



SYSTRAN

FR0004109197 – RAN

ACHAT. FV: 4.14€

Données boursières		K €	2006e	2007e	2008e	2009e
Dern. Cours	3,50 €	Chiffre d'Affaires	9 342	12 031	14 155	15 888
Vol moyen (3m):	3 572	Résultat opérationnel	1 234	2 410	3 064	3 836
Cap. Boursière, M€	34 689	Marge opérationnelle, %	13,2%	20,0%	21,6%	24,1%
Nombre d'actions	9 911	RN part du Groupe	882	1 723	2 146	2 670
Var. sur 1 an:	4,84/2,76	Marge nette, %	9,4%	14,3%	15,2%	16,8%
VE, M€	24 766	BNA dilue, €	0,09	0,17	0,22	0,27
Disponibilités, M€	10 169	P/E	39,3	20,1	16,2	13,0
Dettes financières, M€	246	VE/CA	2,65	2,06	1,75	1,56

Source: Nexresearch.

NOTRE OPINION

EN UTILISANT LA METHODE DU DCF, NOUS OBTENONS UNE FAIR VALUE DE 4.14€ PAR ACTION, 18.3% AU-DESSUS DU DERNIER COURS.

RESUME - CONCLUSION

Systran vient de publier un CA06 de 9,3 millions d'euros et un résultat opérationnel de 1,2M€. Ces chiffres, respectivement en baisse de 7,6% et 63,2%, sont largement inférieurs à nos attentes.

Les mauvaises nouvelles sont derrière nous et nous passons de neutre à l'achat avec une fair value de 4,14€ pour les raisons suivantes:

- **La détérioration de la marge opérationnelle 2006 a été le résultat de lourds investissements mis en oeuvre pour le développement, le marketing et la commercialisation de la version 6.0 du logiciel de la gamme Desktop. Ces investissements étaient absolument nécessaires pour assurer la croissance de l'entreprise. En conséquence, le niveau de marge opérationnelle en 2006 n'est pas structurel et 2007 devrait marquer une amélioration sensible de ce niveau de marge, à hauteur de 20.0% selon nos estimations.**
- **Le logiciel de traduction 6.0, dont la sortie initialement programmée courant 2006, vient tout juste d'être commercialisé en Février 2007. Ses améliorations significatives ainsi que le renforcement de l'équipe commerciale vont faciliter les ventes et dynamiser une forte croissance de 28,8% sur laquelle nous tablons.**
- **Les services professionnels ont réalisé une belle performance sur l'exercice 2006, le groupe a signé d'importants contrats avec des grands comptes, notamment l'administration américaine. Sans bénéficier de la croissance de la vente de logiciels, nous estimons que cette activité qui contribue pour environ 30% aux ventes du groupe va continuer à se développer à hauteur de 13,5% en 2007.**

- **Systran bénéficie d'une position de leader sur le marché de la traduction, position renforcée par les évolutions notables de la nouvelle version 6.0 de son logiciel phare. Compatible avec Windows Vista, ce logiciel devrait aussi profiter de la dynamique du secteur de l'informatique que génère le lancement d'un nouveau système d'exploitation Microsoft.**

FAIT MARQUANT

Lancement de la version 6.0 de la gamme Desktop

Tant attendu pour 2006, la nouvelle version du logiciel star du groupe a finalement été commercialisé début 2007 à l'occasion du lancement de Windows Vista avec lequel il est compatible. Les efforts de recherche, de mise au point et de marketing engagés l'an dernier n'ont donc pas pu porter leur fruit sur l'exercice 2006 mais vont sans nul doute dynamiser les ventes cette année. Le logiciel est considéré comme la référence de traduction, ses nouvelles fonctionnalités notamment l'intégration de dictionnaires, devraient asseoir sa notoriété.

VALORISATION

En utilisant la méthode du DCF, nous obtenons une fair value de 4.14€ par action, 18.3% au-dessus du dernier cours.

	Poids	Fair Value
Discounted Cash Flow	100%	4.14 €
Fair Value		4.14 €

Source: Nexresearch.

DCF

Coût moyen pondéré du capital (WACC)	
Taux sans risque	3,85%
Prime de risque du marché	4,25%
Facteur bêta	1,6
Coût des fonds propres	10,4%
Part des fonds propres dans l'entreprise	99,3%
Coût de la dette	3,3%
Taux marginal d'imposition	34,3%
Coût de la dette après impôt	2,1%
Part des dettes dans l'entreprise	0,7%
Coût moyen pondéré du capital (WACC)	10,4%
Taux de croissance à l'infini	3,5%

Source: Nexresearch.

Estimations des FCF, K€	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e
Chiffre d'affaires	12 031	14 155	15 888	17 017	17 731
<i>croissance CA</i>	<i>28,8%</i>	<i>17,7%</i>	<i>12,2%</i>	<i>7,1%</i>	<i>4,2%</i>
EBIT	2 410	3 064	3 836	4 228	4 494
<i>marge EBIT</i>	<i>20,0%</i>	<i>21,6%</i>	<i>24,1%</i>	<i>24,8%</i>	<i>25,3%</i>
EBIT*(1-tax)	1 583	2 012	2 519	2 776	2 951
+ Dotations aux amortissements	235	235	235	220	220
- Investissements nets	-405	-360	-320	-210	-150
- Augmentation du BFR	-400	-450	-475	-440	-434
= Free Cash Flow (FCF)	1 013	1 437	1 959	2 346	2 587

Valeur résiduelle (VR)

Source: Nexresearch.

38 927

Discounted Cash Flow	K€
Valeur présente de FCF	6 853
+Valeur présente de VR	24 252
= Valeur d'entreprise	31 106
- Dettes nettes	-9 923
= Valeur	41 029
Valeur par action	4,14 €

Source: Nexresearch.

PROJECTIONS FINANCIERES

(en milliers d'Euros)	2006	2007e	2008e	2009e
Edition de logiciels (Software Publishing)	6236	8506	10224	11594
Services Professionnels (Professional Services)	3106	3525	3931	4294
Chiffre d'affaires	9342	12031	14155	15888
Achats et autres charges externes	-3187	-4067	-4685	-5116
Impôts, taxes et versements assimilés	-239	-242	-270	-290
Charges de personnel	-4454	-5197	-6016	-6546
Dotations aux amortissements et provisions d'exploitation nettes de reprises	-269	-235	-235	-235
Autres produits et charges d'exploitation	-20	50	65	75
Résultat opérationnel courant	1173	2340	3014	3776
Autres produits et charges opérationnels	61	70	50	60
Résultat opérationnel	1234	2410	3064	3836
<i>Marge opérationnelle</i>	<i>13,2%</i>	<i>20,0%</i>	<i>21,6%</i>	<i>24,1%</i>
Résultat financier	19	213	204	230
Résultat avant impôts	1253	2623	3268	4066
Impôts sur les bénéfices	-371	-901	-1122	-1396
Résultat net (part du groupe)	882	1723	2146	2670
<i>Marge nette</i>	<i>9,4%</i>	<i>14,3%</i>	<i>15,2%</i>	<i>16,8%</i>
Résultat net par action	0,09	0,17	0,22	0,27
Résultat net par action après dilution	0,08	0,15	0,19	0,24

Source: Nexresearch.

NFinance est une société d'analyse et d'ingénierie financière. 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 NFinance ne saurait être engagée, directement ou indirectement, en cas d'erreur ou d'omission.

En applications des règlements de l'AMF et du code des sociétés et des marchés financiers, nous publions les informations suivantes : Montages d'opérations financières : néant, intérêt personnel de l'analyste : néant, prestations de conseils : néant, communication préalable à l'émetteur : non.

Ce document ne peut pas être distribué au Royaume Uni, sauf aux personnes autorisées ou exemptées sous le UK Financial 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 sujet de cette étude n'ont pas été enregistrées avec le Securities and Exchange Commission et envoyer cette étude à un résident des États-Unis est interdit.