Umanis

Una de las acciones más baratas de Europa

True Value F.I.

ISIN (ES0180792006)

Alejandro Estebaranz Martín

&

Jose Luis Benito Corres



renta4

¿ Qué múltiplo pagarías por una empresa con las siguientes características ?

¿ Qué múltiplo pagarías ?

- En los últimos 6 años las ventas han pasado de 50m€ a 160m€
- Lleva creciendo al 15% anual mas de 15 años.
- Negocio resistente a las crisis.
- Ha recomprado el 40% de las acciones en los ultimos 6 años.
- Los fundadores poseen el 66% de las acciones.
- Crecimiento orgánico del 5%-10% complementado con M&A (realizado a precios atractivos)
- En sus sector se espera un crecimiento del 10%-15% anual en los próximos años.
- Baja deuda, de tan solo 0,5x EBITDA…
- Altos retornos sobre el capital invertido.

Este es el precio a pagar

- EV/EBIT de 3,8x
- EV/EBITDA de 3,6x
- PER 6x
- P/FCF de 5,5x

- Además, estos múltiplos se reducen un 20% ó mas cada año que pasa debido al crecimiento, recompra de acciones y M&A ¡¡¡

- Esto implica que si el precio no sube, en 2020 cotizaría a PER 2x , EV/EBIT 1,5x , …

Sumario



- ¿ Por qué invertir en Umanis ?
- Excelente historia y equipo gestor
- Un sector al alza
- Valoración y precio objetivo
- ¿ Por qué esta barata ?
- Conclusiones

¿ Por qué invertimos ?

- Sector en crecimiento y resistente a las crisis.
- **Excelente equipo gestor, alineado con el accionista.**
- La empresa ha triplicado sus ventas y beneficios en los últimos 5 años.
- Todavía es pequeña y tiene espacio para crecer.
- El equipo gestor tiene ambiciosos planes. (y en el pasado ha cumplido estos planes).
- El **mercado apenas sabe de su existencia. (no la cubre ningún analista…)**

Umanis

¿ por qué invertimos ?

- Cotiza en Francia (ALUMS) a 20€ por acción
- Tanto por valoraciones privadas, publicas y absolutas su valor **actual es de 50€-60€.**
- **En un futuro a 3-5 años estimamos un valor de 60€-100€.**
- Es una de las principales posiciones del fondo True Value. (poseemos un 3% del capital).

Umanis

¿ Qué hace la empresa ?

¿ A qué se dedica Umanis ?

- Empresa de servicios y consultoría IT
- Enfocada en el sub-segmento de Business intelligence y Big Data
- Fundada en los años ‘90 por su actual CEO (ex director de análisis en EDF)



Umanis

- Ha pasado de facturar 40m en 2006 a facturar 160m en 2016
- La empresa ha recomprado y cancelado un 40% de sus acciones en los últimos 5 años.
- Los fundadores poseen el 65% de las acciones
- La capitalización bursátil de Umanis es similar al 2006, a pesar de que las ventas y el beneficio se han multiplicado por 4x veces, durante este tiempo.



¿ Qué es el Business intelligence?

- Definición : “Podemos señalar que el Business Intelligence es un sistema que analiza datos, normalmente estructurados en un **DataWarehouse**, generados por una empresa, y muestra cómo está funcionando el negocio en sus distintas áreas para poder tomar las mejores decisiones “



Aplicación en la vida real

- **Ejemplo empresa alquiler de coches**
- En estas empresas es crítico que la flota este utilizada y disponible en alto porcentaje.
- El BI y Big data recopila datos muy dispares, como las previsiones del tiempo, movimiento de turistas, eventos, historial de años anteriores, preferencias del consumidor…
- Con estos datos la empresa es capaz de anticiparse a la demanda y tener los vehículos ideales ,en los puntos correctos y en el plazo adecuado.
- Al aumentar la optimización de los recursos de la empresa, aumenta la rentabilidad. **Esto es la nueva economía.**



Principales clientes de Umanis

- Las empresa sirve a algunas de las corporaciones mas importantes de Francia
- La mayoría de sus clientes son solventes y de gran tamaño.

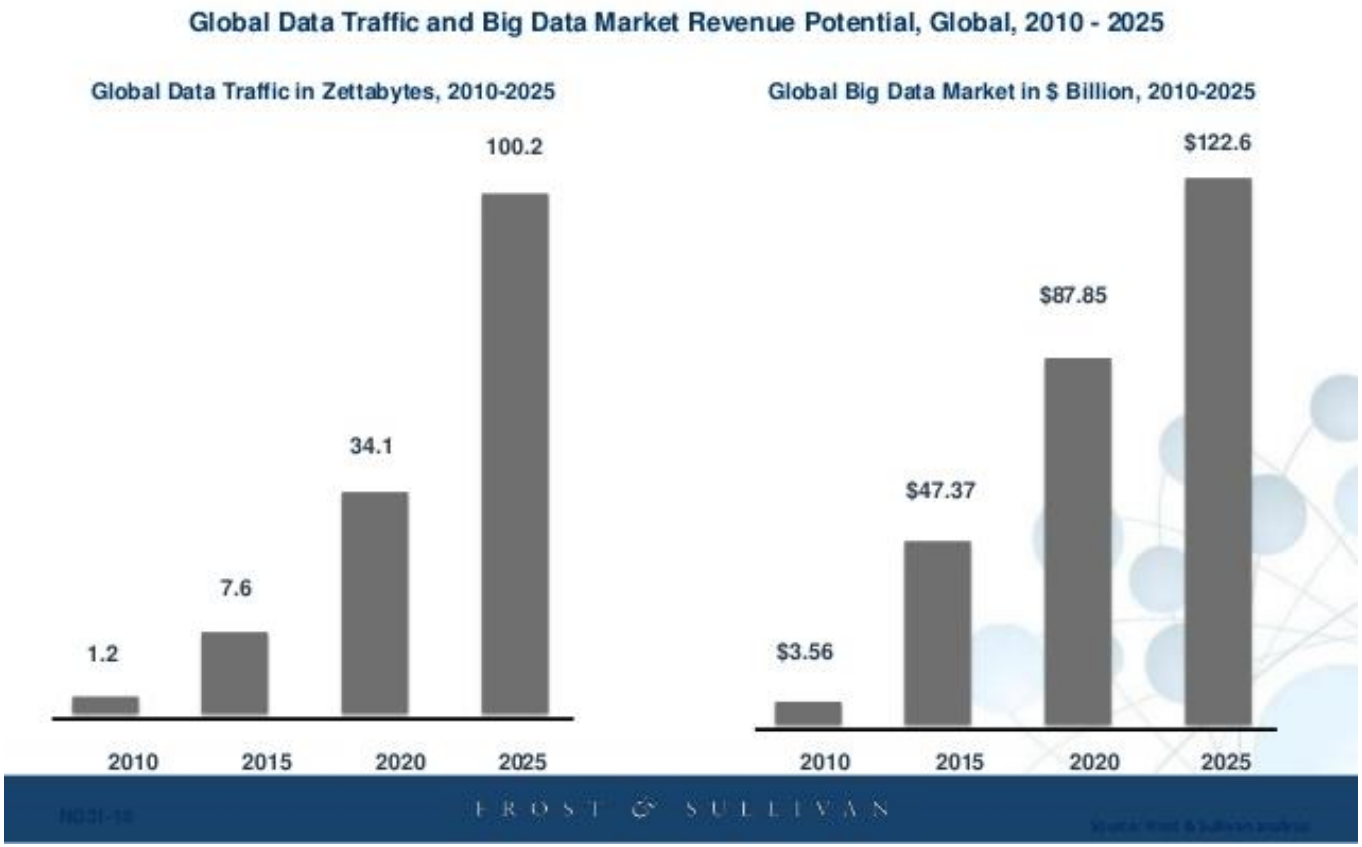
En 2014, Umanis a renouvelé ses référencements auprès des grands donneurs d'ordre, a ouvert des extensions de domaines et en a conclu de nouveaux tels que chez Orange, GIE Alliance, Bureau Veritas, Saint-Gobain, BNP, CARMAT, Total, Lagardère Active, La Poste, Chorégie, Swisslife, Mutex, Gras Savoye, Humanis et BPCE.

En parallèle, le groupe a ouvert de nouveaux comptes tels que le Bon Marché, Elior, MMA, Point P, Unedic, Cyrillus, Forco, Imprimerie Nationale, Fnac, Chorégie, Econocom, Novo Nordisk, Murex, Eusa Pharma, Institut Bergonie, Baxter, Becton Dickinson, HRA Pharma, Astrazneca, Cofely, Air Liquide, Total, Saur, Amaury, Sénat, Radio France, Régime Social des Indépendants, Conseil Supérieur du Notariat, CCCA BTP, Ministère des affaires étrangères, Ministère de l'écologie et du développement durable, Conseil Général du Val de Marne, Argus de l'automobile, Eiffage Energie, Galeries Lafayette, Ingenico, JC Decaux, Klepierre, Lacoste, April, Eurosmaster, Kredit Bank Luxembourg, Caisse d'Epargne Provence Côte d'Azur, Harmonie Mutuelle, Société Générale ALD, Gras Savoye, Capssa, Carmignac, etc.

Un sector al alza

Una de las tendencia mas fuertes de los próximos años

- El gasto mundial en Big Data y servicios relacionados ha pasado de 3,5B$ en 2012 a mas de 47B$ en 2015 y se espera que alcance mas de 80B$ en 2020. Un crecimiento anual del 15%
- En un mundo de bajo crecimiento, este es uno de los sectores mas dinámicos

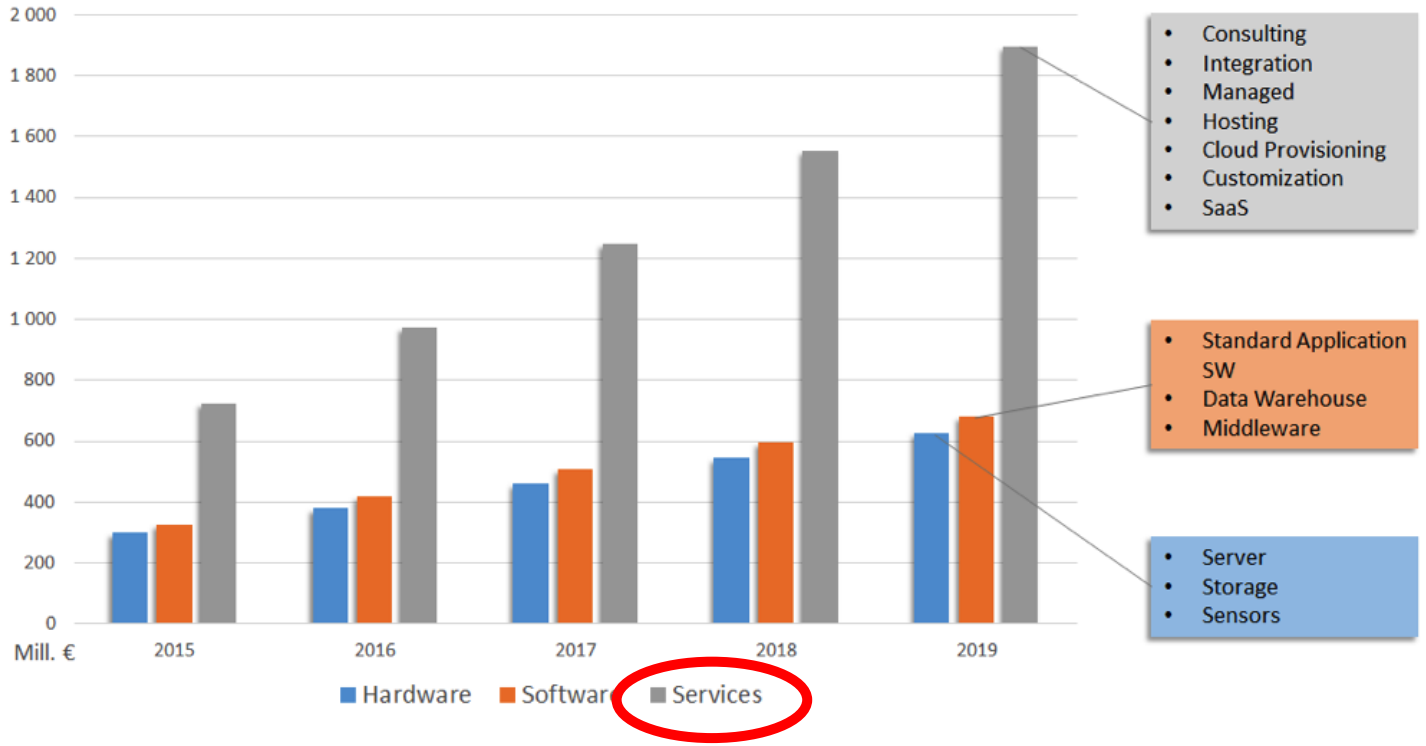


Ecosistema del sector

- **El sector se divide en <u>3 partes</u>** :
  - **Proveedores de software** (empresas que crean las aplicaciones, tales como Microsoft, Qlik, SAP,…)
  - **Proveedores de Hardware** (estas empresas proveen los servidores, Cpu's, sensores, data centers…). Cisco, Intel, HP…
  - **Proveedores de Servicios** (estas empresas instalan y adaptan el Hardware y el software , según las necesidades del cliente)
    - <u>**Umanis** es un proveedor de servicios</u>. Estas empresas tienden a ser empresas locales por su conocimiento y cercanía con el cliente. El idioma y el entorno regulatorio juegan un papel muy importante. (baja competencia en Francia de servicios off-shore , por el idioma).

Los proveedores de servicios Como Umanis , también se benefician de la bonanza del sector

- Umanis crece en Francia de forma orgánica al 5%-10%. Complementado con adquisiciones.



Fuente: syntec report

Impresionante historial de creación de valor en Umanis

Números impresionantes en los últimos 10 años

- **¿ Es justo que esta empresa, sin deuda y creciendo al 15% ,cotice a PER 6x , EV/EBIT de 3,5x ?. Probablemente NO**

Año (cifras en millones de € , excepto número de acciones)	2006	2008	2010	2012	2014	2016e
Ventas	47	55	55	88	138	160
EBIT	1,6	3	3,8	5,6	8	9
Net income/FCF	1,2	1,8	2,6	3	5	6
acciones	2,85m	2,6m	2,5m	2,3m	1,9m	1,7m

Fuente: Informes Umanis, elaboración propia.

Un equipo gestor austero y discreto

- El CEO no asiste a eventos de analistas, no existen apenas entrevistas y las raras veces que ha hecho previsiones futuras las ha cumplido.
  - (entrevista de 2006) http://www.boursier.com/actions/actualites/interviews/laurent-piepszownik-pdg-d-umanis-1543.html (donde predecía un crecimiento de 15% que al final fue del 20%... En los siguientes 10 años)…
  - Además los dos fundadores cobran sueldos modestos de 200k€ anuales.

NOTE 28 **REMUNERATION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET DE LA DIRECTION GENERALE**

Prénom,Nom	Rémunération brute/An				Société de rattachement
	Fixe	Avantages en nature	Variable	Jetons de présence	
Laurent PIEPSZOWNIK(PDG)	213 415 €	0 €	0 €	31 250 €	Umanis Investissement
Olivier POULIGNY (DG)	213 415 €	0 €	0 €	31 250 €	Umanis Investissement
Eric DELAFONTENELLE (Admin)	109 004 €	0 €	0 €	31 250 €	Umanis Investissement
Claude VIBERT-GUIGUE (Admin)	0 €	0 €	0 €	0 €	exterieur
Sophie DUPREZ (Admin)	0 €	0 €	0 €	0 €	exterieur
Maîlys LAFITE (Admin)	0 €	0 €	0 €	6 250 €	exterieur

Un equipo gestor que compra barato y vende caro

Un equipo gestor que entiende el capital allocation

- **Si ya de por si es raro ver esto en compañías de Francia es mas raro aún, verlo en un micro-cap de 30m€ de capitalización bursátil.**



- **Umanis amplia capital en un 10% en 2007 aprovechando que las acciones en máximos a PER 30x y 20x EV/EBIT**
- **Umanis recompra 40% de sus acciones en mínimos a 7€-20€ entre 2010 y 2016, cuando cotizaba PER 4x y 3x EV/EBIT**

Recompras de acciones

- En 2013 hizo una recompra adicional de acciones por el 15% del total a un precio medio de 6,80€. Hoy la acción cotiza a 20€…
- También realiza compras a mercado abierto de forma regular.

❑ **Offre publique de rachat (OPRA)**

Afin d'apporter une réponse favorable à la recherche de liquidité de certains des actionnaires ne souhaitant pas accompagner le transfert de cotation vers Alternext, la Société, sur décision du conseil en date du 9 décembre 2013, a proposé de racheter 455.640 de ses propres actions à un prix de 6,80 euros par action dans le cadre d'une offre publique de rachat en vue de leur annulation, en application des articles L. 225-204 et L. 225.207 du Code de commerce.

L'Offre qui a débuté le 13 décembre 2013 pour se clôturer le 10 janvier 2014 représentait une prime de 10,0% par rapport au cours de clôture du 25 novembre 2013 et une prime de 7,0% par rapport au cours moyen pondéré des 120 jours de négociation précédant cette date.

Elle constituait ainsi une opportunité pour les actionnaires, qui le souhaitaient, de trouver une liquidité que le marché ne leur offre pas aujourd'hui eu égard à la faible rotation du flottant et ce, à un prix incluant une prime sur le cours de bourse actuel.

Cette offre a fait l'objet d'une décision de conformité de l'AMF en date du 10 décembre 2013.

Le 17 janvier 2014, l'AMF a publié les résultats de l'OPRA : 330.505 actions ont été présentées conduisant à un taux de réponse d'environ 73%. La Société a ainsi racheté pour un montant de 2.247.434 euros, 330.505 de ses propres actions représentant 14,51 % de son

En 2016 lo han vuelto a hacer una nueva recompra de acciones.

En 2016 lo han vuelto a hacer ¡¡¡

- Nueva recompra de un 17% del capital a 20€ en SEPT-16…
- Tras la última recompra las acciones se multiplicaron en valor por 3x¡¡¡

Umanis

PDF 506Ko

Imprimer ce communiqué

Partager ce communiqué

OFFRE PUBLIQUE DE RACHAT D'ACTIONS (OPRA) EN VUE DE LA REDUCTION DE SON CAPITAL

Levallois-Perret, le 26 juillet 2016

OFFRE PUBLIQUE DE RACHAT D'ACTIONS (OPRA)

EN VUE DE LA REDUCTION DE SON CAPITAL

Mise à disposition de la note d'information relative à l'offre publique de rachat d'actions

PRIX DE L'OPRA : 20,00 EUROS PAR ACTION
NOMBRE D'ACTIONS VISEES PAR L'OFFRE : 330.000
DUREE DE L'OFFRE : 20 JOURS CALENDAIRES

Le présent communiqué est diffusé en application des dispositions de l'article 231-27 1° et 2° du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l' «AMF»).

En application des dispositions de l'article L.621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-23 de son règlement général, l'AMF a, en application de sa décision de conformité de l'offre publique du 26 juillet 2016, apposé le visa n° 1 6-345 sur la note d'information de la Société UMANIS.

En 2016 lo han vuelto a hacer ¡¡¡

- Hace 1 semana se publicaron los resultados de la recompra.
- Acudieron 170.000 acciones y adicionalmente se cancelaron 58.000 acciones de auto-cartera.
- **Al no haber sido suscrita en su totalidad la oferta, creemos que establece un "suelo en cotización a 20€ ", ya que todo aquel que quería vender a 20€ ya lo ha hechoiiii**

RESULTATS DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RACHAT D'ACTIONS (OPRA)

Communiqué de presse

Levallois-Perret, le 22 septembre 2016

RESULTATS DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RACHAT D'ACTIONS (OPRA)

REDUCTION DU CAPITAL SOCIAL PAR ANNULATION DE 173.246 ACTIONS PROPRES REPRESENTANT 8,95% DU CAPITAL ET DE 56.857 ACTIONS AUTO-DETENUES REPRESENTANT 2,94% DU CAPITAL

Le 22 septembre 2016, l'AMF a publié les résultats de l'OPRA (ouverte du 31 août 2016 au 19 septembre 2016 inclus) dans son avis n°216C2150.

173.246 actions ont été présentées conduisant à un taux de réponse d'environ 52%. La Société UMANIS a ainsi racheté pour un montant de 3.464.920,00 €, 173.246 de ses propres actions représentant 8,95% de son capital et 7,05% de ses droits de vote (sur la base du capital social au 22 septembre 2016 composé de 1.935.958 actions).

EURONEXT effectuera le règlement des actions apportées à l'Offre à partir du 29 septembre 2016.

Par ailleurs, le Conseil d'administration qui se réunira le 26 septembre 2016 prévoit d'annuler d'une part les 173.246 actions rachetées dans le cadre de l'OPRA et d'autre part les 56.857 actions auto détenues à ce jour de 1,10 € de nominal chacune. Le capital social sera ainsi de 1.876.440,50 €, composé de 1.705.855 actions et 2.226.199 droits de vote.

¿ Qué sucede cuando una recompra de acciones no es suscrita en su totalidad?

Las acciones tienden a subir…

En True value ya invertimos en una situación similar en Francia con recompra de acciones parciales.

- Linedata services (LIN.pa) lanzó una recompra de acciones en JUL- 2015 con precio de 24€. La oferta **fue suscrita parcialmente** esto "creó un suelo en la cotización".
- **1 año mas tarde las acciones habían subido un 90%** (incluidos dividendos especiales)



También entienden la asignación de capital en las adquisiciones

La creación de valor continúa

- **En 2011 Compra Aura**, una empresa con buenos márgenes, y creciendo.
- Paga solo 10M€ netos, asumiendo el balance de Aura.
- Con el crecimiento del 10% que poseía aura ahora está generado un EBIT de 3M y un beneficio de 1,5-2M€
- Esto supone que Umanis pagó un excelente precio y que **generó una TIR del 20% sobre su inversión, incluyendo sinergias.**

Le groupe Aura a été acquis le 28 janvier
consolidés arrêtés au 31 décembre 2011 se li

En K€	**Proforma janvier à décembre 2011 (12 mois)**
Chiffre d'affaires	**23 157**
Autres produits de l'activité	2
Produits des activités ordinaires	**23 159**
Achats consommés	-6 481
Charges externes	-7 446
Charges de personnel	-6 835
Impôts & taxes	-164
Amortissements et dépréciations	-269
Autres produits et charges d'exploitation	1
Résultat opérationnel courant	**1 966**
Autres produits opérationnels	0
Autres charges opérationnelles	-212
RESULTAT OPERATIONNEL	*1 754*
Produits de trésorerie et équivalents de trésorerie	
Coût de l'endettement financier brut	-123
Coût de l'endettement financier net	**-123**
Autres produits et charges financiers	0
Quote-part dans les résultats des sociétés mises en équivalence	
RESULTAT AVANT IMPÔTS	*1 631*

Adquisición de Hélice en 2013 (caso de reestructuración)

Todavía hay mas (Adquisición Helice 2013)

- En 2013 Compran Helice, una empresa en perdidas y mal gestionada.
- **Facturaba 38M de euros. Umanis pagó 4,5m por su control**
- **Una vez optimizada esta empresa esta generando EBIT de 2,5M-2,3M en 2015. Y un beneficio neto de 1,2m-1,4m. Ha vuelto al crecimiento.**
- **Esto supone que Umanis pagó PER 3x iii,** La TIR es superior al 30% .

En K€	Proforma janvier à décembre 2013 (12 mois)
Chiffre d'affaires	37 362
Autres produits de l'activité	0
Produits des activités ordinaires	**37 362**
Achats consommés	-65
Charges externes	-6 430
Charges de personnel	-31 427
Impôts & taxes	-884
Amortissements et dépréciations	-949
Autres produits et charges d'exploitation	5
Résultat opérationnel courant	**-2 387**
Autres produits opérationnels	3 170
Autres charges opérationnelles	-5 340
RESULTAT OPERATIONNEL	**-4 558**
Produits de trésorerie et équivalents de trésc	23
Coût de l'endettement financier brut	-240
Coût de l'endettement financier net	**-217**
Autres produits et charges financiers	-134
Quote-part dans les résultats des sociétés n	0
RESULTAT AVANT IMPÔTS	**-4 907**

Todavía hay mas (Adquisición Helice 2013)

- El problema de **Helice** era **el Ratio** :
  - Gastos personal / Ventas. Dentro del sector lo **normal es 60%-67%.**
- **En Helice era del 80%¡¡¡**. Los antiguos dueños eran personas mayores y con lazos emocionales con los empleados y no querían pasar el mal trago de la reestructuración.
- Umanis asumió este papel, a cambio de un precio de compra ridículo.

En K€	Proforma janvier à décembre 2013 (12 mois)
Chiffre d'affaires	37 362
Autres produits de l'activité	0
Produits des activités ordinaires	**37 362**
Achats consommés	-65
Charges externes	[illegible]
Charges de personnel	-31 427
Impôts & taxes	[illegible]
Amortissements et dépréciations	-949
Autres produits et charges d'exploitation	[illegible]
Résultat opérationnel courant	**-2 387**
Autres produits opérationnels	[illegible]
Autres charges opérationnelles	-5 340
RESULTAT OPERATIONNEL	***-4 556***
Produits de trésorerie et équivalents de trésc	23
Coût de l'endettement financier brut	-240
Coût de l'endettement financier net	**-217**
Autres produits et charges financiers	-134
Quote-part dans les résultats des sociétés n	0
RESULTAT AVANT IMPÔTS	***-4 907***

Helice en 2014

- 1 años después de la adquisición Helice, no solo había vuelto a la rentabilidad solo que había crecido¡¡¡, paso de 37m en ventas a 42m
- En la imagen vemos como la nueva columna de Infraestructura aparece después del 2012, debido a que es el campo de actividad de Helice.
- Los estados del 2013 solo incluían 9 meses de Helice (la cifra anualizada de ventas era de 37m). Vamos como las pérdidas de 2,7M, tornan a 1,2M beneficio

5.1 INFORMATIONS PAR ACTIVITE AU 31 DECEMBRE 2014

31/12/2014	Business Intelligence	Consulting	Centres d'Appel	CRO	Computer	Infrastructure	Total
Chiffre d'affaires	73 139	3 177	6 251	6 130	7 439	42 618	138 754
Résultat Opérationnel	4 431	-226	609	58	197	1 199	6 268

5.2 INFORMATIONS PAR ACTIVITE AU 31 DECEMBRE 2013

31/12/2013	Business Intelligence	Consulting	Centres d'Appel	CRO	Computer	Infrastructure	Total
Chiffre d'affaires	57 210	7 965	6 479	4 913	8 061	31 588	116 216
Résultat Opérationnel	5 038	401	334	71	439	-2 778	3 504

2012	Business Intelligence	Consulting	Centres d'Appel	CRO	Computer	Total
Chiffre d'affaires	61 400	8 461	6 299	3 761	8 083	88 004
Résultat Opérationnel	4 904	473	175	-37	89	5 604

Reestructuración Helice

- **Aquí vemos como Umanis hizo el recorte de personal necesario en Helice**
- Esto provocó coste en forma de indemnizaciones y litigios, lo cual deprime el beneficio de 2014 y 2015. Razón por lo cual está barata las acciones
- Umanis no es cubierta por analistas y lo inversores minoristas solo se fijan en el beneficio publicado…

Société	Sexe	Total
Umanis SA	Féminin	232
	Masculin	561
Somme Umanis SA		793
Umanis Computer	Féminin	3
	Masculin	5
Somme Um Computer		8
Umanis Invest	Féminin	3
	Masculin	16
Somme Umanis Invest		19
UMS	Féminin	120
	Masculin	74
Somme UMS		194
Hélice SAS	Féminin	53
	Masculin	417
Somme Hélice SAS		470
Groupe Hélice	Féminin	11
	Masculin	6
Somme Groupe Hélice		17
TOTAL		1501

- **Umanis recortó entre 2013 y 2014 personal en Helice en unas 125 personas.**
- **Esto supone un ahorro anual de 5m€-6m€**

Société	Sexe	Total
Umanis SA	Féminin	298
	Masculin	743
Somme Umanis SA		1041
Umanis Computer	Féminin	4
	Masculin	5
Somme Um Computer		9
Umanis Invest	Féminin	3
	Masculin	16
Somme Umanis Invest		19
UMS	Féminin	140
	Masculin	82
Somme UMS		222
Hélice SAS	Féminin	36
	Masculin	316
Somme Hélice SAS		352
Groupe Hélice	Féminin	9
	Masculin	5
Somme Groupe Hélice		14
Texia	Féminin	9
	Masculin	24
Somme Texia		33
TOTAL		1690

Todavía hay masiii

Planes del equipo gestor para los próximos 3 años

- En una de **las pocas entrevistas que otorga el CEO (link abajo)**, dice que tiene el plan de alcanzar 300m en ventas para 2018. Esto significa doblar el tamaño de la empresa.
- Dice además que posee la capacidad financiera de lograrlo.
- Asumiendo márgenes iguales a los actuales del 6% EBIT, esto supone, un beneficio neto de 12-13m, valorado igual que sus comparables. **Significa un precio por acción de 80€-100€**

personnel et la maintenance du système, mais « *de telles prestations sont rares* », admet le dirigeant. Cela ne l'empêche pas de viser 300 millions d'euros de chiffre d'affaires à l'horizon 2017-2018 et d'entrer dans le club des dix premières entreprises françaises du secteur en France. « *Nous serions alors systématiquement consultés pour tous les appels d'offres* ", imagine Laurent Piepszownik. Cela passera par des acquisitions qu'il estime être en mesure de financer.●

Dominique Malécot

Fuente: http://www.lesechos.fr/02/01/2015/lesechos.fr/0204051481778_umanis-developpe-sa-propre-vision-de-la-ssii.htm

Nuestra opinión

- Esa entrevista está realizada antes de la última recompra de acciones.

- Creemos que mientras las acciones coticen con descuento es mejor que destinen fondos a recomprar su propia empresa., antes que hacer adquisiciones .

- El equipo gestor sabe el descuento con el que cotiza Umanis, en True Value lo sabemos y cualquiera que se tome el tiempo de estudiar la situación se dará cuenta.

¿ por qué el Flujo de caja es mayor que el beneficio neto ?

Porque debemos fijarnos en el cash-flow

- En 2013, 2014 y 2015. Después de la adquisición de Helice aparecen gastos extraordinarios.
  - En primer lugar los litigios e indemnizaciones por despidos en Helice. (este proceso ya esta completo).
  - En segundo lugar una reducción del goodwill en base al método de descuento de flujos de caja. (Este método de valoración requiere estimar el crecimiento futuro a muchos años vista. Pequeñas variaciones en la estimación de beneficios provocan grandes ajustes).
  - Hay compañías que no cambian en exceso sus estimaciones de Fair-value, año a año, pero Umanis si decide hacerlo. El principal elemento afectado es el segmento de infraestructuras.

Porque debemos fijarnos en el cash-flow

- Esto tiene un efecto que deprime el beneficio neto en unos 4m en 2015 y 2m en 2014
- No es un gasto real , ya que no supone una salida de caja
- En la inversión siempre es mejor valorar las empresas por flujo de caja , ya que es mas tangible y real

En milliers d	31/12/15	31/12/14
Chiffre d'affaires	148 490	138 747
Autres produits de l'activité		
Produits des activités ordinaires	148 490	138 747
Achats consommés	-6 474	-6 535
Charges externes	-28 185	-25 915
Charges de personnel	-103 371	-96 694
Impôts & taxes	-2 093	-2 033
Amortissements et dépréciations	-1 733	-1 911
Autres produits et charges d'exploitation	2 423	2 371
Résultat opérationnel courant	9 057	8 030
Autres produits opérationnels	3 835	7 199
Autres charges opérationnelles	-7 611	-8 961
RESULTAT OPERATIONNEL	*5 281*	*6 268*
Produits de trésorerie et équivalents de trés		
Coût de l'endettement financier brut	-393	-597
Coût de l'endettement financier net	-393	-597
Autres produits et charges financiers	87	-126
Quote-part dans les résultats des sociétés	-19	-45
RESULTAT AVANT IMPÔTS	*4 957*	*5 500*

- Aquí vemos como el flujo de caja es de 7m en 2015. Si le restamos intereses, variaciones de WC, e inversiones. Llegamos a un flujo de caja de unos 5,6M, muy superior a los 3m de net income.

- Vemos además como la amortizaciones de 6,2M son muy elevadas por estos gastos non-cash, en 2014 y 2015 tras adquirir Helice. Antes de esto en 2012/2011, estas dotaciones eran cero o menores a 1M€

TABLEAUX DES FLUX DE TRESORERIE CONSOLIDES

En milliers d'euros	31/12/15	31/12/14
Résultat net Groupe et Minoritaires	**2 804**	**3 158**
Dotations nettes aux amortissements et provisions	6 278	4 704
Plus et moins-values de cession	773	
Interets minoritiares	263	
Autres flux non cash en résultat	-4 356	-6 595
Coût de l'endettement financier net	393	597
Variation des Impôts Différés	405	368
Capacité d'autofinancement avant coût de l'endettement financier net et impôt	**6 559**	**2 231**
Variation du besoin en fonds de roulement opérationnel courant	493	2 000
Trésorerie provenant des activités opérationnelles	**7 053**	**4 231**
Trésorerie nette provenant des activités opérationnelles	**7 053**	**4 231**
Acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles	-645	-660
Cessions d'immobilisations corporelles et incorporelles	68	19

- **Los cargos de Restructuración son fruto de lo anterior mencionado**
- **También vemos la reducción de goodwill de 3M**

En milliers d'euros	31/12/2015	31/12/2014
Charges de restructuration	-1 196	-2 015
Cessions immobilisations	-786	-34
Pénalités et Amendes	-311	-1 990
Charges sur Litige Commercial	-30	
Autres Charges	-2 234	-656
Dépréciation GW	-3 054	-4 265
Total Charges Opérationnelles	-7 611	-8 959
Autres Produits et Charges Opéraitonnels	**-3 776**	**-1 762**

- **Aquí vemos que la reducción de GW afecta principalmente a la parte de Infraestructuras**

Goodwill :

31/12/2015	*Business Intelligence*	*Consulting*	*Centres d'Appel*	*CRO*	*Computer*	*Infrastructure*	*Total*
Goodwill	25 254	642	0	0	0	3 947	29 843

31/12/2014	*Business Intelligence*	*Consulting*	*Centres d'Appel*	*CRO*	*Computer*	*Infrastructure*	*Total*
Goodwill	25 254	1 258	0	0	0	6 385	32 897

- Aquí podemos ver los test de valor justo efectuados por la compañía y como han variado de 2014 a 2015.

- Estos número varían en función de las adquisiciones. En el caso de Helice, cuando fue comprada, tenía equity negativa, por lo que se tuvo que reconocer una gran cantidad de goodwill

- Creo que son tests conservadores. La tasa de crecimiento perpetuo se suele usar de 3%, el periodo de flujo de tesorería se suele usar de 10 años y no 5 como hace Umanis y la tasa de descuento se podría argumentar que fuera mas baja del 9,3%.

6.2 DETAIL DES TESTS EFFECTUES

	Valeur Brute comptable de l'unité en milliers d'Euros à l'ouverture de l'exercice	Dépréciation	Valeur Nette comptable de l'unité en milliers d'Euros	Taux d'actualisation	Période d'actualisation des flux de trésorerie	Taux de croissance	Taux de croissance à l'infini
UGT BI	25 254		25 254	9,3%	5 ans	8,5%	0,0%
UGT Infrastructure	9 778	-5 832	3 946	9,3%	5 ans	3,6%	0,0%
UGT Conseil	2 130	-1 487	643	9,3%	5 ans	17,5%	0,0%

- Aquí explica la compañía como a pesar de que la evolución del segmento de infraestructuras ha tenido una evolución favorable, por prudencia han decidido valorar esas parte a un menor valor

- Esto dice deberse a la variabilidad de los márgenes de beneficios, mas que al crecimiento. (esto es algo lógico en nuestra opinión ya que Helice viene de un fuerte ajuste y ha de adaptarse). Este pequeñas variaciones en las estimaciones de márgenes aunque sean de 2 o 3 puntos porcentuales tienen elevados efectos.

- A fin de cuentas es algo poco relevante. Pero es lo que crea la oportunidad de inversión

Tous les goodwill ont été testés en fonction des unités génératrices de trésorerie auxquelles ils sont alloués.

Les tests effectués sur les UGT Conseil et Infrastructure ont conduit par prudence à constater en 2015 une dépréciation, complémentaire à celle passée en 2014,du goodwill «Conseil » à hauteur de 616k€ et du goodwill «Infrastructure » à hauteur de 2 439k€. Ces dépréciations sont comptabilisées en «Autres Charges Opérationnelles » et se traduisent par une valeur nette résiduelle au 31.12.2015 des goodwill à l'actif de 642k€ pour le Conseil et 3 947k€ pour l'Infrastructure.

L'UGT Conseil représente une part non majeure de l'activité du Groupe. La dépréciation opérée est donc proportionnellement peu significative.

L'UGT Infrastructure, bien que connaissant un développement régulier, présente une rentabilité asymétrique qui justifie, par prudence, la constitution d'une provision pour dépréciation en 2015.

Porque debemos fijarnos en el cash-flow

- Aquí vemos los gastos asociados a la adquisición y Reestructuración de Helice. Sin esos gastos excepcionales (Sans groupe Helice) el beneficio reportado hubiera sido en línea con lo previsto en 2013/2014/2015.

En milliers d'euros	31/12/2013	31/12/2013 Sans Groupe Hélice	31/12/2012
Produits de restructuration	763	790	150
Cessions immobilisations	31		2
Pénalités et Amendes			
Variations de périmètre			
Produits sur Litige Commercial	317	262	94
Autres Produits	5	5	88
Total Produits Opérationnels	**1 116**	**1 057**	**334**

En milliers d'euros	31/12/2013	31/12/2013 Sans Groupe Hélice	31/12/2012
Charges de restructuration	-2 905	-60	-594
Cessions immobilisations	-125	-13	-3
Pénalités et Amendes	-126		-25
Varations de périmètre			
Charges sur Litige Commercial	-203	-317	
Autres Charges	-5	-5	-25
Total Charges Opérationnelles	**-3 364**	**-395**	**-647**
TOTAL RESULTAT OPERATIONNEL	**-2 248**	**662**	**-313**

Precio objetivo y escenarios futuros

Bases de las estimaciones

- Dependemos de la actividad en fusiones y adquisiciones de la empresa
- EL margen EBIT. La empresa tiene como objetivo el 7,5% y lo ha logrado. Pero desde 2013 esta en el 6-6,5% después de adquirir Helice
- EL nivel de deuda. Nunca ha tenido mas de 2x deuda/EBITDA. Con la caja que generará en 2016, su deuda neta es cero.
- Y la actividad en la recompra de acciones (si hay menos adquisiciones, habrá mas recompras y viceversa)
  - **Visionamos 3 escenarios:**

1. La empresa sigue creciendo de forma orgánica a 5%% y recompra acciones/ paga dividendos. La deuda se mantiene entorno a cero. El margen es posible que tienda al 7%+, al optimizar la empresa
2. Objetivo a 2019 de 300m en ventas se cumple con EBIT% de 6,5%, la deuda aumenta a 40-50m.
3. La empresa reduce su crecimiento al 2%, el margen se comprime si aumenta la competencia. La empresa sigue recomprando acciones o dando dividendos.

1. Escenario Estándar (crecimiento orgánico 5% + pequeñas adquisiciones + recompra acciones)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Income Statement (millones ,except EPS)												
Sales	54.0	81.0	88.0	116.0	138.0	149.0	160.0	171	183	196	210	224
y/y growth %		*50%*	*9%*	*32%*	*19%*	*8%*	*7%*	*7%*	*7%*	*7%*	*7%*	*7%*
EBITDA	4.3	7.2	6.4	7.1	9.5	10.6	10.5	11.9	12.7	13.6	14.5	15.6
EBITDA margin %	*8%*	*9%*	*7%*	*6%*	*7%*	*7%*	*7%*	*7%*	*7%*	*7%*	*7%*	*7%*
Depreciation & Amortization Expense	0.5	0.6	0.8	1.4	1.5	1.6	1.5	1.6	1.7	1.8	2.0	2.1
EBIT	3.8	6.6	5.6	5.7	8.0	9.0	9.0	10.3	11.0	11.8	12.6	13.5
EBIT margin %	*7.0%*	*8.1%*	*6.4%*	*4.9%*	*5.8%*	*6.0%*	*5.6%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*
interest	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Pretax Income	3.3	6.1	5.1	5.2	7.5	8.7	8.7	10.1	10.9	11.7	12.5	13.4
Income Taxes	1.2	1.2	2.6	1.1	2.3	2.8	3.1	3.4	3.7	4.0	4.2	4.5
tax rate	*36%*	*20%*	*51%*	*21%*	*31%*	*32%*	*36%*	*34%*	*34%*	*34%*	*34%*	*34%*
Consolidated Net Income	2	5	3	4	5	6	6	7	7	8	8	9
Minority Interest	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Net Income	2.1	4.9	2.5	4.1	5.2	5.9	5.6	6.6	7.2	7.7	8.2	8.8
margen beneficio neto %	*4%*	*6%*	*3%*	*4%*	*4%*	*4%*	*4%*	*4%*	*4%*	*4%*	*4%*	*4%*
Net income per share (EPS)	0.82	2.05	1.07	1.79	2.67	3.08	3.29	3.91	4.64	4.97	5.89	6.30
fully diluted share count (millones)	2.56	2.39	2.36	2.29	1.95	1.92	1.70	1.70	1.55	1.55	1.40	1.40

1. Valoración y CAGR Escenario Estándar (crecimiento orgánico 7%+ pequeñas adquisiciones + recompra acciones)

Precio actual 20 €

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Value (millones ,excepto EPS)												
Market cap (diluted shares x price)						38	34	34	31	31	28	28
Net debt (minus, means net cash)	8.0	15.0	12.0	10.0	20.0	10.0	3	-3	-5	-7	-10	-12
net debt /EBITDA		2.08	1.88	1.41	2.11	0.94	0.29	-0.25	-0.39	-0.51	-0.69	-0.77
EV (market cap+ net debt)							37	31	26	24	18	16
EBITDA	4	7	6	7	10	11	11	12	13	14	15	16
EBIT	4	7	6	6	8	9	9	10	11	12	13	13
Net income	2.1	4.9	2.5	4.1	5.2	5.9	5.6	6.6	7.2	7.7	8.2	8.8
FCF	2.5	5.2	2.7	4.7	6.0	6.8	6.3	7.4	8.0	8.6	9.2	9.8

	3 years	5 years
CAGR by PER	51%	35%
CAGR by P/FCF	57%	37%
CAGR by EV/EBITDA	52%	36%
CAGR by EV/EBIT	56%	38%

		2017	2018	2019	2020	2021
Price target PER	41 €	55 €	59 €	70 €	74 €	88 €
Price target P/FCF	52 €	61 €	72 €	77 €	92 €	98 €
Price target EV/EBITDA	45 €	54 €	65 €	70 €	85 €	92 €
Price target EV/EBIT	49 €	59 €	71 €	77 €	93 €	100 €

Multiple PER	14
Multiple P/FCF	14
Multiple EV/EBITDA	7.5
Multiple EV/EBIT	9.5

- ✓ La empresa acumula caja a un ritmo de 2m al año, incluso con pequeñas adquisiciones y recompras.

2. Escenario Pesimista (crecimiento plano y márgenes bajos del 5% EBIT+ recompra acciones)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Income Statement (millones ,except EPS)												
Sales	54.0	81.0	88.0	116.0	138.0	149.0	160.0	163	166	170	173	177
y/y growth %		*50%*	*9%*	*32%*	*19%*	*8%*	*7%*	*2%*	*2%*	*2%*	*2%*	*2%*
EBITDA	4.3	7.2	6.4	7.1	9.5	10.6	10.5	9.7	9.9	10.1	10.3	10.5
EBITDA margin %	*8%*	*9%*	*7%*	*6%*	*7%*	*7%*	*7%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*
Depreciation & Amortization Expense	0.5	0.6	0.8	1.4	1.5	1.6	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7
EBIT	3.8	6.6	5.6	5.7	8.0	9.0	9.0	8.2	8.3	8.5	8.7	8.8
EBIT margin %	*7.0%*	*8.1%*	*6.4%*	*4.9%*	*5.8%*	*6.0%*	*5.6%*	*5.0%*	*5.0%*	*5.0%*	*5.0%*	*5.0%*
interest	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Pretax Income	3.3	6.1	5.1	5.2	7.5	8.7	8.7	8.0	8.2	8.4	8.6	8.7
Income Taxes	1.2	1.2	2.6	1.1	2.3	2.8	3.1	2.7	2.8	2.9	2.9	3.0
tax rate	*36%*	*20%*	*51%*	*21%*	*31%*	*32%*	*36%*	*34%*	*34%*	*34%*	*34%*	*34%*
Consolidated Net Income	2	5	3	4	5	6	6	5	5	6	6	6
Minority Interest	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Net Income	2.1	4.9	2.5	4.1	5.2	5.9	5.6	5.3	5.4	5.5	5.6	5.8
margen beneficio neto %	*4%*	*6%*	*3%*	*4%*	*4%*	*4%*	*4%*	*3%*	*3%*	*3%*	*3%*	*3%*
Net income per share (EPS)	0.82	2.05	1.07	1.79	2.67	3.08	3.29	3.09	3.50	3.57	4.04	4.12
fully diluted share count (millones)	2.56	2.39	2.36	2.29	1.95	1.92	1.70	1.70	1.55	1.55	1.40	1.40

2. Valoración y CAGR Escenario pesimista (crecimiento orgánico 8%+ pequeñas adquisiciones + recompra acciones)

Precio actual 20€

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Value (millones ,excepto EPS)												
Market cap (diluted shares x price)						38	34	34	31	31	28	28
Net debt (minus, means net cash)	8.0	15.0	12.0	10.0	20.0	10.0	3	-3	-8	-12	-16	-20
net debt /EBITDA		2.08	1.88	1.41	2.11	0.94	0.29	-0.31	-0.81	-1.19	-1.56	-1.91
EV (market cap+ net debt)							37	31	23	19	12	8
EBITDA	4	7	6	7	10	11	11	10	10	10	10	10
EBIT	4	7	6	6	8	9	9	8	8	8	9	9
Net income	2.1	4.9	2.5	4.1	5.2	5.9	5.6	5.3	5.4	5.5	5.6	5.8
FCF	2.5	5.2	2.7	4.7	6.0	6.8	6.3	6.0	6.2	6.3	6.4	6.5

	3 years	5 years
CAGR by PER	29%	20%
CAGR by P/FCF	34%	23%
CAGR by EV/EBITDA	39%	27%
CAGR by EV/EBIT	37%	26%

	2017	2018	2019	2020	2021
Price target PER	37 €	38 €	43 €	44 €	49 €
Price target P/FCF	42 €	48 €	49 €	55 €	56 €
Price target EV/EBITDA	42 €	50 €	53 €	63 €	67 €
Price target EV/EBIT	40 €	48 €	52 €	61 €	65 €

Multiple PER	12
Multiple P/FCF	12
Multiple EV/EBITDA	7
Multiple EV/EBIT	8

- ✓ En este escenario el múltiplo de valoración es mas bajo por las peores perspectivas.
- ✓ Si las acciones están mas baratas asumo que aceleran algo la recompra de acciones. Al nivel actual con el beneficio de 1 año pueden retirar un 20% de las acciones fácilmente

3. Escenario optimista (300m ventas 2019, margen EBIT 6,5%, no se recompran más acciones)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Income Statement (millones ,except EPS)												
Sales	54.0	81.0	88.0	116.0	138.0	149.0	160.0	192	230	276	332	398
y/y growth %								*20%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*
EBITDA	4.3	7.2	6.4	7.1	9.5	10.6	10.5	13.3	16.0	19.2	23.0	27.6
EBITDA margin %	*8%*	*9%*	*7%*	*6%*	*7%*	*7%*	*7%*	*7%*	*7%*	*7%*	*7%*	*7%*
Depreciation & Amortization Expense	0.5	0.6	0.8	1.4	1.5	1.6	1.5	1.8	2.2	2.6	3.1	3.7
EBIT	3.8	6.6	5.6	5.7	8.0	9.0	9.0	11.5	13.8	16.6	19.9	23.9
EBIT margin %	*7.0%*	*8.1%*	*6.4%*	*4.9%*	*5.8%*	*6.0%*	*5.6%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*
interest	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.3	0.3	1.0	1.5	2.0	3.0	3.5
Pretax Income	3.3	6.1	5.1	5.2	7.5	8.7	8.7	10.5	12.3	14.6	16.9	20.4
Income Taxes	1.2	1.2	2.6	1.1	2.3	2.8	3.1	3.6	4.2	5.0	5.7	6.9
tax rate	*36%*	*20%*	*51%*	*21%*	*31%*	*32%*	*36%*	*34%*	*34%*	*34%*	*34%*	*34%*
Consolidated Net Income	2	5	3	4	5	6	6	7	8	10	11	13
Minority Interest	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Net Income	2.1	4.9	2.5	4.1	5.2	5.9	5.6	6.9	8.1	9.6	11.2	13.5
margen beneficio neto %	*4%*	*6%*	*3%*	*4%*	*4%*	*4%*	*4%*	*4%*	*4%*	*3%*	*3%*	*3%*
Net income per share (EPS)	0.82	2.05	1.07	1.79	2.67	3.08	3.29	4.08	4.78	5.66	6.56	7.92
fully diluted share count (millones)	2.56	2.39	2.36	2.29	1.95	1.92	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70

3. Valoración y CAGR Escenario optimista (300m ventas 2019), Precio actual 20€

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Value (millones ,excepto EPS)												
Market cap (diluted shares x price)						38	34	34	34	34	34	34
Net debt (minus, means net cash)	8.0	15.0	12.0	10.0	20.0	10.0	3	20	30	40	45	60
net debt /EBITDA		2.08	1.88	1.41	2.11	0.94	0.29	1.50	1.88	2.09	1.96	2.17
EV (market cap+ net debt)							37	54	64	74	79	94
EBITDA	4	7	6	7	10	11	11	13	16	19	23	28
EBIT	4	7	6	6	8	9	9	12	14	17	20	24
Net income	2.1	4.9	2.5	4.1	5.2	5.9	5.6	6.9	8.1	9.6	11.2	13.5
FCF	2.5	5.2	2.7	4.7	6.0	6.8	6.3	7.8	9.1	10.8	12.6	15.2

	3 years	5 years
CAGR by PER	62%	43%
CAGR by P/FCF	68%	46%
CAGR by EV/EBITDA	57%	41%
CAGR by EV/EBIT	55%	39%

		2017	2018	2019	2020	2021
Price target PER	44 €	61 €	72 €	85 €	98 €	119 €
Price target P/FCF	56 €	69 €	81 €	96 €	111 €	134 €
Price target EV/EBITDA	54 €	59 €	67 €	78 €	95 €	111 €
Price target EV/EBIT	51 €	56 €	64 €	74 €	91 €	105 €

Multiple PER	15
Multiple P/FCF	15
Multiple EV/EBITDA	9
Multiple EV/EBIT	10

- ✓ La deuda aumenta a 50-m60m por adquisiciones, % interés al 5-6% (ratio de deuda menor a 2x EBITDA)
- ✓ Para crecer a 300m en ventas hace falta hacer “adquirir“ 100m en ingresos a una media del sector de 0,8x EV/ventas . Esto supone 80m, de los cuales 45m-50m son deuda y 25m cash flow generado por la empresa en los próximos 4 años

Nuestras valoraciones esta apoyadas por empresas similares cotizadas

Empresas comparables

- En Francia cotizan mas de 15 empresas de servicios y consultoría IT
- Casi todas ellas tienen mismos márgenes EBIT (5%-9%)
- Casi todas ellas están controladas por los fundadores.
- Casi todas ellas tienen baja liquidez y capitalizan menos de 1.000m€
- La mayoría tienen crecimiento orgánicos similares a Umanis (+6%+10%)
- Casi todas estas empresas son muy activas en adquisiciones.

- Ejemplos:
  - SQLI SA
  - SII SA
  - Solucom
  - Devoteam
  - Econocom
  - Aubay
  - Infotel
  - Neurones
  - Groupe Open
  - Sopra Steria
  - Alten
  - Sodifrance
  - Octo technologie
  - Business and decission
  - Altia consultores (España)

Empresas comparables (estimaciones analistas)

Société	PE 16e	PE 17e	VE/CA 16e	VE/CA 17e	VE/ROP 16e
Akka Technologies	14,6	10,9	0,53	0,49	8,7
Alten	15,6	14,6	1,03	0,94	10,5
Altran	15,4	14,1	1,03	0,95	10,8
Assystem	14,4	12,5	0,48	0,45	7,6
Aubay	14,4	13,2	0,79	0,71	8,8
Ausy	13,1	11,9	0,78	0,70	8,9
Infotel	16,2	15,3	0,88	0,79	8,1
Octo Technology SA	20,0	16,3	1,18	0,95	12,5
Sogeclair	12,9	9,2	0,53	0,48	9,7
Sopra Steria	11,2	9,9	0,66	0,61	9,9
Sword	16,7	16,4	1,18	1,07	10,0
Visiativ	14,4	10,9	0,40	0,31	8,2
Médiane	**14,5**	**12,8**	**0,79**	**0,70**	**9,3**

- VE/CA, significa EV/ventas
- VE/ROP, significa EV/EBIT
- Casi todas estas empresas tienen inferior crecimiento a Umanis
- No recompran acciones
- Tienen similares márgenes (5%-9%)

Más Empresas comparables de mismo tamaño

Empresa	Ventas 2016	Crec. medio a 5años	Crec orgánico 5 años	Márgenes EBIT%	PER 2016	EV/EBIT 2016	EV/ventas 2016
Umanis	**160m**	**22%**	**8%**	**6%**	**6x**	**3,8x**	**0,25x**
SQLI	195m	4%	2%-5%	6%	20x	11x	0,7x
SII	330m	12%	5%+	6%	16x	10x	0,6x
Groupe Open	310m	1%	0-2%	6%	14x	7x	0,5x
Business and Decision	230m	0-2%	0-2%	2%-(2%)	-	-	0,25x
Devoteam	525m	0-2%	6%+	7,5%	14x	8x	0,6x
Altia	70m	30%	10%-20%	11-12%	17x	13x	1,4x

Las transacciones privadas que han ocurrido en el sector sugieren similares múltiplos

Randstad Compra Ausy en 2016

- Equivale a **10x EV/EBIT , y 0,8x EV/Ventas**
- Ausy tenia similar Crecimiento a Umanis y similares márgenes de 6% EBIT



Journal

économie

Conjoncture | Le Scan Eco | Bourse | Tech & Web | Im

Randstad a l'intention de racheter Ausy

Par Lefigaro.fr avec AFP | Mis à jour le 20/06/2016 à 09:57 / Publié le 20/06/2016 à 09:55

LE FIGARO PREMIUM exceptionnel : accès gratuit

0 commentaire

Le prestataire de services en ressources humaines Randstad France a annoncé lundi son intention de racheter la société de services informatiques et de conseil en technologie, Ausy, une opération qui la valoriserait à environ 420 millions d'euros. Randstad France, filiale du groupe néerlandais Randstad Holding, souhaite déposer un projet d'offre publique d'achat amicale (OPA) qui reviendrait à "un multiple d'environ 10 fois le résultat opérationnel d'Ausy" attendu cette année, selon un communiqué de Randstad.

http://www.lefigaro.fr/flash-eco/2016/06/20/97002-20160620FILWWW00086-randstad-a-l-intention-de-racheter-ausy.php

Gfi informatique Opada en 2015

- GFI informatique ha sido opada a mas de **13x EV/EBIT, PER 20x y 0,6x EV/ventas**…
- Peores márgenes que Umanis (4%-5%), menor crecimiento, peor gestión…

GFI INFORMATIQUE : nomme un expert indépendant sur le projet d'OPA de Mannai

0 0

15/01/2016 | 18:14

Le conseil d'administration de GFi Informatique a désigné, en qualité d'expert indépendant, le cabinet Finexsi représenté par monsieur Olivier Peronnet, qui sera chargé d'émettre un rapport sur les conditions financières du projet d'offre publique prévue par le groupe Qatari Mannai Corporation en vue de l'acquisition de 51% du capital et des droits de vote de la société (sur une base diluée) au prix de 8,50 euros par action et de 4,66 euros par BSAAR.

Il est rappelé que les fonds gérés par Apax Partners (dont Altamir) et Boussard & Gavaudan, qui sont entrés en négociations exclusives avec Mannai détiennent actuellement de concert 80% du capital et des droits de vote de la société.

http://www.zonebourse.com/GFI-INFORMATIQUE-4654/actualite/GFI-INFORMATIQUE-nomme-un-expert-independant-sur-le-projet-d-OPA-de-Mannai-21698699/

Econocom compra a Osiatis en 2013

- Econocom pagó el equivalente a 175m (cash+stock) por Osiatis en 2013
- Márgenes EBIT del 7,5%, buen crecimiento y gestión (en 2013 los múltiplos estaban mas bajos)
- Equivale a **8,5x EV/EBIT, PER 13x-14x. Y 0,6x EV/Ventas**

> Launch of a public bid for the balance of Osiatis shares
>
> After the acquisition of the stake, Econocom would issue in the autumn, as required by the provisions of the General Regulation of the AMF, the French financial markets authority, a public bid for all of Osiatis' remaining shares on the same terms as the acquisition of the majority stake, i.e. **1 Econocom Group share and an extra cash balance of €4.00 for each Osiatis share.**
>
> The Osiatis securities to be contributed in kind as part of the acquisition of the majority stake and the public bid that would be then submitted by Econocom would be paid by newly-issued Econocom securities.

https://www.econocom.com/en/news/press-releases/econocom-and-osiatis-announce-signing-agreement-alliance-between-two-groups

Solucom compra Kurt salmon 2016

- **Solucom dice que ha pagado 0,8x EV/ventas, esto equivale a 10x EV/EBIT**
- La empresa generaba 120m en ventas con márgenes del 8,5% EBIT

L'opération ayant reçu l'autorisation de l'Autorité de la concurrence en France et l'approbation des actionnaires de Management Consulting Group PLC réunis en Assemblée générale, l'acquisition a été réalisée dans les conditions prévues.

L'opération se traduit par l'acquisition par Solucom de 100% du capital des sociétés constituant le périmètre cible. Elle n'a aucun impact social ni pour les salariés de Solucom SA, ni pour ceux du périmètre cible.

Les dirigeants et partners du périmètre cible de Kurt Salmon rejoignent à compter de ce jour l'équipe de direction et de partners de Solucom à la tête du nouvel ensemble.

Le prix est basé sur une valeur d'entreprise représentant 0,8 fois le chiffre d'affaires. L'acquisition a été payée intégralement en numéraire au jour de l'opération et essentiellement financée par recours à un emprunt bancaire conclu à des conditions de marché, une partie étant remboursable in fine.

http://www.solucom.fr/communique_financier/finalisation-du-rapprochement-entre-solucom-et-les-activites-de-kurt-salmon-en-europe-hors-retail-et-consumer-goods-naissance-dun-nouveau-leader-du-conseil/

Sodifrance compra Netapsys en 2015

- Era un empresa privada pero generaba 30m en ventas, pagó 20m. Supone 0,65x EV/ventas . Se estima un margen EBIT del 6% en línea con el sector, supone un precio de 11x EV/EBIT, PER 15x

- **Con esta adquisición Sodifrance cotiza a 0,8x EV/ventas y 11x EV/EBIT…, Per 16x-17x**
- **Incluso las acciones de Sodifrance tienen menos liquidez que Umanis¡¡¡**
- **La diferencia es que la empresa es mas promocional, publica informes en inglés, tiene una bonita web, bonitas presentaciones en PowerPoint…**

Empresa	Ventas '16	EBIT '16	Deuda '16	Capitalización	EV
Sodifrance	110m	7,5m	10m	**70m (amplió capital enero 2016)**	**80m**
Umanis	160m	9m	3m	**34m**	**37m**

- **Esto implica un valor de 3x superior de las acciones de Umanis…**

http://www.sodifrance.fr/sites/default/files/doc-financier/sodifrance_cp_acquisition_netapsys.pdf

Otra forma de ver la valoración

Otro punto de vista

- Como hemos visto no hay ninguna empresa cotizada ni transacción privada que se haya realizado a menos de 0,5x EV/ventas. De hecho el mercado varía entre 0,5x y 1x en función del margen operativo (4%-11%)

- Se puede encontrar empresas a 0,2x ó 0,1x, pero están en pérdidas y hay que reestructurar. Este no es el caso de Umanis, ni de los comparables públicos y privados , que hemos visto

- Creemos que 0,5x EV/Ventas es el suelo de valoración del sector, por transacciones públicas y privadas.

  - Esto **implica un valor actual de 41€** para Umanis (precio actual 20€…)

  - Si la empresa alcanza su **objetivo de 300m en ventas a 3 años. Implicaría un valor de 78€** (precio actual 20€…)

Margen de seguridad

Margen de seguridad

- Supongamos que la empresa no realiza mas adquisiciones y que no recompra mas acciones en los próximos 5 años.
  - Es un negocio que puede crecer al 5%-10%, generando 5-7m de FCF al año. Esto hace que acumule una caja neta en el balance de 25m en 5 años
  - Si ahora pagamos un precio de 34m. **El EV de 2021 sería de tan solo 10M** para una empresa que **generaría 7-8m en beneficios y 13m EBIT¡¡¡¡**
  - Pensamos que en algún momento el mercado se dará cuenta de que a base de recompras baratas los fundadores van a hacer privada la compañía…

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Value (millones ,excepto EPS)												
Market cap (diluted shares x price)						38	34	34	34	34	34	34
Net debt	8.0	15.0	12.0	10.0	20.0	10.0	3	-3	-8	-13	-18	-20
net debt /EBITDA		2.08	1.88	1.41	2.11	0.94	0.29	-0.25	-0.63	-0.96	-1.24	-1.28
EV (market cap+ net debt)							37	31	26	21	16	14
EBITDA	4	7	6	7	10	11	11	12	13	14	15	16
EBIT	4	7	6	6	8	9	9	10	11	12	13	13
Net income	2.1	4.9	2.5	4.1	5.2	5.9	5.6	6.6	7.1	7.6	8.1	8.7
FCF	2.5	5.2	2.7	4.7	6.0	6.8	6.3	7.3	7.9	8.4	9.0	9.7

A base de acumular caja el EV/EBIT baja a 1x y el PER (ex-cash) a 1,5x¡¡¡. Es muy dificil no ver la accion significativamente más alta.

Margen de seguridad

- Supongamos que el mercado NO paga múltiplos mas altos:
  - Si la empresa sigue creciendo al 5%-10% de forma orgánica
  - Y además recompra acciones a PER 6 que equivale a 16% de rentabilidad
  - El valor intrínseco de la compañía aumenta de media un 20% todos los años.
  - Y aunque el mercado pague el mismo múltiplo que el actual en 4 años el precio debería subir mas de un 100%

Riesgos

Riesgos

- **Que los servicios de la compañía dejen de ser atractivos**. Es el principal riesgo en compañías de IT. Creemos que por las buenas perspectivas del sector de Big Data y BI es un riesgo bajo.

- **Volatilidad de mercado**. Las acciones de small caps son volátiles al alza y a la baja. Creemos que esto es un efecto pasajero

- **Que los fundadores hagan una oferta demasiado baja por el resto de la compañía**. Según la Ley francesa si mas de un 5% del accionariado lo desea se puede solicitar un informe independiente de valoración.

Riesgos

- **Mala disciplina en M&A** . Es otro riesgo bajo debido al historial que ha demostrado la compañía

- **Falta de personal cualificado**. En los últimos 2 años debido al fuerte crecimiento del sector, han subido los salarios y cuesta encontrar personal. Creemos que es una situación pasajera hasta que se ajuste la oferta de nuevo personal (esto también hace que el staff de Umanis y la empresa sean mas valiosas).

¿ Por qué están baratas las acciones?

¿ por qué existe la oportunidad ?

- La empresa solo publica informe en francés.
- Baja capitalización de tan solo 35m…
- No asiste a eventos de analistas.
- Los gastos extraordinarios hace que el beneficio contable este deprimido , pero los cash flows son robustos.

- Conociendo al management, pensamos que hacen una depreciación mas agresiva de lo normal de Goodwill, para mantener baratas las acciones y así poder recomprar mas acciones

Preguntas

renta4banco

Contacto

ISIN (ES0180792006)

- ✓ www.truevalue.es
- ✓ www.r4.com
- ✓ a.estebaranz@truevalue.es
- ✓ joseluis.benito@truevalue.es

True Value F.I.

ISIN (ES0180792006)

Alejandro Estebaranz Martín

&

Jose Luis Benito Corres



renta4