

EQUASENS

Euronext A – FR0012882389 – EQS

✓ **La qualité du mix soutient la rentabilité**

- ✓ **ROC S1 +11,9% à 23,7 M€, marge +80 pb à 19,0%**
- ✓ **Pharmagest : forte amélioration de la rentabilité à 18,6% (+220 pb)**
- ✓ **Trésorerie nette : 93,2 M€ vs 83,6 M€ fin 2025**
- ✓ **ARR +8,8% à 111,1 M€**
- ⚠ **Medical Solutions reste le principal point de vigilance**

Pour mémoire, le CA du S1 s'établit à 124,5 M€, en hausse de +7,3% (+1,4% à périmètre comparable). Les ARR progressent de +8,8% à 111,1 M€ et les revenus de maintenance et abonnements de +8,4%, dont +4,7% en organique.

Le mix plus favorable associé à une bonne maîtrise des coûts (frais de personnel +1,4% pc + contribution relative des acquisitions à hauteur de 30 pb sur la marge), permet à l'EBITDA courant de progresser de +11,9% à 33,3 M€ (marge 26,8% vs 25,7% au S1 2025). Le ROC augmente dans les mêmes proportions à 23,7 M€ (marge opérationnelle +80 pb à 19,0%). La progression des résultats est sensiblement supérieure à celle du CA et surtout à la croissance organique. Le résultat net suit la même tendance et progresse de +10,5% à 20,0 M€

Pharmagest : la principale satisfaction

La principale satisfaction vient selon nous de Pharmagest. La division réalise un CA de 89,0 M€, en hausse de +3,6%, mais son ROC progresse de +17,9% à 16,6 M€. La marge opérationnelle atteint ainsi 18,6% contre 16,4% au S1 2025, soit un gain de 220 pb.

Cette performance est portée par un mix produits favorable, des frais de personnel stables et l'amélioration de la rentabilité en Italie, qui contribue à hauteur de +0,7 M€. Les revenus de maintenance et abonnements progressent parallèlement de +6,1%.

Cette performance nous apporte un certain confort par rapport à notre hypothèse annuelle de marge de 18,8%, établie avant la publication. La saisonnalité historique est par ailleurs favorable : en 2025, la marge était passée de 16,4% au S1 à 20,8% au S2. Il n'est donc pas nécessaire d'intégrer une forte amélioration supplémentaire de la rentabilité au S2 pour atteindre notre scénario annuel.

Axigate Link : la croissance est là, le levier sur les marges reste attendu

Axigate Link affiche une croissance de +20,4% à 19,8 M€ (intégration de Novaprove/DIS + Ségur.). Surtout, l'activité Hôpital poursuit sa forte progression avec une croissance organique de +18,5% et représente désormais 4,8 M€ de CA. Le ROC progresse de +15,4% à 5,0 M€, mais moins rapidement que le CA, ramenant la marge de 26,6% à 25,5%. Ce niveau est inférieur à notre hypothèse annuelle de 30% et implique donc une amélioration significative au S2. Celle-ci n'est toutefois pas sans précédent puisque la marge avait atteint 31,3% au S2 2025 après 26,6% au S1. La montée en puissance du Ségur et des activités hospitalières constitue un levier, mais la division continue parallèlement d'investir fortement. Axigate constitue donc l'un des principaux points à suivre au S2 en matière de rentabilité.

E-Connect : le recul commercial est largement absorbé par les marges

La lecture d'E-Connect est paradoxalement plus rassurante sur le plan des résultats. Le CA recule de -17,4% à 6,2 M€, pénalisé par l'attentisme des professionnels de santé et le déploiement encore timide de l'Appli Carte Vitale. Le ROC ne baisse cependant que de -12,5% à 2,4 M€, permettant à la marge d'atteindre 38,2% contre 36,0% un an plus tôt. La stabilité des revenus et des marges de l'activité Pharmacie et la réduction des dépenses compensent ainsi en partie le recul des solutions de mobilité. Avec une hypothèse annuelle de 35%, nous disposons ici d'une certaine marge de sécurité. Notre prudence sur E-Connect concerne donc davantage l'évolution du CA que sa contribution à la rentabilité du Groupe.

Medical Solutions : le principal point de vigilance

La situation est nettement différente pour Medical Solutions. Le CA progresse de +68,7% à 8,6 M€ grâce à l'intégration d'Erevo, mais recule de -8,9% à périmètre comparable. Surtout, le ROC ressort à -0,2 M€ contre +0,3 M€ au S1 2025, soit une marge publiée de -2,3%. Cette dégradation reflète les investissements engagés dans la transformation des offres historiques, notamment autour d'EQWO, de LOQUII et de la Vague 2 du Ségur. L'apport des acquisitions compense partiellement ces investissements à hauteur de 0,5 M€ mais de manière moindre qu'attendu du fait d'une refonte en cours de l'approche commerciale.

C'est clairement sur cette division que notre hypothèse annuelle de marge de 9% apparaît désormais la plus exigeante. Elle suppose un très fort redressement au S2, alors même que la division n'avait dégagé que 3,2% de marge au S2 2025. Le retour à la croissance organique et, surtout, le rythme de normalisation des investissements constituent donc les principaux éléments à surveiller.

Suite page 2

ACHAT

Résultats S1 + Contact

Eligible PEA

Secteur : Éditeur de Logiciels

OBJECTIF DE COURS PRECEDENT
63,7 € 63,7 €

Cours (25/09/2026) POTENTIEL
29,45 € +116 %

CAPITALISATION FLOTTANT
447 M€ 108 M€

Ratios	2026e	2027e	2028e
VE/CA	1,5	1,4	1,3
VE/ROC	7,0	6,6	6,3
PER	9,6	9,2	8,6
P/CF	7,7	7,2	6,9
Rendement	5,0%	5,2%	5,5%

Données par Action	2025	2026e	2027e	2028e
BPA (€)	2,62	3,07	3,21	3,43
Var. (%)	8,7%	17,3%	4,5%	6,8%
FCF PA (€)	3,11	2,53	3,24	3,79
Var. (%)	30,2%	-18,5%	28,1%	16,9%
Dividende (€)	1,40	1,47	1,54	1,62

Comptes	2025	2026e	2027e	2028e
CA (M€)	236,5	253,9	266,7	278,8
Var	9,1%	7,3%	5,1%	4,5%
Marge Brute (M€)	190,1	204,1	215,2	225,8
Marge (%)	80,4%	80,4%	80,7%	81,0%
Ebitda	64,3	67,0	72,4	78,1
Marge (%)	27,2%	26,4%	27,2%	28,0%
ROC (M€)	48,17	53,58	57,09	59,85
Marge (%)	20,4%	21,1%	21,4%	21,5%
RN (M€)	41,1	46,6	48,7	52,0
Marge (%)	17,4%	18,4%	18,3%	18,7%

Structure Financière	2025	2026e	2027e	2028e
FCF (M€)	47,2	38,4	49,2	57,5
Dette fin. Nette (M€)	- 83,6	- 80,8	- 107,8	- 141,9
Capitaux Propres (M€)	263,0	288,4	314,8	343,4
Gearing	-31,8%	-28,0%	-34,2%	-41,3%
ROCE	12,5%	12,5%	13,4%	14,3%

Répartition du Capital	
Marque Verte Santé	60,5%
La Coopérative Welcoop	6,1%
Fondateurs	2,7%
Auto Détention	1,5%
Public	29,2%

Performance	2026	3m	6m	1 an
Equasens	-34,6%	-16,3%	-13,4%	-33,8%
CAC Mid&Small	8,2%	1,9%	7,1%	8,2%
Extrêmes 12 mois	28,6	46,0		

Liquidité	2026	3m	6m	1 an
Volume Cumulé (000)	2 423	1 171	1 776	3 054
en % du capital	16,0%	7,7%	11,7%	20,1%
en % du flottant	66,3%	32,0%	48,6%	83,5%
en M€	85,7	38,1	61,0	111,6

Prochain événement CA T3 : 29 octobre

Arnaud Riverain

+ 33 (0)6 43 87 10 57

ariverain@greensome-finance.com

GreenSome a signé un contrat de recherche avec l'émetteur.

Au niveau Groupe, notre hypothèse 2026 de 21,1% de marge opérationnelle, établie avant cette publication, doit être mise en regard des 19,0% réalisés au S1.

L'écart provient de la saisonnalité historique de la rentabilité : en 2025, la marge opérationnelle était passée de 18,2% au S1 à 22,4% au S2. La publication du S1 2026 montre d'ailleurs que la marge est déjà supérieure de 80 pb à celle du S1 précédent.

La composition de cette amélioration sera néanmoins déterminante. Pharmagest et E-Connect nous apportent davantage de confort qu'avant la publication. À l'inverse, notre scénario nécessite une amélioration sensible chez Axigate Link et surtout un retournement marqué de Medical Solutions.

Nous conservons donc notre hypothèse de marge, mais le mix permettant d'atteindre les 21,1% pourrait être différent de celui initialement envisagé, avec probablement davantage de contribution de Pharmagest et E-Connect et moins de Medical Solutions.

Une génération de cash solide

La qualité du semestre se retrouve également dans la génération de cash. La CAF progresse de 29,6 M€ à 33,1 M€ et atteint 26,5 M€ après intérêts et impôts. Le BFR absorbe toutefois 11,5 M€, principalement en raison de la constitution de stocks destinés à sécuriser les approvisionnements. Les investissements d'exploitation restent contenus à 6,7 M€, dont 5,3 M€ consacrés au développement.

La direction a insisté sur le besoin de sécuriser ces stocks étant donné le contexte de pénurie rencontré. Aussi, au moins jusqu'à fin 2027, nous devrions observer un niveau de stocks supérieur à la moyenne.

Malgré ces éléments, la trésorerie nette atteint 93,2 M€ contre 83,6 M€ fin 2025. Cette structure financière laisse au Groupe des marges de manœuvre importantes pour poursuivre ses investissements technologiques et sa politique d'acquisitions ciblées.

Perspectives : le S2 sera surtout une histoire de marges

Nous avons déjà ajusté après le T2 notre prévision de CA 2026 à 253,9 M€, contre 260,8 M€ précédemment, afin d'intégrer une trajectoire plus prudente pour Pharmagest, E-Connect et Medical Solutions. Les résultats semestriels ne modifient pas fondamentalement cette lecture.

En revanche, le principal enjeu du S2 se déplace désormais du chiffre d'affaires vers la rentabilité.

La Vague 2 du Ségur devrait progressivement monter en puissance : elle n'a contribué qu'à hauteur de 0,6 M€ au CA du S1 et son calendrier de déploiement s'étend jusqu'au S1 2027. Au-delà, le SaaS, le Cloud et surtout l'intégration de l'IA dans les logiciels métiers constituent les principaux relais de création de valeur mis en avant par la direction mais cela dans une perspective moyen-long terme.

Par ailleurs, Equasens a annoncé le 22 septembre que le site de stockage de sa filiale ASCA, spécialiste dans le déploiement de solutions d'étiquetage électronique pour les pharmacies, a été touché par un incendie. Le bâtiment ainsi que les stocks qui y étaient entreposés ont été détruits. Selon la direction, « la période d'interruption totale des installations devrait se limiter à quatre semaines ». Enfin, le groupe a sécurisé avec ses partenaires ses réapprovisionnements. Aussi, elle estime qu'il n'y devrait pas y avoir d'impact majeur sur l'activité. Si impact il y a, ce sera au niveau des stocks car le groupe doit se réapprovisionner et faire jouer les assurances pour être remboursé. Cela pourrait donc avoir un effet ponctuel au niveau du bilan.

Conclusion

Les résultats du S1 confortent notre analyse du T2. L'amélioration du mix commence à se traduire dans les marges.

La hausse de 80 pb de la marge opérationnelle à 19,0%, malgré une croissance organique limitée à +1,4%, est à ce titre encourageante. Pharmagest constitue la principale satisfaction et E-Connect démontre une bonne capacité de résistance de ses marges malgré un environnement commercial difficile.

Opinion & objectif de cours : Achat – 63,7 €

Le titre reste sous pression et a retrouvé ses niveaux d'il y a 10 ans.

Pour rappel en 2016, Equasens a réalisé un CA annuel de 128,4 M€ avec une marge d'Ebit de 24,4%, une trésorerie brute de 70 M€ et 10 M€ de dettes financières. Elle se payait alors 3,1 fois le CA et 12,5 fois la VE/EBIT vs respectivement 1,5 x et 7x pour 2026* (CA 2026* 254 M€, marge d'Ebit estimée 21,1%, trésorerie brute attendue 146 M€, dette financière nette 44 M€).

La correction est trop sévère selon nous et traduit probablement un fort attentisme sur les valeurs ayant une exposition importante au marché français surtout dans le domaine des éditeurs du fait des incertitudes, entre autres, autour de l'IA. A cela s'ajoute un contexte global assez morose de la dynamique d'investissements des acteurs économiques.

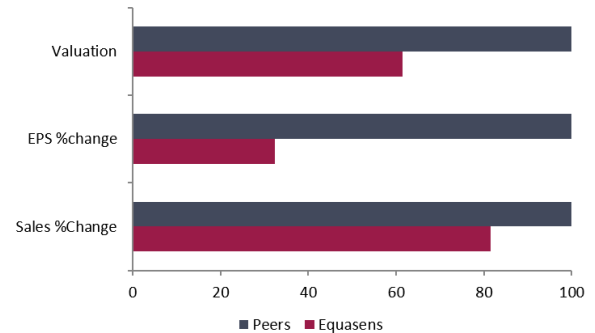
Snapshot EQUASENS

EQUASENS est le leader français de l'informatique officinale avec près de 44% de parts de marché. Avec près de 1 400 collaborateurs, la stratégie du Groupe EQUASENS s'articule autour d'un cœur de métier, l'innovation informatique au service de la Santé et le développement de 2 axes prioritaires : 1/ les services et technologies à destination des patients et des professionnels de santé, notamment l'accompagnement du pharmacien dans le suivi de l'observance ; 2/ les domaines technologiques capables d'améliorer l'efficacité des systèmes de santé. EQUASENS a développé des métiers spécialisés : informatique officinale, solutions pour la e-Santé, solutions pour les professionnels de santé, solutions pour les laboratoires pharmaceutiques, applications et objets de santé connectés, place de marché en financement des ventes... Ces activités sont réparties en 5 Divisions : Pharmagest, Axigate Link, E-Connect, Fintech et Medical Solutions.

Matrice Fondamentale



Profil d'investissement



Historique de publication sur 12 mois

DATE DE PUBLICATION	TYPE	OPINION	COURS	OBJECTIF DE COURS
30/07/2026	CA T2	Achat	34,1 €	63,7 €
29/04/2026	CA T1	Achat	39,2 €	63,7 €
27/03/2026	Résultats 2025	Achat	34,2 €	63,7 €
05/02/2026	CA 2025	Achat	39,8 €	76,7 €
05/01/2026	Acquisition d'Erevo	Achat	41,9 €	76,7 €
05/11/20025	CA T3	Achat	36,85€	76,7 €
26/09/2025	Résultats S1	Achat	44,5 €	76,7 €

Données financières

COMPTE DE RESULTAT (M€)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	219,8	216,8	236,5	253,9	266,7	278,8
Achats	41,5	40,3	46,4	49,8	51,5	53,0
Marge Brute	178,2	176,4	190,1	204,1	215,2	225,8
Achats & charges externes	27,6	27,4	27,5	33,0	34,7	36,2
Charges de personnel	80,8	87,1	95,3	100,8	104,7	107,9
EBITDA	67,0	58,9	64,3	67,0	72,4	78,1
Autres produits & charges	2,0	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6
Dotations	13,2	15,5	17,7	17,8	18,7	19,5
ROC	55,8	45,1	48,2	53,6	57,1	59,8
Coût de l'endettement financier net	3,2	3,9	3,9	5,0	4,1	5,5
Autres produits & charges financiers	-1,0	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
RCAI	57,4	47,1	51,3	58,3	60,9	65,1
Impôts sur les bénéfices	9,7	9,5	10,6	12,0	12,5	13,4
Résultat net	48,9	37,8	41,1	46,6	48,7	52,0
RNPG	47,0	36,2	39,3	44,6	46,6	49,8
Minoritaires	1,8	1,5	1,7	2,0	2,1	2,2

BILAN (M€)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Actif immobilisé	261,8	275,6	271,8	293,5	293,9	295,4
<i>Dont Goodwill</i>	<i>90,2</i>	<i>104,0</i>	<i>128,0</i>	<i>128,0</i>	<i>128,0</i>	<i>128,0</i>
Stocks	10,3	10,3	11,0	17,6	18,5	13,2
Clients	52,8	47,4	48,5	56,4	59,3	61,9
Autres créances	14,4	17,3	20,5	17,6	18,5	19,4
Disponibilités et FCP	54,7	47,4	87,1	74,3	91,2	115,4
TOTAL ACTIF	394,0	398,0	439,0	459,5	481,4	505,2
Capitaux propres	227,6	240,7	263,0	288,4	314,8	343,4
Provisions long terme	7,1	8,2	9,0	9,7	10,2	10,7
Dettes financières	69,3	48,5	53,8	43,8	33,8	23,8
Fournisseurs	16,1	13,9	19,7	21,2	22,2	23,2
Autres dettes	67,6	68,3	74,7	77,6	81,5	85,2
TOTAL PASSIF	394,0	398,0	439,0	459,5	481,4	505,2

TABLEAU DE FINANCEMENT (M€)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Capacité d'autofinancement	61,6	47,7	56,8	58,3	62,1	64,9
Variation du BFR	-3,9	-0,2	2,5	-7,1	0,4	6,6
Flux de trésorerie liés à l'activité	57,7	47,6	59,2	51,1	62,6	71,5
Flux Investissements	-18,4	-11,3	-12,1	-12,7	-13,3	-13,9
Investissements financiers	-28,2	-2,6	-10,5	-20,0	0,0	0,0
Opérations en capital	-17,9	-19,3	-19,5	-21,2	-22,3	-23,4
Flux de Financement	-19,6	-36,2	-18,6	-10,0	-10,0	-10,0
Total Flux financement	-65,7	-58,1	-48,5	-51,2	-32,3	-33,4
Variation de trésorerie	-8,5	-2,4	18,1	-12,8	16,9	24,1

RATIOS	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Marge brute	81,1%	81,4%	80,4%	80,4%	80,7%	81,0%
Marge d'Ebitda	30,5%	27,2%	27,2%	26,4%	27,2%	28,0%
Marge d'EBIT	25,4%	20,8%	20,4%	21,1%	21,4%	21,5%
Marge nette	22,2%	17,4%	17,4%	18,4%	18,3%	18,7%
ROE (RN/Fonds propres)	21,5%	15,7%	15,6%	16,2%	15,5%	15,1%
ROCE (NOPAT/Capitaux employés)	14,6%	11,2%	12,5%	12,5%	13,4%	14,3%
Dettes nettes / Fonds propres (gearing)	-31,4%	-33,0%	-31,8%	-28,0%	-34,2%	-41,3%
FCF par action	2,59	2,39	3,11	2,53	3,24	3,79
BNPA (en €)	3,22	2,41	2,62	3,07	3,21	3,43
Dividende par action (en €)	1,25	1,25	1,40	1,47	1,54	1,62
Rendement net	4,2%	4,2%	4,8%	5,0%	5,2%	5,5%
Taux de distribution	35,6%	38,4%	49,7%	51,7%	47,8%	48,1%

Estimations : GreenSome Finance

Système de recommandation

ACHAT	NEUTRE	VENDRE
Potentiel > +10%	-10% < Potentiel < +10%	Potentiel < -10%

Détection potentielle de conflits d'intérêts

Corporate Finance en cours ou réalisée durant les 12 derniers mois	Participation au capital de l'émetteur	Contrat de suivi avec l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité et / ou Animation de marché	Contrat d'apporteur de liquidité
NON	NON	OUI	OUI	NON	NON

Avertissements

Cette publication a été rédigée par GreenSome Finance pour le compte de GreenSome Consulting. Elle est délivrée à titre informatif uniquement et ne constitue en aucun cas une sollicitation d'ordre d'achat ou de vente des valeurs mobilières qui y sont mentionnées.

L'information contenue dans cette publication ainsi que toutes les opinions qui y sont reprises, sont fondées sur des sources présumées fiables. Cependant GreenSome Finance ne garantit en aucune façon l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations et personne ne peut s'en prévaloir. Toutes les opinions, projections et/ou estimations contenues dans cette publication reflètent le jugement de GreenSome Finance à la date de celle-ci et peuvent être sujettes à modification sans notification.

Cette publication est destinée exclusivement à titre informatif aux investisseurs classés « professionnels » ou « contrepartie éligible » au sens de la directive MIF et qui sont supposés élaborer leur propre décision d'investissement sans se baser de manière inappropriée sur cette publication.

Si un particulier « non professionnel » venait à être en possession du présent document, il ne devra pas fonder son éventuelle décision d'investissement uniquement sur la base dudit document mais devra consulter ses propres conseils.

Les investisseurs doivent se faire leur propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière mentionnée dans cette publication en tenant compte des mérites et risques qui y sont attachés, de leur propre stratégie d'investissement et de leur situation légale, fiscale et financière.

Les performances historiques ne sont en aucun cas une garantie pour le futur.

Du fait de cette publication, ni GreenSome Finance, ni aucun de ses dirigeants ou de ses employés, ne peut être tenu responsable d'une quelconque décision d'investissement.

Conformément à la réglementation et afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts eu égard aux recommandations d'investissements, GreenSome Finance a établi et maintient opérationnelle une politique efficace de gestion des conflits d'intérêts. Le dispositif de gestion des conflits d'intérêts est destiné à prévenir, avec une certitude raisonnable, tout manquement aux principes et aux règles de bonne conduite professionnelle. Il est en permanence actualisé en fonction des évolutions réglementaires et de l'évolution de l'activité de GreenSome Finance. GreenSome Finance entend, en toutes circonstances, agir dans le respect de l'intégrité de marché et de la primauté de l'intérêt de ses clients. A cette fin, GreenSome Finance a mis en place une organisation par métier ainsi que des procédures communément appelées « Muraille de Chine » dont l'objet est de prévenir la circulation indue d'informations confidentielles, et des modalités administratives et organisationnelles assurant la transparence dans les situations susceptibles d'être perçues comme des situations de conflits d'intérêts par les investisseurs. Cette publication est, en ce qui concerne sa distribution au Royaume-Uni, uniquement destinée aux personnes considérées comme 'personnes autorisées ou exemptées' selon le 'Financial Services Act 1986' du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou auprès de personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du 'Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997' et n'est pas destinée à être distribuée ou communiquée, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. La distribution de cette publication dans d'autres juridictions peut être limitée par la législation applicable, et toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions.