



Première Impression - Netgem : c'est limite

a) Netgem (ETGM.PA/NTG FP ; 1,90€) a perdu son plus gros client, ni plus ni moins, en 2014, et on pourrait croire que c'est ce coup dur qui a pesé sur le cours du titre. Cela ne s'est toutefois pas passé exactement comme ça : i) dans un premier temps, la société a publié des semestriels des plus décevants, avec un résultat opérationnel presque nul, d'où le choc chartiste fin juillet (cf graphique ci-joint), puis, ii) a confirmé dans son communiqué sur les revenus du T3 la chute des livraisons de boxes T-box en Australie, pour enfin iii) indiquer clairement dans son communiqué des revenus du T4 et de l'année, que le

grand contrat avec Telstra, premier opérateur télécom de ce pays-continent, était terminé.



b) Il n'est, de toutes façons, pas toujours facile d'appréhender le fonctionnement de Netgem en tant que société, puisque son **modèle d'affaires** mélange allègrement, et de plus en plus avec la réintégration de Vidéofutur dans son périmètre, les **boxes** pour la télévision, les **logiciels** qui les font marcher, les **services** aux opérateurs, et, pour couronner le tout, les **contenus** audiovisuels. Le tout dans des contrats à géométrie variable avec des clients variés, pour la plupart opérateurs n°2 ou n°3 sur leurs marchés nationaux, que ce soit en Europe, en Asie, ou en Amérique Latine.

Le problème étant que ce **flou** naturel était finalement peu gênant quand la société dégagait une marge opérationnelle élevée (rappel : 14,9% en 2011, 15,1% en 2012, 12,5% en 2013), mais qu'il devient une **source d'inquiétude** alors que Netgem a maintenant une marge opérationnelle proche de zéro, soit 1% pour 2014, avec un chiffre d'affaires en recul de -11% yoy qui plus, et **semble ainsi toucher les limites** de son modèle. La société avait pourtant déjà abaissé son point mort au S1-2014, mais elle n'a pu redresser ses comptes au S2 avec la baisse brutale de la source de revenus Telstra. Avec en plus un autre problème : le **dollar**, qui n'aide pas en l'occurrence, puisque Netgem est "fables", et fait fabriquer en Asie, et voit donc ses prix de revient libellés dans cette devise augmenter avec la baisse relative de l'Euro.



c) Si l'on veut vraiment s'inquiéter encore plus, on peut aussi se dire qu'avec un **dividende** en augmentation au titre du dernier exercice, soit 0,15€ contre 0,14€, soit une distribution totale de plus de 6M€ à rapporter à un résultat net de 0,9M€ et un free cash flow de -0,6M€ (à laquelle s'ajoute 1,7M€ de rachats d'actions sur l'année), la société **renvoie** de façon un peu **accélérée** à ses actionnaires le **cash** accumulé (plus de 40M€ fin 2014) pendant les bonnes années.

d) Voilà pour le "flip side". Mais honni soit qui mal y pense : il y a aussi, encore et malgré tout, un "bright side" chez Netgem avec :

i) le lancement du contrat **EE TV** en Grande-Bretagne, EE (Orange GB + T-Mobile GB) étant le premier opérateur de mobiles dans ce pays, qui est de toute éternité le marché TV le plus sophistiqué du monde (BSkyB, etc...). Une référence client d'autant plus forte que c'est aussi le premier contrat de **services totalement externalisés**, dans lequel Netgem assure la gestion complète de l'offre TV de EE, qui est délivrée en mode cloud/SaaS.

ii) le lancement d'un autre contrat, plus classique : Sri Lanka Télécom, qui semble montrer que Netgem toujours est très compétitif dans les **pays émergents**, où ses marchés sont toujours porteurs : toujours plus de réseaux à grande capacité, FTTH ou 3-4G, à alimenter en services vidéos, pour générer toujours plus d'ARPU, etc...

iii) Netgem n'a jamais taillé dans sa **R&D**, est possède toujours une technologie en pointe en principe, avec notamment une interface utilisateur capable de gérer quatre flux de télévision sur quatre écrans (télé, PC/Mac, tablette, etc...) différents dans la maison, en plus de sa capacité SaaS pour les opérateurs, unique sur le marché a priori.

iv) Enfin, en attendant que tout s'arrange, un **rendement** de presque 8% avec le dividende payé en mai.

Que demander de plus ?

J Lieury 24/04/2015