



NexResearch

Guillaume Cauchoix
guillaume@nexfinance.fr
www.nexresearch.fr
27 avril 2006

O2i
(FR0010231860 - ALODI)
FAIR VALUE: 8,6€

Données boursières		Compte de résultat, €M	2004*	2005	2006e	2007e
Dern. Cours, €	6,80	Chiffre d'affaires	18,5	14,0	18,8	21,5
Vol moyen (3m)	4132	Résultat d'expl.	-1,8	0,4	0,9	1,3
Cap. Boursière, M€	12,7	Résultat net	-1,9	0,4	0,8	1,0
Nombre d'actions, M	1,872	Marge d'expl.	-9,9%	3,2%	4,8%	6,2%
Var. sur 1 an:	5,56 - 6,8	Marge nette	-10,4%	2,8%	4,1%	4,7%
		R. dilue par action,				
Disponib., M€	2,5	EUR	-1,28	0,21	0,41	0,54
Dettes fin., M€	0	PER	-5,3	32,8	16,7	12,6

Source: boursorama.com, NexResearch.

NOTRE OPINION

En utilisant la moyenne pondérée des méthodes P/E 06, EV/CA 06 et DCF, nous obtenons une Fair Value de 8,6€ par action, 26% au-dessus du dernier cours.

RESUME-CONCLUSION

Une stratégie validée

A l'occasion de la publication des résultats 2005 d'O2i conformes à nos attentes, nous revenons sur les récentes acquisitions du groupe et leur impact pour 2006.

Stratégiquement, O2i confirme sa volonté d'enrichir son offre de services tout en étendant sa couverture géographique. En tant que leader français de l'ingénierie informatique pour la production graphique numérique, O2i joue parfaitement son rôle de fédérateur du secteur grâce à un build up pertinent industriellement et géographiquement.

Ainsi, un grand nombre de nouveaux services vont être mis en oeuvre pour répondre à l'attente forte constatée par O2i auprès des professionnels depuis de nombreuses années. Ce secteur en mutation accélérée depuis quelques années nécessite une part importante de formation, d'assistance et de suivi pour profiter au mieux des opportunités offertes par les nouvelles technologies.

Si sur l'exercice 2006, O2i oeuvrera essentiellement à l'intégration de ces nouveaux services et à l'optimisation des synergies commerciales et techniques attendues de ces acquisitions, l'entreprise conserve un très important potentiel avec la Serv'Obox pour la fin d'année et 2007.

Ce serveur de nouvelle génération regroupant l'ensemble des outils nécessaires pour gérer et protéger le réseau local des PME/TPE est une innovation prometteuse qui n'attend qu'une force de vente dédiée pour connaître le succès. Cet investissement humain sera réalisé courant 2006.

Le passage en cotation continue nous permet d'enlever la décote d'illiquidité de 25% que nous appliquions précédemment à O2i, ce qui explique notre nouvelle Fair Value de 8,6€ contre 7,2€ auparavant.

FAITS MARQUANTS

Les résultats 2005, les annonces pour 2006

Avec un chiffre d'affaires de 13,9M€ pour un résultat d'exploitation de 448K€ (3,2% de marge opérationnelle) et un résultat net de 388K€ (2,8% de marge nette), O2i a dévoilé des résultats très légèrement supérieurs à nos attentes et aux annonces qu'ils avaient faites lors de leur introduction sur Alternext.

Parallèlement, la société a annoncé une prévision de hausse de son CA supérieure à 30% pour l'année 2006. Nous estimons celle-ci à 34,8% et anticipons également une croissance du résultat opérationnel de l'ordre de 50% à 900K€, soit une MOP de 4,8%. Cette nette progression des performances opérationnelles sera permise par l'amélioration du mix produit qui devient plus favorable avec la domination progressive du pôle services.

En effet, alors que nous attendions pour 2008 le rééquilibrage entre les services et les équipements dans le mix produit, cela devrait être chose faite dès 2006 grâce aux acquisitions d'Argos et M2i.

Les acquisitions

En rachetant l'activité ingénierie informatique pour la production graphique numérique d'Argos Nord, O2i a éliminé un concurrent et renforcé sa couverture du territoire dans la région Nord Pas de Calais (et la Belgique) qu'il juge essentielle pour son développement. Sur cette zone dynamique, Argos permettra à O2i de densifier son réseau commercial. Argos a réalisé un CA de 2,4M€ en 2005.

L'acquisition de M2i Formation, leader de la formation continue sur les applications et logiciels pour la production graphique et audiovisuelle, positionne directement O2i comme un leader sur les services d'assistance aux utilisateurs. M2i constitue un grand pas en avant dans cet axe majeur de développement de O2i en lui permettant d'intervenir sur toute une nouvelle gamme de services auprès de ses utilisateurs de stations graphiques et de logiciels spécialisés. M2i a réalisé un CA de 1,75M€ en 2005.

Grâce à cette croissance externe, O2i dispose désormais de deux centres de formation (à Paris et Marseille, issus de M2i) et de 3 salles de formations dans le nord de la France (issues de Argos). Ces nouvelles structures vont permettre à O2i de rapidement mettre en place son offre de formation continue.

Cette large politique de formation ne nécessitera pas d'investissements notables à court terme puisque O2i dispose déjà de spécialistes métiers en interne et sera donc aisément mise en œuvre. Une forte demande est palpable et le cadre réglementaire (Droit Individuel de Formation, Congé Individuel de Formation...) est propice au développement soutenu de cette activité.

L'effet « Box » !

Ce chantier fera temporairement passer au second plan la nouvelle perle d'O2i, la Serv'Obox. En effet, O2i reste une petite structure et le management préfère concentrer ces ressources à court terme sur le développement du pôle formation qui donnera des résultats tangibles beaucoup plus rapidement à un coût nettement moindre.

Il n'empêche que la Serv'Obox recèle un potentiel de croissance considérable à moyen terme. Cette solution serveur innovante à destination des PME et TPE apporte une réponse globale à l'ensemble des nouvelles problématiques de gestion et de protection d'un réseau informatique. Véritable alternative à l'administrateur réseau au sein de l'entreprise, la Serv'Obox séduira sans doute les entreprises par son coût (à partir de 230€ HT par mois) et la très grande variété de services associés.

Le management est déterminé à mettre beaucoup de moyens sur le Serv'Obox au 2^{me} semestre 2006, en créant une force commerciale dédiée et en passant des partenariats avec des entreprises du secteur susceptibles de leur offrir des canaux plus larges de diffusions.

VALORISATION

En utilisant la moyenne pondérée des méthodes P/E 06, EV/CA 06 et DCF nous obtenons une fair value de 8,6€ par action, soit 26% de potentiel de hausse.

	Poids	Fair Value
Discounted Cash Flow	33%	8,8
Valorisation P/E	33%	7,4
Valorisation VE/CA	33%	9,6
Fair Value (Moyenne Pondérée)		8,6

Source : NexResearch.

DCF

Coût moyen pondéré du capital (WACC)	
Taux sans risque	1,25
Prime de risque du marché	6,7%
Facteur beta	3,9%
Coût des capitaux propres	12,3%
Coût de la dette	0,0%
Taux marginal d'imposition	34,33%
Coût de la dette après impôt	0%
Part des fonds propres dans l'entreprise	100%
Part des dettes dans l'entreprise	0%
Coût moyen pondéré du capital (WACC)	12,3%
Taux de croissance à l'infini	2,0%

Source : NexResearch.

Estimations des FCF, K EUR	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
Chiffre d'affaires	18 824	21 522	24 360	26 339	28 051
<i>Croissance CA</i>	<i>34,8%</i>	<i>14,3%</i>	<i>13,2%</i>	<i>8,1%</i>	<i>6,5%</i>
EBIT	901	1 325	1 737	1 975	2 188
<i>marge EBIT</i>	<i>4,8%</i>	<i>6,2%</i>	<i>7,1%</i>	<i>7,5%</i>	<i>7,8%</i>
(-) Impot	-153	-331	-596	-678	-751
(+) Dotations aux amortissements	678	732	780	790	898
(-) Investissements nets	-450	-450	-500	-550	-600
(-) Augmentation du BFR	-486	-270	-284	-198	-171
Free Cash Flow	489	1 006	1 136	1 340	1 563
Valeur résiduelle (VR)					15 518

Source : NexResearch.

Discounted Cash Flow	
Valeur présente de FCF	4 217
+Valeur présente de VR	9 766
= Valeur d'entreprise	13 983
- Dettes nettes	2 500
= Valeur	16 483
Valeur par action	8,80

Source : NexResearch.

Valorisation par les multiples

Valorisation P/E

BNA 2006e	0,41
P/E comparable, 2006e	18,2
Valeur par action	7,42

Valorisation VE/CA

CA 2006e, K EUR	18 823,6
VE/CA comparable, 2006e	0,82
Valeur d'entreprise	15 518,0
Dettes nettes	2 500,0
Valeur	18 018,0
Valeur par action	9,62

Source : NexResearch.

		Cours	Cap.	VE/CA 05	VE/CA 06	P/E 05	P/E 06
Comparables France							
SQLI	SQI.PA	2,82	72,8	1,17	0,77	35,3	14,8
Aubay Technology	AUB.PA	7,45	88,7	1,13	0,82	32,4	18,2
Devoteam	DVT.PA	28,35	270,5	1,13	0,93	27,5	20,1
Prosodie	PRD.PA	21,5	129,9	0,99	0,93	22,6	17,2
Neurones	NRO.PA	6,09	141,6	0,81	0,79	20,3	21,0
	Mediane			1,13	0,82	27,5	18,2

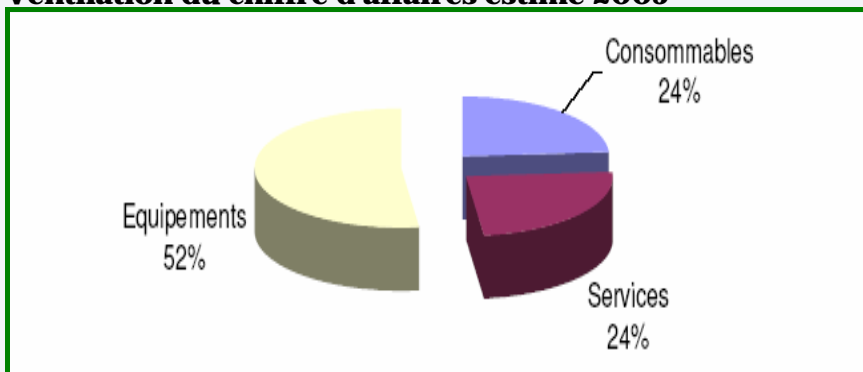
Source : NexResearch.

LES ACTIVITÉS DE O2I

Les activités du groupe O2I se déclinent en trois pôles :

1. **Les services** (24% du CA estimé à fin 2005 avec une marge brute de 85%) : conseil, formation, installation, contrats de maintenance, gestion et sécurisation des flux télécoms, infogérance (Serv'Obox). Parfaitement complémentaire avec les consommables et les équipements, le volume d'affaires des services est récurrent à 70% et le taux de renouvellement des contrats est supérieur à 95%.
2. **Les équipements informatiques** (52% du CA estimé en 2005 avec une marge brute de 27%) spécialisés et dédiés à la production graphique numérique: stations de travail (MAC/PC), Serv'Obox, solutions d'épreuve couleur. Tous les produits sont fournis « prêts à l'emploi », O2i se charge de l'intégration des interfaces et logiciels nécessaires.
3. **La distribution et la commercialisation de consommables** (24% du CA estimé fin 2005 avec une marge brute de 36%): O2I distribue les encres et supports spéciaux d'impression pour la production des épreuves couleurs de contrôle de tous les grands fabricants (Kodak, GMG, Mitsubishi, Epson, HP, Xerox, Folex...). Cette activité est la véritable vache à lait du groupe grâce à la récurrence de la demande et à la faible force de vente mobilisée.

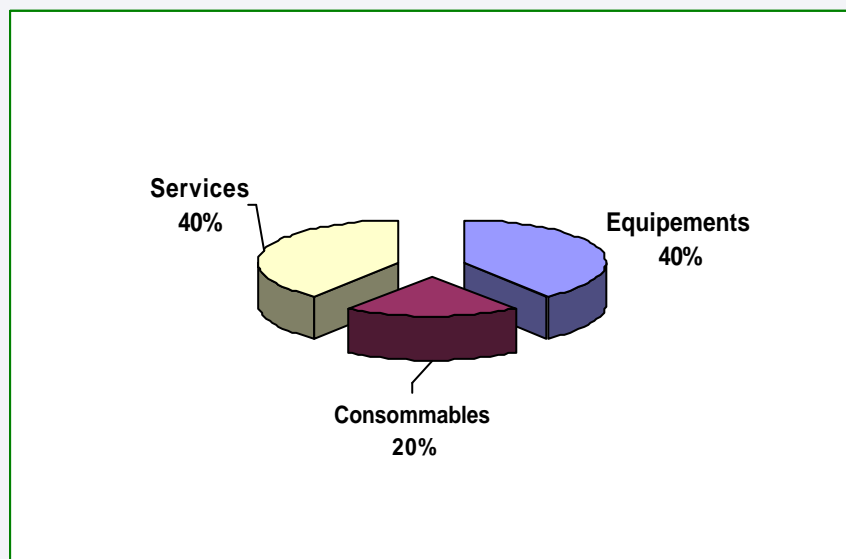
Ventilation du chiffre d'affaires estimé 2005



Source : O2I.

Voilà l'évolution que nous anticipons pour 2006.

Ventilation du chiffre d'affaires estimé 2006



Source : NexResearch.

La révolution Serv'Obox :

Cette nouvelle solution serveur co-développée par le groupe devrait sensiblement dynamiser le CA 2006 des activités services et équipements. Partant du constat simple que les PME et les TPE n'avaient pas toujours les moyens de s'offrir un ou plusieurs intégrateurs réseau pour gérer et sécuriser le réseau de leur entreprise, O2i a décidé de leur proposer une solution clé en main externalisée, parfaitement évolutive et nettement moins coûteuse.

Le produit en lui-même est par ailleurs technologiquement très en pointe et devrait séduire nombre de ces entreprises par l'exhaustivité de ses services. Il fonctionne sur une configuration PC standard en environnement Linux, système choisi pour son offre logicielle, sa fiabilité, sa résistance aux intrusions et sa capacité à être dépanné en télémaintenance. Techniquement supérieur à Windows, Linux ne rencontre pas le succès qu'il mériterait par sa relative difficulté d'utilisation qui nécessite l'externalisation de sa gestion et de sa maintenance (une barrière à l'entrée de plus pour O2i).

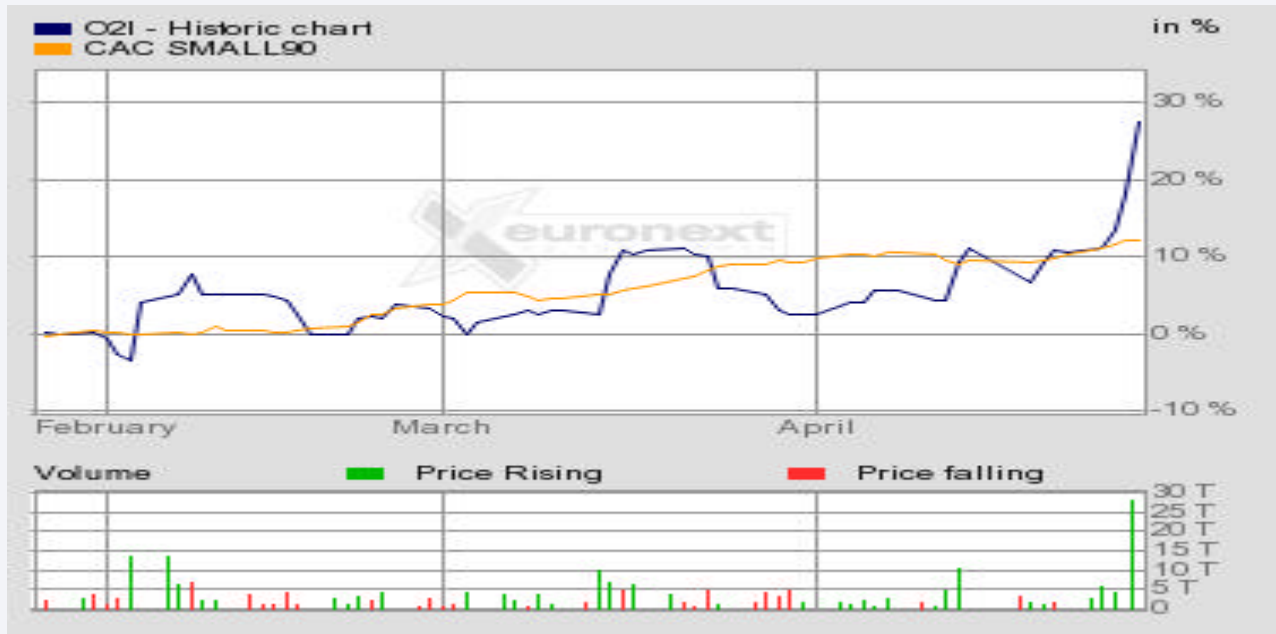
Le cœur de l'architecture est un firewall évolué sur lequel l'ensemble des outils de gestion et de protection viennent prendre place. Ainsi, dans sa configuration de base, Serv'Obox assure un filtrage du contenu internet, le partage de la bande passante pour garantir la disponibilité de tous les services réseau, intercepte les virus et les Spams, accepte les connexions distantes, héberge le site de l'entreprise, son serveur de courrier électronique et sécurise l'échange de ces courriers en interne, le tout avec une assistance 24h/24 et 7j/7 pour 230€ HT par mois. Le succès devrait être au rendez-vous...

PROJECTIONS FINANCIERES

€000	FY03	FY04	FY05BP	FY06E	FY07E	FY08E
<i>CA Distribution films</i>	11852,01	7263,33				
Services	2656,13	2704,01	3314	7456,5	9693,5	12116,8
Equipements	5021,93	5854,12	7289	7507,7	7582,7	7658,6
Consommables	2225,74	2649,62	3356	3859,4	4245,3	4585,0
Chiffre d'affaires	21755,80	18471,08	13959,00	18823,57	21521,54	24360,35
Coûts achat des m/dises						
<i>Coûts achats Distribution films</i>		-6329,20				
Services	-610,43	-525,44	-554,6	-2647,1	-3489,6	-4483,2
Equipements	-3738,03	-4450,90	-5322,1	-5518,1	-5596,1	-5705,6
Consommables	-1656,45	-1832,58	-2095,7	-2416,0	-2717,0	-2934,4
Total Coûts achat des m/dises	-6004,91	13138,12	-7972,34	10581,18	11802,73	13123,24
Marge brute	72,4%	28,9%	42,9%	43,8%	45,2%	46,1%
<i>Coûts dir. Distribution films</i>		-554,51				
Coûts directs sur ventes	-103,47	-193,38	0	0	0	0
	15647,42	4585,06	5986,66	8242,39	9718,81	11237,12
<i>Coûts oper. Distribution films</i>		-2490,06				
Coûts operationels	-3554,92	-3924,55	-5538	7341,192	8393,399	9500,538
Resultat d'exploitation	12092,50	-1829,55	448,66	901,20	1325,41	1736,58
Marge d'exploitation	55,6%	-9,9%	3,2%	4,8%	6,2%	7,1%
<i>Res. Fin. Distribution films</i>		-97,74				
Resultat financier	-161,55	-132,72	-15,00	20,00	20,00	25,00
Resultat exceptionnel	67,62	47,88	0,00	0,00	0,00	0,00
Resultat courant avant impot	11998,58	-1980,21	433,66	921,2	1345,4	1761,6
IS	-15,09	63,89	-46,00	-156,6	-336,4	-604,7
Resultat net	11983,49	-1916,31	387,7	764,59	1009,06	1156,83
Marge nette	55,1%	-10,4%	2,8%	4,1%	4,7%	4,7%
Nombre d'actions		1 500,0	1 872,4	1 872,4	1 872,4	1 872,4
Nombre d'actions dilue			1 872,4	1 872,4	1 872,4	1 872,4
BNPA, €		-1,28	0,21	0,41	0,54	0,62
BNPA dilue, €			0,21	0,41	0,54	0,62

Source : NexResearch

O2I VS CACSMALL 90



Source : Euronext.com

NexFinance Holdings 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 en mention ci-dessus. Les informations exposées dans ces analyses et où études sont issues de sources dignes de foi. La responsabilité de NexFinance Holdings 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 NexFinance Holdings 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 Nexgen ne possèdent de valeurs mobilières émises par les sociétés sujettes à nos analyses. Vous pouvez trouver plus d'information sur notre site Internet à : www.nexresearch.fr.

En application 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, communications préalables 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 sujettes à cette étude n'ont pas été enregistrées avec la Securities and Exchange Commission et envoyer cette étude à un résident des États-Unis est interdit.