



NexResearch

SII

FR0000074122 – SII

FAIR VALUE: 47,5€

Données boursières	K €		Mars-2006	Mars-2007E	Mars-2008E	Mars-2009E
Dern. Cours	42,00 €	Chiffre d'Affaires	105 750	127 500	150 450	173 018
Vol moyen (3m):	2 520,0	Résultat opérationnel	10 661	11 987	13 704	16 620
Cap. Boursière, M€	126,0	Marge opérationnelle	10,08%	9,40%	9,11%	9,61%
Nombre d'actions, M	3,0	RN part du Groupe	7 289	8 173	9 335	11 296
Var. sur 1 an:	38/53,5	Marge nette, %	6,9%	6,4%	6,2%	6,5%
VE, M€	111,6	BNA dilue, €	2,43	2,72	3,11	3,77
Disponibilités, M€	14,4	P/E		15,42	13,50	11,15
Dettes financières, M€	0,0	VE/CA		0,88	0,74	0,65

Source : NexResearch

NOTRE OPINION

NOUS INITIONS LA COUVERTURE DE SII ET EN UTILISANT LA MOYENNE PONDEREE DES METHODES DU VE/CA 07, P/E 07 ET DU DCF, NOUS OBTENONS UNE FAIR VALUE DE 47,5€ SOIT 13,2% AU DESSUS DU DERNIER COURS.

RESUME-CONCLUSION

SII, Société de Conseil et d'Ingénierie apporte des solutions aux projets à valeur ajoutée technologique des grandes entreprises. Son expérience porte sur l'informatique industrielle, les réseaux et les télécommunications, les systèmes d'information ainsi que sur l'informatique technique et scientifique.

Sur l'exercice clos en mars 2006, SII affiche un taux de croissance du chiffre d'affaires supérieur à 20%, chiffre d'affaires qui s'établit à plus de 105 M€ dans la continuité de l'accroissement considérable du volume d'activité du groupe depuis 2004.

Les marges, quant à elles s'affaiblissent légèrement en raison d'une tension sur les salaires accompagnée d'une politique active de recrutement et ceci dans un contexte de difficultés à remonter les prix de vente. Ces dernières restent toutefois supérieures à la moyenne du marché et des gains de productivité devraient permettre de contenir cette tendance baissière dans le futur.

En terme de perspectives, SII compte bien poursuivre son développement et atteindre un chiffre d'affaires compris entre 125 et 130 M€, soit une croissance entre 18 et 23%.

Et pour ce faire, SII mise sur son modèle commercial décentralisé proche des bassins d'activité et va accélérer son plan de recrutement (700 ingénieurs prévus pour le nouvel exercice) afin d'être encore plus réactif et flexible.

Après la baisse importante du cours depuis le début de l'année et en tenant compte des possibilités de développement futur, le potentiel de SII nous semble toujours important et la valorisation actuelle laisse encore des marges de progression favorable.

POINTS FORTS

Une situation financière saine

En l'absence de dettes financières et avec une trésorerie de 14,4 M€ qui représente plus de 42 % des fonds propres, SII peut être fière de sa santé financière.

Cette trésorerie permet de financer la croissance, avoir un plan prévisionnel de création de plus de 700 postes et de pouvoir saisir des opportunités de toutes natures.

Du potentiel de développement

SII compte bien tirer partie de la revitalisation du secteur L&S, secteur qui devrait afficher une croissance de l'ordre de +6 à +8% en 2006. L'infogérance, le Conseil, les Logiciels et l'informatique embarquée figurent parmi les domaines d'activité les plus dynamiques.

De par son positionnement grands comptes, la flexibilité et à la réactivité de ses équipes situés à proximité des bassins d'activité, SII va s'accaparer de parts de marché et poursuivre sa croissance. Et pour l'accompagner, SII accélère sa politique de recrutement.

Une politique active de recrutement

Entre 2005 et 2006 les effectifs ont augmenté de 18,8% et SII compte recruter un nombre d'ingénieurs important malgré la tendance haussière des salaires. 700 nouveaux ingénieurs sont prévus pour le nouvel exercice. Cette politique se justifie parfaitement car dans le domaine des services informatiques la constitution d'équipes hautement qualifiées et performantes est le facteur principal de réussite.

Un portefeuille clients de qualité

SII travaille principalement avec des clients grands comptes (93% de son portefeuille) tels que France Télécom, EDF, IBM, EADS, Air France ou Amadeus. Les 20 premiers clients représentent 70% de son chiffre d'affaires, ce qui permet à SII d'avoir à la fois des missions importantes à forte valeur ajoutée et un portefeuille clients diversifié.

RISQUES

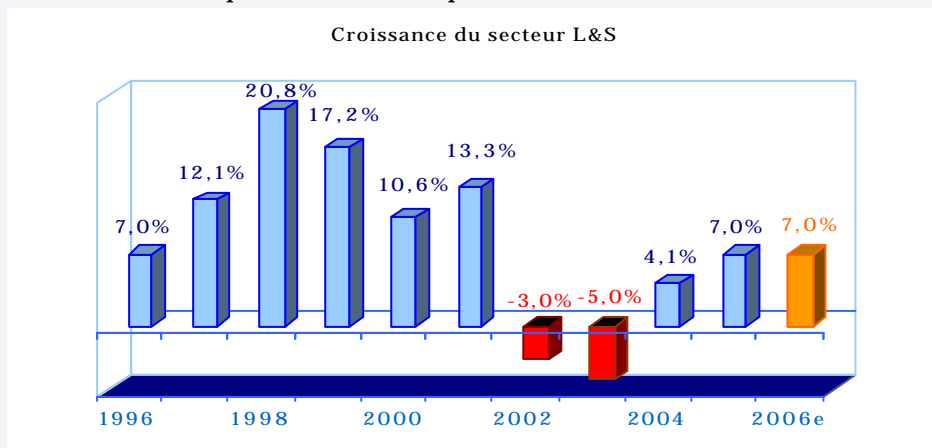
L'effet de ciseau affaiblit les marges

A la pression sur les prix qui se maintiennent relativement stables en raison de la forte concurrence des offreurs se rajoute une tendance à la hausse des salaires issue de l'insuffisance d'ingénieurs qualifiés sur le marché, ainsi que des pressions inflationnistes. Ainsi, SII voit ses marges se réduire en 2006 en raison de ce double impact négatif.

Cette tendance devrait se poursuivre avec une marge opérationnelle attendue entre 9 et 10%.

Une croissance du secteur certes...mais qui reste fragile

Le secteur des SSII est fortement dépendant du rythme de croissance de l'économie globale. Même si en 2005 la croissance du L&S (environ 7%) est restée supérieure à celle du PIB français (1,4%), la reprise des investissements dans la plupart des secteurs industriels est relativement lente et les performances de SII pourraient être pénalisés par l'absence de dynamisme dans le secteur auquel se rajoute le grand nombre de concurrents présents actuellement. Les sources de valeur ajoutée restent rares et SII devra miser sur sa longue expérience dans le domaine et sur la prestation de services à proximité des clients parfaitement adaptés à leurs besoins.



Source : Syntec informatique

VALORISATION

EN UTILISANT LA MOYENNE PONDEREE DES METHODES DU VE/CA 07, P/E 07 ET DU DCF, NOUS OBTENONS UNE FAIR VALUE DE 47,5 SOIT 13,2% AU DESSUS DU DERNIER COURS.

	Poids	Fair Value
DCF	50%	49,4
Valorisation VE/CA 07	25%	49,0
Valorisation par P/E 07	25%	42,3
Fair Value		47,5 €

DCF

Coût moyen pondéré du capital (WACC)	
Cours, €	42,00
Nombre d'actions, M	3,0
Capitalisation, K€	126,0
Facteur bêta	0,9
Prime de risque du marché	7,5%
Taux sans risque	4,0%
Coût des capitaux propres	10,8%
Part des fonds propres dans l'entreprise	100%
Coût de la dette	0,0%
Taux marginal d'imposition	33,5%
Coût de la dette après impôt	0,0%
Part des dettes dans l'entreprise	0%
Coût moyen pondéré du capital (WACC)	10,8%
Taux de croissance à l'infini	2,5%

Source : NexResearch

Estimation des FCF, €	Mars-07e	Mars-08	Mars-09	Mars-10e	Mars-11e
CA	127 500	150 450	173 018	190 319	209 351
<i>croissance CA</i>	21%	18%	15%	10%	10%
EBIT	11 987	13 704	16 620	18 473	20 739
<i>marge EBIT</i>	9,4%	9,1%	9,6%	9,7%	9,9%
EBIT*(1-tax)	7 972	9 113	11 053	12 284	13 791
+ Dotations aux amortissements	1 186	1 385	1 577	1 500	1 300
- Investissements nets	2 000	2 100	1 900	1 750	1 500
- Augmentation du BFR	4 000	2 000	1 500	1 500	1 300
= Free Cash Flow (FCF)	3 158	6 398	9 230	10 534	12 291
Valeur résiduelle (VR)					152 710

Discounted Cash Flow	
Valeur présente de FCF	32 385
+Valeur présente de VR	101 506
= Valeur d'entreprise	133 891
- Dettes nettes	-14 400
= Valeur	148 291
Fair Value	49,4 €

Méthode des comparables

Valorisation VE/CA		K€
CA 2007e		150 450
VE/CA comparable, 2007e		0,88
= Valeur d'entreprise		132 722
- Dettes nettes		-14 400
Valeur		147 122
	Fair Value	49,0 €

Valorisation P/E		
BPA 07E		3,112
P/E Comparables 07E		13,59
	Fair Value	42,3 €

Comparables	Cours	Capit, M€	VE	VE/CA 06	VE/CA 07	PE 2006	PE 2007
Alten	28,50 €	878	809	1,45	1,37	17,92	15,92
Assystem	21,94 €	417	472	0,70	0,64	15,34	13,30
Steria	41,25 €	748	762	0,65	0,60	13,18	11,92
Altran	9,66 €	1 106	1 438	0,97	0,92	17,25	13,23
Moyenne				0,96	0,89	16,26	13,71

ACTIVITE DE SII

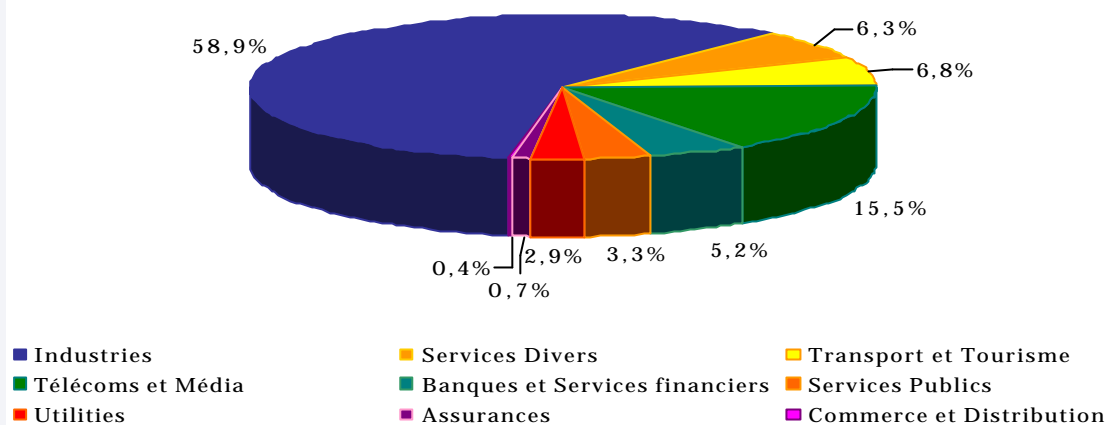
SII figure parmi les leaders des solutions aux projets à valeur ajoutée technologique aux grandes entreprises. Créée en 1979, c'est une société de services informatiques spécialisée sur deux pôles d'activité :

- la prestation de services de R&D externalisée dans les domaines informatique, télécom et électronique où elle figure parmi les 10 premiers acteurs français avec une part de marché de 1,6%
- la conception, intégration et maintenance de systèmes en informatique technique et réseaux

La société réalise l'essentiel de son chiffre d'affaires pour le compte de grands groupes industriels et concentre son activité en France (36% en Ile de France et 63% en Province), plus de 99% du chiffre d'affaires est réalisé sur le territoire national.

Les entreprises ont aujourd'hui plus que jamais besoin de consacrer une part importante de leurs ressources à la R&D pour assurer leur pérennité sur des marchés de plus en plus concurrentiels. Le renouvellement de la gamme de produits et les changements technologiques rapides les obligent à faire appel à des partenaires spécialisés qui disposent de l'expertise et du savoir-faire nécessaire pour les accompagner dans leur activité de R&D.

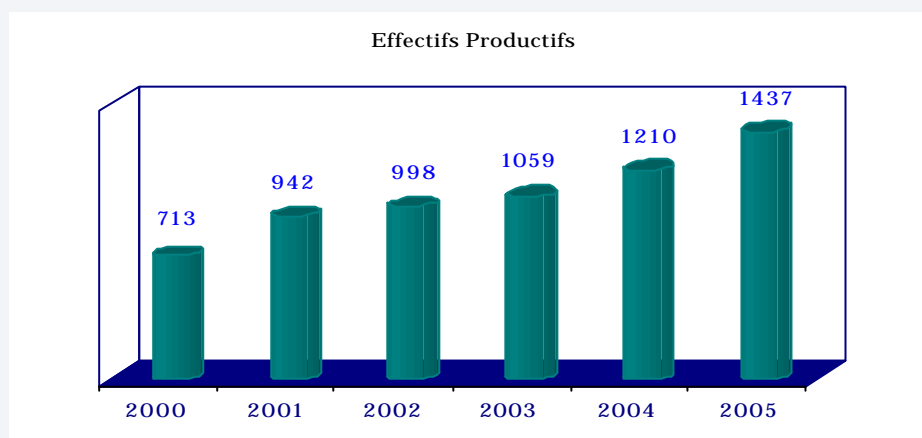
Répartition du CA 05/06 par activités



Source : SII

Le modèle de développement de SII est celui d'un positionnement local stratégique par un réseau d'agences à proximité des clients. La structure décentralisée adoptée par SII est de plus en plus appréciée notamment par les clients de taille importante à la recherche d'économies de coûts.

Toutes les ressources étant au niveau de l'agence, le suivi des projets et le suivi des personnels sont effectués au niveau le plus élémentaire et garantissent ainsi une réactivité très importante aux besoins des clients locaux dans le périmètre géographique d'influence de l'agence.



Source : SII

Le développement de SII est basé exclusivement sur la croissance interne. La croissance externe ne fait pas partie des objectifs de la société et seulement deux fonds de commerce de taille peu significative, à Lille et à Montpellier, (15 et 23 personnes pour un CA d'environ 3M€) ont été achetés en 2005. Au cours de l'exercice 2005/2006, 300 postes ont été créés et malgré les difficultés de recrutement qu'elle rencontre, SII compte poursuivre sa politique active d'expansion des équipes.

Sur un marché où la reprise se fait progressivement ressentir, la concurrence continue à peser sur les marges et ce sont toujours les acheteurs qui dictent les règles. Le secteur des services informatiques reste très atomisé, avec une forte concurrence tant au niveau des petites structures que des grandes SSII dont certaines divisions concurrencent l'offre de SII.

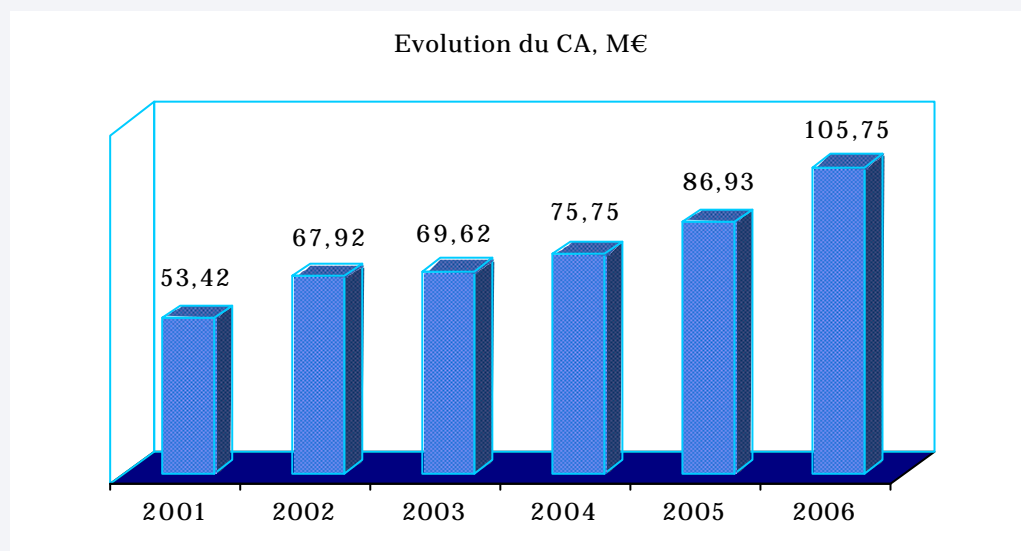
Début janvier 2006, SII a ouvert sa première filiale à l'étranger, en Pologne dans le but de contourner la reprise plus lente que prévu du marché français des services informatiques et l'érosion continue des profits.

Nos projections

	IFRS K€	mars-05	mars-06	mar-07e	mar-08e	mar-09e
Chiffre d'affaires Net		86 930	105 750	127 500	153 000	175 950
<i>Croissance du CA, %</i>			21,6%	20,6%	20,0%	15,0%
Autres produits d'exploitation		779	938	1 120	1 330	1 515
Total Produits d'exploitation		87 709	106 688	128 620	154 330	177 465
Achats consommés		-7 626	-9 184	-10 962	-13 023	-14 827
Charges de personnel		-67 007	-82 736	-100 751	-121 505	-139 032
Autres charges d'exploitation		-94	-113	-135	-161	-183
Impôts et taxes		-2 478	-2 999	-3 598	-4 296	-4 916
Dotations aux amortissements		-825	-994	-1 186	-1 409	-1 604
Total Charges d'exploitation		-78 030	-96 027	-116 632	-140 394	-160 562
RESULTAT D'EXPLOITATION		9 679	10 661	11 987	13 936	16 902
<i>Marge d'exploitation, %</i>		11,1%	10,1%	9,4%	9,1%	9,6%
RESULTAT FINANCIER		252	300	303	333	367
RESULTAT COURANT AVANT IMPOTS		9 931	10 961	12 290	14 269	17 269
Impôts sur les bénéfices		-3 440	-3 672	-4 117	-4 780	-5 785
RESULTAT NET		6 491	7 289	8 173	9 489	11 484
<i>Marge nette, %</i>		7,5%	6,9%	6,4%	6,2%	6,5%

Source : SII, nos estimations

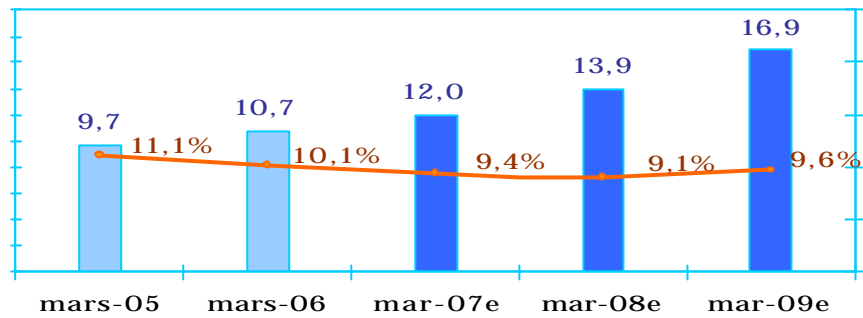
Quelques données financières



Source: Document de référence SII 04/05

Le chiffre d'affaires reprend sa progression avec un taux supérieur à 20% pour un deuxième exercice consécutif. La demande reste soutenue et s'accroît par la complexité croissante des équipements électroniques proposés dans tous les secteurs industriels : l'aéronautique, les télécoms, les automobiles, les services financiers. L'externalisation de la R&D devient une pratique de plus en plus courante dans les grands groupes et SII pourra bénéficier d'un fort potentiel de développement avec la consolidation du marché.

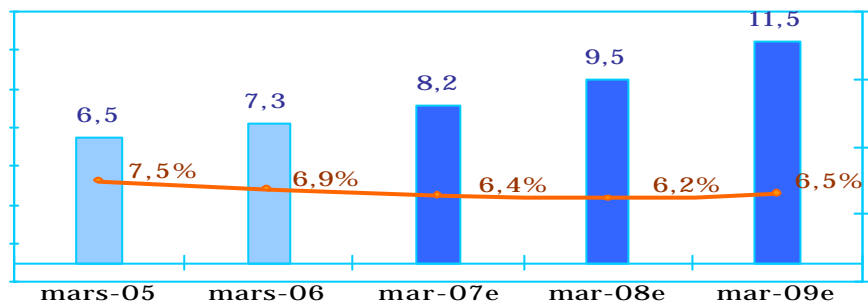
Résultat d'exploitation, M€
Marge d'exploitation, %



Source: Document de référence SII 04/05, nos estimations

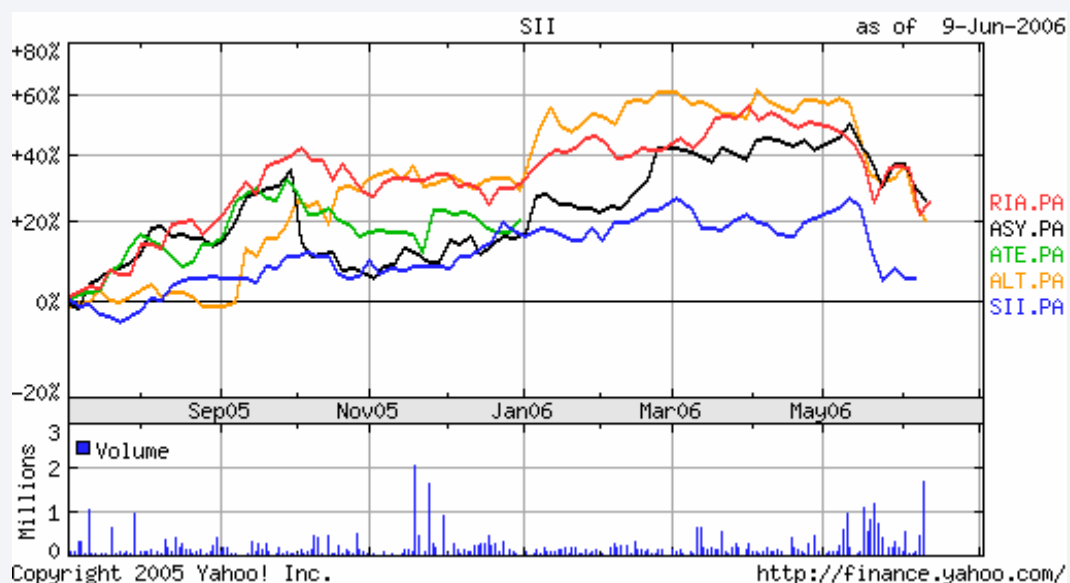
La marge opérationnelle décroît de 1% entre 2005 et 2006 en raison de la stabilité des prix sur le marché accompagnée de la hausse des charges de personnel. Cette baisse va se poursuivre et pour l'exercice en cours SII table sur un objectif de marge d'exploitation entre 9 et 10%. Nous retenons un niveau de REX à 9,4% du chiffre d'affaires 2007. La marge nette est aussi décroissante, 6,9% en 2006 contre 7,5% pour l'exercice précédent.

Résultat net, M€,
Marge nette, %



Source: Document de référence SII 04/05, nos estimations

GRAPHIQUE : SII VS COMPARABLES



Source : Yahoo!

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

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.