-0,66	-0,87	-1,1	-1,4	-1,8
Financial investments, net	0,03	0,01	0,03	-0,90	0,0	0,0
Dividends	0,00	-0,01	-0,01	0,0	0,0	-2,5
Other	0,0	0,0	0,00	0,0	0,0	0,0
Net debt	-2,9	-3,2	-5,9	-9,1	-16,7	-24,4
Free Cash flow	1,8	4,0	2,0	3,2	7,6	7,7

**Balance Sheet (€m)**

Tangible fixed assets	2,6	5,2	4,8	0,0	0,0	0,0
Intangibles assets	0,34	0,74	1,0	0,0	0,0	0,0
Cash & equivalents	0,33	0,30	0,0	0,0	0,0	0,0
current assets	3,3	6,2	6,1	6,4	5,7	4,7
Other assets	25,7	29,7	32,7	50,1	66,6	87,9
Total assets	32,3	42,1	44,6	56,5	72,3	92,6
L & ST Debt	1,3	1,3	0,96	0,96	0,96	0,96
Others liabilities	22,6	30,9	31,9	39,0	47,2	59,4
Shareholders' funds	9,7	11,2	12,7	17,5	25,1	33,1
Total Liabilities	32,3	42,1	44,6	56,5	72,3	92,6
Capital employed	NM	NM	NM	NM	NM	NM

**Ratios**

Operating margin	8,48	4,30	5,32	7,05	7,99	8,26
Tax rate	40,95	58,66	47,30	13,85	8,80	10,17
Net margin	2,54	0,70	1,67	4,83	6,32	6,77
ROE (after tax)	4,31	1,07	2,89	8,47	10,61	11,34
Gearing	-30,15	-28,34	-46,92	-52,31	-66,56	-73,76
Pay out ratio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	25,96
Number of shares, diluted	2,62	2,62	2,72	5,45	5,45	5,45

**Data per Share (€)**

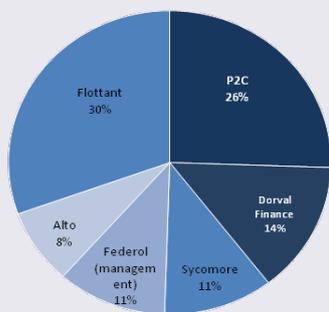
EPS	0,27	0,09	0,24	0,88	1,41	1,93
Restated EPS	0,27	0,09	0,24	0,88	1,41	1,93
% change	-%	-67,7%	176%	271%	60,3%	36,8%
EPS bef. GDW	0,31	0,18	0,36	1,00	1,51	2,01
BVPS	6,17	8,04	8,19	10,37	13,27	16,99
Operating cash flows	0,53	0,33	0,42	1,19	1,80	2,43
FCF	0,34	0,76	0,38	0,59	1,39	1,42
Net dividend	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,50

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

**Activités**

Leader européen des solutions d'installation, d'assistance et de maintenance dans le domaine des technologies numériques (Informatique/Télécom, Energie, Multimédia, Sécurité, Systèmes de paiements) auprès des particuliers et des entreprises. Le Groupe dispose de plusieurs pôles d'activités :

- 1/ PC 30 (CA 12 : 34%)
- 2/ PC 30 BS (CA 12 : 34%)
- 3/ Securi 30 (CA 12 : 1%)
- 4/ Energy 30 (CA 12 : 3%)
- 5/ Money 30 (CA 12 : 8%)
- 6/ TV 30 (CA 12 : 1%)
- 7/ International (CA 12 : 19%). Le Groupe est présente en France, en Italie, aux Pays-Bas, en Espagne, en Allemagne et en Belgique.



## Sommaire

1. Investment Case.....	6
2. Un développement rapide dans l'installation, le dépannage et l'assistance de produits numérique7	
2.1. En 9 ans le groupe passe de 0 à 77 M€ de CA.....	7
2.1.1. PC30 doit d'abord son développement Français aux FAI... ..	7
2.1.2. ...et réplique son développement Français en Europe Continentale .....	7
2.1.3. 2009 : Les premières acquisitions .....	8
2.1.4. 2009 / 2010 : De l'assistance informatique aux particuliers à celle des TPE .....	8
2.1.5. 2010 : Déploiement de l'assistance à d'autres domaines .....	8
2.2. CA : une diversification déjà bien entamée.....	10
2.2.1. PC30 : Le métier historique du Groupe (28% du CA 2012) .....	11
2.2.2. PC30 Business et Solutions : Informatique /Telecom (28% du CA 2012).....	11
2.2.3. Système de paiement, Money 30 au service des commerçants et partenaires (15% du CA 2012) .....	11
2.2.4. De forts relais de croissance avec l'énergie, la fibre, le multimédia et l'international12	
3. Une position Concurrentielle exceptionnelle .....	14
3.1. Un écart de taille considérable avec les concurrents .....	14
3.1.1. Un réseau d'intervenants spécialisés dans le numérique sans égal.....	15
3.2. Des fonctions supports clé de voute de la rentabilité et du succès auprès des partenaires 16	
3.2.1. Fonction support informatique : optimiser les interventions et le services .....	16
3.2.2. La fonction Logistique : optimiser le temps .....	16
3.2.3. Fonction support téléphonique : fonction nécessaire à la commercialisation.....	16
3.2.4. Une informatique interfacée avec ses clients constitue une barrière à l'entrée pour les concurrents.....	17
4. Doublement du CA en 4 ans grâce aux relais de croissance.....	18
4.1. Fibre optique : Un potentiel de plus de 40 M€ de CA sur 4 ans .....	18
4.2. Sur PC 30 BS, la croissance devrait venir des acquisitions .....	22
4.3. L'énergie, 17,5 M€ de CA potentiel dans 4 ans contre 2,5 M€ en 2012 .....	22
4.4. Monétique, le sans contact et les solutions caisses stimulent l'activité .....	26
4.5. International : Un effet amplificateur des développements français.....	27
4.5.1. Italie : le plus prometteur dans un avenir proche .....	27
4.5.2. Allemagne : Un vrai potentiel de levier à moyen terme après une réorganisation. 28	
4.5.3. Pays-Bas : Une activité rentable et en croissance.....	29
4.5.4. Belgique : une filiale plus compliquée à gérer.....	29
4.5.5. Espagne : Après la crise cette filiale est vouée à se développer .....	30
4.5.6. Une croissance du CA à l'International de 17,6 M€ en 2012 à 45,4 M€ en 2016e 30	
4.6. Santé, un marché pour après demain avec l'essor de la technologie.....	31

4.7. Quasi doublement du CA sur les 4 prochaines années tiré par la fibre optique, les nouveaux compteurs (énergie) et l'international .....	32
5. Compte de résultat : multiplication par 4,1 du Rex en 4 ans (2012 à 2016).....	33
5.1. Une marge d'exploitation qui devrait poursuivre son redressement (>8,5% normatif de moyen termes).....	33
5.1.1. Impact mécanique positif de la croissance du CA sur la marge.....	33
5.1.2. Evolution positive du mix d'activités.....	34
5.2. Des éléments d'amélioration supplémentaires de la marge nette .....	36
5.2.1. Un effet Crédit d'Impôt pour la Compétitivité et l'Emploi majeur .....	36
5.2.2. ...et un peu de Crédits Impôt recherche.....	36
5.3. RN : Multiplication par 3,8 du RN retraité en 4 ans .....	36
5.4. Dispositif Borloo pour le service à domicile .....	38
6. Croissance Externe : Des cibles à moindre coût.....	40
6.1. Croissance externe : Plus de 45 M€ de CA acheté en 6 ans.....	40
6.2. De nombreuses opportunités à très bon prix.....	41
6.3. Analyse d'un cas représentatif : Sogeti (acquisition en Juillet 2009).....	41
6.4. CIS Infoservices : un impact relatif de plus de 18% dès 2013.....	42
6.5. Le cash flow permettra d'accélérer la consolidation du secteur.....	44
7. Valorisation.....	46
7.1. DCF : une valorisation de 24,3€ par titre.....	46
7.2. Comparables, une valorisation de 18,5 € par action.....	47
7.3. Droite de régression, une valorisation de 23,7€.....	50
7.4. Synthèse des valorisations : 22,2 € par action.....	51
Bryan Garnier stock rating system.....	<b>Error! Bookmark not defined.</b>

# 1. Investment Case

*Pourquoi investir maintenant?*



## Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

Le groupe devrait profiter de sa position de leader dans le mouvement futur de déploiement des compteurs intelligents par les fournisseurs d'énergies en France mais également en Europe. De plus, le déploiement de la fibre devrait bénéficier aux activités historiques du groupe auprès des opérateurs Télécom.

*Attractif ou non?*



## Valorisation

Notre fair value résulte d'une moyenne équipondérée de 3 méthodes d'évaluation : 1/ DCF (21,9€) 2/ comparables (16,9€) et 3/ droite de régression (21,4€) fait ressortir une fair value de 20,1€ correspondant à un potentiel d'appréciation de près de 45% par rapport au dernier cours coté.

*Horizon d'investissement?*



## Catalyseurs

Quasi doublement du CA sur les 4 prochaines années tiré par la fibre optique, les nouveaux compteurs (énergie) et l'international. Nous anticipons une croissance de 28,6% du CA en 2013 pour le Groupe à 99,2 M€, une hausse de 22,5% à 121,5 M€ du CA 2014e, de 27% en 2015 à 155,1 M€, et de 21,9% à 189,1 M€ pour 2016. Au-delà rappelons que le déploiement des nouveaux compteurs de GRDF devrait soutenir la croissance des activités du groupe. Solutions 30 bénéficiera d'un effet de taille dont l'impact sera encore plus favorable pour ses filiales internationales, sur ces bases nous attendons un redressement de la marge d'exploitation sur ses meilleures niveaux historiques (>8,5%). Au niveau de la marge nette, le déplacement du siège social du groupe au Luxembourg devrait sensiblement améliorer son niveau.

*Valeur ajoutée?*



## Différentiation face au consensus :

Dans cette étude nous avons intégré des prévisions à long terme sur les potentiels de développement avec ERDF, GRDF, la fibre optique et le développement du groupe à l'international qui font ressortir des prévisions à moyen terme nettement supérieur au consensus.

*Quels risques?*



## Risques

Le risque majeur de la société est notamment lié à un décalage potentiel dans le déploiement des nouveaux compteurs numériques de ERDF et GRDF en France et des autres opérateurs d'énergie étrangers.

## 2. Un développement rapide dans l'installation, le dépannage et l'assistance de produits numérique

Créée en octobre 2003, sous la marque PC30, la société Solutions 30 a eu dès son origine la vocation de fournir des services de dépannage et d'assistance aux équipements informatiques et numériques à domicile pour les particuliers et les petites entreprises. Le groupe est organisé autour d'un réseau de techniciens de proximité. Depuis sa création, Solutions 30 compte plus de 2 millions d'interventions. La vocation première du groupe est de devenir le leader européen des services d'assistance à l'utilisation des nouvelles technologies numériques. Le maillage des techniciens du groupe couvre actuellement 6 pays avec la France, l'Italie, les Pays-Bas, la Belgique, l'Allemagne et l'Espagne. En quelques années, le Groupe est devenu le leader européen des services d'assistance pour les nouvelles technologies et élargie ses champs de compétence de façon complémentaires et variés avec des pôles dédiés à l'Energie, aux Multimédia et aux Systèmes de paiements, ainsi qu'à la Sécurité.

### 2.1. En 9 ans le groupe passe de 0 à 77 M€ de CA

#### 2.1.1. PC30 doit d'abord son développement Français aux FAI...

**2003 : Création de la société :** Sous la marque PC30, le groupe s'engage à fournir des services de dépannage et d'assistance aux équipements informatiques et numériques à domicile pour les particuliers et les entreprises. Pour cela, Solutions 30 s'engageait à proposer une solution en 30 minutes à tous les clients finaux avec un mode opératoire à distance ou in situ, selon la demande et le problème rencontré. Après sa création en octobre 2003, PC 30 démarre son activité mi 2004 et profite rapidement de l'essor de l'installation d'Internet en apportant aux FAI une solution d'assistance informatique aux particuliers. Les FAI qui vendent des contrats récurrents avec des problèmes techniques à régler pour les installations ou la gestion quotidienne du bon fonctionnement, mais ne disposent pas des équipes pour résoudre ces problèmes. La contrainte des FAI étant de ne pas embaucher des équipes de techniciens itinérants, trop coûteux faute de taille critique et difficile à gérer. PC30 se positionne sur ce créneau et met à disposition aux FAI son mini réseau de techniciens au centre de Paris. L'efficacité et la fiabilité des interventions d'assistance à domicile apportées par PC30 l'amène à rapidement devenir un partenaire pour ces FAI.

**2005 : Introduction en Bourse :** Suite à la forte croissance enregistrée par la société, le besoin de capitaux et de reconnaissance amène le management à coter la société en 2005 au Marché Libre. A cette occasion, la société a levé 1,5 million d'euros et depuis n'a pas fait appel au marché.

#### 2.1.2. ...et réplique son développement Français en Europe Continentale

Jusqu'en 2008 le groupe se développe en organique sur ce créneau de service. En 2008, PC 30 commence à regarder l'Italie qui présente une configuration similaire à la France. Le démarrage italien s'opère avec un grand compte, Vodafone, et PC 30 réplique le même process que celui développé en France. Fort de ce succès international, PC 30 décline son savoir faire, sur ce même modèle (partenariat avec un grand compte et solution technique aux FAI) au Benelux en 2009 avec KPN, en Allemagne en 2010 avec Vodafone et en Espagne en 2011 avec Peugeot. Rapidement le CA à l'international du groupe passe de 0% en 2008 à 23% aujourd'hui. La majorité du CA international est réalisé sur l'informatique et IP, mais le groupe vient de lancer des activités de monétique et l'énergie en Italie à fin 2012.

### **2.1.3. 2009 : Les premières acquisitions**

La clé du modèle de PC30 réside sur les volumes. Le groupe cherche logiquement des présences fortes en agglomérations afin d'optimiser les interventions de ses équipes techniques et de sa logistique en évitant tous déplacements chronophages et peu rentables. Le groupe réussit son développement externe en se portant acquéreur de petites structures locales opérant sur son secteur mais peu rentables, faute de taille critique. PC 30 trouve également un essor supplémentaire dans l'acquisition d'équipes techniques de certains de ses partenaires désireux d'externaliser cette activité. Cette démarche offre l'opportunité à PC 30 de se fidéliser un client et d'augmenter mécaniquement un volume d'affaires quasi récurrent. Depuis lors le groupe a réalisé une dizaine d'acquisitions de ce type, essentiellement en France mais également des petites acquisitions en Italie et au Benelux. Dans ce domaine, la stratégie de Solutions 30 est toujours la même. Elle consiste à racheter des sociétés peu rentables pour renforcer sa pénétration et sa part de marché. Les sociétés ainsi intégrées bénéficient d'une part de l'amélioration de leur gestion opérationnelle en adoptant les process développés par Solutions 30, et, d'autre part, de son effet de taille croissant. Ces deux vecteurs de progression permettent d'augmenter assez rapidement la rentabilité des cibles.

### **2.1.4. 2009 / 2010 : De l'assistance informatique aux particuliers à celle des TPE**

En complément de la croissance organique, de la croissance internationale et de la croissance externe, le management de PC 30 décide d'aller plus loin stratégiquement que son métier historique. Or, en complément de l'assistance informatique pour les particuliers, PC 30 a progressivement été amené de s'occuper de TPE (médecin, avocat à son compte, petites entreprises...) et d'entreprises un peu plus importantes. Sur ces bases, PC 30 diversifie son cœur de métier en ajoutant un pan d'activité destiné à l'assistance du poste de travail. Techniquement les modalités et problématiques sont similaires à celles du métier historique. La différence étant que l'apporteur d'affaires n'est plus les FAI mais les SSII. En effet, ces dernières répondent aux appels d'offre des grands comptes sur des projets d'externalisation des systèmes informatiques. Mais, si elles apprécient concentrer leurs forces vives sur l'ingénierie, partie noble de la tâche, la partie assistance aux postes de travail, chronophage et peu rentable, présente souvent peu d'intérêt et peut rapidement se transformer pesante sur la rentabilité de la mission originelle (techniciens itinérants insuffisamment staffés, sites excentrés petits et difficiles à rentabiliser...) d'une SSII. Ce glissement naturel d'activité par Solutions 30, ou passage de BtoBtoC au BtoBtoB, a été validé et accéléré avec la reprise d'un département de support informatique, en l'occurrence la division d'infogérance, par une opération d'externalisation de Sogeti (Groupe Capgemini) en Juillet 2009 qui a permis de valider ce mouvement stratégique.

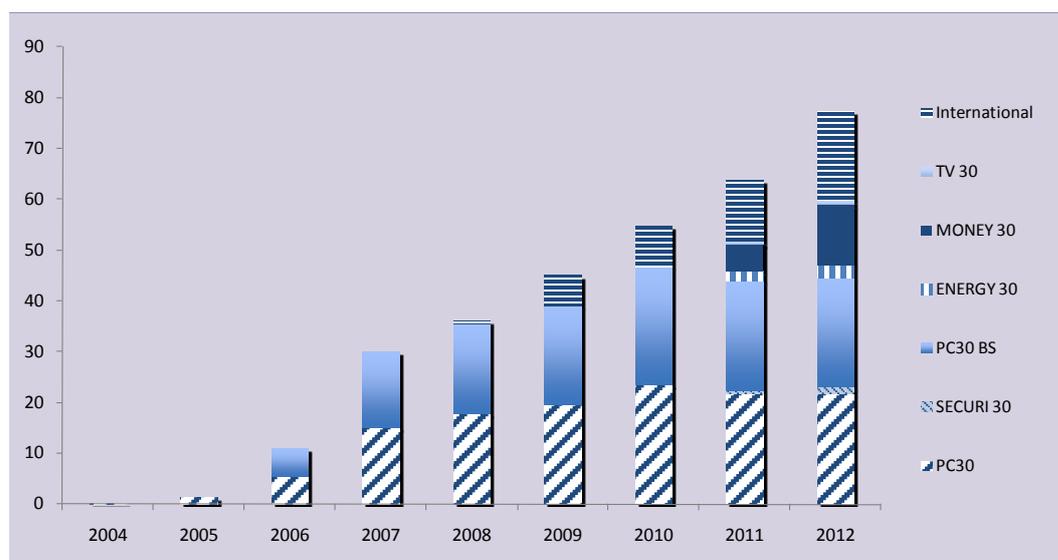
### **2.1.5. 2010 : Déploiement de l'assistance à d'autres domaines**

Fort de ces déploiements, le management cherche de nouveaux développements stratégiques avec des problématiques proches de l'assistance informatique, sans aller sur le terrain des SSII, tout en gardant sa compétence première, l'assistance. Or depuis sa constitution, PC 30 a acquis un réel savoir-faire dans le déploiement et l'assistance sur du matériel numérique ainsi que dans la gestion d'un réseau de techniciens et de toutes les fonctions supports afférentes à ce type d'activité. Pour étendre son savoir faire, le Groupe crée un structure « chapeau » dénommée Solutions 30, actuel nom de la société, qui « chapeaute » le développement de son métier historique scindé en trois : 1/ PC 30 Family (particuliers), 2/ PC 30 Pro (entreprises) et 3/ PC 30 BS (Business et solutions, entreprises) mais également ses nouvelles marques :

- **TV 30** : Assistance et intervention sur un écran de TV, un décodeur et équipement en relation avec la TV. Le groupe profite en 2010 du passage de la TV analogique au numérique pour lancer cette activité.
- **Energy 30** : Assistance et intervention sur les compteurs énergétiques. La société profite en 2010 de test de déploiement d'ERDF et de ses nouveaux compteurs électriques « intelligents » (qui sont des équipements numériques, et dont l'activité revient à paramétrer un petit équipement informatique).
- **Money30** : Assistance et intervention sur les lecteurs de cartes bleues ou de caisses enregistreuses pour les commerçants.
- **Securi30** : idem, sur la domotique et les alarmes.

Depuis sa constitution, le CA du groupe est passé de 0,3 M€ en 2004 à 77,1 M€ au 31.12.12., correspondant à un doublement de son CA en rythme annualisé sur la période. Dans un premier temps, cette croissance a reposé sur de la croissance organique d'une part et des croissances externes ciblées sur son métier historique (PC30, assistance numérique) et dans un deuxième temps (depuis 2009) sur un développement international et une diversification des champs de compétence de la Société (Italie, Allemagne, Pays-Bas...Energie, Monétique, Sécurité).

**Fig. 1: Evolution du CA de Solutions 30 par métier (1) et en volume (en %)**



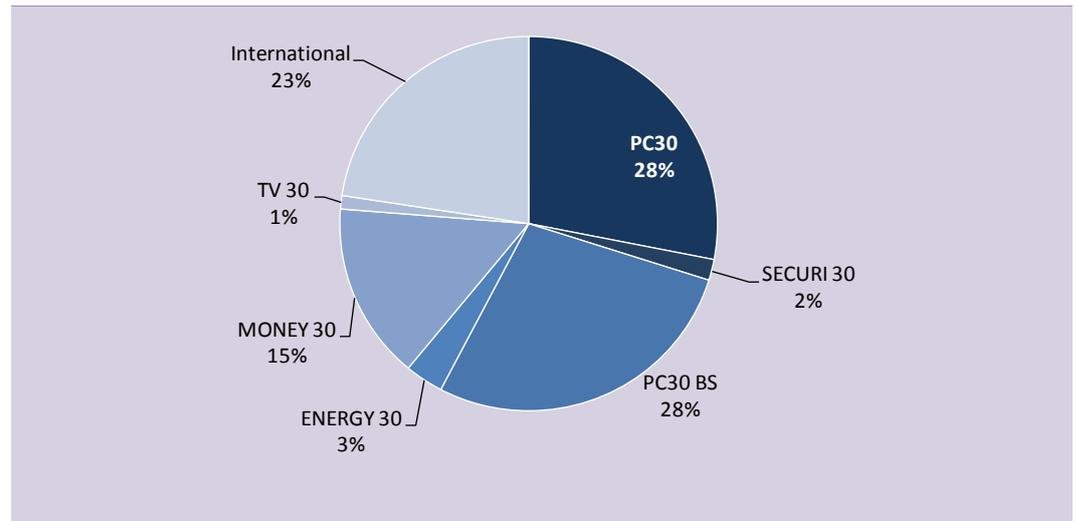
Source : Solutions 30

(1) : Ventilation non disponible avant 2011

## 2.2. CA : une diversification déjà bien entamée

Aujourd'hui Solutions 30 s'appuie sur 6 pôles de métiers et un pôle de développement international qui a généré en 2012 77,1 M€ et qui se répartit comme suit :

**Fig. 2: Répartition du CA 2012 par pôle (en %, CA 12 : 77,1 M€)**



Source : Solutions 30

Par ailleurs, l'arborescence des métiers du groupe est présentée dans l'organigramme suivant :

**Fig. 3: Les métiers de Solutions 30**



Source : Solutions 30

### **2.2.1. PC30 : Le métier historique du Groupe (28% du CA 2012)**

Ce segment historique d'activité a constitué le socle de développement du groupe, il regroupe des prestations d'installation, d'assistance de formation et de conseil pour les particuliers. Sur ce segment, le groupe a une position de leader incontesté avec un volume d'activité plus de 10x fois supérieur en 2011 à son principal concurrent indépendant (Bugbuster : 5,7 M€ de CA 2011), et deux fois supérieur en 2012 par rapport à Connect Assistance (filiale de SFR, 40 M€ de CA), mais qui n'est pas un pur player comme Bugbusters.

### **2.2.2. PC30 Business et Solutions : Informatique /Telecom (28% du CA 2012)**

Cette dernière qui adresse les professionnels, intervient aussi bien pour la maintenance Hardware, les déploiements et les prestations logistiques mais aussi l'architecture, le Conseil, l'Audit l'Ingénierie poste de travail, une mise à disposition d'un Help Desk et de l'Infogérance. Sur ce segment, le groupe est devenu le leader Français un volume d'activité de 21,5 M€. Le groupe est en concurrence avec des SSII de taille moyenne mais qui ont du mal à trouver de la croissance faute de taille critique. Solutions 30 agit quasiment en tant que sous traitant de grosses SSII, comme Atos et Capgemini, dont il récupère le plus souvent les équipes de techniciens pour adresser ce marché souvent peu rémunérateur pour une grosse SSII et très chronophage. L'organisation et la taille de Solutions 30 permettent sur ce créneau d'activité d'atteindre des rentabilités tout à fait convenables.

### **2.2.3. Système de paiement, Money 30 au service des commerçants et partenaires (15% du CA 2012)**

Solutions 30, au travers de sa filiale Money 30, assure l'installation et la maintenance des systèmes de paiement, en intervenant sur place ou à distance (call center disponible 24/24h 7/7j), auprès de ses clients commerçants et de ses partenaires.

Pour cela Money 30 dispose des atouts suivants :

- Une gestion nationale de la logistique ;
- Des équipements et procédures innovantes ;
- Une conduite d'activité optimisée en temps réel à travers un système d'information unique ;
- Des opérations sur site couvrant l'ensemble du territoire national et les DOMs ;
- Un reporting opérationnel complet ;
- + 90 points de stockages ;

## **2.2.4. De forts relais de croissance avec l'énergie, la fibre, le multimédia et l'international**

### **2.2.4.1. Energy 30, spécialisé sur la pose des nouveaux compteurs (3% du CA 12)**

Pour répondre à la récente transformation des réseaux d'énergie, le groupe a créé une filiale Energy 30 qui se positionne comme un acteur incontournable de l'installation et la maintenance de compteurs communicants en Europe (électricité, eau, gaz...). Actuellement l'émergence de « smart meters » (compteur communicant) offre la possibilité de nouveaux services pour les utilisateurs afin d'améliorer le suivi de leurs consommations. Fort de son réseau, de son savoir-faire technologique et de l'expertise développée des déploiements sur site, Energy 30 est devenu un partenaire privilégié des gestionnaires de réseaux en Europe (ERDF, GRDF...). Cette activité présente une opportunité considérable pour le groupe, comme nous le verrons un peu plus tard dans l'étude.

### **2.2.4.2. Multimédia : TV 30, une réponse au dépannage des équipements multimédias (1% du CA 12)**

La constitution de TV30 répond aux besoins croissants des clients d'un savoir-faire d'installation, de dépannage et de formation d'un parc qui a évolué vers le tout numérique. Ainsi, TV 30 offre une capacité d'intervention sur site pour l'installation et le paramétrage d'équipements numériques multimédia de plus en plus présents.

### **2.2.4.3. Securi 30 un partenaire des sociétés de protection (2% du CA 12)**

Avec Securi 30, Solutions 30 dispose d'une activité d'interventions techniques sur les installations, systèmes et équipements de sécurité et de sûreté. Securi 30 est un partenaire des sociétés de sécurité en charge de la protection des biens et des personnes, et propose de les accompagner sur le terrain à l'échelle nationale via un processus d'industrialisation basé sur son savoir-faire.

Les prestations de services de cette filiale comprennent : l'installation, le déploiement, l'intervention et la visite de maintenance, la formation et l'initiation des utilisateurs.

Les domaines de compétences sont également étendus aux champs suivants :

- Détection d'intrusion
- Vidéo protection
- Contrôle des accès
- Détection d'incendie
- Système de protection et d'alarme individuel
- Domotique, sonorisation de sécurité, armoires à clés sécurisées
- Et tous autres systèmes composant d'une solution ou d'un équipement de sécurité ou de sûreté.

Comme sur la plupart de ses autres activités, les techniciens de Securi 30 garantissent une action immédiate pour assister les clients et les partenaires du groupe à travers un point d'entrée unique, son call center qui est disponible 24/24h et 7/7 jours et 365 jours/an.

#### **2.2.4.4. La fibre**

Par ailleurs, le passage du Haut Débit au Très Haut Débit se traduit par des programmes très importants au niveau de la fibre. Le groupe est très bien positionné pour tirer profit de ce marché extrêmement important qui devrait représenter plusieurs milliards sur les prochaines années en France. Ce point sera abordé dans une partie ultérieure.

#### **2.2.4.5. L'international (23% du CA 12)**

Rapidement le groupe est passé de 0% de CA International en 2008 à 23% aujourd'hui. La majorité du CA international est réalisé sur l'informatique, et le Groupe vient de lancer la monétique et l'énergie en Italie en fin 2012. Aussi Solutions 30 devrait continuer à se développer fortement au cours des prochaines années à l'international d'une part grâce à des croissances externes, d'autre part en déclinant l'ensemble des métiers développés en France à l'international.

## 3. Une position Concurrentielle exceptionnelle

Le métier de Solutions 30 est un métier de gestion d'une grande quantité de personnel, devant remplir des missions courtes chez le client. D'où une problématique de transport et de logistique. Ainsi, plus le groupe est important et plus il possède une capillarité forte sur un marché, plus le temps de déplacement entre deux clients est court et plus un même personnel peut traiter de clients dans la même journée. Dans ce métier, la taille est un atout compétitif déterminant pour la rentabilité. Par ailleurs pour optimiser les tournées des techniciens la qualité de l'organisation est elle aussi primordiale.

### 3.1. Un écart de taille considérable avec les concurrents

Solutions 30 opère sur un marché fragmenté, constitué de milliers de petits acteurs (professionnels et amateurs). Le groupe, qui a connu un développement extrêmement rapide au cours de la dernière décennie, a également augmenté considérablement sa taille, notamment par rapport à ses concurrents. Alors que la société ne comptait à son démarrage que quelques techniciens localisés au centre de Paris, elle dispose à présent d'un réseau de 1700 techniciens qui intervient tant en France qu'à l'étranger. L'écart de taille par rapport à ses concurrents est d'autant plus important qu'un certain nombre a disparu (informatique minute (faillite), Mulot Déclic (intégré par Solutions 30)...) ou connaît des difficultés. Sur ces bases, Solutions 30 dispose actuellement du plus grand réseau de techniciens sur son secteur, disponible pour des opérations de déploiements d'installation et de maintenance dans le numérique, pour des projets d'ampleurs initiés par des grands comptes. Le tableau ci-dessous montre que le groupe est près de 8 fois plus gros que le numéro 2 du secteur de façon consolidée, et 6 fois plus gros sur la seule France. De même, Solutions 30 est 11 fois plus gros que le numéro 3 du secteur, cet écart de taille est un avantage compétitif pour l'obtention de contrat à l'échelle nationale voir internationale pour le groupe.

**Fig. 4: Principaux concurrents du Groupe**

Sociétés	Type de Réseau	Couverture	Nbre de techniciens	CA 11	RN 11
Solutions 30	Indépendant	France, Italie, Pays-Bas, Allemagne, Belgique, Luxembourg	1700	63,8	0,5
Bugbusters	Indépendant	France, Espagne, Italie, Belgique, Hollande	100 salariés + 250 sous traitants (labelisés)	5,7	-0,4
5Com	indépendant	France	350	4,7	NA
Go Micro	Indépendant	France	1400	4,6	0,0
Docteur ordinateur	Réseau 5com	France	110	2,9 (3,6 M€ en 2012)	NA
Connect Assistance	Filiale SFR	France	NA	10	NA
Serca	Filiale Casino	France	NA	NA	NA
B-dom	Filiale Boulanger	France	NA	NA	NA

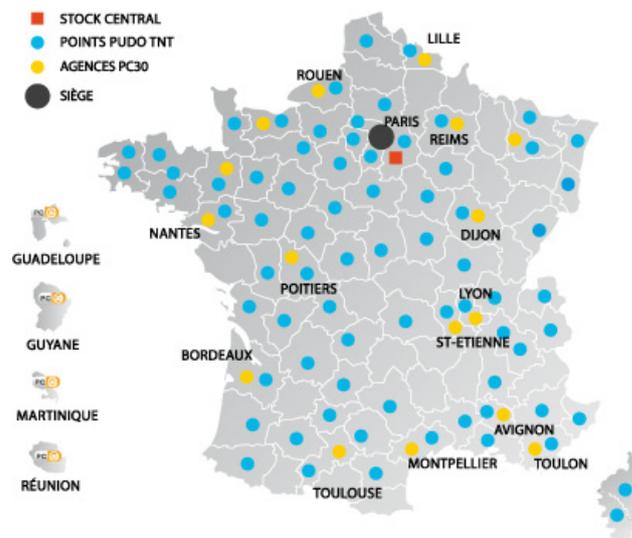
Source : Sociétés

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

### 3.1.1. Un réseau d'intervenants spécialisés dans le numérique sans égal

Solutions 30 dispose d'un réseau de plus de 1700 intervenants spécialisés et qualifiés (60% salariés, 40% en sous-traitance) dans les interventions d'installation et d'assistance en liaison avec l'informatique et le numérique bien plus important que ses concurrents. A la taille de ce réseau d'intervenants sans égal en France s'ajoute une présence territoriale concentrée essentiellement sur les grandes métropoles françaises. Cela lui assure d'être quasi incontournable dans les appels d'offres d'opération d'intervention et de déploiement à grande échelle pour des opérations initiées par des Grands Comptes. Outre le nombre important de ses techniciens sur le territoire français, Solutions 30 peut s'appuyer sur plus de 180 points de livraisons en France pour assurer la logistique des activités de ses différents pôles.

**Fig. 4: Réseau Solutions 30 en France et dans les DOM TOM**



Source : Solutions 30

En France, Solutions30 est traditionnellement en concurrence avec :

- des prestataires de services indépendants (Bugbusters notamment, 5COM, Go Micro...),
- les fournisseurs de services et de produits numériques et les filiales des chaînes de distribution (B-Dom(Groupe Boulanger), A2I (Darty), SFR) qui opère via des filiales spécialisées,
- des techniciens indépendants qui n'ont une influence que localement,
- les sociétés d'infogérances et/ou SSII pour la partie clientèle PME.

La différence de taille par rapport à ses concurrents permet à Solutions 30 de présenter une rentabilité correcte alors même que les concurrents de part leur petite taille ont une rentabilité très faible voir sont en situations délicates (informatique minute (faillite), Mulot Déclic (intégré par Solutions 30)...).

Cette faible rentabilité a notamment limitée voir empêché les concurrents du groupe à se développer au même rythme que Solutions 30 et à s'intéresser à l'étranger.

Il en est de même au niveau Européen avec des acteurs nationaux. Aussi, le marché de la fourniture et de l'assistance numérique reste très fragmenté tant en France qu'en Europe. En résumé, dans ce métier très difficile ou quasiment personne n'est rentable, Solutions 30 de part sa taille et son organisation est le seul acteur à être rentable et à pouvoir fédérer le marché.

## **3.2. Des fonctions supports clé de voute de la rentabilité et du succès auprès des partenaires**

Au cours de ses développements, Solutions 30 a investi sur la mise au point de 3 fonctions supports qui garantissent une optimisation des interventions de ses techniciens et de leur gestion. Cette optimisation de l'organisation est la deuxième clé de la rentabilité du groupe.

### **3.2.1. Fonction support informatique : optimiser les interventions et le service**

Le Groupe dispose d'un outil informatique interne qui est utilisé par tous les employés de l'entreprise et qui permet de visualiser, de suivre les interventions en temps réel et d'optimiser les tournées des techniciens. De plus, cet outil fonctionne en accès web (disponible sur ordinateur, mobile et tablettes) et garantit une pleine mobilité à ses utilisateurs. Enfin, il donne tous les renseignements nécessaires pour exécuter correctement une tâche déterminée et renvoyer le retour à la société, ce qui s'avère déterminant pour la gestion des équipes.

### **3.2.2. La fonction Logistique : optimiser le temps**

Cette fonction permet au Groupe d'avoir une mise à disposition de matériel de ses clients grands comptes (box, décodeurs, câbles... qui n'appartient pas à Solutions 30) et d'un contrat avec TNT qui permet la distribution de ce matériel sur 120 points en France. Toute la fonction logistique est intégrée au support informatique et permet d'optimiser les interventions quotidiennes des techniciens.

### **3.2.3. Fonction support téléphonique : fonction nécessaire à la commercialisation**

Solutions 30 dispose de 3 call center pour appeler les clients, caler les rendez vous, piloter l'activité de ses techniciens. Ces call center sont situés au Maroc pour la France, aux Pays-Bas (multilingue) pour le Benelux et l'Allemagne et en Italie pour l'Italie. La société dispose également d'une petite antenne en Espagne.

### 3.2.4. Une informatique interfacée avec ses clients constitue une barrière à l'entrée pour les concurrents

Si ces trois fonctions support optimisent la qualité des interventions du Groupe elle est également une barrière à l'entrée pour ses concurrents. Cet investissement informatique est un réel atout stratégique du groupe en termes de compétitivité. En effet, de par son intégration informatique auprès des clients, cet investissement permet de dégager une rentabilité et un tarif compétitif, mais également d'être interfacé pour s'intégrer dans le process de ses partenaires. De plus, ce développement informatique a permis d'obtenir le label Oséo Entreprise innovante qui donne à Solutions 30 une base de Crédit Impôt Recherche de 150/200 K par an.

Compte tenu de sa taille exceptionnelle par rapport à ses concurrents et de son organisation optimisée, Solutions 30 a réussi à pénétrer en quelques années les plus grands comptes français et internationaux, comme le montre le tableau ci-dessous.

Fig. 5: Clients Solutions 30

TELECOM	DISTRIBUTEURS
INTEGRATEURS	CONSTRUCTEURS
ENERGIE	SECURITE
MONETIQUE	

Source : Solutions 30

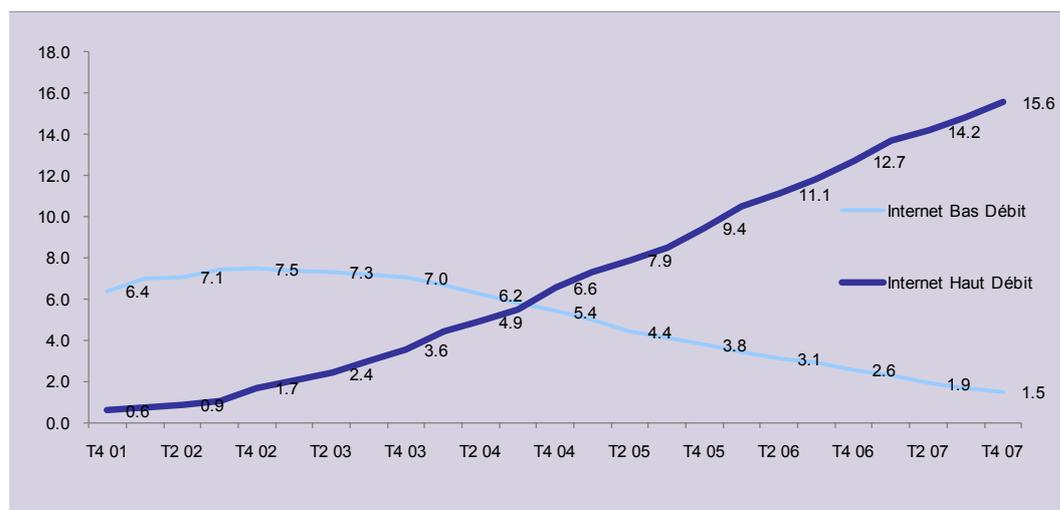
## 4. Doublement du CA en 4 ans grâce aux relais de croissance.

Le groupe qui a montré son efficacité par le passé à aider les opérateurs Telecom à déployer les box Internet et est, selon nous, idéalement positionné pour tirer profit des déploiements à venir 1/ tant sur la fibre optique en télécommunication avec les opérateurs Telecom que 2/ sur le déploiement des nouveaux compteurs électriques dit intelligents avec ERDF et GRDF en France et Urmet (constructeur de compteurs) en Italie. Sur l'Italie, le marché de la distribution d'énergie est très éclaté, Solutions 30 se positionne donc auprès d'Urmet pour sourcer des contrats auprès des 150 sociétés qui se fournissent en compteurs auprès d'Urmet. Le Groupe nous semble tout à fait bien positionné compte tenu de sa capacité à installer et brancher ces nouvelles technologies (numériques) et à en assurer la maintenance au profit des gros opérateurs de Télécom et d'Énergie. Enfin, il dispose également d'autres relais de croissance à plus long terme notamment sur les activités Santé que nous aborderons succinctement à la fin de cette partie.

### 4.1. Fibre optique : Un potentiel de plus de 40 M€ de CA sur 4 ans

L'émergence du Très Haut Débit peut être assimilée à l'arrivée du Haut Débit au début des années 2000 face au Bas Débit. Sachant que les usages sont toujours plus consommateurs de bande passante, le Haut Débit avait pris 90% du marché de 2000 à fin 2007.

**Fig. 6: Evolution du Parc d'accès à Internet de 2002 à 2007 (en Million)**

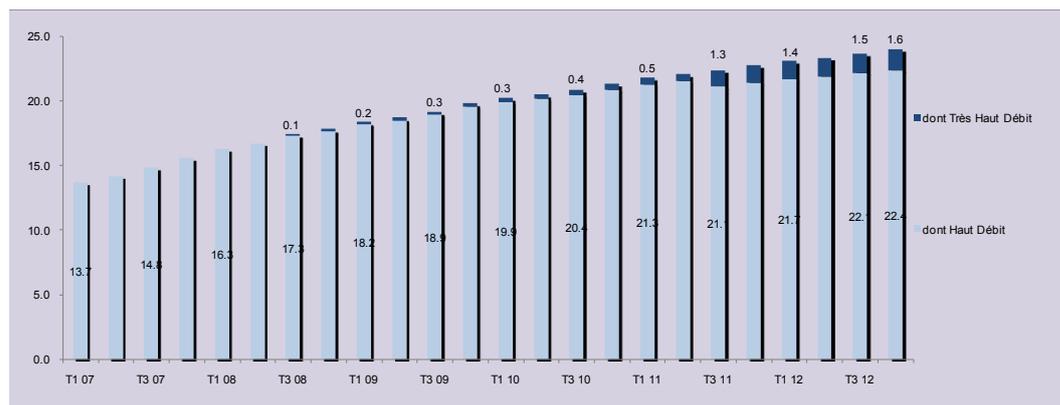


Source : Arcep

De la même manière, nous considérons que le Très Haut Débit prendra une part prépondérante du marché sur les prochaines années. En effet, outre l'intérêt des utilisateurs, les opérateurs historiques y

voient un moyen de défendre leur parc de clients, voire de récupérer une partie des clients perdus auprès des opérateurs low costs et surtout de recréer de la valeur pour le secteur. Dans ce cadre, nous pouvons estimer que dans les 5 à 8 prochaines années au moins 15 millions d'abonnés devront passer en Très Haut Débit.

**Fig. 7: Nombre d'abonnements Haut Débit et Très Haut Débit (en Million)**



Source : Arcep

Le marché des Telecom a été bousculé par l'arrivée de Free et ses offres à prix réduits, particulièrement sur les offres mobiles. Or, hormis une stratégie de baisse du prix des offres qui impacte forcément la marge de l'opérateur, il semble que l'augmentation de la qualité des services proposés soit la seule réelle stratégie à terme pour les opérateurs Télécom historiques. Cette perspective est également favorisée par la consommation croissante des utilisateurs qui sature de plus en plus les bandes passantes des installations ADSL et 3G. Enfin, rappelons que l'Arcep et le gouvernement ont promis le Très Haut Débit pour tous d'ici à 2025.

Le marché de l'Internet à Très Haut Débit (fibre optique, 4G) connaîtra obligatoirement un essor important. Cette activité permet également pour les opérateurs Telecom d'augmenter la fidélisation de leurs clients, l'installation en fibre optique étant beaucoup plus complexe à changer qu'une simple box. En effet, elle nécessite l'intervention in situ, avec l'installation d'une box, d'une prise optique et de son câblage. Le client est ainsi « capturé » et le parc en fibre optique sera beaucoup plus stable que ne l'était le parc ADSL (qui n'impliquait que le simple changement d'opérateur et de box, sans intervention).

Ainsi, Orange pousse l'Internet à très haut débit pour offrir un service à ses clients susceptible de fournir une bande passante plus importante et plus en adéquation avec la consommation croissante des foyers (plusieurs mobiles, plusieurs ordinateurs, tablettes, Youtube, chargement de photos, réseaux sociaux...). Ainsi, en 2012, pour défendre ses positions Orange a doublé ses investissements dans la fibre, à 300 M€. Ce montant doit grimper à 350 M€, puis 400 à 500 M€ par la suite. Le groupe

cherche ainsi à compenser la baisse des revenus du mobile par une monétisation de la télévision et de la demande de jeux vidéos, qui sera possible avec la fibre. Orange a d'ailleurs affiché son ambition d'atteindre 1 million d'abonnés fibre fin 2014 contre 144 000 à fin septembre 2012 (vs 13000 pour SFR et Free), soit un quintuplement.

De même, SFR qui a concentré ses efforts sur la 4G (lancement 4G LTE à Lyon et Montpellier) fin 2012 début 2013, n'est pas en reste dans le domaine de la fibre optique. Pour 2013, SFR initiera le déploiement de 53 nouvelles villes, dans le cadre de l'accord bilatéral qui le lie à Orange (cofinancement des villes déployés par son concurrents) et qui nécessitera un investissement de 150 M€ (auquel s'ajoute les 600 M€ déjà investis depuis l'origine). Cette stratégie permettra au Groupe de proposer de la fibre optique à ses clients particuliers et entreprises sur les villes très denses (148 communes) et moyennement denses (3500 communes). Soit environ 50% des foyers et organisations professionnelles en France à un terme qui devrait avoisiner 2020.

Enfin, Bouygues Telecom a également signé un partenariat avec Orange pour mutualiser leurs efforts en zones denses. Orange fournira une prestation de partage de ses réseaux en fibre optique sur le segment qui dessert les immeubles. Bouygues aura ensuite en charge le déploiement vertical avec ses propres équipements, ou, en souscrivant aux offres de mutualisations disponibles. Ce partenariat porte sur 1,7 million de logements potentiel et est complémentaire à l'accord conclu par le passé avec Completel-Numericable qui permet à Bouygues de proposer de la fibre par l'intermédiaire de ce dernier opérateur.

Ce mouvement vers le très haut débit (et du déploiement de la fibre optique) est un réel relais de croissance pour Solutions 30. Le nombre de foyer actuellement équipé en fibre optique est d'environ 250 000 sur un total de 24 millions de potentiel maximum. La marge de progression est donc énorme. Nul doute qu'une grosse partie de ces 24 millions de foyers sera équipée à termes tant la volonté de contrer les offres low cost de la part des opérateurs historiques est forte, et tant la consommation des clients en bande passante est croissante. Les derniers chiffres publiés par l'Arcep font d'ailleurs preuve d'une augmentation de 60% des abonnements en fibres optiques sur un an (gain de 45 000 abonnements au T4 12) pour un nombre total de 315 000 au 31.12.12.

Aussi, Solutions 30 enregistre au travers de PC30 une très forte augmentation de ses volumes. Il constitue, pour le groupe, un relais indéniable de croissance en France, mais également à l'international. En 2012, sur ce segment fibre optique, Solutions 30 était sur un CA mensuel de 300 K€ en début d'année contre 700 K€ en décembre. Après un CA de 3 M€ en 2011 et 5,2 M€ en 2012, celui-ci devrait toucher 10/12 M€ en 2013. Le groupe a signé un accord avec Orange de déploiement avec une grosse part de marché sur l'Ile-de-France et la région Paca. A titre indicatif, un client sur deux est actuellement raccordé par les services de Solutions 30 en Ile-de-France. Notons que la fibre optique est une activité relativement bien margée.

Aussi, nous avons retenu une hypothèse de montée progressive du nombre de lignes installées par Orange de 46 700 en 2013, 80 000 lignes en 2014, 200 000 lignes en 2015, 250 000 lignes en 2016. Ce nombre de lignes (576 700 sur 4 ans) nous semble cohérent avec l'hypothèse de 15 M de lignes Haut Débit à migrer en Très Haut Débit évoquée précédemment et prudent avec l'annonce faite par Orange de 850 000 lignes nouvelles installées d'ici 2014. Sur la base de nos hypothèses de montée en puissance, et, compte tenu d'un coût d'installation unitaire de 150€ (que nous avons maintenu inchangé par souci de prudence), nos prévisions de CA fibre réalisé avec Orange devraient s'établir à 7 M€ en 2013 et augmenter à 12 M€ en 2014, 30 M€ en 2015, et 37,5 M€ en 2016. Même si Orange est le leader en termes d'investissement nous considérons que les autres acteurs, notamment SFR, vont aussi investir de façon non négligeables ce qui représentera pour Solutions 30 un CA de 3 M€ en 2013e qui devrait monter, jusqu'à 6 M€ en 2016e. Au total, à l'horizon 2016 la fibre optique en France devrait représenter près de 25% du CA total du Groupe contre seulement 7% aujourd'hui.

**Fig. 8: CA réalisé par la division PC 30 sur le déploiement de la fibre optique (en M€)**

	31.12.12	31.12.13e	31.12.14e	31.12.15e	31.12.16e
Total CA fibre	5,2	10,0	16,0	35,0	43,5
var en %		92,3%	60,0%	118,8%	24,3%
Nombre de lignes installées Orange (millier)		46,7	80,0	200,0	250,0
Prix moyen installation (en €)		150,0	150,0	150,0	150,0
CA Fibre Orange		7,0	12,0	30,0	37,5
var en %			71,4%	150,0%	25,0%
Autres Opérateurs Fibre		3,0	4,0	5,0	6,0
var en %			33,3%	25,0%	20,0%

Source : Solutions 30, estimation Bryan Garnier

Enfin, rappelons qu'après l'installation de la fibre optique Solutions 30 bénéficiera des contrats de maintenance avec les opérateurs Telecom. Par ailleurs, compte tenu d'un environnement beaucoup plus mature sur l'activité historique de PC30, et par souci de prudence, nous avons retenu une légère croissance du CA 2013 de 2% à 16,8 M€, puis une décroissance de 2%, 3%, et 4% sur les années suivantes. Au total, nous attendons une croissance du CA 2013 de l'activité de 23,6% à 26,8 M€ en 2013, de 21,1% à 32,5 M€ en 2014, de 57% à 51 M€ en 2015, et de 15,4% à 58,9 M€ en 2016.

**Fig. 9: CA réalisé par la division PC 30 (en M€)**

	31.12.12	31.12.13e	31.12.14e	31.12.15e	31.12.16e
Total Activité fibre	5,2	10,0	16,0	35,0	43,5
var en %		92,3%	60,0%	118,8%	24,3%
PC 30 historique	16,5	16,8	16,5	16,0	15,4
var en %		2,0%	-2,0%	-3,0%	-4,0%
CA Total PC30	21,7	26,8	32,5	51,0	58,9
var en %		23,6%	21,1%	57,0%	15,4%

Source : Solutions 30, estimation Bryan Garnier

## 4.2. Sur PC 30 BS, la croissance devrait venir des acquisitions

La tendance de fond du marché pour les entreprises est d'externaliser cette activité d'assistance aux postes de travail. Par ailleurs, les SSII acceptent de moins en moins de s'occuper de l'assistance, et préfèrent concentrer leurs équipes sur les activités d'ingénierie (plus « nobles »). Ce marché est estimé à 300 M€, et, petit à petit Solutions 30 renforce ses parts de marché. A titre indicatif, Solutions 30 a récemment gagné un contrat pour 15 M€ de CA sur 3 années avec une Banque (BNP Paribas). De plus, PC 30 BS récupère régulièrement auprès des SSII des contrats d'assistance aux postes de travail. PC30 BS ne paye donc pas de frais de commercialisation puisqu'il intervient en tant que sous-traitant d'une tâche que les SSII désirent externaliser faute de rentabilité, du fait de leur taille et de l'organisation que cette activité requiert.

Sur ces bases, nous pensons que le groupe va continuer de croître sur ce marché. En revanche, nous avons retenu des hypothèses de croissance prudentes, qui n'intègrent pas de croissance externe pour 2015 et 2016. Pour 2013, nous attendons hors acquisition de CIS une stabilité des activités, puis une croissance de 2,3% en 2014. En intégrant l'acquisition de CIS, le CA de cette division devrait progresser de 14,0% à 24,5 M€ en 2013e, de 11,6% à 27,4 M€ en 2014e, puis de 3,9% à 28,4 M€ en 2015e et de 3,8% en 2016e à 29,5 M€.

**Fig. 10: CA réalisé par la division PC 30 Business Services (en M€)**

	31.12.12	31.12.13e	31.12.14e	31.12.15e	31.12.16e
PC30 BS	21,5	24,5	27,3	28,4	29,5
var en %		14,0%	11,6%	3,9%	3,8%

*.Source : Solutions 30, estimation Bryan Garnier*

Même si nous n'avons anticipé qu'une très légère croissance organique de cette activité, nous pensons que le groupe présente un fort potentiel de croissance dans cette activité au travers des croissances externes, sachant que cette activité n'est « Core Business » pour personne. En effet, cette activité n'est pas rentable pour les sociétés, et la plupart des Groupe souhaite en sortir. Et ceci à des conditions financières attractives pour celui qui les débarrasse de leur problème. Ainsi, Solutions 30 a récemment annoncé la reprise des activités de Form@home, filiale de la FNAC pour les services de micro-informatique à domicile, ce qui donnera 50 techniciens supplémentaires principalement en centres villes et un CA additionnel garanti pour 3 ans (7 à 9 M€ de CA sur 3 ans).

## 4.3. L'énergie, 17,5 M€ de CA potentiel dans 4 ans contre 2,5 M€ en 2012

Le marché de l'énergie représente un des pôles les plus prometteurs du groupe. En effet, l'ambition de la France et d'ERDF, qui bénéficie du soutien de tous les acteurs (politiques, entreprises...), est de remplacer à termes les 35 millions de compteurs électriques (soit près de 1,1 Md€ de CA pour les installateurs), compteurs dont la technologie dépassée date du siècle dernier.

A termes, ce remplacement devrait permettre :

- la mise en place d'une tarification adéquate à la consommation par ERDF (arrêter de se faire payer après coup sur une consommation d'énergie qui a été consommée),
- de répondre aux problématiques cruciales d'optimisation et de concentration des productions d'énergie auxquelles les producteurs d'énergie sont de plus en plus confrontés (pour stabilisation les réseaux, éviter des importations ou des ruptures totales en énergie), afin de prévoir et gérer des pics de consommations de plus en plus fréquents,
- de mettre en place une logique d'infrastructure et d'économie d'énergie adaptées aux besoins des consommateurs. Et de permettre aux consommateurs de mieux gérer leur consommation.

Ces nouveaux compteurs dits communicants (car ils communiquent en temps réel les informations de consommations des clients) permettront 1/ une connaissance plus fine de la consommation et 2/ de mieux gérer les problématiques pour les producteurs d'énergie. En dépit d'un investissement en infrastructure lourd, ce projet permettra l'optimisation de la consommation d'énergie pour les consommateurs et limitera également les interventions de techniciens pour les producteurs.

Solution 30 a participé et réussi pour ERDF la phase pilote de son projet d'installation de ses nouveaux compteurs communicants « Linky » (visant à termes l'installation de ces compteurs pour l'ensemble des foyers français), en démontrant ses compétences dans l'installation de ses nouveaux compteurs numériques. 250 000 compteurs ont ainsi été déployés de 2009 à 2011 sur un territoire rural (Indre-et-Loire) et un territoire urbain (Lyon) par ERDF. Au cours de cette phase, Energy 30 a réalisé la pose de 80 000 compteurs, réalisant 32% des installations du projet pilote d'ERDF. Aussi, nul doute n'est permis quant au fait que Solutions 30 fera partie des sociétés retenues pour son déploiement à l'échelle nationale. Les premiers déploiements de ce projet sont actuellement prévus pour fin 2014 (contre 2013 initialement prévu), ERDF et les collectivités locales concernées doivent trouver des accords de financement. C'est un marché total de 4,3 Md€ répartis sur une quinzaine d'années (2014-2020).

Concernant ERDF, nous avons retenu pour Energy 30 une hypothèse de CA 2013 équivalente à 2012 suite à ses activités concernant les projets pilote Linky. Avec le démarrage retenu pour fin 2014, nous avons ensuite retenus une pose de 200000 compteurs, une part de marché de 30% pour Energy 30 (correspondant à celle des projets pilotes) et un prix de compteurs de 30€. Par la suite nous avons monté le nombre de compteurs posés à 400K en 2015 puis 2 M en 2016. Si nous avons maintenu nos prix de compteurs inchangés, nous avons baissé la part de marché retenue pour Energy 30% en 2014 puis de 20% de façon prudente au-delà. Sur la base de ces hypothèses, le CA 2014 ressort à 1,8 M€, 2015 à 2,4 M€, et de 12 M€ en 2016. Rappelons que le projet doit se terminer en 2020 et qu'il est normal qu'après une phase de montée en puissance on atteigne un nombre d'installation beaucoup plus conséquent.

**Fig. 11: Perspectives de CA retenues pour Energy 30 avec ERDF (en M€)**

	31.12.12	31.12.13e	31.12.14e	31.12.15e	31.12.16e
ERDF	2,5	2,5	1,8	2,4	12,0
var en %		-1,6%	-28,0%	33,3%	400,0%
Nombre de compteurs installés / an (en millier)			0,2	0,4	2,0
Part de Marché Energy 30 (en %)			30%	20%	20%
Nombre de Compteurs installés par Energy 30			0,06	0,1	0,4
Prix du compteur (en €)			30,0	30,0	30,0

Source : Solutions 30, estimation Bryan Garnier

Comme pour ERDF, GRDF est également concerné par le changement de ses « vieux » compteurs en compteurs communicants (projet AMR). Mais le démarrage du déploiement se fera en 2016 et devrait également se traduire par une montée en puissance du CA pour Energy 30 à cet horizon. Nous avons donc retenu des hypothèses de montée en puissance à partir de 2016. Notons que contrairement à ERDF la différence près que Solutions 30 n'a pas participé aux projets pilotes pour GRDF (prévus pour 2013 qui fixeront par la même occasion également les tarifs) et ne perçoit donc pas de revenus avant le début du déploiement prévu pour 2016. Sur ces bases, le CA 2014 reste nul, et ressort à 0,3 M€ en 2015e, et 2,2 M€ pour 2016. Au-delà ce déploiement constitue un véritable levier de croissance pour le groupe car à moyen termes le rythme de croisière devrait être de 2,3 millions de compteurs par an. En termes de potentiel, si le groupe n'a pas réalisé de phase pilote avec GRDF ce n'est pas un handicap. Pour des questions d'économies d'échelle GRDF lancera un déploiement de ses compteurs en parallèle d'ERDF afin que les techniciens installent les 2 compteurs en même temps. En conséquence, Solutions 30 devrait avoir au moins la même part de marché chez GRDF que chez ERDF.

**Fig. 12: Perspectives de CA retenues pour Energy 30 avec GRDF (en M€)**

	31.12.12	31.12.13e	31.12.14e	31.12.15e	31.12.16e
GRDF	0,0	0,0	0,0	0,3	2,2
var en %				ns	ns
Nombre de compteurs installés / an (en millier)				0,1	0,4
Part de Marché Energy 30 (en %)				20%	20%
Nombre de Compteurs installés par Energy 30				0,0	0,1
Prix du compteur (en €)				30,0	30,0

Source : Solutions 30, estimation Bryan Garnier

Enfin, la même problématique de déploiement de compteurs intelligent concerne les compteurs de gaz et les compteurs d'eau (Véolia, Lyonnaise des Eaux) et concerne l'Europe. Le marché des installations des compteurs intelligents est donc colossal et inévitable, ce qui constitue une opportunité majeure pour Solutions 30. En conséquence, d'autres opérateurs feront appel à Energy 30 pour déployer l'installation de ses nouveaux compteurs, en France mais également à l'international (Italie, Pays-Bas...). Notons qu'en Italie, le groupe est déjà actif sur des projets pilotes en énergie et bientôt sur le gaz, Energy 30 se positionne derrière les constructeurs de compteurs pour obtenir une part de ce marché lors de son déploiement. Sur ces bases, nous avons anticipé une contribution

complémentaire d'autres opérateurs, en retenant des hypothèses similaires en termes de prix de compteurs et de part de marché, et inférieures en termes de nombre d'installation. Le CA estimé que nous avons retenu pour les autres opérateurs pour 2014 est de 0,5 M€, 1,2 M€ en 2015, et de 3,3 M€ en 2016.

**Fig. 13: Perspectives de CA retenues pour Energy 30 avec les Autres Opérateurs (en M€)**

	31.12.12	31.12.13	31.12.14	31.12.15	31.12.16
Autres Opérateurs			0,5	1,2	3,3
var en %				166,7%	175,0%
Nombre de compteurs installés / an (en millier)			0,1	0,2	0,6
Part de Marché Energy 30 (en %)			30%	20%	20%
Nombre de Compteurs installés par Energy 30			0,02	0,03	0,11
Prix du compteur (en €)			30,0	30,0	30,0

Source : Solutions 30, estimation Bryan Garnier

Au total, nous avons résumé la contribution de CA attendue sur la période 2013-2016 qui va passer de 2,5 M€ de CA à un peu plus de 24 M€ à l'horizon 2016 pour le pôle Energy 30, comme le montre le tableau ci-dessous :

**Fig. 14: Perspectives de CA retenues pour Energy 30 (en M€)**

	31.12.12	31.12.13e	31.12.14e	31.12.15e	31.12.16e
CA EDF	2,5	2,5	1,8	2,4	12,0
CA GDF	0,0	0,0	0,0	0,3	2,2
CA Autres opérateurs	0,0	0,0	0,5	1,2	3,3
ENERGY 30	2,5	2,5	2,3	3,9	17,5
var en %	34%	-1,6%	-10,0%	73,3%	ns

Source : Solutions 30, estimation Bryan Garnier

Tous ces marchés représentent une dizaine de milliards d'euros sur 10 années en installation seule. A cela s'ajoute une Directive Européenne (qui est en train de devenir décret en France) en cours qui devrait obliger tout logement collectif dans une classe de consommation énergétique préfixée à s'équiper de capteur de chaleur pour optimiser la répartition des charges de consommations énergétiques de manière équitable (4 millions de foyers concernés).

Rappelons que la problématique de ces développements repose actuellement plus sur la date de démarrage des déploiements, la crise que traverse les pays européens n'incitant pas les collectivités locales à appuyer sur le bouton go, mais il est pourtant inéluctable au regard de la vétusté des compteurs en place.

## 4.4. Monétique, le sans contact et les solutions caisses stimulent l'activité

Le pôle monétique offre également plusieurs pistes de développement. En juin dernier, le Groupe avait déjà remporté le déploiement et la maintenance de systèmes d'encaissement sur les points de vente de grands réseaux français de la distribution, dont Bouygues Telecom, Castorama, Carrefour et Celio (contrat de 2,5 M€ en année pleine). Le groupe pourrait également bénéficier à termes sur ce pôle du développement du paiement sans contact (et les puces NFC) dont seulement 1/3 du parc de lecteurs qui est équipé pour pouvoir réaliser des paiements sans contact. Le parc doit en partie être renouvelé et les opérateurs téléphoniques vont d'ailleurs pousser progressivement la vente de téléphones mobiles capable de permettre ce type d'opération (compatibles cartes NFC). De même, les grosses chaînes ne sont pas toutes équipées (comme Carrefour). Par ailleurs, outre la rupture technologique, il y a une volonté politique de faire disparaître le cash des transactions, ou tout du moins de le diminuer. De plus, comme sur son métier historique, le marché de maintenance des caisses est extrêmement fragmenté, ce qui constitue un marché très intéressant du point de vue de Solutions 30 qui connaît bien les problématiques (rupture technologique / marché fragmenté). En outre, l'un des intérêts de ce marché réside dans le partenariat avec les opérateurs Telecom comme dans l'Internet. D'autre part dans ce type de contrat la part de la maintenance est importante. En effet, ce type d'appareil ne peut pas rester en panne très longtemps. D'où une part de CA récurrente importante pour Solutions 30. Rappelons qu'un client qui prend une machine s'engage pour la location et la maintenance de la machine pour 4 années. Ce type de services pourrait facilement être dupliqué à l'étranger sur des systèmes en tout point similaires (pour rappel : cette activité avait historiquement été rachetée à Thalès en 2011). Le groupe a récemment fait l'acquisition de la société CIS Infoservices qui va augmenter la taille critique de cette activité. En effet, CIS Infoservices a réalisé un CA en 2012 de 23 M€ dont 2/3 est réalisé sur le marché de la monétique (1/3 sur les activités de PC30 BS). En 2013, nous attendons une contribution de 15 M€ (sur 9 mois de consolidation), dont 2/3 sera en supplément sur l'activité Money 30, le groupe devant être capable d'assurer une croissance comprise entre 8 et 10% sur les 3 prochaines années.

Sur ces bases, nous avons retenus une hypothèses de quasi doublement des revenus en 2013 à 22 M€, et de hausse de 26,0% en 2014 à 28,2 M€, de 10,1% en 2015 à 31 M€, et de 7,7 % en 2016 à 33,4 M€.

**Fig. 15: Perspectives de CA retenues pour la Monétique (en M€)**

	31.12.12	31.12.13e	31.12.14e	31.12.15e	31.12.16e	
MONEY 30	11,8	22,0	28,2	31,0	33,4	
var en %		131,4%	86,4%	26,0%	10,1%	7,7%

Source : Solutions 30, estimation Bryan Garnier

## 4.5. International : Un effet amplificateur des développements français

Solutions 30 a démarré son développement international mi 2008, en 2012 le CA représente déjà 23% du CA du Groupe. Généralement, le Groupe organise son expansion internationale avec l'ouverture d'une filiale locale suite au démarrage d'une activité (partenariat/contrat) avec un grand compte. Les principaux critères retenus pour adresser un nouveaux pays reposent sur 1/ la proximité géographique de la France 2/ le pouvoir d'achat des ménages et 3/ sur le taux d'équipement des foyers et entreprises en micro-informatique et en abonnement internet. Aussi, jusqu'à 2012, l'activité internationale ne reposait uniquement sur des activités informatiques. Sur l'Italie le Groupe s'est appuyé sur Telecom Italie, Tiscali et Vodafone (démarrée mi-2008), sur le Benelux le développement s'est fait avec Belgacom et KPN (mi-2009), l'Allemagne (mi-2009) avec l'appui de Vodafone et l'Espagne a démarrée en 2010. Comme en France, l'essor international du groupe a accompagné le déploiement des abonnements Internet des FAI.

Toujours dans une logique d'optimisation du temps et de l'activité, les activités des techniciens de chaque pays sont pilotées par trois centres d'appel (ouverts 7j/7j) véritable relais logistique des intervenants (planifications des tournées, des dispositions du matériel...) qui gère aussi bien la prise en compte des pannes et la prise de rendez-vous : 1/ la France est géré du Maroc 2/le Benelux et l'Allemagne des Pays bas 3/ l'Italie de l'Italie. Cette plateforme téléphonique est couplée à une plateforme informatique pour suivre en direct les interventions des équipes.

### 4.5.1. Italie : le plus prometteur dans un avenir proche

L'Italie a été le premier pays développé par le Groupe (mi 2008). Logiquement, cette filiale est aujourd'hui aussi la plus rentable des activités développées à l'étranger avec un CA de 9,9 M€. Cette entité est de loin la plus prometteuse du Groupe pour les années avenir. En effet, la filiale Italienne de Solutions 30 s'est déjà positionnée en amont des constructeurs de compteurs communicants pour bénéficier, tout comme en France, du déploiement de ces derniers sur le territoire. La concurrence est extrêmement fragmentée comparativement à la France, et, présente beaucoup d'opérateurs. En outre, le groupe a également démarré l'activité monétique en Italie à fin 2012.

Il faut noter que la filiale italienne dispose d'un Conseil d'Administration de grande qualité capable d'aller générer des contrats avec des grands comptes, le président du CA étant le président d'une société cotée en Italie (Saes). Cette filiale est dirigée par un ancien dirigeant d'Olivetti et le Conseil de Surveillance comprend un ancien dirigeant d'HP Europe (Francesco Serafini) qui dispose d'un relationnel important auprès des acteurs qui comptent sur le marché de la fibre et des compteurs communicants. La qualité de cette équipe vient évidemment du relationnel du Président de Solutions 30, d'origine italienne.

Sur ces bases, nous attendons une poursuite de la croissance des activités traditionnelles informatiques avec une croissance de 34,7% en 2013 à 12,8 M€, de 20% en 2014 à 15,4 M€, de 15,0% en 2015 à 17,7 M€, et de 10,0% en 2016 à 19,4 M€. De plus au delà de l'activité traditionnelle, le Groupe devrait bénéficier du déploiement des compteurs Gaz auprès des opérateurs locaux. Nous avons retenu un prix de compteur à 30€ (similaire à la France), une part de marché de 15% (vs 30% au début en France), et un nombre de compteurs installés de 100 000 en 2014, 1M en 2015, et 1,5 M en 2016. Sur ces bases, le CA additionnel de l'activité Energie est de 1,4 M€ pour les projets pilote en 2013, 2 M€ en 2014, 4,5 M€ en 2015 et 6,8 M€ en 2016.

Au total sur la base de nos hypothèses le CA de l'Italie devrait passer de 9,9 M€ à plus de 25 M€ à l'horizon 2016.

**Fig. 16: Perspectives de CA en Italie (en M€)**

	31.12.12	31.12.13e	31.12.14e	31.12.15e	31.12.16e
CA Italie	9,9	14,2	17,4	22,2	26,2
var en %	43,5%	43,4%	22,3%	27,7%	18,1%
en % du Total International	56,3%	67,3%	62,6%	58,8%	55,3%
Italie hors Energie (Gaz)	9,5	12,8	15,4	17,7	19,4
var en %	37,7%	34,7%	20,0%	15,0%	10,0%
Energie Italie (Gaz)	0,4	1,4	2,0	4,5	6,8
Nombre de compteurs installés/an (en millier)			0,1	1,0	1,5
Part de Marché Energy 30 (en %)				15%	15%
Nombre de compteurs installés par Energy 30				0,2	0,2
Prix du compteur (en €)				30,0	30,0

Source : Solutions 30, estimation Bryan Garnier

#### 4.5.2. Allemagne : Un vrai potentiel de levier à moyen terme après une réorganisation

Depuis son lancement mi-2010, l'Allemagne n'a pas encore tenu ses promesses, le groupe n'ayant pas eu le temps de se consacrer pleinement à son organisation. Aussi, 2013 devrait être une année de transition pour cette filiale afin de réorganiser son management et de développer ses activités (auprès des FAI et du déploiement des compteurs communicants). Le management de Solutions 30 passe actuellement du temps pour développer ce pôle et le doter d'un management à la mesure du potentiel du pays. L'Allemagne présente toutes les caractéristiques favorables à l'incrémentation des activités de Solutions 30, notamment sur les marchés prometteurs de la fibre et des compteurs communicants. De plus, les acteurs opérant sur les activités historiques sont très nombreux et de taille réduite (2M€ de CA), ce qui est un atout indiscutable pour Solutions 30 au regard de sa taille. L'ambition du Groupe est clairement de disposer à terme d'une équipe de managers de la qualité de la filiale italienne pour développer ce marché très prometteur. Le développement de ce marché peut éventuellement être accéléré par croissance externe, pour accroître rapidement la taille critique, attirer des équipes techniques de qualités et faire face aux capacités importantes des marchés à développer.

Aussi, nous pensons que cette filiale pourrait atteindre la taille critique à l'horizon de 3 à 4 ans avec un CA de 9/10 M€. Compte tenu de nos hypothèses, nous prévoyons un repli du CA de 73% en 2013 à 0,4M€ (année de réorganisation qui illustre la capacité de prise de décision du groupe avec l'arrêt volontaire du contrat Vodafone), puis une remontée de la contribution du CA 2014 à 2,5 M€ après sa réorganisation (et l'arrivée d'un nouveau management). En 2015, nous retenons une progression de 60% du CA à 4 M€, puis une hausse de 75% en 2016 à 7 M€. Ces chiffres pourraient être accrus en cas de croissance externe.

**Fig. 17: Perspectives de CA en Allemagne (en M€)**

	31.12.12	31.12.13e	31.12.14e	31.12.15e	31.12.16e
CA Allemagne	1,3	0,4	2,5	4,0	7,0
var en %	160,0%	-73,1%	614,3%	60,0%	75,0%
en % du Total International	7,4%	1,7%	9,0%	10,9%	15,4%

Source : Solutions 30, Bryan Garnier

#### 4.5.3. Pays-Bas : Une activité rentable et en croissance

Les activités de Solutions 30 aux Pays-Bas et en Belgique ont été démarrées ensemble avec l'acquisition de la société Smartfix en 2009. Smartfix réalisant les activités similaires à Solutions 30 (PC30 et PC30 BS) sur le Benelux avec comme grand client KPN. Actuellement les Pays-bas génèrent un CA de 4,4 M€ et est rentable. Le groupe devrait continuer d'enregistrer de la croissance sur ce pôle qui connaît un réel succès et bénéficie d'un contexte fiscal favorable (financement public des aides sociales pour les activités d'aide à domicile). Par ailleurs, les Pays-Bas marquent un intérêt grandissant pour la fibre optique et bénéficiera dans ce domaine lors du déploiement d'une géographie facilitant son déploiement (petit pays, pas d'obstacle géographique) Aussi, nous anticipons une hausse du CA 13 de 17,5% à 5,1 M€, de 7,0% à 5,5 M€ en 2014, du de 9,1% à 6,0 M€ en 2015, et de 8,3% à 6,5 M€ en 2016.

**Fig. 18: Perspectives de CA aux Pays-Bas (en M€)**

	31.12.12	31.12.13e	31.12.14e	31.12.15e	31.12.16e
CA Pays-Bas	4,4	5,1	5,5	6,0	6,5
var en %	45,8%	17,5%	7,0%	9,1%	8,3%
en % du Total International	24,9%	24,4%	19,8%	16,4%	14,3%

Source : Solutions 30, estimation Bryan Garnier

#### 4.5.4. Belgique : une filiale plus compliquée à gérer

Contrairement à l'activité des Pays-Bas, la filiale Belge du Groupe n'est pas encore rentable. La taille critique de cette filiale doit se trouver, selon nous, aux alentours de 3/4M€. Le Groupe rencontre des

difficultés sur ce marché qui n'est pas évident avec un peu plus de 11 M d'habitant. Nous anticipons sur 2013 une baisse de l'activité, suite à un possible réorganisation de la filiale. Ensuite l'activité devrait redémarrer mais nous ne pensons pas que la filiale atteigne rapidement le « break even » sauf en cas d'acquisition. Au total nous anticipons un CA 13e de 0,4 M€ en repli de 66,7%, puis une croissance de 150% en 2014 à 1 M€, de 50% en 2015 à 1,5 M€, de 13,3% en 2016 à 1,7 M€.

**Fig. 19: Perspectives de CA en Belgique (en M€)**

	31.12.12	31.12.13e	31.12.14e	31.12.15e	31.12.16e
CA Belgique	1,2	0,4	1,0	1,5	1,7
var en %	20,0%	-66,7%	150,0%	50,0%	13,3%
en % du Total International	6,8%	1,9%	3,6%	4,1%	3,7%

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests. Source : Solutions 30, estimation Bryan Garnier

#### 4.5.5. Espagne : Après la crise cette filiale est vouée à se développer

La filiale Espagnole qui réalise l'essentiel de son activité dans le support technique d'un concessionnaire automobile, est rentable en dépit de la conjoncture difficile que traverse le pays. Au regard du contexte économique nous n'attendons pas de développement à court terme. Sur ces bases, le CA 2013 estimé est de 1 M€, identique à 2012. Au-delà nous pensons que le groupe pourrait accélérer le développement, car ce pays représente à terme un potentiel comparable à l'Italie, indépendamment de la conjoncture. Nous attendons donc une hausse du CA de 36% en 2014, 120,6% en 2015 à 3 M€, et de 33,3% en 2016 à 4M€.

**Fig. 20: Perspectives de CA en Espagne (en M€)**

	31.12.12	31.12.13e	31.12.14e	31.12.15e	31.12.16e
CA Espagne	1,0	1,0	1,4	3,0	4,0
var en %	100,0%	0,0%	36,0%	120,6%	33,3%
en % du Total International	5,7%	4,7%	4,9%	8,2%	8,8%

Source : Solutions 30, Bryan Garnier

#### 4.5.6. Une croissance du CA à l'International de 17,6 M€ en 2012 à 45,4 M€ en 2016

Au total, les développements prévus notamment sur l'Italie, les Pays-Bas et par la suite sur l'Allemagne devraient amener une assise supplémentaire financière au Groupe. La contribution au CA des autres pays étant moins stratégiques à moyen terme pour Solutions 30. Au total nous attendons une croissance régulière des revenus du pôle international de 20,8% en 2013 à 21,1 M€, de 31,4% à 27,7 M€ en 2014, de 32,3% à 36,7 M€ en 2015, de 23,8% à 45,4 M€ en 2016. Sur ces bases, nous anticipons que la contribution au CA du pôle International devrait passer de 22,8% à 23,2% entre 2012 et 2016.

**Fig. 21: Perspectives de CA du pôle International (en M€)**

	31.12.12	31.12.13e	31.12.14e	31.12.15e	31.12.16e
CA Italie	9,9	14,2	17,4	22,2	26,2
Pays-Bas	4,4	5,1	5,5	6,0	6,5
Belgique	1,2	0,4	1,0	1,5	1,7
Allemagne	1,3	0,4	2,5	4,0	7,0
Espagne	1,0	1,0	1,4	3,0	4,0
TOTAL International	17,6	21,1	27,7	36,7	45,4
var en %	52,9%	20,8%	31,4%	32,3%	23,8%

Source : Solutions 30, estimation Bryan Garnier

La progression de cette activité peut paraître importante mais le groupe bénéficie de sa taille et de son organisation pour se développer à l'international dans des marchés fragmentés et contre des prestataires encore mal organisés. De plus, n'oublions pas que Solutions 30 a des marges de manœuvres conséquentes pour réaliser des croissances externes et qu'elles pourraient notamment être réalisées à l'international, ce qui permettrait de renforcer la croissance et la rentabilité de cette branche.

## 4.6. Santé, un marché pour après demain avec l'essor de la technologie

La technologie numérique est en pleine évolution et est particulièrement adaptée pour donner la possibilité de maintenir les personnes âgées chez elles, et répondre à termes aux problèmes de surchauffe des hôpitaux. En effet, certains boîtiers numériques spécifiques et certains équipements en télécommunication permettent des révolutions pour maintenir les personnes âgées à leur domicile. Outre l'amélioration de vie que cela procurera aux personnes concernées, elle apportera un gain net en termes de dépenses, les loyers dans les maisons de retraites étant devenus exorbitants. De même, les contribuables y trouveront leur avantage, maintenir certaines personnes en milieu hospitalier est un coût certain et croissant pour l'avenir. Solutions 30 nous semblent de nouveau bien placés pour faire un éventuel déploiement de ce type d'installations numériques quand elles s'avèreront nécessaires, et d'en assurer ensuite la maintenance.

En définitive, tout essor du numérique apporte du potentiel à Solutions 30, car il nécessite de la pause, du déploiement, de l'assistance et de la maintenance, créneaux sur lesquels la société est incontournable en tant que partenaire pour promouvoir ce type d'installation grâce à son réseau de techniciens et à l'efficacité de son fonctionnement. Nous n'avons pas tenu compte de revenus sur ce segment d'activité. Ce segment d'activité n'est ni mature, ni poussé par les grandes entreprises du secteur actuellement, mais il constituera inévitablement un relais de croissance à venir pour Solutions 30 qu'il convenait de mentionner.

## 4.7. Quasi doublement du CA sur les 4 prochaines années tiré par la fibre optique, les nouveaux compteurs (énergie) et l'international

Nous avons détaillé les évolutions attendues des principaux pôles de croissance dans les parties précédentes. Les estimations des activités Securi 30 et TV 30 figurent également dans le tableau de synthèse de CA du groupe. Ces activités sont plus modérées en termes de contribution au CA total. Néanmoins, elles sont des compléments stratégiques aux activités de PC 30 sur la partie TV 30 d'une part, et aux activités d'Énergie pour la partie Securi 30 d'autre part. En effet, les installations numériques, la maintenance des équipements sécuritaires et l'assistance à la sécurisation des réseaux auprès des particuliers et professionnels sont similaires à celles d'Energy 30 et PC 30.

Au total, nous anticipons une croissance de 28,6% du CA en 2013 pour le Groupe à 99,2 M€, amplifiée par l'intégration de la récente acquisition (CIS, qui sera détaillée dans une partie ultérieure). En 2014, le démarrage du déploiement des compteurs communicants et de la fibre optique devraient commencer à prendre le relais et nous attendons en hausse de 22,5% à 121,5 M€ du CA 2014e. Sur 2015, la croissance s'accélère (montée en rythme sur les activités fibre et compteurs) avec un relais sur la croissance de l'international (Italie, Allemagne). Nous anticipons une hausse de 27,7% en 2015 à 155,1 M€, et de 21,9% à 189,1 M€ pour 2016e. Au-delà rappelons que le déploiement des nouveaux compteurs de GRDF devrait soutenir la croissance des activités du groupe.

**Fig. 22: Perspectives de CA de Solutions 30 sur la période 2012-2016e (en M€)**

	31.12.12	31.12.13e	31.12.14e	31.12.15e	31.12.16e
PC30	21,7	26,8	32,5	51,0	58,9
var en %	0,0%	23,6%	21,1%	57,0%	15,4%
SECURI 30	1,2	1,4	2,5	3,0	3,3
var en %	105,0%	13,8%	78,6%	20,0%	10,0%
PC30 BS	21,5	24,5	27,3	28,4	29,6
var en %	-0,9%	14,0%	11,6%	3,9%	3,8%
ENERGY 30	2,5	2,5	2,3	3,9	17,5
var en %	33,7%	-1,6%	-10,0%	73,3%	348,1%
MONEY 30	11,8	22,0	28,2	31,0	33,4
var en %	131,4%	86,4%	28,0%	10,1%	7,7%
TV 30	0,9	0,9	1,0	1,1	1,2
var en %	50,0%	0,0%	15,6%	10,0%	3,0%
International	17,6	21,1	27,7	36,7	45,4
var en %	52,9%	20,8%	31,4%	32,3%	23,8%
CA total	77,1	99,2	121,5	155,1	189,1
var en %	22,6%	28,6%	22,5%	27,7%	21,9%

Source : Solutions 30, estimation Bryan Garnier

## 5. Compte de résultat : multiplication par 3,9 du Rex en 4 ans (2012 à 2016)

Au-delà de la croissance du CA (multiplication par 2,5 en 4 ans) que nous avons largement détaillée dans la partie précédente, cette partie sera consacrée aux vecteurs d'amélioration de la marge du groupe tant au niveau opérationnel qu'au niveau du Résultat Net.

### 5.1. Une marge d'exploitation qui devrait poursuivre son redressement (>8,5% normatif de moyen termes)

#### 5.1.1. Impact mécanique positif de la croissance du CA sur la marge

La poursuite de la croissance de l'activité (énergie et fibre notamment) que nous avons détaillée dans la partie précédente, induira mécaniquement une amélioration de la marge opérationnelle du groupe car les coûts de holding et d'organisation des différentes activités seront supportés par une base de CA multipliée par plus de 2.

Solutions 30 bénéficiera d'un effet de taille dont l'impact sera encore plus favorable pour ses filiales internationales. En effet, actuellement trois filiales à l'international affichent des marges d'exploitation positives, en l'occurrence l'Italie, les Pays-Bas et l'Espagne. Mais, faute de taille critique, la marge moyenne du pôle international est encore très en dessous de la marge normative potentielle de l'international. Le développement plus rapide de ce pôle va donc impacter très favorablement la marge du groupe. Or, la croissance de la marge des filiales internationales est directement liée à l'atteinte d'une taille critique.

L'Italie devrait enregistrer un accroissement de sa marge d'exploitation avec l'essor des activités tant sur le volet fibre que sur celui des nouveaux compteurs dans le domaine des énergies, alors que la croissance des frais de personnel liée au développement restera inférieure à celle du CA. Compte tenu de nos hypothèses de croissance de CA retenues, les Pays-Bas devraient également améliorer à la marge la rentabilité opérationnelle du groupe. L'Espagne est un cas particulier, mais cette filiale amène également une contribution positive au résultat opérationnelle, même si elle reste mineure quantitativement.

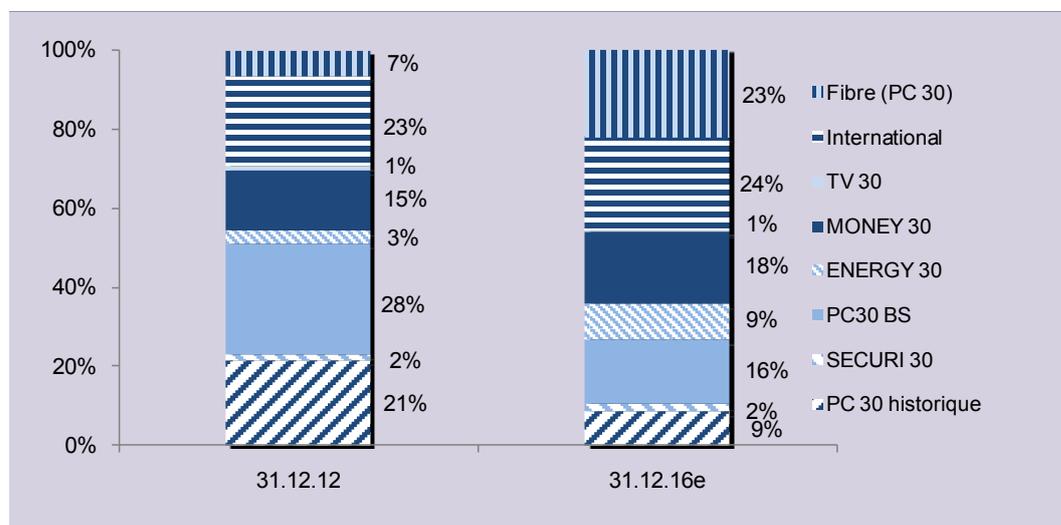
Pour la Belgique nous n'anticipons pas d'amélioration à ce niveau sur les prochaines années. Nous pensons que le management du groupe va concentrer ses efforts de développements sur la filiale la plus prometteuse en termes de perspectives ce qui devrait peser sur le redressement opérationnelle de la filiale Belge. Toutefois, au regard de la taille de cette filiale, l'impact restera marginal au niveau du groupe.

L'Allemagne présente, après l'Italie, le plus gros levier en termes de perspectives. Après discussions avec la société, nous pensons que le groupe va concentrer son énergie à développer un management de qualité sur cette filiale dont les développements sur la fibre l'énergie et les métiers historiques du groupe sont les plus importants avec la présence de grand compte internationaux (Vodafone, Deutsche Telekom...). De plus, ce marché présente une fragmentation particulièrement plus marquée qu'en France ou l'Italie, ce qui donne un avantage compétitif au groupe. Or, le développement des activités Allemandes viendra clairement redresser à termes la marge du groupe en passant d'une contribution opérationnelle actuellement négative à positive d'ici 4 à 5 années.

### 5.1.2. Evolution positive du mix d'activités

L'augmentation du poids de certain métier impactera également mécaniquement la marge. En effet, la marge sur les installations de fibres optiques est plus forte que celle des activités historiques. De plus, la marge est également un peu plus forte sur l'installation de compteurs intelligents. Or, sur la base de nos estimations, la contribution du CA de l'activité fibre au CA total devrait passer de 7% à 23% entre 2012 et 2016e et celle du pôle Energie de 3% et 9%.

**Fig. 23: Evolution du Mix produits de Solutions 30 (2012/2016)**



Source : estimation Bryan Garnier

Même si une partie de cet accroissement de marge sera probablement repris en partie par les clients qui feront pression sur le prix des installations avec l'augmentation des volumes, l'impact de l'effet mix-produit devrait malgré tout être positif sur la marge du groupe.

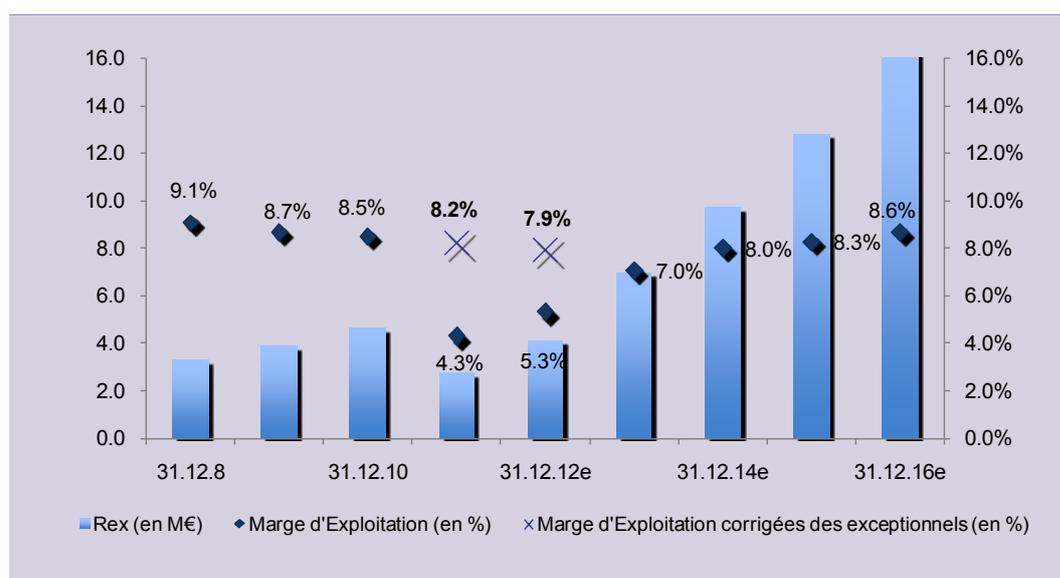
Rappelons que Solutions 30 a vu sa marge structurelle en partie masquée en 2011 par les coûts d'intégration de 3 acquisitions (environ 1,5 M€) et par une perturbation majeure de l'organisation du Groupe au niveau des call center liée aux événements politiques en Tunisie (en 2011) qui a obligé à

délocaliser rapidement son call center Tunisien au Maroc (impact d'environ 1 M€). Au total, en 2011, les évènements exceptionnels ont représenté un impact négatif de 2,5 M€. Si l'on retire de ces éléments la marge d'exploitation se serait établie à 8,2% contre 4,3% publiée. Sur ces bases, le rebond du Rex a 5,3% en 2012 (et 7,9% si l'on retire des éléments exceptionnels) s'explique logiquement par la diminution des charges exceptionnelles qui reste encore importante sur 2012 notamment à cause du déménagement qui outre les frais de transfert a induit un amortissement accéléré d'une partie des immobilisations dans les anciens locaux.

Concernant les charges de personnels et de sous-traitance, au regard de l'évolution du mix produit et du développement nous avons retenu de façon prudente l'hypothèse d'une progression légèrement inférieure à celle du CA soit : une hausse de 24,8% en 2013e à 71 M€, de 21,4% en 2014e à 86,2 M€, 27,8% en 2015e à 110,2 M€, et de 21,6% en 2016e à 134 M€. Pour les Autres achats et charges externes nos prévisions de croissance sont une progression de 29,9% en 2013e à 7,0 M€, 21,4% en 2014e à 8,5 M€, 27,8% en 2015e à 10,8 M€, et 21,6% en 2016e à 13 M€.

Aussi, après un point bas atteint en 2011 pour les raisons évoquées précédemment, la marge 2012 a progressé à 5,3% en 2012 et nous estimons de façon prudente qu'elle continuera son amélioration à 7,0% en 2013e, 8% en 2014e, 8,3% en 2015e, et atteindre 8,6% en 2016e. Rappelons que ces chiffres se comparent à une moyenne sur la période 2008/2010 de 8,8% (7,7% si l'on intègre 2011 mais qui avait subi des éléments exceptionnels importants). Par ailleurs, nous estimons qu'en dehors de ces éléments, la marge opérationnelle normative du Groupe se situe autour de 9%. Ainsi, sur la période, nos prévisions de résultat d'exploitation ressortent de 4,1 M€ en 2012, de 7,0 M€ en 2013e, de 9,7 M€ en 2014e, de 12,8 M€ en 2015e, et de 16,3 M€ en 2016e et font ressortir une multiplication par 3,9x du Rex sur 4 ans.

**Fig. 24: Evolution du Rex / Marge d'Exploitation de Solutions 30 (2008/2016e)**



Source : Solutions 30, estimation Bryan Garnier

Aussi, après retraitement des éléments non récurrents du résultat d'exploitation concernant les exercices 2011 (pour 2,5 M€, déménagement de call center et frais d'intégration) et 2012 (pour 2 M€ déménagement et autres), la marge d'exploitation ressort à 8,2% en 2011 (vs 4,3% publié) et 7,9% en 2012 vs 5,3% publié) et sont plus en adéquation avec la marge standard du groupe (entre 8 et 9%).

## 5.2. Des éléments d'amélioration supplémentaires de la marge nette

### 5.2.1. Un effet Crédit d'Impôt pour la Compétitivité et l'Emploi majeur ...

L'adoption en décembre dernier par le gouvernement du Crédit d'Impôt pour la Compétitivité et l'Emploi (CICE) est très favorable au groupe. En effet, les entreprises payant l'impôt sur les sociétés ou l'impôt sur le revenu se voient attribuer un crédit d'impôt égal à 4 % de leur masse salariale inférieure à 2,5 SMIC en 2013, puis 6 % en 2014. Or il se trouve que cet aménagement fiscal concerne 90 % du personnel de solutions 30 et plus de 80% de la masse salariale. Sur ces bases, le gain fiscal pour 2013e représenterait 0,4 M€, 0,5 M€ en 2014e, 0,7 M€ en 2015e, et 0,9 M€ en 2016. Ces éléments amélioreront peu à peu la marge nette du groupe.

### 5.2.2. ...et un peu de Crédits Impôt recherche

De plus, les développements informatiques que le groupe a réalisé pour optimiser les interventions de ses techniciens et leurs approvisionnements, ainsi que le suivi des interventions de ces derniers en temps réels a permis d'obtenir le label Oséo Entreprise innovante. Sur ces bases, Solutions 30 bénéficie d'une base de Crédit Impôt Recherche de 0,2 K€ par an. Solutions 30 continuera d'investir en R&D en proportion de l'évolution de son CA dans ce domaine pour maintenir son avance ce qui devrait augmenter le Crédit Impôt Recherche à 0,3 K€ d'ici 2016.

## 5.3. RN : Multiplication par 3,7 du RN retraité en 4 ans

Compte tenu de la volonté de Solutions 30 de se développer rapidement à l'international (notamment Allemagne, Italie, Pays-Bas, Belgique), le groupe a indiqué à l'occasion de sa dernière Assemblée Générale qu'il allait déplacer son Siège Social au Luxembourg. Au-delà des impacts managériaux, cela devrait avoir également un impact sur la fiscalité moyenne du groupe. Afin d'essayer d'appréhender la nouvelle structure fiscale, nous avons retenu les hypothèses suivantes :

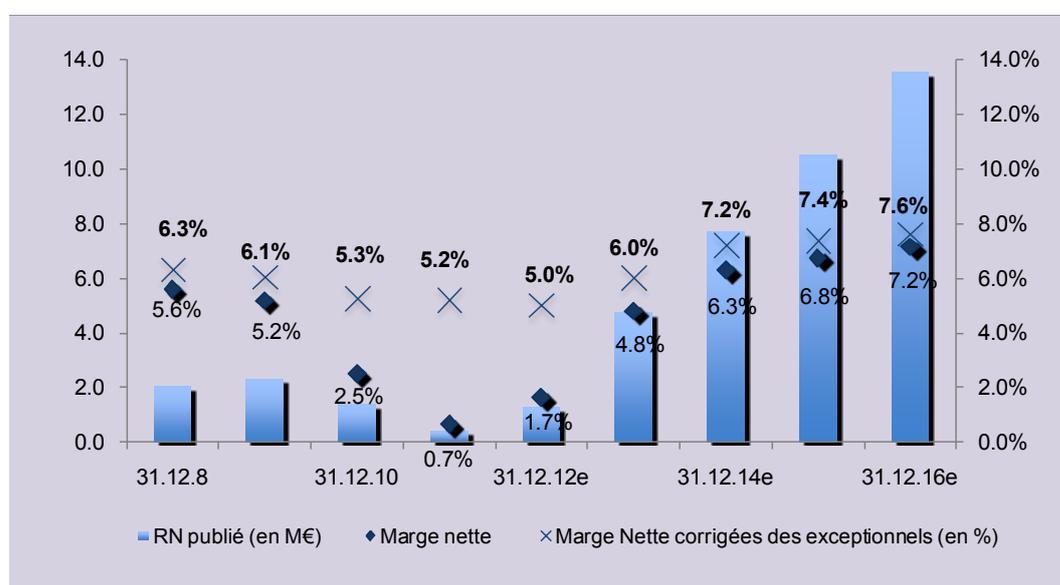
- facturations du siège à l'ensemble des filiales de management fees, droit d'utilisation de la marque et des logiciels développés en interne, l'ensemble de ces facturations représentant 5 % du chiffre d'affaires des entités. La maison-mère réalisait des facturations de ce type auprès de ses filiales pays depuis sa création en 2004.

- Taux d'imposition moyen au Luxembourg : sachant que les revenus liés aux logiciels et aux marques ont un taux d'imposition très faible au Luxembourg, nous avons retenu l'hypothèse d'un taux d'imposition moyen de l'ensemble des résultats réalisés au Luxembourg de 10 %.

Au total, en fonction de l'ensemble de ces hypothèses, le taux d'imposition moyen du groupe hors Crédit Impôt Recherche et hors Crédit d'Impôt pour la Compétitivité et l'Emploi devrait s'établir autour de 25 % en 2013e et autour de 20 % sur les années suivantes (ces calculs ont été effectués hors acquisition de CIS).

L'utilisation par Solutions 30 du report déficitaire des entités du groupe notamment à l'international grâce à l'augmentation de la rentabilité de ses filiales pourrait fausser nos calculs de taux d'IS de façon favorable. De plus, suite aux acquisitions de la société nous retenons les montants suivants pour le poste dotations et amortissements de survalueur de -0,7 M€ en 2013e, -0,6 M€ en 2014e, -0,5 M€ en 2015e, et -0,4 M€ en 2016e. Sur ces bases, nous attendons une multiplication par 10,5x du RN entre 2012 et 2016, et de 3,7x si l'on retire de l'intégralité des éléments exceptionnels et non récurrents et des dotations aux amortissements des écarts d'acquisition. Aussi, après avoir publié un RN 12 de 1,4 M€, nous attendons un RN 13e de 4,8 M€, un RN 14e de 7,7 M€, un RN 15e de 10,5 M€ et de 13,6 M€ pour 2016e. Sur ces bases nous anticipons entre 2012 et 2016 une amélioration de la marge nette de 1,7% à 7,2% en 2016e. Si l'on retire des exceptionnels, la marge, sur la même période, progresse de 5% à 7,6%. La marge nette 2015e et 2016e peut être plus élevée que 2008 malgré une marge d'exploitation comparable compte tenu notamment de l'évolution de la fiscalité du groupe.

**Fig. 25: Evolution du RN / Marge Nette de Solutions 30 (2008/2016e)**



Source : Solutions 30, estimation Bryan Garnier

## 5.4. Dispositif Borloo pour le service à domicile

Les activités de services et de dépannage informatique à domicile (assistance, maintenance, installation et formation) de Solutions 30 bénéficient de l'agrément Borloo. A ce titre, les particuliers qui bénéficient (la facture sert de justificatif une attestation fiscale devant être jointe à la déclaration du contribuable) d'une offre Solutions 30 peuvent bénéficier de 50% de réduction fiscale sur les services personnalisés proposés par le Groupe, dans une limite de 1000€ de prestation par foyer fiscal, ce qui donne un réel avantage aux prestations proposées par le Groupe auprès des particuliers. Actuellement, d'après nos estimations, les activités du groupe bénéficiant de l'aménagement fiscal Borloo représenteraient 5 à 6 M€ de CA soit 5 à 6% du CA. Aussi, la remise en question éventuelle d'un tel dispositif n'impacterait que marginalement l'offre du Groupe. En effet, le dispositif permet à l'opérateur téléphonique d'utiliser cette aide (ce qui lui fait baisser ses coûts) et n'a donc que peu d'impact pour Solutions 30 qui agit en tant que prestataire de services pour l'opérateur qui est son client. En France le CA réalisé réellement auprès des clients particuliers et qui pourraient être affecté par une remise en cause de ce dispositif est nettement inférieur à 1%. Sur ces bases, l'augmentation de la TVA de 7% à 19,6% aura elle aussi un impact négligeable. Notons qu'en Belgique, aux Pays-Bas et en Allemagne, les prestations de Solutions 30 bénéficient également d'aides fiscales notamment sur des allègements de charges pour les travaux domestiques. La Belgique et l'Allemagne bénéficient en plus de déductions fiscales pour les particuliers.

Au total, sur la base des estimations que nous avons détaillées au cours des parties précédentes. Nous attendons une multiplication du CA de 2,5x entre 2012 et 2016e, une hausse de 3,9x du Résultat d'exploitation, la marge d'exploitation devant s'améliorer de 5,3% (7,9% après retraitement des éléments exceptionnels) à 8,6% sur la période. Notons que nous avons retenu une dotation aux amortissements et aux provisions de -2,4 M€ en 2013e en hausse de 27,1% (le groupe ayant accéléré certains amortissements consécutivement au déménagement de son siège à Luxembourg en 2012), une hausse de 14,9% en 2014e à 2,7 M€, de 18,5% en 2015e à -3,2 M€ et de 21% en 2016e à -3,9 M€. Enfin après prise en compte de la fiscalité et avant amortissements de survaleurs nous attendons un RN en progression de 3,8x (3,9 M€ en 2012 et 14,4 M€ en 2016e).

**Fig. 26: Perspectives de RN de Solutions 30 de 2012 à 2016e (en M€)**

	31.12.12	31.12.13e	31.12.14e	31.12.15e	31.12.16e
Chiffres d'affaires	77,1	99,2	121,5	155,1	189,1
var en %	20,9%	28,6%	22,5%	27,7%	21,9%
Autres produits d'exploitation	1,4	1,6	1,9	2,4	2,9
var en %	8,1%	13,1%	21,1%	26,3%	20,8%
Autres achats et charges externes	-5,3	-7,0	-8,5	-10,8	-13,0
var en %	31,6%	29,9%	21,3%	26,7%	21,1%
Charges de personnel et sous-traitance	-56,9	-71,0	-86,2	-110,2	-134,0
var en %	16,6%	24,8%	21,4%	27,8%	21,6%
Autres charges d'exploitation	-9,2	-12,0	-14,5	-18,2	-22,0
var en %	16,1%	30,1%	20,8%	25,5%	20,9%
Impôts et taxes	-1,1	-1,5	-1,8	-2,3	-2,8
var en %	10,1%	31,0%	24,1%	27,8%	19,6%
Dotations aux amortissements et aux provisions	-1,8	-2,4	-2,7	-3,2	-3,9
var en %	88,2%	27,1%	14,9%	18,5%	21,0%
Résultat d'Exploitation	4,1	7,0	9,7	12,8	16,3
var en %	49,5%	70,4%	38,8%	32,0%	27,5%
Marge d'exploitation	5,3%	7,0%	8,0%	8,3%	8,6%
Charges et Produits financiers	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2
var en %	-140,5%	-56,8%	245,7%	111,6%	68,9%
Résultat Courant des entreprises intégrées	4,1	7,0	9,8	12,9	16,5
var en %	56,7%	69,2%	39,3%	32,5%	27,9%
Charges et produits exceptionnels	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
var en %	-20,4%	-3,2%	-0,0%	0,0%	0,0%
Crédit d'Impôt Compétitivité et Emploi	0,0	0,4	0,5	0,7	0,9
Crédit Impôt recherche	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Impôts sur les résultats	-1,5	-1,5	-1,6	-2,2	-3,0
Impôts hors crédits d'impôts	44,9%	-24,0%	-17,5%	-18,4%	-19,3%
Impôt total (y compris CIR et Crédits d'impôts Compétitivité)	-1,2	-0,8	-0,7	-1,2	-1,8
Taux d'IS reel	37,3%	12,4%	8,3%	9,8%	11,7%
Résultat net des entreprises intégrées	2,1	5,4	8,2	10,9	13,9
var en %	114,7%	161,7%	51,2%	33,1%	27,1%
Dotations aux amortissements des écarts d'acquisition	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4
Résultat net	1,4	4,8	7,7	10,5	13,6
var en %	207,6%	246,2%	60,3%	36,8%	29,2%
Marge Nette	1,8%	4,8%	6,3%	6,8%	7,2%

Source : Solutions 30, estimation Bryan Garnier

## 6. Croissance Externe : Des cibles à moindre coût

### 6.1. Croissance externe : Plus de 45 M€ de CA acheté en 6 ans

Outre une croissance organique importante soutenue par la signature régulière de nouveaux grands clients, année après année, Solutions 30 a grignoté des parts de marché en intégrant des sociétés. En effet, la rentabilité et l'organisation du groupe lui permettent de participer activement à la consolidation de son marché.

Ainsi, sur la période de 2007 à 2013 Solutions 30 a réalisé une dizaine de croissance externes en France (une petite au Benelux avec KPN et une en Italie), en terrain connu ce qui facilite leurs intégrations. Les principales acquisitions sont résumées dans le tableau ci-dessous :

**Fig. 27: Principales acquisitions de Solutions 30 de 2007 à 2013**

Acquisition	Date	Activité	Pôle	Effectif	Pays	CA additionnel/an estimé (pour 100%)
ABC Clic	2007	Assistance informatique	PC 30	3	France	0,3 M€
Smartfix	2009	Assistance et maintenance informatique	PC 30	nc	Pays-bas/Belgique	2,5 M€
Assistance et dépannage d'ANOVO	2009	dépannage sur site d'équipements numériques	PC 30	nc	France	3,5 M€
Sogeti (Capgemini)	2009	activité desktop	PC 30	210	France	10,5 M€
Maintenance Partner Solutions (UBS)	2011	Système de paiement	PC 30	67	France	3 M€
Odysée (ex Thalès)	2011	Système de paiement	Money 30	57	France	5 M€
Agémis	2011	Assistance et maintenance informatique	PC 30	35	Belgique	2 M€
CIS Infoservices (ex Cegelec)	2013	Assistance et maintenance informatique et terminaux de paiements	PC 30 / Money 30	230	France	20 M€

Source : Solutions 30, Sociétés

Compte tenu de la qualité de son management, la filiale italienne pourrait au cours des prochaines années réaliser une ou plusieurs opérations de croissance externe afin d'accélérer sa pénétration sur un marché prometteur. Outre le recrutement d'intervenants compétents par la reprise d'un département auprès d'un grand compte désireux de s'en séparer, Solutions 30 recherche également des acteurs de petites taille (5/10/20 M€ de CA additionnel potentiel) pour augmenter rapidement son assise sur ce marché.

Il en est de même pour la filiale Allemande, ce qui accélérerait la pénétration du groupe sur un marché avec des clients grands comptes importants. Elle donnerait un avantage compétitif à Solutions 30 au regard de la fragmentation des concurrents présents en Allemagne à la veille d'un déploiement prometteur sur la fibre optique et sur les nouveaux compteurs d'énergie.

## 6.2. De nombreuses opportunités à très bon prix

Les opportunités de croissance externes sont nombreuses sur le marché. La première raison réside dans le fait que quasiment aucun des concurrents ne dispose de la taille critique pour avoir une rentabilité suffisante. Or l'augmentation de la taille crée un problème organisationnel difficilement gérable par les petites sociétés. Au-delà des concurrents ou des sociétés semblables au groupe, une grande partie des activités de service à la clientèle fournie par des techniciens est encore internalisée, ce qui constitue un énorme potentiel pour Solutions 30. Enfin, quasiment toutes les sociétés de service informatique ont une petite partie de leur activité dans des prestations « bas de gamme » en concurrence directe avec celles de Solutions 30. Ces entités sont non stratégiques, la plupart du temps non rentables et constituent pour ces sociétés un problème à solutionner. Dans ce contexte, les cibles sont très nombreuses avec des valorisations très réduites, faute de rentabilité. Parfois, Solutions 30 est même payé pour reprendre les activités concernées. Elles sont d'autant moins chères que le nombre d'acheteurs potentiels est très réduit et Solutions 30 apparaît comme étant un des seuls acteurs sérieux. De ce fait le groupe bénéficie d'une situation exceptionnelle pour consolider le secteur et de tirer profit de son organisation et d'un effet de taille. Dans ce contexte Solutions 30 a réussi à réaliser 7 acquisitions (en excluant la récente acquisition de CIS Infoservices) qui représentent aujourd'hui près de 1/3 du CA, les a intégré et restructuré. De plus ces opérations ont totalement été autofinancées (sans aucun appel au marché). Ainsi, depuis son introduction en Bourse, et malgré ces acquisitions, Solutions 30 a vu sa trésorerie nette progresser de 0,7 M€ à 5,6 M€. En fait, comme Solutions 30 offre une solution aux problèmes du vendeur, le prix des sociétés rachetées ressort bas, voir proche de zéro.

Ainsi, début 2013, le groupe a poursuivi sa stratégie d'acquisition avec l'annonce de la reprise de l'assistance informatique du Groupe FNAC. Cette activité compte un peu moins de 50 personnes et est essentiellement concentrée dans les centres villes. Par ailleurs, la société bénéficie suite à cette reprise d'un CA garanti sur 3 ans (7 à 8 M€ de CA). L'acquisition revêt donc un caractère très intéressant puisqu'elle apporte, d'une part, des techniciens supplémentaires en centre ville et, d'autre part, lui assure un peu plus de croissance en termes de CA.

## 6.3. Analyse d'un cas représentatif : Sogeti (acquisition en Juillet 2009)

Afin d'illustrer l'intérêt financier que représentent ces acquisitions, nous présentons dans ce paragraphe le cas concret de l'acquisition des activités desktop à la Société Sogeti en Ile de France qui illustre le schéma traditionnel d'intégration d'une société dans le groupe. Tout d'abord, le prix d'acquisition de cette opération s'est élevé à moins de 1,9 M€, soit seulement 15,3% du CA 2009. La société acquise a ramené une contribution au CA de 6 M€ (sur 6 mois) et réalisé la première année une

marge d'exploitation de 3,2% (respectivement marge avant impôt de 3,1%). Après intégration dans le groupe, la marge a été remontée à 7,8% dès la deuxième année (respectivement marge avant impôt de 7,2%), pour atteindre en troisième année une marge d'exploitation de 8,5% sur 2011 (respectivement marge avant impôt de 7,9%). Ainsi, en deux ans, le montant de l'acquisition et de tous les coûts induits ont été intégralement financés par le résultat d'exploitation, et le prix payé ne ressort qu'à 1,7x l'EBIT 2010 (deuxième année). Ce sont ces hypothèses de base que nous utiliserons ci-après pour simuler l'impact potentiel des croissances externes sur les résultats du groupe. Nous pensons que la société continuera sa stratégie d'acquisitions de façon opportuniste au cours des prochaines années.

**Fig. 28: Compte de résultats simplifié du desktop Sogeti, en M€ (2009-2011)**

	2009	2010	2011
	6 mois	12 mois	12 mois
CA	6	14,3	15,6
var. annualisée (en %)	Na	19,20%	9,1%
Rex	0,19	1,11	1,33
Marge opérationnelle (en %)	3,2%	7,8%	8,5%
RCAI	0,18	1,03	1,23
Marge courante (en %)	3,1%	7,2%	7,9%

Source : Solutions 30

Notons que l'exemple précédent est plutôt conservateur. En effet, dans le cas de l'acquisition de Odysée SAS (en 2011), Solutions 30 a réussi à faire passer la marge d'exploitation de négative lors de l'acquisition à 16% 2 ans plus tard, de ce fait Solution 30 a payé la société Odysée moins de 0,5x l'EBIT 2011.

## 6.4. CIS Infoservices : un impact relatif de plus de 18% dès 2013

Comme nous l'avons évoqué dans la partie précédente, les croissances externes constituent un élément fondamental de la stratégie de développement de Solutions 30. A ce titre, le groupe a récemment annoncé (le 4.4.2013) l'acquisition de la société CIS Infoservices, ancienne division de Cegelec (Groupe Vinci) spécialisée dans la bureautique et la monétique. CIS Infoservices assure le maintien en conditions opérationnelles et le support des installations bureautiques, téléphoniques et des terminaux de paiements. Cette opération qui s'inscrit typiquement dans la stratégie d'acquisition évoquée précédemment, constitue cependant une nouvelle étape importante dans le développement du groupe, notamment au niveau de sa base de clientèle grands comptes dans les domaines de la bureautique et de la monétique.

Cette acquisition a été réalisée sur la base d'un montant d'environ 0,9 M€ et rajoutera autour de 20 M€ de CA en 2013 (15 M€ en pro rata temporis, compte tenu d'une date de consolidation début avril 2013). Même si la marge 2012 était extrêmement négative (-11%) nous anticipons que la Société sera

capable de redresser la marge d'exploitation dès 2013. Pour cela, Solutions 30 devrait notamment bénéficier de : 1/ l'allègement de la masse salariale, l'effectif racheté par Solutions 30 s'élevant à 230 salariés contre 380 un an plus tôt, la société CIS ayant fait l'objet préalable d'un plan de restructuration (de ce fait les coûts d'intégration seront très faibles 2/ la mutualisation des coûts de structures de la cible, qui bénéficiera de la fonction centrale de Solutions 30 3/ l'optimisation des affectations des salariés et de la réintégration de certaines activités jusqu'alors sous traitées (chronophage et coûteuse).

Sur ses bases de manière relativement prudente, nous anticipons donc une amélioration de la marge opérationnelle de 6% en 2013 à 8% en 2014, puis 8,5% en 2015 et 2016.

**Fig. 29: Hypothèses de Résultats 2013-2016 sur la Société CIS acquise (en M€)**

	2012	2013e (*)	2013e sur 9 mois	2014e	2015e	2016e
CA	23,0	20,0	15	22,0	24,0	26,0
Evolution		-13,0%		10,0%	9,1%	8,3%
Ebit	-2,5	1,2	0,9	1,7	1,9	2,1
Marge Opérationnelle	-11%	5,8%	5,8%	7,7%	7,8%	8,1%
Impôt	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4
Taux d'IS		-13,2%	-13,2%	-18,2%	-18,4%	-18,9%
RN	-2,5	1,0	0,8	1,4	1,5	1,7
Marge nette	-10,9%	5,0%	5,0%	6,3%	6,4%	6,6%

Source : Solutions 30, estimation Bryan Garnier

(\*) Solutions 30 ne consolidera la société acquise qu'à partir du mois d'Avril nous retiendrons donc le pro rata de ces résultats pour 2013

Par ailleurs, compte tenu du déplacement évoqué du Siège Social du groupe au Luxembourg, suite au rapprochement de son centre administratif vers son centre de développement économique (le groupe souhaite se développer en Allemagne et est notamment présent en Italie et en Belgique), nous avons retenu un taux d'IS de 13,2% en 2013, 18,2% en 2014 et 18,4% au-delà. Sur ces bases, nous prévoyons donc une contribution au RN 2013e de 0,8 M€ (intégration en Avril 2013), puis 1,4 M€ en 2014e, 1,5 M€ en 2015e et 1,7 M€ en 2016e.

Au total, nous rappelons que cette opération devrait être extrêmement relative. D'après nos prévisions que nous considérons comme prudentes, l'impact positif sur le résultat d'exploitation devrait être de près de 14% dès la première année (avec 9 mois d'intégration), de 21% en 2014e et encore de 17% sur 2015 et de près de 15% sur 2016e. Au delà des impacts mécaniques en termes de résultats, cette acquisition majeure pour le groupe (presque aussi importante que le cumul des acquisitions depuis la création de la société) va renforcer sa taille de plus de 20%, ce qui accroîtra encore les économies d'échelle et la différence de rentabilité par rapport à la concurrence. Cette acquisition reflète le caractère vertueux de la croissance externe dans ce métier et dans le cas présent, le risque est

beaucoup plus réduit que pour les acquisitions précédentes car l'ajustement des effectifs a été réalisé préalablement à l'acquisition au niveau de la négociation avec le Tribunal de commerce. D'autres parts, le groupe va avoir besoin d'accroître sensiblement son nombre de techniciens au regard des perspectives de contrat dans la fibre et dans les compteurs intelligents. De ce fait, au cours des prochaines années, le groupe pourra faire des acquisitions de sociétés ayant des sureffectifs sans affecter son compte de résultats.

## 6.5. Le cash flow permettra d'accélérer la consolidation du secteur

Dans le prolongement des prévisions décrites ci-dessus, l'augmentation de la profitabilité du groupe va donc se traduire par une accélération de la production de cash flow libre qui va passer de 3,1 M€ en 2012 à 13,6 M€ en 2016e.

Même si les projets d'acquisitions font partie du développement du Groupe, Solutions 30 présente une situation financière solide avec un total de 12 M€ de Fonds Propres, 7,3 M€ de cash au 31.12.12 et une dette à moyen termes de 1,7 M€, alors que le groupe n'a jamais fait d'appel au marché depuis son introduction en Bourse qui lui avait permis de lever 1,5 M€. L'essentiel de sa croissance externe a été réalisé à l'aide de sa génération de cash flow. En effet, le Free Cash Flow des résultats du groupe a toujours été réinvesti soit dans des investissements R&D informatique et dans les fonctions supports pour maintenir son avantage concurrentiel logistique, soit en croissance externe. D'ailleurs, il n'est pas impossible d'imaginer lorsque Solutions 30 aura atteint une taille suffisante, qu'il distribue un dividende au regard de la génération de cash flow que lui apportent ses activités.

Si l'aspect cash flow est traditionnellement crucial pour le développement externe des sociétés, Solutions 30 bénéficie d'une prime à l'intégration des départements d'assistance et de maintenance auprès des sociétés désireuses de les externaliser. Ainsi, les 46,8 M€ de CA additionnels rachetés par Solutions 30 depuis 2009 ont été acquis pour un montant de 4 M€ soit moins de 10% du CA additionnel.

Or le groupe va disposer au cours des quatre prochaines années de ressources financières considérables comparées aux faibles coûts des acquisitions :

- une génération de free cash flow de 35,5 M€ entre 2013 et 2016;
- une trésorerie disponible de 7,3 M€ à fin 2012;
- l'affacturage de créances clients pour 15 à 20 M€. Il faut noter que les clients du groupe sont de grandes sociétés très bien notées, très faciles à facturer. Le montant de 15 à 20 M€ est le montant à fin 2012. Ce montant devrait progresser au cours des prochaines années avec le développement du CA.

Au total, c'est près de 60 M€ sur les quatre prochaines années que le groupe pourrait autofinancer. Si on retenait un prix d'acquisition autour de 10 % du CA, c'est donc en théorie 600 M€ de chiffre d'affaires que le groupe pourrait acheter. Dans la pratique, compte tenu des difficultés d'intégration, nous considérons que le groupe pourrait raisonnablement réaliser 100 M€ d'acquisitions de CA d'ici 2016 pour 10 M€.

Sachant que le groupe vient d'acheter 20 M€ de chiffre d'affaires (pour un prix inférieur à 5 % du chiffre d'affaires), nous avons considéré qu'il n'y aura pas d'acquisition significative supplémentaire en 2013. Le tableau ci-dessous permet de simuler quel serait l'impact relatif sur le résultat d'exploitation de l'acquisition de 100 M€ de chiffre d'affaires d'ici 2016. En termes de marge d'exploitation, nous avons retenu en année 1 de façon prudente 3%, 6% en année 2, 8% en année 3 et 8,5% en année 4. Au total, dans l'hypothèse où le groupe réaliserait 30 M€ d'acquisitions en 2014, 30 M€ en 2015 et 40 M€ en 2016 (la première année l'acquisition est supposée faite en milieu d'année), l'impact relatif sur le REX s'établirait à 4,5% en 2014e, 10,4% en 2015e, 14,8% en 2016e et 18,8% en 2017e. Bien évidemment, ces chiffres n'ont pas inclus dans nos prévisions servant à la valorisation de la société. En revanche, ils illustrent le côté positif des acquisitions liées à un contexte sectoriel extrêmement favorable. Il faut noter que sur la base de nos hypothèses, le groupe n'utiliserait que 17% de sa capacité maximum d'investissement sans faire appel au marché.

**Fig. 30: Impact de 10 M€ d'investissements sur 5 ans (en M€)**

	2014e	2015e	2016e	2017e
CA Acquisition année 1	15	15,5	15,9	16,4
Marge d'exploitation	3%	6%	8%	8,50%
Rex	0,5	0,9	1,3	1,4
CA Acquisition année 2		15	15,5	15,9
Marge d'exploitation		3%	6%	8%
Rex		0,5	0,9	1,3
CA Acquisition année 3			20	20,6
Marge d'exploitation			3%	6%
Rex			0,3	1,2
Total CA	15	30,5	51,4	52,9
Marge d'exploitation	3,0%	4,5%	4,9%	7,4%
Rex des acquisitions	0,5	1,4	2,5	3,9
Rex total prévu	9,9	13,2	16,9	20,8
Impact relatif potentiel	4,5%	10,4%	14,8%	18,8%

Source : estimation Bryan Garnier

## 7. Valorisation

### 7.1. DCF : une valorisation de 21,9€ par titre

La méthode des cash flows actualisés ou des Discounted Cash Flows (DCF) consiste à valoriser la société en déterminant la valeur actuelle de la génération de cash (cash flows) que la société dégagera dans le futur. Au-delà des prévisions détaillées que nous avons réalisées jusqu'en 2016, vous trouverez ci-dessous les flux de cash flows que nous avons estimés jusqu'en 2022. Le coût du capital que nous avons retenu et qui correspond à notre taux d'actualisation des cash flow libres de Solutions 30 s'établit à 15,7% (OAT 10 ans à 2,5%).

Pour le calcul des free cash flow, nous avons retenu :

Nos prévisions détaillées de résultat précédemment sur la période 2013 à 2016 ;

Une croissance du CA entre 2017 et 2022, de respectivement 20,6%, 11,7%, 3,4%, 1,9%, 2% et 1,5% ;

Nous avons maintenu la marge d'exploitation comprise entre 9,1% et 8,5% entre 2017 et 2022 (voir tableau ci-dessous) ;

Un taux d'imposition normatif de l'ordre de 20,6% sur l'ensemble de la période ;

Un investissement industriel annuel compris entre 1,1/3,2 M€ pour 2013/2022

**Fig. 31: Tableau de DCF de Solutions 30, période 2013-2022 (en M€)**

M€	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Chiffre d'affaires	99.2	121.5	155.1	189.1	227.9	254.6	263.3	268.4	273.9	278.0
Variation	28.6%	22.5%	27.7%	21.9%	20.6%	11.7%	3.4%	1.9%	2.0%	1.5%
ROP	7.0	9.7	12.8	16.3	20.4	22.7	23.7	24.4	24.7	23.6
ROP / CA	7.0%	8.0%	8.3%	8.6%	8.9%	8.9%	9.0%	9.1%	9.0%	8.5%
IS	1.5	1.6	2.2	3.0	4.1	4.6	4.8	5.1	5.2	4.9
Taux d'imposition (%)	-24.0%	-17.5%	-18.4%	-19.3%	-20.2%	-20.2%	-20.4%	-20.6%	-20.6%	-20.6%
Amortissements et provisions (en % CA)	2.4%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%
Cash flow d'exploitation	7.85	10.83	13.77	17.16	20.94	23.29	24.20	24.87	25.28	24.46
Investissements industriels (en % CA)	-1.1%	-1.1%	-1.1%	-1.1%	-1.1%	-1.1%	-1.1%	-1.1%	-1.1%	-1.1%
Variation du BFR	1.3	0.9	1.3	1.3	1.5	1.0	0.3	0.2	0.2	0.2
BFR (en % CA)	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
Cash flow disponible	5.4	8.6	10.7	13.7	16.9	19.4	20.9	21.6	22.0	21.2
Cash flow disponible actualisé	5.1	6.9	7.5	8.2	8.8	8.7	8.1	7.3	6.4	5.3

Source : Solutions 30, estimation Bryan Garnier

Compte tenu des hypothèses définies ci-dessus et d'un taux de croissance à l'infini de 1,5%, la valeur globale de Solutions 30 obtenue par la méthode des DCF ressortirait à 21,9 € par action diluée), avec un taux d'actualisation de 15,7%. Notons que la sensibilité de la valorisation à 1% de variation de ce paramètre (taux d'actualisation) est autour de 8%.

**Fig. 32: Résumé des estimations et Valorisation de Solutions 30 par les DCF**

<b>Croissance des cash flows disponibles à l'infini</b>	<b>1,5%</b>
Valeur terminale	151,4
Valeur terminale actualisée	38,0
Somme des cash flows disponibles actualisés	72,2
Aug. théorique de trésorerie lié à la dilution	3,0
Endettement net 13 théorique après dilution	-12,1
Nombre d'actions diluées (en millions)	5,449
Valeur de l'entreprise (M€)	119,2
Valeur par action diluée (€)	21,9

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

**Fig. 33: Tableau de sensibilité (en €)**

	Taux de croissance à l'infini				
	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
Taux d'actualisation					
13,7%	24,9	25,3	25,7	26,2	26,7
14,7%	23,0	23,3	23,6	24,0	24,4
15,7%	21,4	21,6	21,9	22,2	22,5
16,7%	19,9	20,1	20,4	20,6	20,8
17,7%	18,7	18,9	19,0	19,2	19,4

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

## 7.2. Comparables, une valorisation de 16,9 € par action

La méthode des comparables boursiers repose sur la valorisation de la société ciblée en fonction de comparaisons boursières avec des multiples de valorisation (PE, VE/ROP...) d'un échantillon de sociétés cotées, dont l'activité dans leur ensemble est la plus proche possible de celle de la société à évaluer. La moyenne des multiples est ensuite appliquée aux estimations de résultats de la société valorisée.

Solutions 30 n'a pas de concurrents cotés en bourse directement comparable dans son domaine d'activité. En effet, Bugbusters, Go Micro et Docteur Ordinateur ne sont pas des sociétés cotées. De même, à l'international il n'y a pas non plus de société comparable au sens strict, le service d'installation et de maintenance sur les technologies numériques étant souvent intégré au sein de grandes sociétés et représente un poids très faible. De plus, contrairement à l'idée générale, compte tenu des spécificités de Solutions 30 nous n'avons pas retenu comme comparable des SSII, car le groupe n'est pas positionné sur les mêmes métiers que ces dernières. En effet, comme nous avons pu le voir, Solutions 30 se situe plus en amont de leur compétence (Solutions 30 sur le bas de gamme, les SSII sur le haut de gamme). De plus, à l'inverse des SSII, Solutions 30 bénéficie d'un positionnement vraiment particulier avec un avantage compétitif marqué compte tenu de la taille de son réseau et de l'aspect incontournable qu'elle offre. Enfin, contrairement à Solutions 30, les croissances externes du secteur regroupant les SSII offrent souvent beaucoup moins de potentiel en termes de rentabilité, compte tenu de prix d'achat élevé. En effet, il n'est pas rare de voir des prix entre 30 et 60% du CA avec une espérance de Rex comprise entre 6 et 8%. Comparativement, Solutions 30 achète sur une base de prix inférieure à 10% du CA avec une espérance de Rex comprise entre 8 et 9% à 2 ans.

Pour palier au manque de comparable " naturel", nous avons identifié un panel de sociétés qui présente des similitudes en termes de taille relative sur leur métier par rapport à la concurrence et donc d'avantages comparables. Toutes les sociétés retenues présentent, selon nous, une organisation qui leur permet d'être rentable et de fédérer leur marché (politique de croissance externe autofinancée), à l'image de Solutions 30 sur son secteur. De plus, leur bonne structuration et leur position de leader, amène des relais de croissance en interne qui permettent d'envisager des croissances de BNA forte de l'ordre de 15%% par an.

Ainsi, les sociétés évoquées sont : Téléperformance,, Bureau Veritas, Eurofins Scinetific, Orpea, G4S, Intertek Group, Sodexo, Compass Group, SGS, Randstad Hldg, Adecco et Hays.

Comparativement à cet échantillon, La situation du gearing est également bien meilleure pour Solutions 30 à -46,9% contre 63,7%, la qualité financières moyenne des sociétés retenues étant naturellement moins bonne au regard du coup des acquisitions dans leur marché respectif. De même le taux de croissance du CA 2013/15 anticipé de Solutions 30 est supérieur à la moyenne de notre échantillon à 15,7% contre 6,8% pour la moyenne de notre échantillon. De même, le TMVA des BPA 13/15 est également meilleur pour Solutions 30 à 28,3% comparativement à la moyenne de notre échantillon (12,3%).

**Fig. 34: Tableau des comparables retenus (en M€)**

Sociétés	Cours (€)	CA	ROP/CA	RN/CA	Gearing	TMVA CA	TMVA BPA
	2/07/13	2012	2012	2012	2012	2013-15	2013-15
TELEPERFORMANCE	37,6	2 347,1	8,2%	5,9%	-5,8%	4,8%	8,2%
BUREAU VERITAS INTL.	20,3	3 902,3	16,4%	10,3%	100,5%	7,5%	10,1%
EUROFINS SCIENTIFIC	162,9	1 044,0	12,6%	8,8%	80,3%	9,2%	18,4%
ORPEA	35,6	1 429,1	13,6%	6,6%	153,4%	8,0%	10,0%
G4S	234,7	7 501,0	6,9%	4,0%	153,2%	5,8%	8,5%
INTERTEK GROUP	2 966,0	2 054,3	16,3%	10,4%	87,5%	8,4%	12,2%
SODEXO	64,4	18 236,0	5,4%	2,9%	21,1%	4,3%	13,0%
COMPASS GROUP	852,5	16 905,0	6,8%	4,8%	30,1%	5,4%	7,4%
SGS 'N'	2 053,0	5 578,0	16,9%	11,3%	16,3%	9,4%	14,0%
RANDSTAD HOLDING	32,3	17 086,8	3,3%	2,1%	42,8%	5,3%	10,7%
ADECCO 'R'	44,3	20 536,0	3,7%	2,3%	21,8%	6,2%	18,3%
HAYS	88,1	3 654,6	3,5%	2,1%	63,6%	7,4%	17,0%
Moyenne			9,5%	5,9%	63,7%	6,8%	12,3%
Solutions 30	13,90	77,1	5,3%	1,7%	-46,9%	15,7%	28,3%
Ecart Solutions 30 / moyenne			-43,8%	-71,8%	-173,6%	130,1%	130,1%

Source : Consensus Datastream, estimation Bryan Garnier

La valorisation que nous obtenons par la méthode des comparables fait apparaître des décotes importantes. Ainsi, sur la base des multiples de :

- PE moyen de notre échantillon, le cours ressortirait à 22,6€.
- VE/ROP moyen de notre échantillon, le cours ressortirait à 25,7€.

Sur ces bases, la valorisation de Solutions 30, obtenue avec la moyenne de nos 2 méthodes de valorisation de comparables boursiers (PE, VE/ROP) aboutit à une évaluation de 24,1€ par action. Néanmoins, compte tenu de la liquidité et de la taille nettement inférieure de Solutions 30 par rapport à l'ensemble des valeurs qui compose notre échantillon, nous appliquons à notre valorisation une décote de 30%. Au total, notre évaluation par la méthode des comparables boursiers de Solutions 30 fait ressortir une valorisation de 16,9 € par action.

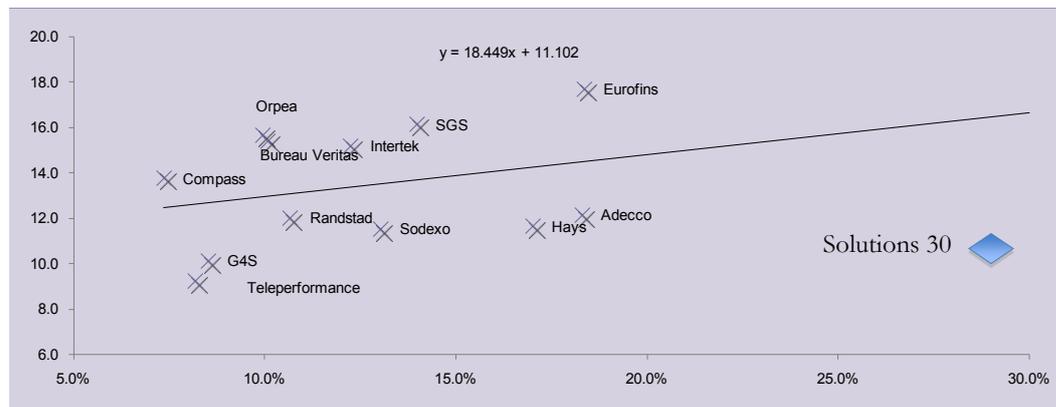
**Fig. 35: Tableau de multiples de valorisation des comparables retenus (en M€)**

Au 9 juillet 2013	Capi (M€)	PE			VE/ROP		
		13e	14e	15e	13e	14e	15e
TELEPERFORMANCE	2 223	14,1	12,8	11,7	9,3	8,2	7,1
BUREAU VERITAS INTL.	9 329	21,2	19,1	17,1	15,4	13,7	12,1
EUROFINS SCIENTIFIC	2 329	25,1	20,3	16,9	17,7	14,5	12,2
ORPEA	1 928	17,2	14,4	12,8	15,7	13,7	12,1
G4S	3 202	10,7	9,6	8,9	10,1	9,3	8,3
INTERTEK GROUP	4 925	20,7	18,2	16,3	15,2	13,0	11,4
SODEXO	10 413	20,4	17,8	15,4	11,5	10,0	8,5
COMPASS GROUP	15 995	18,8	17,1	15,7	13,8	12,7	11,7
SGS 'N'	16 552	22,7	19,6	17,6	16,1	13,9	12,3
RANDSTAD HOLDING	5 821	15,4	13,3	11,4	12,0	10,4	8,9
ADECCO 'R'	8 665	16,4	13,2	11,2	12,2	9,7	8,0
HAYS	1 311	19,0	16,5	13,4	11,7	10,3	8,2
Médiane		18,9	16,8	14,4	13,0	11,5	10,1
Solutions 30 (totalement dilué)	67,87	15,5	9,7	7,1	11,0	8,7	7,2
Valo. (€)		16,6	23,6	27,7	20,1	25,9	31,0
Ecart		22%	73%	103%	47%	90%	127%
Moyenne Valo. (€)		24,1					
Décote		30%					
Valo. (€)		16,9					

Source : estimation Bryan Garnier

### 7.3. Droite de régression, une valorisation de 21,4€

Afin de lier notre approche de valorisation au taux de croissance des résultats, nous avons repris sur l'échantillon ci-dessus d'une part le taux de croissance des BPA entre 2013 et 2015 que nous avons mis en abscisse et d'autre part le ratio VE/ROP 2013 que nous avons mis en ordonnée. A partir de ce nuage de points, nous obtenons une droite de régression reflétant la relation entre taux de croissance des BPA 2013-2015 et le ratio VE/ROP 2013.

**Fig. 36: Droite de Régression échantillon (abscisse : TMVA BPA, en %, ordonnées : VE/ROP 2013)**


Source : estimation Bryan Garnier

Sachant que le taux de croissance du BPA de Solutions 30 est de 29,9%, il ressort de la droite de régression que l'objectif de VE/ROP devrait être de 16,6x si Solutions 30 se plaçait sur la droite de régression. Sachant que le VE / ROP 2013 de Solutions 30 s'établit à 11,0x, cela donne un potentiel d'appréciation du titre de 50% correspondant à une valorisation par action de 23,5€. Cependant, comme dans la méthode des comparables boursiers, nous retenons une décote de 30% (compte tenu de la liquidité et de la taille nettement inférieure de Solutions 30 par rapport à l'ensemble des valeurs), qui fait ressortir une valorisation de 16,4€ par titre.

Si on retient le ratio la droite de régression comme référence de la relation croissance VE / ROP et qu'on applique cette relation au taux de croissance entre 2014 et 2016, cela ferait ressortir un VE / ROP 2014 de 14,8x. En appliquant la même approche pour l'année suivante le VE / ROP 2015 de 14,2x, correspondant à des objectifs de cours, après décote, qui apparaîtrait à 20,9€ par titre et dans deux ans de 26,9€ par titre. Nous avons retenu une moyenne équipondérée des trois années soit 21,4€.

**Fig. 37: Droite de régression : Objectif de cours implicite pour 2013, 2014 et 2015**

	2013e	2014e	2015e	Unité
Objectif VE/ROP (droite régression)	16,6	14,8	14,2	X
ROP Solutions 30 (inclus acquisition CIS)	7,0	9,7	12,8	M€
Valeur Entreprise	115,8	143,2	181,7	M€
Dette Nette	-12,1	-19,7	-27,4	M€
Capitalisation	127,9	162,9	209,1	M€
Décote	30%	30%	30%	%
Capitalisation après décote	89,5	114,0	146,4	M€
Nombre actions diluées	5,4	5,4	5,4	M
Objectif de cours	16,4	20,9	26,9	€

Source : estimation Bryan Garnier

## 7.4. Synthèse des valorisations : 20,1 € par action

La moyenne équipondérée des méthodes de valorisations que nous avons retenues s'établit à 20,1€ par action, comme en témoigne le tableau ci-dessous :

**Fig. 38: Synthèse des méthodes de valorisations de Solutions 30 (en M€)**

	Objectif	Potentiel	PE 13e	PE 14e	PE 15e	Pondération
DCF	21,9 €	60%	24,9	15,5	11,4	33%
Comparaisons boursières	16,9 €	24%	19,2	12,0	8,8	33%
Droite de régression	21,4 €	57%	24,4	15,2	11,1	33%
Moyenne	20,1 €	44%	22,8	14,2	10,4	100%

*Source : estimation Bryan Garnier*

Sur ces bases, notre fair value ressort à 20,1€ et fait ressortir un potentiel d'appréciation de près de 45% par rapport au dernier cours coté. A moyen termes, au-delà de l'impact sur la valorisation de l'évolution des prévisions de résultats, l'objectif de cours pourrait être favorablement impacté par trois facteurs : 1/ la démonstration de la régularité du modèle que nous anticipons pourrait amener à diminuer le bêta du titre compte tenue de la forte visibilité que pourrait représenter les contrats à Long Terme avec EDF, GRDF... 2/ Au fur et à mesure du développement de la taille de la société et du développement de ses échanges boursiers la décote retenue pourrait être diminuée 3/ En passant sur l'exercice suivant on retiendra des ratios 2013 au profit des ratios 2016 ce qui aura un impact mécanique très favorable au regard de la croissance anticipée sur 2016.

Bryan Garnier&Co a conclu un contrat de de Corporate research avec l'émetteur portant sur un (des) instrument(s) financier(s) de celui-ci.

Ce document s'adresse exclusivement aux clients de Bryan Garnier, il est communiqué à titre informatif et ne peut être divulgué à un tiers sans le consentement préalable de Bryan Garnier&Co

La présente note de recherche est destinée aux investisseurs qualifiés professionnels et toute utilisation par des personnes physiques non professionnels n'engagera qu'eux même.

Il n'est pas et ne saurait être tenu pour une offre ou une sollicitation d'une offre de vente, d'achat ou de souscription à un investissement quel qu'il soit.

Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations sont exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité.

Les performances passées ne garantissent pas les performances futures.

Toute opinion contenue dans le présent document reflète le contexte actuel et peut être modifiée à tout moment sans préavis.

Bryan Garnier&Co est agréée par la FCA et est régulé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Un dispositif de « Murailles de Chine » (barrières à l'information) a été mis en place afin d'éviter la diffusion indue d'information confidentielle et de prévenir et gérer les situations de conflits d'intérêts.

A la date de cette publication Bryan Garnier&Co peut être en conflit d'intérêt avec l'émetteur mentionné.

En particulier, il se peut que Bryan Garnier&Co agisse ou envisage d'agir, dans les douze mois à venir, en tant qu'apporteur de liquidité, teneur de marché, conseiller ou banquier d'affaires d'une des sociétés mentionnées dans cette publication.

Bryan, Garnier & Co a été mandaté par l'émetteur pour la rédaction et la diffusion de cette note de recherche auprès de la clientèle institutionnelle de Bryan, Garnier & Co.

A copy of the Bryan Garnier & Co Limited conflicts policy in relation to the production of research is available at [www.bryangarnier.com](http://www.bryangarnier.com)



**BRYAN, GARNIER & CO**

---

<b>London</b>	<b>Paris</b>	<b>New York</b>	<b>Geneva</b>	<b>New Delhi</b>
53 Chandos Place London WC2N 4HS Tel: +44 (0) 207 332 2500 Fax: +44 (0) 207 332 2559 Authorised and regulated by the Financial Services Authority (FSA)	26 Avenue des Champs Elysées 75008 Paris Tel: +33 (0) 1 56 68 75 00 Fax: +33 (0) 1 56 68 75 01 Regulated by the Financial Services Authority (FSA) and l'Autorité des Marchés Financiers (AMF)	750 Lexington Avenue New York, NY 10022 Tel: +1 (0) 212 337 7000 Fax: +1 (0) 212 337 7002 FINRA and SIPC member	rue de Grenus 7 CP 2113 Genève 1, CH 1211 Tel +4122 731 3263 Fax+4122731 3243 Regulated by the Swiss Federal Banking Commission	The Imperial Hotel Janpath New Delhi 110 001 Tel +91 11 4132 6062 +91 98 1111 5119 Fax +91 11 2621 9062

---

#### **Important information**

Bryan Garnier & Co, registered in France no. 452 605 512 is a MiFID branch of Bryan Garnier & Co Limited (a UK company registered under the number 03034095) and is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority and the Autorité des Marchés Financiers (AMF). Registered address: 26 avenue des Champs Elysées, Paris 75008.

This has been prepared solely for informational purposes, and is intended only for use by the designated recipient(s). This information was obtained from sources we believe to be reliable, but its accuracy is not guaranteed. All information is subject to change without notice. This does not constitute a solicitation or offer to buy or sell securities or any other instruments, or a recommendation with respect to any security or instrument mentioned herein. This is not a confirmation of terms of any transaction. No representations are made herein with respect to availability, pricing, or performance. Additional information available on request.

This document should only be read by those persons to whom it is addressed and is not intended to be relied upon by any person without subsequent written confirmation of its contents. If you have received this e-mail message in error, please destroy it and delete it from your computer. Any form of reproduction, dissemination, copying, disclosure, modification, distribution and/or publication of this E-mail message is strictly prohibited. Please note that any views or opinions presented in this email are solely those of the author and do not necessarily represent those of Bryan Garnier. Finally, the recipient should check this email and any attachments for the presence of viruses. Bryan Garnier accepts no liability for any damage caused by any virus transmitted by this email.