



**EQUASENS**  
**ACHETER**



Editeurs de logiciels

**GILBERT DUPONT**

GRUPE SOCIETE GENERALE

BPA 12/22e Inchangé • BPA 12/23e Inchangé

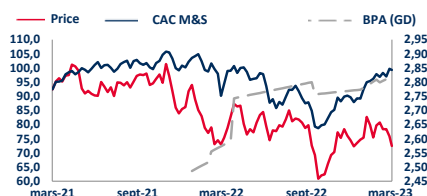
**COURS\*** | **TP** | **POTENTIEL**  
**72,50 €** | **100,0 €** | **+37,9%**

\*Clôture du 08/03/23

Valeurs favorites / Midcaps

Contact

Bloomberg | EQS FP  
Capi. boursière | 1 100 M€  
Flottant | 356 M€  
Volume 3M | 0,26 M€/jour



PERFORMANCE	1M	6M	12M
Absolute	-7,6%	-8,9%	-0,8%
Rel. / CAC M&S	-9,7%	-20,6%	-11,4%

AGENDA

24/03/23 (ap bourse) : RN annuel

ANALYSTE(S) FINANCIER(S)



**Gabriel Santier**  
+33 (0) 1 40 22 41 53  
gabriel.santier@gilbertdupont.fr

Document achevé le 09/03/2023 - 11:57

Document publié le 09/03/2023 - 11:57

## Toujours de l'upside

Le groupe présente des fondamentaux solides (stratégie pertinente, nombreux relais de croissance, politique M&A active...), le tout combiné à un exercice 2023 qui devrait être de qualité.

### Activité et Stratégie

Equasens évolue dans un marché de la santé qui vit actuellement une transformation numérique importante. Le groupe est à date le leader des solutions logicielles à destination des pharmacies françaises. La société propose également des solutions dans les secteurs : i/ des EHPAD, ii/ du maintien à domicile, iii/ de la e-santé / santé connectée et iv/ de la *Fintech*. Le groupe dispose d'une passerelle numérique de santé déjà opérationnelle, combinant positionnement unique (maillage patient complet) et avance technologique.

### Sensibilité au Ségur de la santé

Ce plan gouvernemental représente pour Equasens 18,5 M€ de CA sur 5 ans dont 50% reconnu sur 1 an (7,1 M€ en 2022 et 2,2 M€ à cheval sur 2023) puis 50% restant sur 4 ans via de la maintenance (≈2,3 M€/an). A travers 7 logiciels déjà référencés sur 4 couloirs (pharmacies, HAD, hôpitaux et médecins libéraux), Equasens est, selon nous, l'éditeur le plus en avance sur le déploiement de cette première vague.

### Perspectives

En termes de *topline* en 2023, nous comprenons que le management table sur une croissance organique *high-single digit* (GD : +8%) eu égard au niveau élevé de la vague 1 – Ségur (est. GD : 4,5 M€ soit 26% de la croissance org. en 2023). En matière de M&A, Equasens se fixe deux critères en termes d'acquisition i/ un ratio *d'EV/Sales* plus faible que le sien et ii/ une MOC supérieure à celle du groupe (26% en 2021).

### Argumentaire d'investissement

- Le groupe dispose d'une passerelle numérique de santé déjà opérationnelle, combinant positionnement unique (maillage patient complet) et avance technologique. Cette avance se traduit dans i/ le *track-record* du groupe (en avance sur les réf. V1 de logiciels en 2022 vs ses *peers*, croissance *topline* et marge d'EBIT les plus élevés du secteur) et ii/ la quasi-complétude des référencements Ségur sur ses logiciels et sur tous les couloirs ;
- Equasens possède un excellent *track-record* en termes de solidité de publication, de M&A et de gestion managériale (ROE supérieur à 20% depuis 15 ans) ;
- Enfin, il bénéficie d'une structure financière solide (trésorerie brute de c.121,7 M€ en incluant les placements financiers) et génère des FCF substantiels (GD ratio FCF/CA de c.21,4% en 2023e) et réguliers. Ces éléments devraient permettre au groupe de continuer sa politique de M&A volontariste en vue d'acquies i/ de nouvelles PDM en France ou à l'international et ii/ de nouvelles briques technologiques.

RATIOS BOURSIERS	12/21	12/22e	12/23e	12/24e
PE	34,7x	27,0x	23,7x	20,0x
PEG	1,0x	13,4x	2,3x	1,1x
P/CF	29,9x	20,5x	18,3x	16,2x
VE/CA	7,8x	5,5x	4,7x	4,1x
VE/EBITDA	24,1x	17,2x	14,7x	12,9x
VE/ROC	29,8x	20,9x	17,7x	15,3x
VE/ROP	29,8x	20,9x	17,7x	15,3x
VE/Capitaux employés	8,2x	6,6x	6,0x	5,8x
P/ANPA	8,6x	5,9x	5,0x	4,2x
FCF yield	2,5%	4,0%	4,5%	5,4%
Rendement	1,2%	1,7%	1,7%	4,5%

ELEMENTS FINANCIERS	12/21	12/22e	12/23e	12/24e
CA (M€)	193,1	214,1	231,3	254,5
ROC (M€)	50,3	56,7	61,3	68,6
ROC/CA	26,0%	26,5%	26,5%	27,0%
ROP (M€)	50,3	56,7	61,3	68,6
RNPG (M€)	41,2	42,0	46,4	55,1
BPA corrigé (€)	2,71	2,77	3,06	3,63
Var.	34,0%	2,0%	10,5%	18,8%
FCF (M€)	37,2	46,6	49,6	59,3
Dette financière nette (M€)	10,1	-17,0	-45,7	-89,1
Gearing	6,1%	-8,9%	-20,9%	-34,2%
ROCE	22,8%	24,0%	26,0%	29,5%

### Opinion Acheter réitérée, TP inchangé de 100 € (DCF)

Bien que l'exercice 2023 s'annonce moins dynamique en matière de croissance organique, Equasens présente un *track-record* conséquent pour i/ maintenir un niveau de MOC élevé en 2023 (GD : 26,5%) et ii/ retrouver dès 2024e un niveau *double-digit* de sa croissance topline en s'appuyant particulièrement sur le déploiement du Ségur. Enfin, la prochaine publication qui s'annonce de qualité (amélioration de la MOC en 22) et la réactivation du volet M&A à CT restent, selon nous, des catalyseurs pour le groupe. Nous maintenons notre opinion Acheter et notre TP de 100 € (DCF) offrant un potentiel de +38%.

### DCF à 105 € : scénario alternatif intégrant le Ségur – Vague 2

En parallèle, nous modélisons par DCF un scénario alternatif en prenant l'hypothèse d'une modélisation semblable (vague 2) à celle de la vague 1. Pour Equasens (18,5 M€), la reconnaissance de CA se fait sur 5 ans avec 2 phases : i/ 1 an de reconnaissance de CA en vue du déploiement en 2024 et ii/ 4 ans de CA de maintenance (à partir de 2025). Nous retenons les mêmes paramètres de marché que notre DCF central (croissance à l'infini de 2,0% et WACC à 7,0%). Dans ce scénario, notre valorisation par DCF ressort à 105,0 €, soit un *upside* de +45%.

### Volet M&A qui devrait rester actif en 2023

Comme à son habitude, Equasens devrait effectuer des opérations non structurantes mais néanmoins jugées pertinentes. Les principales volontés de cette politique devraient être, de notre point de vue, soit d'étoffer la gamme de produits avec une nouvelle brique technologique (un exemple récent étant Multimed : solution de préparation des doses à administrer PDA en août 22) ou de développer l'international (comme lors de l'acquisition de Caremeds au UK en août 22).

Ces futures opérations M&A devraient ainsi représenter des catalyseurs pour Equasens. Fort d'une trésorerie brute élevée, le management souhaite en effet se renforcer sur des zones de plus de 20 M d'habitants en Europe tels que le Royaume-Uni, l'Allemagne, ou l'Espagne :

- Le Royaume-Uni avec le renforcement sur le segment des piluliers : acquisitions réalisées en août 22 ;
- L'Allemagne en se rapprochant d'acteurs sur le segment pharmacie et en déployant une stratégie M&A proche de celle faite en 2019 en Italie (vise 20% de PDM d'ici à 5 ans) ;
- L'Espagne, en se concentrant sur le retard que le pays constate en matière de robotisation des pharmacies vs la France afin de gagner de nouvelles parts de marché. Le groupe précise qu'il est aussi actif sur la division Medical Soft en France dans l'objectif de réaliser des acquisitions technologiques.

\*Dont titres disponibles à la vente (30,1 M€) et actifs financiers non courants hors cautions (40,2 M€)



## COURS\*

72,50 €

\*Clôture du 08/03/23

## TP

100,0 €

## POTENTIEL

+37,9%

## Valeurs favorites / Midcaps

## Activité

Solutions logicielles métiers à destination des professionnels et des établissements de santé

## Données de marché

B/H 12M	58,60 €/89,70 €
Volume 3M	3 408 titres/jour
Nombre d'actions	15 174 125
Capi. boursière	1 100 M€
Flottant	356 M€
Marché	Euronext B
Secteur	Editeurs de logiciels
Bloomberg	EQS FP
Isin	FR0012882389
Indice	CAC SMALL

## Actionnariat au 31/12/21

Marque Verte Santé	60,5%
Flottant	32,3%
Coopérative Welcoop	6,1%
Autodétention	1,0%

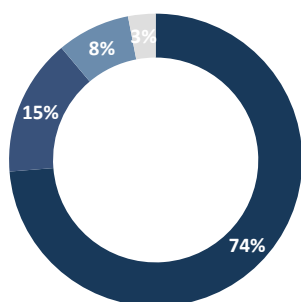
## Effectifs au 31/12/21

Effectifs	1 204
-----------	-------

## CA 2022 par trimestre

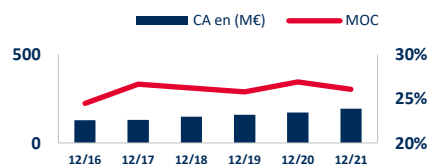
T4	28%
T2	25%
T3	24%
T1	23%

## CA 2022 par division



■ Pharmagest ■ Axigate Link ■ E-connect ■ Medical Soft

## CA et MOC



COMPTE DE RESULTAT (M€)	12/19	12/20	12/21	12/22e	12/23e	12/24e
Chiffre d'affaires	158,6	171,8	193,1	214,1	231,3	254,5
Var.	6,8%	8,3%	12,4%	10,9%	8,0%	10,0%
Var. organique	5,6%	8,3%	12,4%	8,8%	8,0%	10,0%
EBITDA	48,9	55,8	62,2	68,9	73,9	81,4
ROC	40,8	46,1	50,3	56,7	61,3	68,6
ROP	40,8	46,1	50,3	56,7	61,3	68,6
Résultat financier	1,5	-0,2	1,6	2,0	2,0	5,0
Impôts	-13,3	-13,4	-10,6	-15,6	-16,8	-19,5
Sociétés mises en équivalence	-0,1	0,1	-0,1	-0,2	0,8	1,0
RN activités arrêtées/en cours de cession	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intérêts minoritaires	-0,6	-2,0	-2,0	-1,0	-1,0	0,0
RNPG	28,4	30,7	41,2	42,0	46,4	55,1
RNPG corrigé	28,4	30,7	41,2	42,0	46,4	55,1

TABLEAU DE FINANCEMENT (M€)	12/19	12/20	12/21	12/22e	12/23e	12/24e
Cash Flow	36,9	41,8	53,1	55,3	60,0	66,1
- Var. du BFR	3,8	5,4	-5,5	4,1	2,4	5,1
- Capex	16,3	19,6	10,3	12,7	12,8	11,9
= Free Cash Flow	24,3	27,6	37,2	46,6	49,6	59,3
- Investissements financiers nets	-16,8	-19,5	-25,9	-2,0	-2,0	-2,0
- Dividendes	-13,5	-14,5	-15,0	-17,5	-19,0	-19,0
+ Augmentation de capital/Rachat d'actions	0,2	0,9	-5,5	0,0	0,0	4,0
+ Autres	30,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Var. Dette financière nette	25,0	-4,0	7,3	-27,2	-28,7	-43,4

BILAN (M€)	12/19	12/20	12/21	12/22e	12/23e	12/24e
Goodwill	49,8	65,6	83,7	83,8	83,8	82,0
Autres immobilisations incorporelles	79,8	102,2	123,2	128,1	132,4	133,5
Immobilisations corporelles	19,5	27,5	27,7	23,3	19,1	17,2
Immobilisations financières	61,3	55,3	56,9	58,9	60,9	62,9
BFR	-16,8	-27,6	-26,1	-29,5	-31,4	-34,0
Capitaux propres part du groupe	127,6	143,3	159,0	183,5	211,0	252,1
Minoritaires	4,3	5,7	6,2	7,2	8,2	8,2
Fonds propres à 100%	131,9	149,0	165,2	190,8	219,2	260,4
Disponibilités + titres de placement	50,6	63,3	64,8	92,0	120,6	167,0
Dette financière nette	6,9	2,8	10,1	-17,0	-45,7	-89,1
Capitaux employés	143,7	157,3	181,6	180,7	181,0	179,5

DONNEES PAR ACTION (€)	12/19	12/20	12/21	12/22e	12/23e	12/24e
Nombre d'actions (en milliers)	15 174	15 174	15 174	15 174	15 174	15 174
Nombre d'actions diluées (en milliers)	15 174	15 174	15 174	15 174	15 174	15 174
BPA corrigé	1,87	2,02	2,71	2,77	3,06	3,63
BPA publié	1,87	2,02	2,71	2,77	3,06	3,63
CAF par action	2,29	2,56	3,15	3,64	3,95	4,47
ANPA	8,69	9,82	10,89	12,57	14,45	17,16
Dividende	0,95	1,05	1,15	1,25	1,25	3,25
Payout	51%	52%	42%	45%	41%	89%

RATIOS	12/19	12/20	12/21	12/22e	12/23e	12/24e
Marge brute/CA	81,1%	81,2%	80,9%	80,5%	80,5%	80,5%
EBITDA/CA	30,9%	32,5%	32,2%	32,2%	32,0%	32,0%
ROC/CA	25,8%	26,9%	26,0%	26,5%	26,5%	27,0%
ROP/CA	25,8%	26,9%	26,0%	26,5%	26,5%	27,0%
Taux d'IS	31,4%	29,2%	20,5%	26,5%	26,5%	26,5%
RN corrigé/CA	18,3%	19,0%	21,3%	20,1%	20,5%	21,7%
Capex/CA	10,3%	11,4%	5,4%	5,9%	5,5%	4,7%
Capex/DAP	2,0x	2,1x	0,9x	1,0x	1,0x	0,9x
FCF/CA	15,3%	16,1%	19,3%	21,8%	21,5%	23,3%
FCF/EBITDA	49,7%	49,5%	59,8%	67,7%	67,1%	72,9%
Goodwill/Fonds propres à 100%	37,7%	44,0%	50,7%	43,9%	38,2%	31,5%
BFR/CA	-10,6%	-16,1%	-13,5%	-13,8%	-13,6%	-13,4%
Gearing	5,2%	1,9%	6,1%	-8,9%	-20,9%	-34,2%
Dette financière nette/EBITDA	0,1x	0,1x	0,2x	-0,2x	-0,6x	-1,1x
EBITDA/Frais financiers	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROCE	20,2%	21,5%	22,8%	24,0%	26,0%	29,5%
ROE	22,0%	21,9%	24,9%	22,5%	21,6%	21,2%

DONNEES BOURSIERES	12/19	12/20	12/21	12/22e	12/23e	12/24e
Performance boursière	18,6%	83,8%	-15,6%	-20,5%	-2,9%	-
Performance boursière relative au CAC M&S	-0,4%	86,2%	-27,6%	-7,7%	-12,9%	-
Cours au plus haut (€)	62,80	111,40	122,60	92,70	82,70	-
Cours au plus bas (€)	50,00	44,30	83,60	58,60	72,50	-
Valeur d'entreprise (M€)	869,5	1 156,9	1 498,0	1 183,8	1 085,6	1 048,7
= Capitalisation boursière	865,8	1 138,8	1 468,5	1 174,9	1 100,1	1 100,1
+ Dette financière nette	6,9	2,8	10,1	-17,0	-45,7	-89,1
+ Minoritaires	4,3	5,7	6,2	7,2	8,2	8,2
+ Provisions et autres	53,8	64,9	70,0	77,6	83,8	92,2
- Actifs financiers	61,3	55,3	56,9	58,9	60,9	62,9

VALORISATION	12/19	12/20	12/21	12/22e	12/23e	12/24e
PE	32,4x	55,0x	34,7x	27,0x	23,7x	20,0x
PEG	2,8x	6,8x	1,0x	13,4x	2,3x	1,1x
P/CF	26,4x	43,5x	29,9x	20,5x	18,3x	16,2x
VE/CA	5,5x	6,7x	7,8x	5,5x	4,7x	4,1x
VE/EBITDA	17,8x	20,7x	24,1x	17,2x	14,7x	12,9x
VE/ROC	21,3x	25,1x	29,8x	20,9x	17,7x	15,3x
VE/ROP	21,3x	25,1x	29,8x	20,9x	17,7x	15,3x
VE/Capitaux employés	6,1x	7,4x	8,2x	6,6x	6,0x	5,8x
P/ANPA	7,0x	11,3x	8,6x	5,9x	5,0x	4,2x
FCF yield	2,8%	2,4%	2,5%	4,0%	4,5%	5,4%
Rendement	1,6%	0,9%	1,2%	1,7%	1,7%	4,5%