



NexResearch

Marina Ilieva  
[marina@nexfinance.fr](mailto:marina@nexfinance.fr)  
[www.nexresearch.fr](http://www.nexresearch.fr)  
09 Mai 2006

# SYSTAR

## FR0000052854 – SAR

### FAIR VALUE: 4,42 €

Données boursières		K €	2004-2005	2005-2006e	2006-2007e	2007-2008e
Dern. Cours	4,00 €	Chiffre d'Affaires	11 717	14 646	18 308	22 519
Vol moyen (3m):	16801,1	Résultat opérationnel	585	2 078	3 102	4 173
Cap. Boursière, M€	40,53	Marge opérationnelle	4,99%	14,19%	16,94%	18,53%
Nombre d'actions, M	10,23	RN part du Groupe	1 325	2 073	3 048	4 048
Var. sur 1 an:	4,50/2,41	Marge nette, %	11,31%	14,15%	16,65%	17,98%
VE, M€	39,91	BNA dilue, €	0,12	0,18	0,27	0,36
Disponibilités, M€	1,24	P/E		21,53	14,64	11,03
Dettes financières, M€	0,62	VE/CA		2,72	2,18	1,77

Source : NexResearch, Yahoo Finance

#### NOTRE OPINION

EN UTILISANT LA MOYENNE PONDEREE DES METHODES DCF, P/E 07 ET VE/CA 07, NOUS OBTENONS UNE FAIR VALUE DE 4,42€ SOIT 11,66% AU DESSUS DU DERNIER COURS.

#### RESUME-CONCLUSION

##### Une star à la conquête d'un marché naissant

**Systar est le premier fournisseur mondial de solutions pour le Business Activity Monitoring (BAM), des outils qui permettent aux entreprises d'optimiser leurs performances en maîtrisant leurs processus critiques, de réduire les risques et minimiser leurs coûts opérationnels. Systar est à l'origine de la création de ce marché en pleine expansion. Par sa longue expérience dans le domaine et grâce à la maturité de ses produits, il est aujourd'hui le leader en matière de systèmes de BAM.**

**Les outils informatiques sont actuellement indispensables à toute entreprise et la gestion, le suivi et le contrôle des processus informatisés deviennent un facteur clé de leur réussite face à la concurrence. Situé sur un marché naissant et à fort potentiel, Systar pourrait bénéficier d'opportunités de croissance exceptionnelles.**

**Les résultats du 1<sup>er</sup> semestre de l'exercice 05-06 nous laissent confiants, avec une croissance du CA de 24% et des marges fortement améliorées. Le groupe continue sa politique d'investissements considérables en R&D pour maintenir son avance et rester à la pointe de la nouveauté sur ce secteur en constante évolution.**

**Déjà implanté à l'international, Systar compte renforcer sa présence aux Etats-Unis, ainsi qu'en Asie pour maintenir sa position de leader face à la concurrence des groupes de Business Intelligence qui souhaitent intégrer des outils de BAM dans leur offre.**

**Au cours actuel, Systar ne capitalise que 14,6 fois nos bénéfices estimés pour 2007. La société nous semble donc décotée sur ses comparables alors que cette valeur recèle d'importantes perspectives de croissance et un aspect spéculatif non négligeable.**

### **Systar garde sa position de leader**

A l'heure actuelle, Systar est le seul groupe coté spécialisé entièrement dans le BAM. Depuis le lancement de son offre de Business Process Performance Management (BPPM) qui était à l'origine du marché de BAM en 1998, Systar reste la seule entreprise « pure player » au service des groupes souhaitant s'équiper d'un système de suivi et de reporting de ses processus clé. Avec sa longue expérience dans le domaine et tout en restant une entreprise à taille humaine, Systar maintient sa place de leader grâce à la maturité des solutions proposées et à son portefeuille de plus de 170 clients prestigieux.

### **Le BAM : au cœur de la réussite des entreprises**

L'informatisation des processus de transfert et de collecte des informations dans les entreprises leur permet de réagir rapidement et plus efficacement aux contraintes du marché. La chaîne des valeurs de ces firmes nécessite un suivi en temps réel qui dépasse souvent leurs propres capacités. Seul un système de BAM permet dans ces cas de contrôler l'ensemble des opérations électroniques et les grandes entreprises exigent des solutions qui leur permettent d'optimiser leurs performances face à une concurrence croissante. Avec son offre complète de solutions de BAM, Systar est le partenaire qui accompagne ces entreprises dans leur activité quotidienne, afin d'assurer les meilleures conditions de fonctionnement de leur appareil informatique.

### **Un marché émergent et à fort potentiel**

Sur 20 000 à 30 000 grandes entreprises qui seront potentiellement intéressées par les solutions de BAM, seulement 5% sont déjà équipées ou commencent à s'équiper avec des systèmes de monitoring en temps réel. Sur un horizon de 10 à 15 ans, toutes ces entreprises devraient être munies de systèmes de BAM, ce qui rend ce marché très attirant pour les années à venir. 170 entreprises font actuellement confiance à Systar et sa part de marché est estimée à 15%.

### **Systar continue son plan d'expansion à l'international**

Le groupe souhaite élargir son activité essentiellement par de la croissance organique sur des marchés à fort potentiel tels que les Etats-Unis ou le marché Asiatique. Des investissements importants seront consacrés pour profiter pleinement du développement de ce marché prometteur et maintenir Systar en position de force face à ses concurrents. Systar compte intensifier ses investissements commerciaux dans ces zones et densifier son réseau de ventes international.

### **BusinessBridge a été élu meilleure solution de BAM en mars 2006**

Le progiciel BusinessBridge a reçu le Yphise Award pour meilleure solution de BAM devant des concurrents tels que Hewlett Packard, WebMethods ou Tibco. Cette reconnaissance prestigieuse de la qualité de la solution de Systar confirme la maturité et l'expérience des équipes du groupe dans la conception de logiciels de monitoring et lui permettra de renforcer son image de leader sur le marché.

### **Une structure financière profitable**

Avec des résultats positifs depuis 2003 et un endettement pratiquement nul, Systar continue à bénéficier de la croissance de son marché à fort potentiel. La cession des activités de services et le recentrage sur son cœur de métier lui permettent de bénéficier pleinement de ces opportunités. La publication des résultats du 3<sup>ème</sup> trimestre de l'exercice 2005-2006 table sur une croissance du CA de 23% qui confirme la tendance du premier semestre de cet exercice. La marge opérationnelle au 31 décembre était de 14% et le Résultat net supérieur à 1M€ pour le premier semestre de l'exercice en cours. Près de 25% du CA sont consacrés à l'activité de R&D pour maintenir le groupe à la pointe de l'innovation en matière de solutions de BAM.

## Un aspect spéculatif

Systar est le seul acteur totalement spécialisé dans les solutions de BAM actuellement sur le marché et pourrait constituer une cible intéressante pour les grands acteurs de la Business Intelligence comme Business Objects ou Cognos qui préféreraient acquérir une petite structure confirmée sur le segment, avec un portefeuille de clients important et des produits de qualité reconnue plutôt que de s'implanter directement sur le marché.

## RISQUES

### La faible taille de Systar peut jouer en sa défaveur

Le marché porteur du BAM intéresse de plus en plus les grands groupes du secteur de l'informatique mais aussi tous ceux qui en ont besoin dans leur activité quotidienne. Plusieurs entreprises ont choisi de développer leur propre solution de BAM plutôt que d'avoir recours à des services externes. La concurrence sur ce marché sera de plus en plus intense notamment avec les leaders de la Business Intelligence comme Business Objects ou Cognos, qui ont déjà en vue ce segment prometteur et Systar est à présent confronté à des offres concurrentes qui dépassent ses capacités.

### Une orientation mono-produit

Après la cession de son activité de services informatiques, Systar a choisi de cibler son offre uniquement sur le marché BAM. Cette absence de diversification rend le groupe dépendant de la conjoncture et de l'évolution future de ce marché naissant. L'intensification de la concurrence et la volatilité qui accompagne le domaine de l'informatique et des nouvelles technologies rendent Systar plutôt vulnérable.

## VALORISATION

EN UTILISANT LA MOYENNE PONDEREE DES METHODES DCF, P/E 07 ET VE/CA 07, NOUS OBTENONS UNE FAIR VALUE DE 4,42€ SOIT 11,66% AU DESSUS DU DERNIER COURS.

	Poids	Fair Value
DCF	50%	4,87
Valorisation VE/CA 07	25%	2,86
Valorisation par P/E 07	25%	5,08
<b>Fair Value</b>		<b>4,42 €</b>

## DCF

Coût moyen pondéré du capital (WACC)	
Cours, €	4,00
Nombre d'actions, M	10,2
Capitalisation, K€	40,5
Facteur bêta	1,0
Prime de risque du marche	7,5%
Taux sans risque	3,9%
<b>Coût des capitaux propres</b>	<b>11,4%</b>
Part des fonds propres dans l'entreprise	99%
Coût de la dette	4,0%
Taux marginal d'imposition	25,0%
<b>Coût de la dette après impôt</b>	<b>3,0%</b>
Part des dettes dans l'entreprise	1%
<b>Coût moyen pondéré du capital (WACC)</b>	<b>11,3%</b>
<b>Taux de croissance à l'infini</b>	<b>2,5%</b>

Source : NexResearch

Estimation des FCF,€	2005-2006	2006-2007	2007-2008	2008-2009	2009-2010
<b>CA</b>	<b>14 646</b>	<b>18 308</b>	<b>22 519</b>	<b>27 022</b>	<b>31 886</b>
<i>croissance CA</i>	25,0%	25,0%	23,0%	20,0%	18,0%
<b>EBIT</b>	<b>2 078</b>	<b>3 102</b>	<b>4 173</b>	<b>4 958</b>	<b>5 907</b>
<i>marge EBIT</i>	14,19%	16,94%	18,53%	18,8%	19,1%
<b>EBIT*(1-tax)</b>	<b>2 078</b>	<b>3 102</b>	<b>4 173</b>	<b>3 719</b>	<b>4 430</b>
<b>+ Dotations aux amortissements</b>	<b>3 274</b>	<b>3 699</b>	<b>4 201</b>	<b>3 700</b>	<b>3 500</b>
<b>- Investissements nets</b>	<b>2 300</b>	<b>2 346</b>	<b>2 393</b>	<b>2 154</b>	<b>1 938</b>
<b>- Augmentation du BFR</b>	<b>1 200</b>	<b>1 250</b>	<b>1 100</b>	<b>900</b>	<b>800</b>
<b>= Free Cash Flow (FCF)</b>	<b>1 852</b>	<b>3 205</b>	<b>4 881</b>	<b>4 365</b>	<b>5 192</b>
<b>Valeur résiduelle (VR)</b>					<b>60 649</b>

Discounted Cash Flow	
Valeur présente de FCF	13 686
+Valeur présente de VR	35 550
= Valeur d'entreprise	49 236
- Dettes nettes	-622
= Valeur	49 858
<b>Fair Value</b>	<b>4,87 €</b>

### Valorisation par les comparables

Comparables	Cours	Capit, M	VE	VE/CA 06	VE/CA 07	PE 06	PE 07
<b>France</b>							
Keyrus	5,45 €	87,14	77,34	0,81	0,73	16,48	11,66
Coheris	7,35 €	39,11	37,21	0,80	0,75	20,93	16,6
Ilog	13,75 €	253,06	202,66	1,44	1,23	29,9	21,5
<b>USA</b>							
Hyperion Solutions Corp.	30,89\$	1820	1370	1,97	1,81	29,88	19,86
Cognos Inc.	37,49\$	3370	2770	3,25	2,97	28,09	25,58
Business Objects	32,93\$	3050	2570	2,35	1,91	34,27	17,52
<b>Moyenne</b>				<b>1,77</b>	<b>1,57</b>	<b>26,59</b>	<b>18,79</b>

Valorisation VE/CA	K€
CA 2007e	18 307,81
VE/CA comparable, 2007e	1,57
= Valeur d'entreprise	28682,2
- Dettes nettes	-622,00
Valeur	29 304,24
<b>Fair Value</b>	<b>2,86 €</b>

Valorisation P/E	
BPA 2007e	0,270
P/E Comparables 2007e	18,79
<b>Fair Value</b>	<b>5,08 €</b>

## LE MARCHE BUSINESS ACTIVITY MONITORING

Le marché du Business Activity Monitoring a été créé dans les années 1990 par des entreprises comme Systar qui lance en 1998 les solutions BusinessBridge et OmniVision, partie de son offre BPPM (Business Process Performance Management), destinées aux directions informatiques ainsi qu'aux directions métier. Systar est la première entreprise qui s'intéresse aux solutions de suivi des processus métier des entreprises.

Aujourd'hui le segment du BAM est un marché encore émergent, à fort potentiel de croissance et qui attire déjà les leaders de la Business Intelligence avec ses opportunités de croissance.

Le Business Activity Monitoring repose sur des tâches de suivi des processus qui composent l'activité d'une entreprise. Son objectif est de s'assurer de la performance et de l'efficacité de chaque processus et de fournir le feed-back nécessaire aux personnes responsables afin d'améliorer le fonctionnement de chaque élément en fonction de son degré d'importance. Les outils de BAM sont des logiciels complexes qui s'intègrent à tous les niveaux dans l'entreprise pour l'aider à optimiser et à fiabiliser les processus critiques et son infrastructure.

Les solutions de BAM sont constituées de deux composantes principales :

- Un outil d'intégration de l'ensemble des données techniques qui sert à collecter et à traiter les informations nécessaires
- Un outil de reporting qui sert à présenter les résultats de manière claire à la portée des responsables fonctionnels de l'entreprise.

Dans le contexte d'une économie globalisée, les entreprises ont de plus en plus recours à des systèmes informatisés « real time » qui leur permettent de rester compétitifs face à la concurrence accrue. Ces outils ont certes des avantages en termes d'efficacité et de rapidité de traitement de l'information mais nécessitent aussi un contrôle « real time » fiable pour minimiser les risques de défaillance des différents segments de l'activité.

En effet, les outils BAM sont de plus en plus recherchés par les grands groupes sur le marché qui réalisent aujourd'hui que ce monitoring devient indispensable à la survie de leur activité. Sur un marché potentiel de 20 000 à 30 000 grandes entreprises qui devraient s'équiper d'outils BAM d'ici 10 à 15 ans, seulement 1 000 ont commencé à s'en servir. La croissance potentielle sur segment en pleine expansion peut être estimée à 40%.

## ACTIVITE DE SYSTAR

Créé en 1984, Systar est aujourd'hui le premier fournisseur mondial sur le marché du BAM. Orienté vers les services informatiques à l'origine, depuis 1995 Systar recentre sa stratégie sur le BAM et a cédé ses filiales de services pour bénéficier pleinement de l'expansion de ce marché naissant à fort potentiel.

Son portefeuille comporte plus de 170 références clients, notamment des banques et des institutions financières (7 des 15 premières banques mondiales), des compagnies de télécommunication, d'industrie manufacturière, de transport, de logistique, des administrations.

La part de marché de Systar est d'environ 15%, ce qui lui permet pour l'instant de maintenir sa position de leader dans le domaine du BAM.

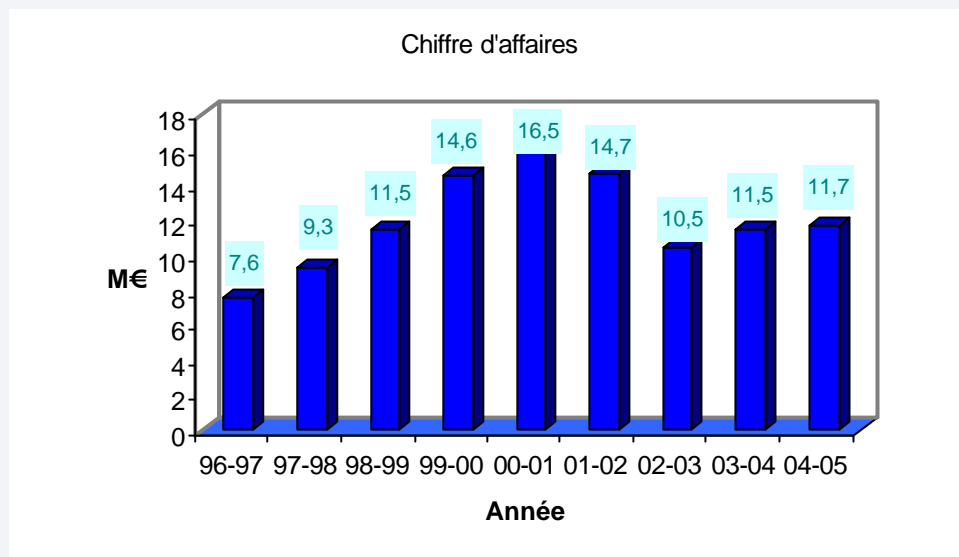
Le portefeuille de solutions BAM de Systar comporte actuellement des familles de produits destinées à satisfaire les besoins de ses clients en fonction de leur activité. Le progiciel BusinessBridge élu meilleure solution de BAM par le cabinet Yphise en 2006 est composé de trois éléments :

- **Business Vision** : permet en temps réel de mesurer la performance d'une activité métier et de s'assurer que les processus s'exécutent tels qu'ils le devraient

- **Wide Vision** : permet de superviser toutes les alertes et toute l'activité transactionnelle à travers l'ensemble des services métier
- **Service Vision** : conçue pour les Directions Informatiques qui souhaitent superviser en temps réel leurs services critiques

Une autre solution de BAM reconnue est Omni Vision qui permet de rationaliser les environnements distribués tout en augmentant la qualité de service des systèmes et applications. Omni Vision permet d'optimiser l'allocation des ressources, de mesurer leur niveau d'utilisation et de contrôler la performance de dizaines de serveurs et stations de travail.

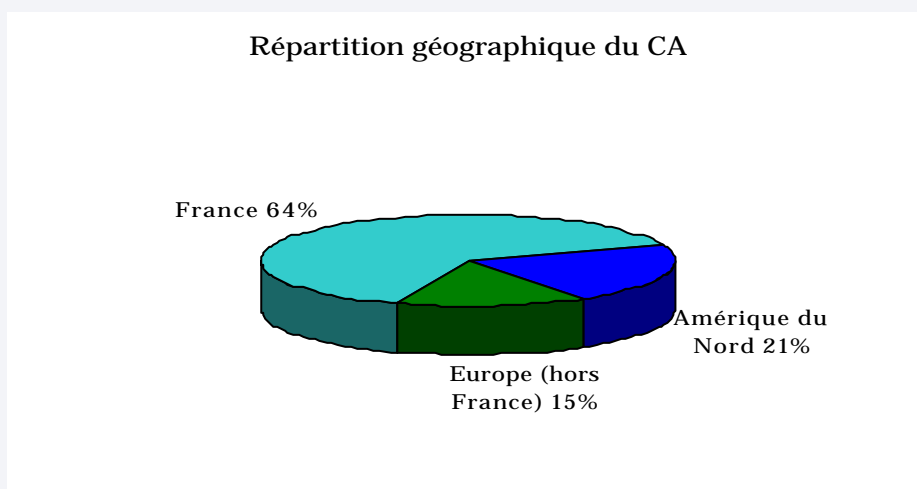
## Evolution du chiffre d'affaires



Source: Document de référence Systar 2004 -2005

Le chiffre d'affaires de Systar était relativement stable depuis l'année 2003, pénalisé par la morosité du marché à la sortie de la crise des services informatiques. Le S1 de l'exercice 2005-2006 annonce une tendance haussière, plus de 7M€ de chiffre d'affaires, un taux de croissance de 24% par rapport à la même période de l'année précédente. Cette tendance se confirme également au T3 avec un CA de 3,123M€, en progression de 23%.

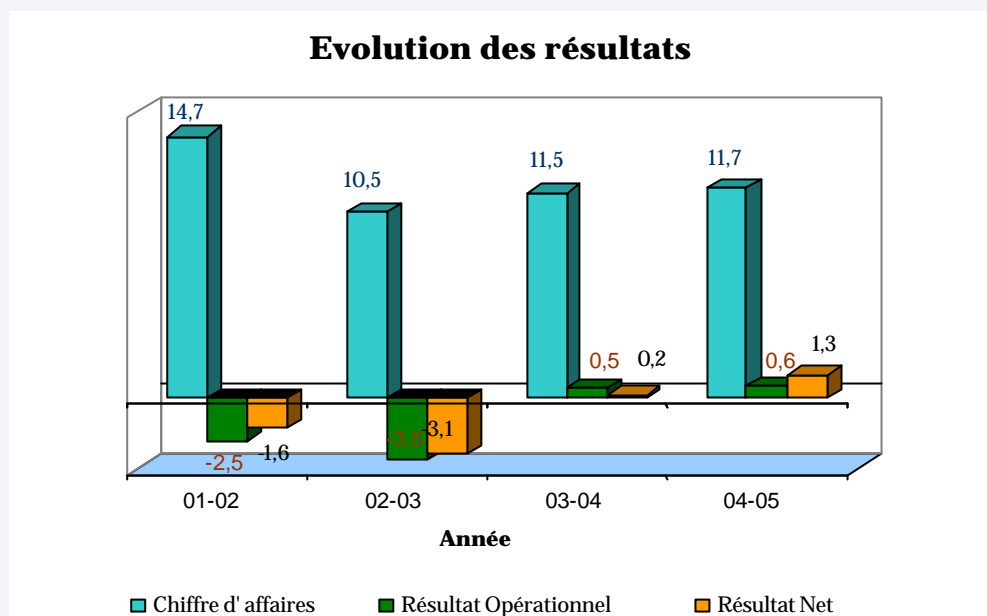
## Répartition du chiffre d'affaires



Source: www.systar.fr

La majorité du CA de Systar est à l'heure actuelle réalisée en France mais le groupe continue à développer son activité internationale et souhaite renforcer ses positions aux US, marché prometteur mais aussi très concurrentiel. Les ambitions de Systar sont également une densification du réseau commercial en Europe et des implantations en Asie afin de profiter du climat de croissance favorable.

## Evolution des résultats



Source: www.systar.fr

Le rétablissement de l'activité de Systar est soutenu par la reprise du marché des services informatiques à partir de 2003. Après quelques années de ralentissement dues notamment à la conjoncture défavorable de la bulle technologique, Systar affiche aujourd'hui des résultats positifs et la croissance du CA a atteint 23% pour le premier semestre de l'exercice en cours.

Marges	01-02	02-03	03-04	04-05	S1 05-06
Marge Opérationnelle	-16,8%	-33,1%	4,3%	5,0%	13,9%
Marge Nette	-11,0%	-30,0%	1,4%	11,3%	14,4%

La politique de recentrage sur le BAM et la réduction des coûts opérationnels ont contribué à l'amélioration des marges.

Néanmoins, l'expansion future du groupe à l'international, ainsi que le financement de l'activité de R&D nécessiteront des investissements considérables pour les années à venir, ce qui risque de perturber l'équilibre financier du groupe encore fragile.

## PROJECTIONS FINANCIERES

	k€	03-04	04-05	05-06e	06-07e	07-08e
<b>Chiffre d'affaires</b>		11 468	11 717	14 646	18 308	22 519
Coût des produits vendus		-413	-355	-444	-555	-682
<b>Marge brute</b>		11 055	11 362	14 203	17 753	21 836
<i>Croissance du chiffre d'affaires, %</i>			2%	25%	25%	23%
Charges de personnel		-7 415	-7 354	-8 273	-10 238	-12 593
Autres charges d'exploitation		-3 070	-3 329	-3 745	-4 635	-5 644
Dotations aux amortissements		-159	-131	-147	-182	-222
Production immobilisée		2 692	2 812	3 164	3 915	4 767
Dotations aux amortissements des frais de R&D		-2 765	-2 811	-3 162	-3 558	-4 026
Dotations aux provisions		152	32	36	41	47
Autres charges et produits d'exploitation			4	5	6	7
Total charges d'exploitation		-10 565	-10 777	-12 124	-14 651	-17 664
<b>Résultat d'exploitation</b>		490	585	2 078	3 102	4 173
<i>Marge opérationnelle, %</i>		4,27%	4,99%	14,19%	16,94%	18,53%
<b>RESULTAT FINANCIER</b>		-265	-59	-89	-133	-199
RESULTAT COURANT des entreprises intégrées		225	526	1 990	2 969	3 974
<b>RESULTAT EXCEPTIONNEL</b>		-84	711	0	0	0
Impôts et crédit d'impôt recherche		-16	87	83	79	75
<b>RESULTAT NET de l'ensemble consolidé</b>		125	1 324	2 073	3 048	4 048
Intérêts minoritaires		-37	-1	0	0	0
<b>RESULTAT NET PART DU GROUPE</b>		162	1 325	2 073	3 048	4 048
<i>Marge nette, %</i>		1,41%	11,31%	14,15%	16,65%	17,98%
Résultat par action		0,013	0,130	0,184	0,270	0,359
Résultat dilué par action		0,015	0,118	0,184	0,270	0,359
Nombre moyen d'actions		9 544	10 214	11 271	11 271	11 271
Nombre moyen d'actions après dilution		10 710	11 271	11 271	11 271	11 271

Source : NexResearch

## GRAPHIQUE : SYSTAR VS CAC SMALL90



Source : www.euronext.com

---

**Nexresearch** est une société d'analyse et d'ingénierie financière dont les analystes adhèrent à l'éthique et aux normes du CFA Institute. Les informations exprimées dans cette étude sont soumises seulement à titre informatif et ne sont en aucune façon une offre ou une sollicitation d'acheter ou de vendre les instruments financiers mentionnés ci-dessus. Les informations exposées dans ces analyses et/ou études sont issues de sources dignes de foi. La responsabilité de Nexresearch ne saurait être engagée, directement ou indirectement, en cas d'erreur ou d'omission. Chaque utilisateur s'engage à effectuer de façon indépendante sa propre vérification des données ainsi que sa propre évaluation de l'opportunité et de l'adaptation à ses besoins des opérations proposées, notamment en ce qui concerne les aspects juridiques, fiscaux et/ou comptables. L'utilisateur reste ainsi seul maître de l'opportunité de ses propres investissements et dégage la société Nexresearch de toute responsabilité pour les informations, analyses, recommandations, tendances et/ou idées de produits d'investissement que cette étude a pu exposer. Ni les analystes, ni Nexresearch ne possèdent de valeurs mobilières émises par les sociétés sujettes à nos analyses.

Vous pouvez trouver plus d'information sur notre site Internet [www.nexresearch.fr](http://www.nexresearch.fr)

En applications des règlements de l'AMF et du codes des sociétés et des marchés financiers, nous publions les information suivantes : Montages d'opérations financières : néant, intérêt personnel de l'analyste : néant, prestations de conseils : néant, communications préalable a l'émetteur : non. Ce document ne peut pas être distribué au Royaume Unis, sauf aux personnes autorisées ou exemptées sous le UK Financier Securities Act 186 et l'article 11 (13) du Financial Securities Act. Ce document ne peut pas être distribué ou disséminé aux États Unis ou dans ses possessions. Les valeurs mobilières sujettes de cette étude non pas été enregistrées avec le Securities and Exchange Commission et envoyer cette étude à un résident des États Unis est interdit.