

Sidetrade

Surperformance → | Objectif 188 €

Cours (24/04/2023) : 136.00 € | Potentiel : 38%

Révision 2022e 2023e
BPA ns ns

Ça finit toujours par payer. Initiation de couverture à Surperformance

Date publication: 25/04/2023 17:36

Date rédaction: 25/04/2023 17:07



Sources : ODDO BHF Securities, SIX

Données produit	
ALBFR FP ALBFR.PA	
Capitalisation boursière (M€)	195
VE (M€)	179
Extrêmes 12 mois (€)	120.0 - 167.0
Flottant (%)	56.6

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	0.7	-11.1	-4.2
Perf. rel. Indice Pays	-1.9	-9.7	1.5
Perf. rel. CAC Mid & Small	-1.9	-9.7	1.5

Comptes	12/23e	12/24e	12/25e
CA (M€)	43.2	49.9	57.3
EBITDA (M€)	2.2	3.1	4.5
EBIT courant (M€)	3.9	5.2	6.9
RNpg (M€)	3.4	4.4	5.9
BPA (€)	2.45	3.15	4.22
DNA (€)	0.00	0.00	0.00
P/E (x)	55.4	43.2	32.2
P/B (x)	6.2	5.4	4.6
Rendement (%)	0.0	0.0	0.0
FCF yield (%)	2.9	3.6	4.6
VE/CA (x)	4.1	3.5	2.9
VE/EBITDA (x)	81.4	56.0	36.8
VE/EBIT courant (x)	45.7	33.5	23.8
Gearing (%)	-51	-64	-76
Dette nette/EBITDA (x)	-6.9	-7.0	-6.7

Next Events	
01/05/2023	Q1 Sales
18/07/2023	H1 Sales
12/09/2023	H1 Results

Avec la participation de
Amira Manai
Yosr Jamoussi

Dans un contexte où le cash est -redevenu- roi, la demande pour les logiciels liés à la gestion financière du poste clients est croissante (pour, entre autres, sécuriser l'encours et générer des gains de productivité). Dans le domaine, la plateforme SaaS de Sidetrade nourrit de fortes ambitions grâce à des qualités indéniables (technologie reconnue, maturité dans le Cloud/SaaS, géo-extension, modèle économique robuste, trajectoire à 2 chiffres). Le groupe est en voie d'accélération et bénéficie de leviers à même de soutenir le momentum et d'offrir un potentiel d'upside régulier sur la valeur. Nous initions le titre à Surperformance, OC 188 €.

Editeur au positionnement qualitatif et spécialiste de l'Order-to-Cash « 3.0 »

Fondé en 2000 par son actuel PdG, Olivier Novasque, Sidetrade est un acteur de référence dans le segment des logiciels métiers d'automatisation des processus clients Order-to-Cash (de la prise de commandes jusqu'à l'encaissement). La société, pionnière dans le Cloud/SaaS, et d'abord spécialisée dans la collecte de cash, a progressivement fait évoluer son offre et étendu sa couverture fonctionnelle. Malgré sa taille encore modeste, Sidetrade n'a rien à envier à ses principaux concurrents (Highradius, FIS/GetPaid, Billtrust, Esker ou les ERP), et semble même disposer d'une certaine avance technologique grâce à l'intégration de son IA « Aimie », reconnue par les spécialistes et accréditée par des opérationnels contactés dans le cadre de notre étude.

En voie d'accélération grâce à de nombreux drivers. Les moyens de ses ambitions

L'excellente dynamique sur 2022 (CA +13% dont +22% sur les abonnements SaaS, et prises de commandes records, en hausse de 36% à 6.4 M€ de revenus annuels récurrents - ARR) renforce la visibilité et permet d'ores et déjà d'embarquer une forte croissance pour 2023 (+17%e). Cette accélération témoigne notamment d'une stratégie de développement qui commence à porter ses fruits aux USA (>50% des order intake), un moteur renforcé par l'acquisition d'Amalto (2021) et le référencement parmi les leaders de l'I2C par Gartner (2022). Parmi les autres drivers de croissance : 1/ le positionnement sur des tendances structurellement porteuses (marché encore sous-équipé, en croissance à 2 chiffres), 2/ l'intégration de nouveaux modules (fertilisation de la base installée), 3/ la réglementation européenne, et 4/ le M&A (bilan solide, cash >30 M€).

Trajectoire 2025 ambitieuse (mais maîtrisée) : intégrer le club des 'Centaures'

Grâce à des perspectives favorables, et une politique d'investissements soutenue (avec un trade-off croissance/rentabilité équilibré), le groupe reste engagé sur son plan Fusion100, qui vise 100 M\$ de base d'ARR à 2025 (y compris M&A). Si nous le considérons difficile à tenir à cet horizon (*in fine*, seule la trajectoire importe selon nous), son exécution ferait de Sidetrade un quasi « Centaure » (société >100 M\$ d'ARR), un nouveau statut de plus en plus scruté par les fonds de PE (taille critique, profil dérisqué). Dès lors, nous imaginons un intérêt spéculatif à terme (entreprise à maturité et direction qui semble pragmatique sur le sujet). D'ici là, notre approche est plus prudente et modélise un TMVA 2023/2027 du CA de 15% en org, avec un levier sur les résultats qui ne se matérialisera que graduellement (logique de réinvestissement sur un modèle encore gourmand en Opex) pour tendre vers une marge d'EBIT cible de 20%+ à long terme.

Profil de croissance séduisant. Initiation à Surperformance, OC 188 €

Sidetrade présente ainsi un profil attrayant et peu risqué et son modèle (conjuguant croissance à 2 chiffres, visibilité, récurrence et rentabilité) justifie une valorisation élevée. Le titre se traite 3.8x CA 12 m fwd et présente une décote vs concurrents Cloud, notamment américains (qui peut se justifier par la taille, la place de cotation, et la liquidité). Mais au-delà des multiples, le potentiel réside, selon nous, surtout dans le profil de croissance : statut de *compounder*, et PEG ajusté parmi les plus bas du secteur. Nous estimons que le titre pourrait doubler d'ici 3 à 5 ans. Selon nos différentes méthodes, notre valorisation fondamentale est comprise entre 180 € et 200 € par action. Dans un marché en concentration (multiplication des buy-out), Sidetrade est une cible de choix à terme. Nous initions la couverture du titre à Surperformance, OC 188 €.

Nicolas Thorez (Analyste)
nicolas.thorez@oddo-bhf.com

Baptiste Salaville (Analyste ESG)
baptiste.salaville@oddo-bhf.com



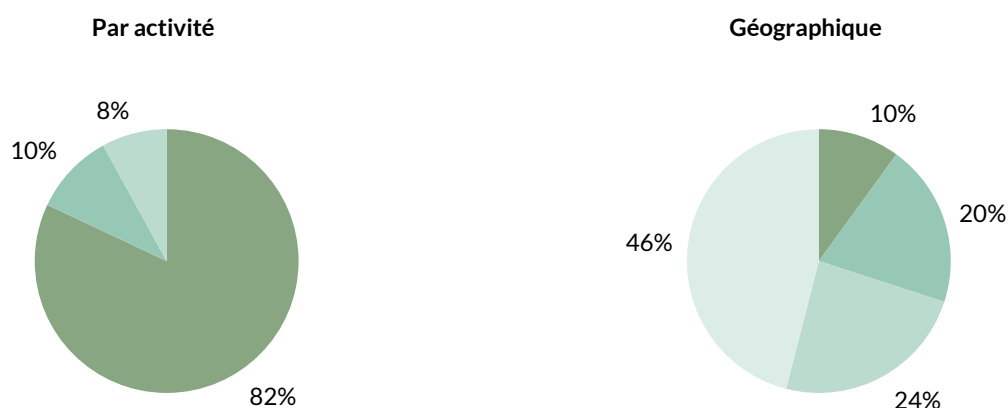
Sidetrade	Surperformance	
Logiciels France	Objectif de cours :	188 €
Capitalisation boursière: 195 M€	Cours (24/04/2023) :	136.00 €

Profil de la société | Actionnariat

Fondé en 2000 et pionnier dans le Cloud en mode abonnements (SaaS), Sidetrade est un acteur de référence dans le segment des logiciels d'automatisation des processus Order-to-Cash (de la prise de commandes jusqu'à l'encaissement des fonds), avec pour objectif de sécuriser les encours, d'accélérer les délais de paiements, de gagner en productivité, et d'améliorer la relation clients/fidélisation.

Flottant	56.60%
Olivier Novasque	32.00%
Treasury Stock	6.00%
Employees	5.40%

Répartition du CA (2022)



■ O2C SaaS Business ■ Professional Services ■ BPO & others ■ Europe de l'ouest ■ Europe (autres) ■ Amérique du Nord ■ Franc

Thèse d'investissement

Dans un contexte où le cash est -plus que jamais- roi (=demande croissante pour les logiciels métiers/B2B liés à la gestion financière du poste clients), la plateforme SaaS de Sidetrade nous semble idéalement positionnée : technologie reconnue, IA avancée, pure player du Cloud/SaaS, et pénétration prometteuse aux USA. Sidetrade présente donc un profil attrayant et peu risqué (bon véhicule pour « enjamber » 2023), et le modèle économique (conjuguant croissance à 2 chiffres, visibilité, récurrence et rentabilité) justifie d'une valorisation élevée. En outre, le groupe est en voie d'accélération et bénéficie de leviers tangibles à même de soutenir le momentum et d'offrir un potentiel d'upside régulier sur la valeur. Nous initions donc le titre à Surperformance avec un objectif de cours fixé à 188 €.

SWOT

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> - Positionnement qualitatif sur son segment. Parmi les 3 leaders référencés par Gartner - Modèle économique éprouvé (pure player du SaaS), et peu risqué (récurrence) - Trade-off équilibré entre croissance et rentabilité, à 2 chiffres - Bilan solide, permettant d'envisager sereinement le développement futur 	<ul style="list-style-type: none"> - Taille relativement modeste par rapport à d'autres acteurs globaux - Réseau de revendeurs/intégrateurs limité (car faible niveau de customisation) - Position encore limitée sur l'aval du cycle (e.g. Paiement B2B) - Modèle de croissance encore gourmand en Opex
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> - Nouvelles briques métiers, développées en interne, via M&A ou partenariats - Développement du channel et de la force de vente indirecte - Montée en puissance des USA (marché le plus mature) - Réglementation européenne en matière d'e-Invoicing 	<ul style="list-style-type: none"> - Dégradation de l'environnement de marché (impact sur la demande ou le churn) - Intensification de la concurrence (acteurs mieux financés, nouveaux entrants...) - Variation défavorable de l'USD



ESG

Sidetrade est dans l'étape finale de la formalisation de sa stratégie RSE. Après le calcul d'une empreinte carbone complète, le groupe prépare son premier rapport RSE qui devrait être publié à la fin du S1 2023. Le reporting de KPI quantitatifs ainsi que la formulation d'objectifs sur ces KPI permettra au groupe d'accélérer sur le volet RSE. A date, nous considérons que la formalisation des choix de gouvernance avec la référence à un code de gouvernance (Middlenext) est un levier de progrès significatif pour Sidetrade.

Cf. partie dédiée de l'étude pour plus de détails.



Sommaire

Synthèse d'investissement	5
Un positionnement qualitatif : pure-player de l'O2C en mode SaaS hébergé dans le Cloud	7
Un spécialiste de l'automatisation et de l'optimisation du cycle Client (Order-to-Cash)	7
Editeur de taille modeste, mais à la pointe avec de l'IA, dans le Cloud en mode abonnements (SaaS)	10
Des solutions pour cibler le haut du marché (grands comptes) au niveau global	13
Sur un segment de l'Order-to-Cash porteur, en plein essor et en pleine mutation	15
Un marché dynamique, sous-pénétré, et en demande de modernisation	16
Pour répondre aux enjeux clés et aux besoins évolutifs des DFI	18
Un environnement évidemment compétitif, mais encore très morcelé	19
Des vecteurs de croissance bien identifiés	22
Vecteur 1 : élargir la couverture fonctionnelle pour favoriser l'upsell et fertiliser la base installée	22
Vecteur 2 : la conquête de l'ouest, un réservoir de croissance important	24
Vecteur 3 : un environnement réglementaire favorable, notamment en Europe	26
Vecteur 4 : possible croissance externe, en géo-extension ou en renforcement de l'offre	26
Perspectives : trajectoire ambitieuse à 2025. Le bon équilibre croissance / rentabilité	28
Plan Fusion100 : priorité donnée à la croissance pour atteindre 100 M\$ de revenus en 2025	28
Accélération des Bookings et des revenus SaaS sur les prochaines années	29
Un potentiel de rentabilité élevé mais encore à dévoiler (levier opérationnel limité à court terme)	32
Synthèse : nos prévisions intègrent un TMVA 5 ans de 15% sur le CA et 22% sur l'EBIT	34
Initiation de couverture à Surperformance, OC 188 €	36
Parcours boursier : rerating (logique) depuis 2020	36
Valorisation par DCF : un objectif de 180 € par titre qui reflète le potentiel à moyen terme	38
Méthode des comparables : valorisation de 185 €	39
Méthode normative : une valorisation de 200 €	40
Les récentes opérations dans le secteur comme marqueur, même si comparaison n'est pas raison	40
Éléments ESG sur Sidetrade	42
Une stratégie RSE en cours de formalisation	42
Climat & Energie : des fondations solides	44
Attraction et rétention des employés : des initiatives, peu de formalisation	45
La gouvernance comme principal levier de progrès	46
Annexes	47
Structure managériale	47
Structure commerciale	47
Panorama de la suite Order-to-Cash de Sidetrade	48
Éléments financiers	49



SYNTHESE D'INVESTISSEMENT

Dans un contexte où le cash est -plus que jamais- roi (=demande croissante pour les logiciels métiers/B2B liés à la gestion financière du poste clients), la plateforme Cloud de Sidetrade nous semble idéalement positionnée : technologie reconnue, IA avancée, pure player du Cloud/SaaS, et pénétration prometteuse aux USA. Sidetrade présente donc un profil attrayant et peu risqué (bon véhicule pour « enjamber » 2023), et le modèle économique (conjuguant croissance à 2 chiffres, visibilité, récurrence et rentabilité) justifie d'une valorisation élevée. En outre, le groupe est en voie d'accélération et bénéficie de leviers tangibles à même de soutenir le momentum et d'offrir un potentiel d'upside régulier sur la valeur. Nous initions donc le titre à Surperformance avec un objectif de cours fixé à 188 €.

- **Créé en 2000 et coté sur Euronext Growth depuis 2005, Sidetrade est un acteur historique majeur sur le segment de l'Order-to-Cash.** En dépit de sa taille relativement modeste, le groupe nous semble idéalement positionné pour être un gagnant et s'imposer au sein de ce marché en expansion. Nous citerons notamment 3 facteurs clé de succès : 1/ un socle technologique solide (IA) et une large couverture fonctionnelle du cycle, en tant que pure Cloud player en mode SaaS (position de leader dans le Magic Quadrant I2C de Gartner), 2/ des opportunités commerciales importantes grâce à une geo-extension pertinente sur le marché Nord-Américain, qui constitue un driver de croissance significatif, et 3/ une base clients relativement qualitative et majoritairement constituée de grands comptes (crédibilité, potentiel d'upsell).
- **Un segment de marché structurellement porteur, dans un contexte (paradoxalement) favorable à court terme.** Les principaux facteurs de croissance résident dans 1/ la nécessité pour les grandes entreprises de moderniser leur back-office, 2/ le faible taux d'équipement du marché, et 3/ l'adoption croissante du Cloud, notamment pour ce type de logiciels métiers. Par ailleurs, le coût du cash dans l'environnement actuel et la recherche de gains de productivité resteront des facteurs d'adoption dans les prochaines années, et ce, malgré de possibles contraintes budgétaires exercées sur les dépenses en Logiciels B2B en cas de retournement économique.
- **Profil défensif, permettant de mieux résister en cas de récession marquée :** le modèle économique (éprouvé) confère à Sidetrade une excellente visibilité et une forte résilience grâce à des contrats pluriannuels (durée moyenne d'engagement >3ans) et un taux de rétention élevé (90% CA récurrent, churn <5%). Notons qu'en cas de crise majeure, la plupart des sociétés commencent par stopper les investissements en Capex (vs Opex), générant = moins de volatilité sur les ventes en mode SaaS.
- **Une trajectoire de croissance à 2 chiffres prévisible et qui devrait s'accélérer à l'avenir.** Le niveau record des Bookings 2022 (dont les 2/3 sont reconnus en CA à N+1) confèrent d'ores et déjà au groupe une excellente visibilité sur 2023. Sidetrade a donc les moyens d'accélérer sa croissance vers du « high-teens » (vs moyenne historique entre 10% et 15%). Les investissements consentis sur 2022, notamment aux USA, donnent à Sidetrade les moyens de pérenniser cette trajectoire. Celle-ci est en phase avec le plan Fusion 100, qui vise une accélération de la croissance pour tendre vers 100 M\$ de revenus annuels récurrents (base d'ARR) à 2025.



- **Un levier opérationnel certes limité à court terme, mais un potentiel de rentabilité élevé, encore à dévoiler.** Au regard d'un niveau élevé de marge brute Cloud (92%), parmi les très bons élèves, et du ROI sur un client à terme (payback 2 ans, LTV ~20 ans), nous pensons que Sidetrade est en mesure d'afficher à terme une marge d'EBIT proche des grands acteurs du Cloud « at scale » à 20%+. Ce qui sera à terme un facteur clé de la valorisation de Sidetrade.
- **Un bilan particulièrement solide** (20 M€ de cash net, yc autocontrôle) qui offre au groupe la capacité d'investir et de se développer par M&A en cas de rationnel stratégique pertinent (e.g. Amalto). Nous estimons la force de frappe de Sidetrade à 25/50 M€, soit la capacité d'acquérir de l'ordre de 10 M€ de revenus en fonction des niveaux de valorisation retenus.
- **Une structure actionnariale stable**, et un alignement des intérêts avec des achats réguliers d'actions de la part du CEO sur le marché, ce qui reste évidemment un signal toujours très positif dans le compartiment des smallcaps.
- **Une valorisation exigeante, mais justifiée par les qualités fondamentales du groupe.** Si les multiples de valorisation à court terme semblent élevés, ils sont justifiés par la visibilité et un tradeoff équilibré entre croissance/rentabilité (croissance org 15-20% ; marge 10%+). Notre valorisation ressort à 188 € (obtenue par une pondération entre DCF ; comparables, et l'application d'un multiple normatif sur les agrégats 2027 actualisé à horizon 12 mois). Les différentes méthodes donnent une fourchette comprise entre 180 € et 200 €.
- **Un attrait spéculatif dans un marché en consolidation.** Plusieurs opérations récentes (vague de rachats après de nombreuses IPO et levée de fonds sur les 5 dernières années) ont animé le secteur sur 2022 et début 2023. Celles-ci se sont réalisées sur des niveaux de valorisation encore très élevés (Coupa, Billtrust...). Cela reste un signal puissant pour les acteurs cotés ayant fortement sous-performé, et constitue des marqueurs de valorisation intéressants. Nous identifions Sidetrade comme cible potentielle compte tenu de sa taille, encore modeste, et de son positionnement. De plus, le profil financier et le modèle économique reste très 'LBO compatible'.



UN POSITIONNEMENT QUALITATIF : PURE-PLAYER DE L'O2C EN MODE SAAS HEBERGE DANS LE CLOUD

Fondée en 2000 par son actuel PdG, Olivier Novasque, Sidetrade est un acteur de référence dans le segment des logiciels d'automatisation des processus Order-to-Cash (de la prise de commandes jusqu'à l'encaissement des fonds), avec pour objectif de sécuriser les encours, d'accélérer les délais de paiements, de gagner en productivité, et d'améliorer la relation clients/fidélisation.

La société, pionnière dans le Cloud en mode SaaS (84% CA), et d'abord spécialisée dans la collecte de cash, a progressivement fait évoluer son offre et étendue sa couverture fonctionnelle. Malgré sa taille encore modeste, Sidetrade n'a rien à envier à ses principaux concurrents (Highradius, FIS/GetPaid, Billtrust, Esker ou les grands ERP), et semble même disposer d'une certaine avance technologique sur son cœur de métier (recouvrement) grâce à l'intégration de son IA « Aimie » reconnue par les spécialistes, et accréditée par plusieurs opérationnels (CFO, Credit managers) contactés dans le cadre de cette étude.

Basé à Paris, le groupe est l'un des rares pure player du SaaS français à adopter une stratégie offensive à l'international (au côté d'Esker par exemple), d'abord à l'échelle européenne, puis plus récemment aux USA, avec des implantations à Londres, Birmingham, Dublin, Houston et Calgary. La société emploie près de 300 personnes et répond aux besoins des grands comptes (~3000 clients) dans >85 pays (logiciel horizontal et généraliste).

Un spécialiste de l'automatisation et de l'optimisation du cycle Client (Order-to-Cash)

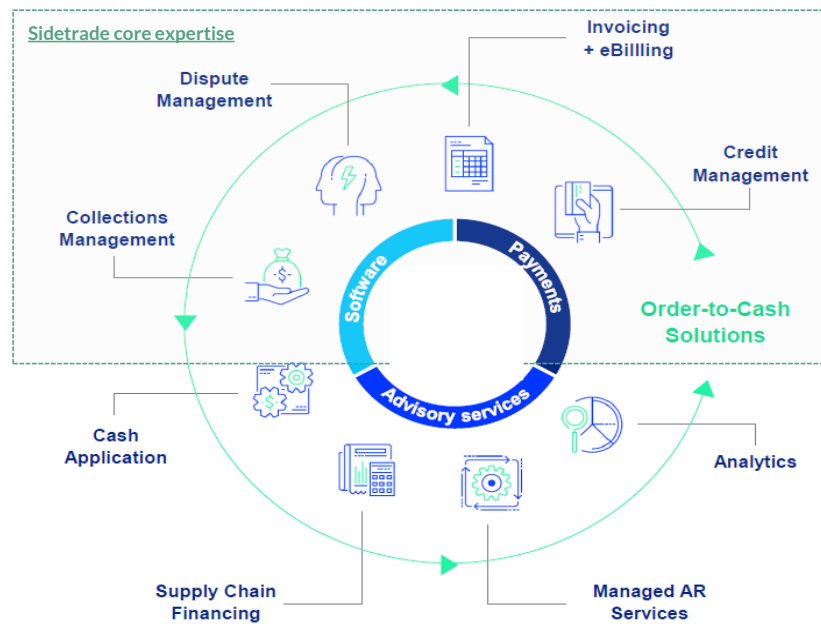
Une plateforme intelligente de gestion des comptes clients, depuis la commande jusqu'à l'encaissement

Sidetrade est un spécialiste de la digitalisation des fonctions comptables et financières, en particulier sur le traitement et l'automatisation des processus relatifs au poste clients (de la commande à l'encaissement - cycle Order-to-Cash).

Depuis sa création dans les années 2000, le groupe édite et commercialise une plateforme SaaS hébergée dans le Cloud, dotée d'une intelligence artificielle, permettant, entre autres, d'automatiser le traitement des encaissements clients (recouvrement de créances) et l'intégralité du cycle de trésorerie dans une entreprise. La suite logicielle de Sidetrade adresse également d'autres domaines fonctionnels complémentaires tels que la gestion des litiges (Claims & Deductions), l'évaluation du crédit client (Credit Management), la facturation électronique (e-Invoicing) ou le lettrage automatique des paiements (Cash application). La solution est donc composée de plusieurs modules permettant de couvrir une grande partie de la dématérialisation des flux interentreprises (logique de bout en bout).



Panorama de la couverture fonctionnelle d'un cycle Order-to-Cash



Graphique n°1 – Sources : Corcentric, ODDO BHF Securities

Description des différentes fonctionnalités et principaux modules au sein du cycle Order-to-Cash

Product/Capabilities	Description
Commandes clients (Order Management)	Cette solution permet au service client ou à l'administration des ventes de digitaliser entièrement la saisie et la prise de commandes (fax, e-mail, courrier, EDI, web...), et d'assurer un meilleur pilotage de l'activité (visibilité, interlocuteurs, gestion des stocks...).
Gestion du crédit client (Credit Management)	Ce module exploite des données externes (par exemple, les cotes de crédit) ou des données internes (par exemple, le comportement de paiement) pour un meilleur suivi du risque de crédit pour chaque clients/prospects.
Factures clients (AR/e-Invoicing)	Ce module permet de dématérialiser les factures clients et assurer/automatiser la diffusion (courrier, e-mail, portail web, plateforme Chorus, EDI-XML) et l'archivage électronique des documents.
Recouvrement (Cash Collection)	Ce module permet de mettre en place des scénarios de relance en fonction du profil payeur des clients, et d'automatiser plusieurs tâches (lettres de relance, rappels de paiement et états de compte, priorisation des appels de relance...) afin d'accélérer les encaissements, réduire le DSO et sécuriser le chiffre d'affaires.
Réclamations & Déductions (Dispute Management)	Cette solution permet de gérer efficacement et plus rapidement les litiges liés aux factures clients grâce à des workflow électroniques (réclamations commerciales, non commerciales, marges arrière...), et (in fine) de débloquer le paiement d'une facture.
Lettrage et gestion des encaissements (Cash apps)	Ce module permet de capturer, lire et extraire les données des avis de paiement afin de les rapprocher avec les factures ouvertes, ce qui facilite le lettrage dans l'ERP ou l'application comptable.
Paiement	Cette solution permet de recevoir les paiements des clients par le biais de plusieurs méthodes et fournit des passerelles de paiement sécurisées conformes aux réglementations financières dans chaque pays.

Tableau n°2 – Source : ODDO BHF Securities

La plateforme SaaS de Sidetrade a pour objectif d'automatiser et de faciliter les pratiques mises en œuvre dans les entreprises pour recouvrer les créances, et faciliter le quotidien des « credit managers » sur la prévention du risque, le recouvrement des créances clients, et le pilotage du contentieux. La plateforme O2C de Sidetrade aide donc les entreprises à se faire payer plus rapidement en améliorant chaque étape du cycle. Au-delà de la diffusion des factures et de la gestion des encaissements, Sidetrade élimine les retards et erreurs dans le traitement des commandes, qui sont susceptibles d'avoir une incidence sur le recouvrement ou les flux de trésorerie. L'offre est également basée sur une plateforme collaborative conçue pour offrir une visibilité à tous les niveaux (des commerciaux en amont du process, au Credit Manager, en passant par la comptabilité, le service client et l'ADV).



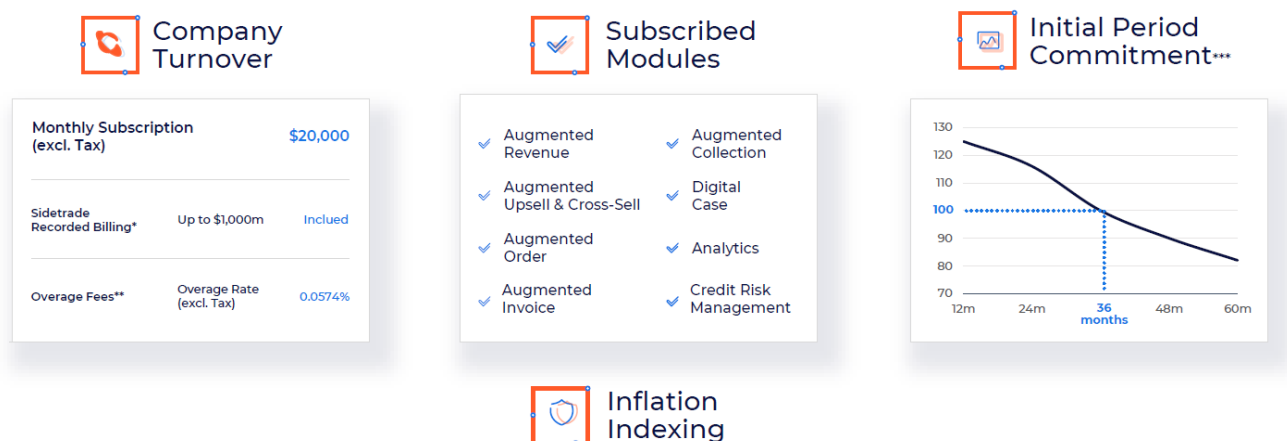
Parmi les avantages : réduction de l'encours client (DSO), des opérations de routine, surcroît de productivité, et amélioration de la relation clients.

Parmi les avantages, l'outil permet, concrètement, de sécuriser l'encours clients et réduire le DSO (précisément le taux d'échu), de gagner en productivité, d'éliminer les tâches manuelles à faible valeur ajoutée, de réduire les coûts opérationnels, d'accélérer les cycles de vente, et d'améliorer la relation et l'expérience client. Les bénéfices sont donc nombreux pour les départements finance/comptabilité, recouvrement, administration des ventes, ou service client/commerce.

Ainsi, la solution de Sidetrade répond aux enjeux de sécurisation du principal actif de l'entreprise, le poste client. En substance, on estime que 1/ le ROI sur ces solutions est <12 mois, 2/ le gain moyen à ~6 jours de DSO d'après un sondage clients (jusqu'à 30% de réduction sur les délais d'encaissement d'après une étude du BCG), 3/ une augmentation significative de la productivité des équipes de recouvrement, (permettant une réduction de coûts de 15% à 30% en moyenne selon les organisations), 4/ une augmentation de la satisfaction clients, et 5/ une satisfaction accrue des employés (travail moins répétitif, redéploiement sur des tâches stratégiques). In fine, la solution de Sidetrade permet à ses clients de réduire leurs coûts tout en générant plus de cash grâce à la sécurisation de l'encours clients.

Suite à plusieurs échanges avec des opérationnels (CFO ou Credit Manager, clients ou non de l'outil) dans le cadre de cette étude, l'offre de Sidetrade semble se distinguer par 1/ la facilité d'implémentation et de déploiement (prise en main rapide après formation), qui nécessite peu de paramétrages complexes ou beaucoup de « jours homme » en termes de Services (*plug-and-play* en quelques mois), 2/ son ergonomie (facilité d'utilisation) grâce à un bon travail sur l'expérience utilisateur (« *user-friendly* »), 3/ l'aspect collaboratif et la visibilité sur le cycle en associant les sales/front-office aux problématiques du back-office (e.g. communication entre le service de relance, quelque fois en centre de services dédiés, et le personnel des ventes), qui semble exiger un développement spécifique coûteux via un ERP généraliste, 4/ l'accompagnement sur les stratégies de recouvrement (en sus des « Digital Letter » proposés par Sidetrade) et 5/ la structure du pricing (principalement par abonnement en fonction d'un volume de CA, et non par utilisateur : 1 facture par an ; « à la Salesforce »).

Pricing de Sidetrade (fonction de la taille, des modules et de l'engagement)



Graphique n°3 – Source : Société

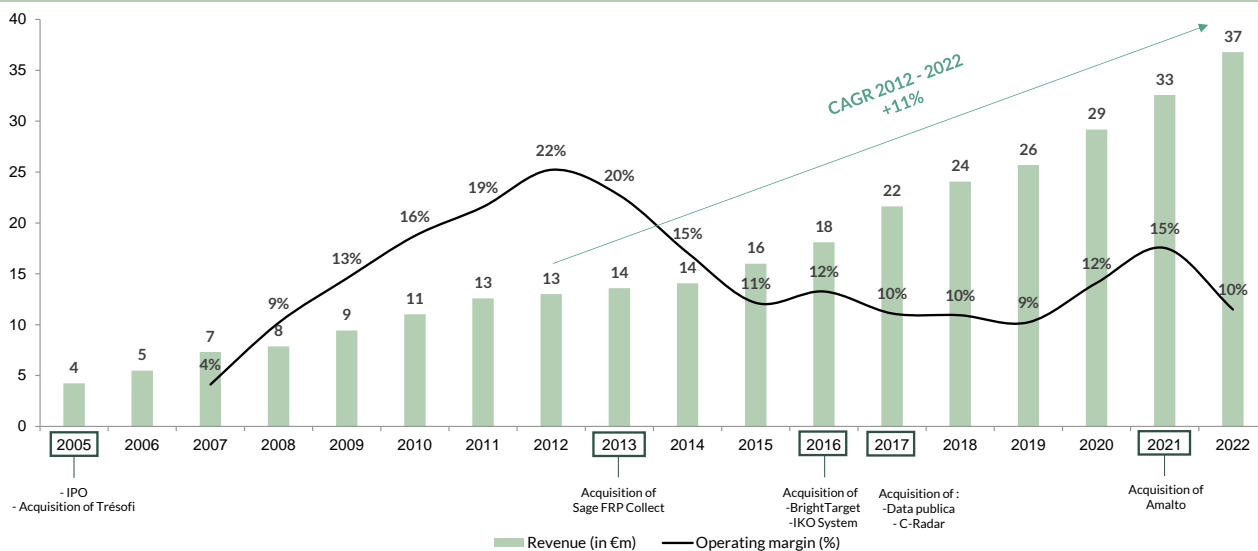
Croissance continue depuis l'IPO de la société en 2005, avec un équilibre solide entre croissance et rentabilité

Sidetrade n'a cessé de se développer par croissance organique mais également via quelques opérations de M&A (BrightTarget, IKO System, C-Radar, Amalto), qui lui a permis d'intégrer de nouveaux marchés (e.g. Sales-to-Cash) ou de nouvelles briques technologiques, notamment sur l'IA et le Big Data.



Depuis sa cotation sur Euronext Growth (ex-Alternext), le groupe affiche une croissance régulière de ses ventes, combinée à un bon niveau de profitabilité depuis plusieurs années (marges à 2 chiffres). La croissance moyenne sur 10 ans (2012-2022) s'élève à 11%, ce qui tient compte de plusieurs choix stratégiques sur le mix-produits (la société s'est souvent montrée agile par le passé dès qu'il s'agissait de repositionner son offre) qui ont « bridé » la croissance publiée sur certaines années : e.g. arrêt du Conseil en trésorerie en 2017, migration du fonds de commerce Sage FRP Collect (2013-2015), arrêt des activités B2C (2018), et Sales & Marketing (2022). Les revenus 'core' liés au Cloud bénéficient, eux, d'une progression régulière à 2 chiffres depuis plusieurs exercices.

Evolution du CA et de la Marge opérationnelle de Sidetrade depuis son IPO



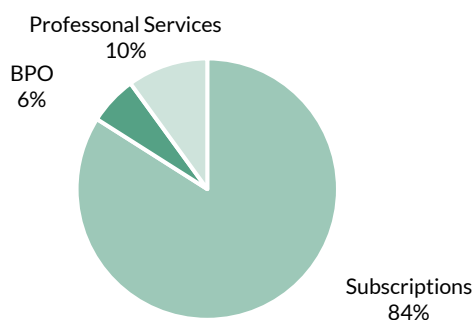
Graphique n°4 – Source : ODDO BHF Securities

Editeur de taille modeste, mais à la pointe avec de l'IA, dans le Cloud en mode abonnements (SaaS)

Un précurseur du Cloud, avec une suite logicielle commercialisée en mode abonnements (100% SaaS)

Dès sa création, Sidetrade a très rapidement développé un modèle de ventes basé sur le SaaS, avec une architecture logiciel dans le Cloud. La commercialisation de l'offre est donc réalisée via des abonnements mensuels, associés à des prestations de service (formation, installation, consulting). Le mix de Sidetrade est donc composé d'abonnements pour >80% du CA, d'une composante Services de l'ordre de 10%, et le résiduel étant attaché à des activités de BPO, par nature récurrentes.

Décomposition des revenus de Sidetrade (2022)



Graphique n°5 – Sources : Société, ODDO BHF Securities (est. pour les activités de BPO)

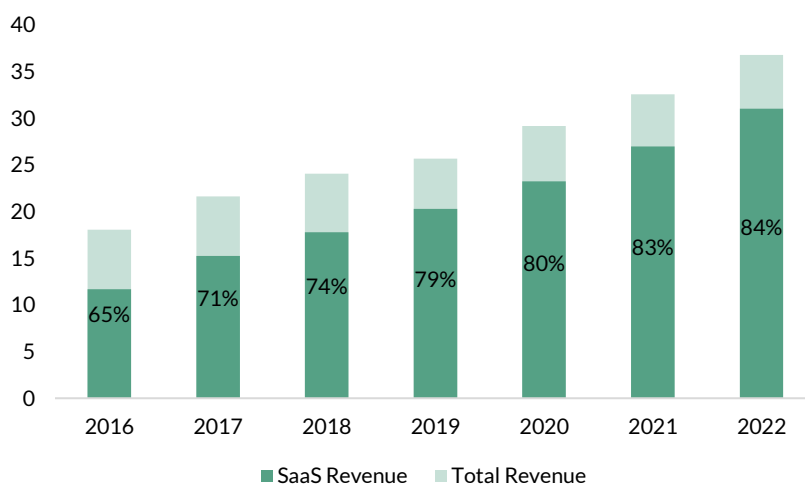


Depuis 2008, la plupart des acteurs du software horizontaux internationaux tout comme les européens ont fait un gros travail pour augmenter la part de revenus récurrents dans leur chiffre d'affaires, via l'adoption/la vente de solutions cloud ou simplement par l'implémentation d'un modèle de facturation par abonnements. La pénétration du Cloud constitue donc aujourd'hui une tendance structurelle dans le secteur Software. Au cours de la dernière décennie, le Cloud s'est imposé comme une alternative aux environnements informatiques traditionnels des entreprises, presque indispensable à leur transformation digitale.

Sidetrade, en tant que pure player du Cloud, est l'un des éditeurs les plus matures dans le SaaS au sein du paysage européen.

Globalement, les solutions dédiées à la gestion comptable et financière, par nature, facilitent l'adoption du Cloud. En effet, le taux de pénétration des offres Cloud sur les segments adressés par Sidetrade est de plus en plus important du fait du faible niveau de customisation, d'une plus grande flexibilité et la nécessité d'opter pour une architecture ouverte. Sidetrade, en tant que pure-player du Cloud depuis sa création dans les années 2000, est un acteur mature sur ce segment de marché (vs d'autres acteurs historiques qui ont débuté leur Move to Cloud tardivement), ce qui lui permet de pleinement tirer parti des avantages du Cloud en mode SaaS.

Evolution du poids du SaaS dans le mix de CA de Sidetrade (2016-2022), en M€



Graphique n°6 – Sources : Société, ODDO BHF Securities

...ce qui lui apporte plusieurs avantages, notamment sur la qualité de ses revenus et la visibilité sur son activité (modèle économique très résilient).

Ce mode de delivery (Cloud) et de facturation (SaaS = abonnements) amène plusieurs avantages, à la fois pour Sidetrade et ses clients :

- **Forte récurrence de l'activité.** Pour l'éditeur, les abonnements offrent de la récurrence et donc de la visibilité tout en augmentant les revenus cumulés. Ainsi, la part récurrente de l'activité, qui regroupe les revenus liés à la souscription et aux activités de BPO est de ~90% à date.
- **...et visibilité sur le profil de revenus,** grâce à la signature de contrats pluriannuels, composés pour Sidetrade d'une période initiale d'engagement de près de 35/40 mois en moyenne suivie de périodes successives de même durée. A noter que ces contrats sont indexés sur l'inflation (=Syntec pour l'Europe du Sud, le UK CPI pour l'Europe du Nord ou encore le US CPI pour les USA), ce qui permet de répercuter chaque année l'évolution des prix sur le montant des abonnements SaaS (la société dispose donc d'un certain pricing power, à même de compenser en partie les pressions inflationnistes sur les salaires).
- **Un modèle résilient face aux à-coups conjoncturels :** l'attrition est faible sur les contrats SaaS, notamment chez Sidetrade qui affiche un taux de rétention élevé depuis plusieurs années. Le taux de churn moyen est <5%, ce qui le place parmi les très bons élèves du secteur. Notons qu'en cas de crise majeure, la plupart des sociétés commencent par stopper les investissements en Capex (vs Opex), amenant ainsi moins de volatilité sur les ventes en mode SaaS.
- **Le client passe d'un modèle Capex à Opex sur son IT,** ce qui permet de réduire son investissement initial, et d'étaler ou variabiliser (sur certaines fonctionnalités, comme la dématérialisation de factures) le coût de son système informatique et l'ajout de nouvelles fonctions.



- **Solution multi-tenant**, la base du logiciel Sidetrade est standardisée (et industrialisée), permettant à tous les utilisateurs de bénéficier d'une plateforme similaire, des mêmes interfaces, add-on ou mises à jour régulières. Au-delà de l'avantage pour le client, ce modèle permet à Sidetrade i/ de mutualiser les frais de R&D sur la même équipe de développeurs (~100 ingénieurs) et ii/ travailler sur la rapidité d'intégration (lead-time plus rapide).
- **La solution développée est interopérable avec les ERP existants et les systèmes legacy**, ce qui permet de communiquer avec le SI du client grâce à des connecteurs/API. Celle-ci est aussi agnostique vis-à-vis des fournisseurs Cloud.

Par ailleurs, Sidetrade détient sa propre infrastructure. La plateforme est gérée et opérée sur des serveurs propres hébergés dans des datacenters. Si ce choix est plus complexe à mettre en œuvre et à amortir au démarrage (cela requiert des investissements et des profils spécialisés dans la production), ceci permet aujourd'hui à Sidetrade d'avoir des coûts d'exploitation très bas, et inférieurs à ceux d'un Cloud public (AWS, Azure, Google...).

Une certaine avance technologique dans le recouvrement grâce à une IA avancée et éprouvée (Aimie)

Après avoir été pionnier du Cloud/SaaS dans les années 2000, Sidetrade a pris, depuis quelques années, une certaine avance dans le domaine de l'IA et de l'apprentissage automatique (ML) appliqué aux délais de paiement. En effet, le groupe a investi significativement dans le domaine du Big Data en capitalisant sur le réservoir de données issues de son Cloud depuis >20 ans. Dès 2015, la société a fait évoluer son logiciel en offrant des modèles prédictifs (et prescriptifs) sur l'ensemble du cycle clients, basés sur l'analyse du comportement de paiement de plusieurs millions d'entreprises. La plateforme repose désormais sur une IA de dernière génération nommée Aimie qui tourne à partir de trilliard de transactions B2B. En effet, Sidetrade dispose d'une base de données unique en matière de comportements de paiement interentreprises. Ce Data Lake est composé de 593m expériences de paiement, d'une valeur totale de >4 600 Md\$, traitées au cours des 3 dernières années sur c. 21m d'acheteurs BtoB dans le monde.

Concrètement, Sidetrade agrège un ensemble de transactions (entre ses clients, leurs clients et acheteurs : logique de « network » avec effet boule de neige) et les complète avec des données externes pour calculer un « score » de paiement prédictif pour chaque client. Celui-ci indique pour chaque portefeuille de clients le délai probable de règlement, ce qui permet aux décideurs d'identifier les priorités pour réduire les retards de paiement, les meilleures actions de recouvrement et établir des recommandations en matière de litiges et de risques. L'IA « Aimie » de Sidetrade priorise donc la charge de travail des agents de recouvrement, améliore l'efficacité du processus de relance, et permet d'anticiper les comportements de paiement de chaque compte client.

D'après la société, les recommandations issues de l'IA « Aimie » sont en moyenne 53% plus efficaces que celles paramétrées par les humains en matière de relance.

Evolution de l'IA au sein du processus Order-to-Cash : un vecteur de différenciation pour Sidetrade

COLLECTIONS 1.0	COLLECTIONS 2.0	COLLECTIONS 3.0	DATALAKE 1.0	DATALAKE 2.0
Manual / Excel!	Basic Automation	Basic AI & Automation	More Advanced AI – Predicted date of Pay	Supercharged AI - Aimie
			Basic Insights	Deep Network Insights - SPI & Payment Window
				Collaborative Intelligence – real time network insight

OTHER VENDER SOLUTIONS

SIDETRADE

[12 years & millions \$ investment]



Des solutions pour cibler le haut du marché (grands comptes) au niveau global

Base de clientèle qualitative, majoritairement composée de grands comptes / ETI

De nos échanges avec la direction, nous comprenons que Sidetrade commercialise principalement ses solutions en direct via sa force de vente. Pour l'heure, le groupe fait appel de façon que très marginale à des influenceurs (big 4 ; cabinets de conseil) ou à des revendeurs. La distribution indirecte est donc très faible dans le mix du groupe. Le portefeuille client du groupe est composé de près de 3,000 clients à travers près de 85 pays, dont une partie importante de grands comptes (qui représente >95% des prises de commandes).

Cette décision n'est pas illogique étant donné la taille du groupe et le fait que les solutions de Sidetrade sont adaptées pour le haut du mid-market et les grands comptes (des segments qui sont généralement adressés en direct par les éditeurs, le channel étant souvent utilisé pour conquérir/scaler sur la couche basse du marché/SMEs). La base clients est donc majoritairement composée d'ETI et grands comptes, i.e. des organisations qui ont généralement 1/ une plus grande culture cash (et une certaine harmonisation des process avec un service recouvrement structuré), 2/ des volumes de facturation importants et des enjeux en termes de gestion du risque client et de recouvrement de créances. Par ailleurs, la solution semble très pertinente dans les entreprises avec un nombre important de litiges (réduire le cash immobilisé), ou dès lors que les services sont centralisés (dans des centres de services partagés par exemple).

Le 'sweet spot commercial' en termes de taille se situe désormais sur des entreprises >1 Md€ de revenus (entre 100 M€ et plusieurs dizaines de Md€ historiquement). Parmi les références de Sidetrade : XPO Logistics, Tarkett, Sodexo, Veolia, Manpower ou plus récemment Insight (qui a sélectionné Sidetrade parmi 6 fournisseurs de logiciels O2C), DXC Technology, Criteo ou HP en 2022.

Références de clients par secteur



Graphique n°8 - Sources: Société, ODDO BHF Securities



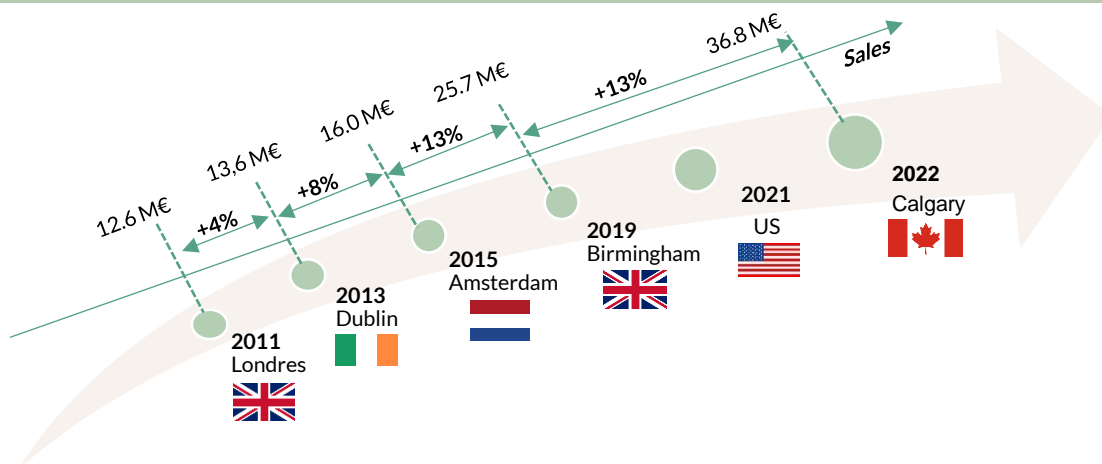
Nous considérons cette base clients comme qualitative eu égard à 1/ un risque de défaillances moins élevé (gestion du churn), 2/ la taille des contrats signés, 3/ la capacité d'upsell à l'échelle internationale ou au niveau d'autres filiales, et 4/ un discours plus prudent d'autres acteurs du marché concernant le segment des TPE/PME (Bill.com, AvidXchange...), qui semble plus enclin à repousser leur investissement dans un environnement macro plus incertain, et pour qui la digitalisation de ces process reste un 'nice-to-have' avec un caractère probablement moins stratégique par rapport aux grandes entreprises.

D'une plateforme pan-européenne à une plateforme globale

Ces dernières années, la PdM de Sidetrade à l'international a bien progressé, d'abord à l'échelle européenne, puis plus récemment aux USA. En effet, le groupe s'est engagé à l'export assez tôt dans son cycle de développement. Ce qui en fait l'un des rares pure player du SaaS français (au côté d'Esker par exemple) à exporter -avec succès- son modèle à l'international.

Dès 2011, la société ouvre une filiale au RU (Londres) pour s'étendre sur le marché britannique, qui dispose d'un potentiel commercial supérieur à la France. En 2013, Sidetrade décide d'ouvrir une plateforme pan-européenne à Dublin dans le cadre du plan Target25, renforcée en 2015 par la création d'une filiale aux Pays-Bas. La décision de s'implanter aux USA en 2021 (marché le plus mature) confère une nouvelle dimension commerciale au groupe, dont la part du CA à l'international atteint à présent un niveau historique à 54% du CA dont 24% en Amérique du Nord.

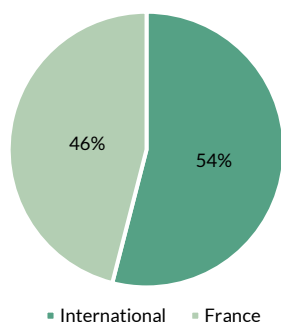
Développement international du groupe depuis 10 ans



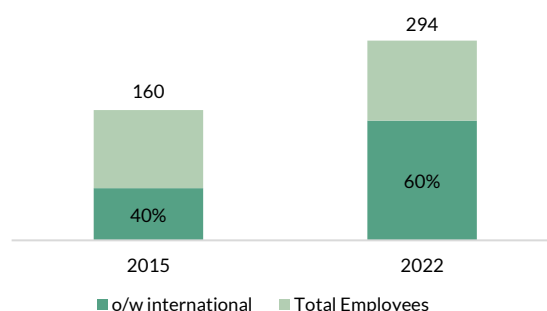
Graphique n°9 – Sources : Société, presse, ODDO BHF Securities

L'effectif de Sidetrade est désormais proche des 300 employés, avec plus de 60% des équipes basées à l'international dont >50 collaborateurs en Amérique du Nord.

Part du CA International dans le mix de Sidetrade



Evolution des effectifs, et % à l'international



Graphiques n°10 – Source : Société



SUR UN SEGMENT DE L'ORDER-TO-CASH PORTEUR, EN PLEIN ESSOR ET EN PLEINE MUTATION

L'opportunité commerciale de Sidetrade est significative, pour ne pas dire gigantesque. En effet, la digitalisation et l'automatisation de la relation financière clients dans les entreprises représentent pour le groupe un marché cible de plusieurs Md€. Compte tenu de son profil relativement émergent, et d'un périmètre de marché encore difficile à déterminer, il n'existe pas, à ce stade, d'indication précise sur la taille de ce segment de marché (toutes fonctionnalités métiers cumulées). Cela étant, d'après nos recherches, les informations des concurrents et les cabinets spécialisés, il existe un consensus qui se situe entre 5 Md€ et 10 Md€ (>3 Md€ sur la partie AR¹), en croissance de 10% à 15% par an selon les données des différents cabinets. Notre approche bottom-up, élaborée sur la base d'un ARR moyen par contrat et du nombre d'entreprises ciblées par Sidetrade (haut du marché en direct), fait ressortir des données globalement similaires.

Les principaux facteurs de croissance résident dans 1/ la nécessité pour les grandes entreprises de moderniser leur back-office, 2/ le faible taux d'équipement du marché, et 3/ l'adoption croissante du Cloud, notamment pour ce type de logiciels métiers. Par ailleurs, le coût du cash dans l'environnement actuel et la recherche de gains de productivité soutiendront également le développement de ce segment sur les prochaines années, et ce, malgré de possibles contraintes budgétaires exercées sur les dépenses en Logiciels B2B en cas de retournement économique.

La compétition est de plus en plus intense depuis plusieurs années sur l'Order-to-Cash, mais demeure très morcelée entre les acteurs historiques (SAP, Sage, Oracle, voire FIS/GetPaid) et les acteurs pure SaaS (HighRadius, Billtrust, Bill.com, Esker, Sidetrade) portés par l'adoption rapide du Cloud sur ce segment de marché. L'offre se trouve donc très fragmentée dans la plupart des pays (absence de leader, les spécialistes les plus significatifs détiennent autour de 3-4% du marché).

Ainsi, grâce à sa stratégie de gains de parts de marché, sa maturité dans le Cloud et son statut de 'Best of Breed' sur le recouvrement/gestion du risque crédit, le groupe est en capacité de continuer à croître plus vite que son marché cible en cas de bonne exécution commerciale sur son core business (=SaaS).

¹ AR : Accounts Receivable Automation

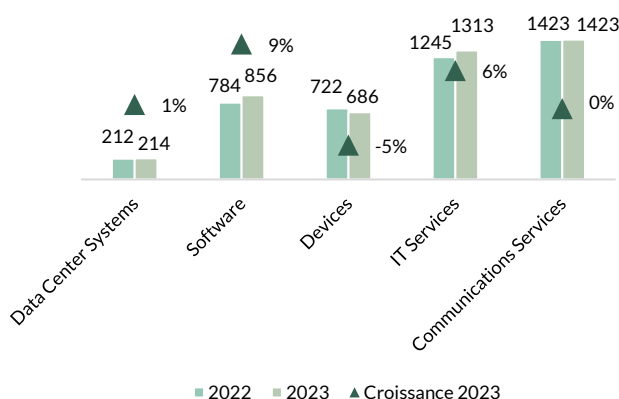


Un marché dynamique, sous-pénétré, et en demande de modernisation

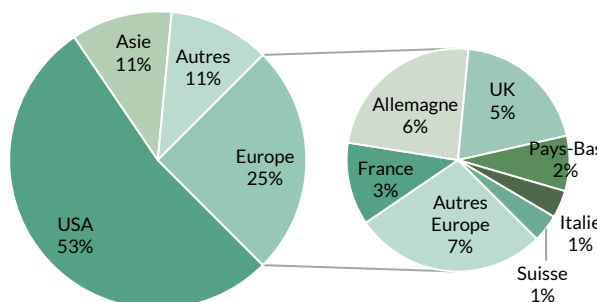
Préalable sur le poids du Software dans les dépenses IT mondiales des entreprises

Les revenus Software (et IT Services) sont liés, et en quelques sortes drivés par les mêmes poches de dépenses des entreprises. Selon Gartner, les investissements dans les Software devraient représenter en 2023 près de 20% des dépenses IT mondiales. Ainsi, en dépit d'un ralentissement économique mondial, les dépenses dans le segment des logiciels continuent d'augmenter avec une progression de 7% en 2022 à 784 Md\$ et devraient atteindre 856 Md\$ en 2023, en croissance de 9%. Les USA reste le marché le plus important (>50% des dépenses logiciels mondiales), suivi de l'Europe (25%) et l'Asie (11%). Le poids de l'Europe est tiré surtout par l'Allemagne (6%), le RU (5%) et la France (3%). Sur cette zone, Numeum (ex-Syntec Numérique) anticipe sur le marché français des Logiciels (Editeurs et plateformes Cloud, 21.6 Md€) une croissance encore soutenue à +9.4% pour 2023.

Dépenses IT mondiales par segment (Md\$)



Dépenses en logiciels par zone géographique (2021)



Graphiques n°11 – Sources : IDC, Gartner (Jan 2023), ODDO BHF Securities

Un marché adressable de l'Order-to-Cash en forte croissance, notamment sur les solutions Cloud

De notre point de vue, nous noterons d'abord que la digitalisation et l'automatisation des comptes clients (O2C) est un marché qui apparait encore moins mature que celui du Procure-to-Pay, i.e. côté fournisseurs (gestion des achats, factures entrantes), en particulier aux USA. En effet, sur les dernières années, les sociétés semblaient y voir des gains de productivité plus rapides, avec des directions financières davantage orientées 'coûts' (Business Spend Management) que 'ventes'. De plus, plusieurs grands acteurs ont d'abord choisi de couvrir ce segment de marché, avec une densité en termes d'offres générant de fait un surcroît de demande.

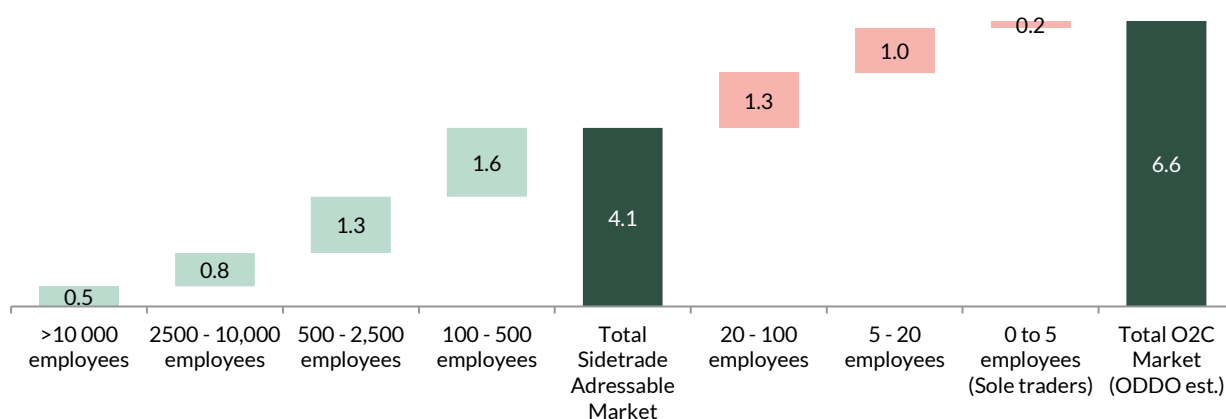
La gestion des créances clients est toujours perçue comme très archaïque (pilotée sous excel, ou avec encore une majorité des échéances négociées par les services commerciaux). Pour autant, et si la plupart des entreprises s'appuient encore sur des processus traditionnels, répétitifs et manuels pour gérer le cycle order-to-cash (seulement 13% des entreprises ont complètement automatisé leur cycle O2C d'après SunGard), nous avons le sentiment que le segment est à présent mieux structuré, à un point d'inflexion, et avec un attrait de plus en plus stratégique pour les grandes entreprises dans l'environnement actuel.



L'opportunité commerciale de Sidetrade est significative, pour ne pas dire gigantesque. En effet, la digitalisation et l'automatisation du poste clients dans les entreprises représentent pour le groupe un marché cible de plusieurs Md€. Compte tenu de son profil relativement émergent, et d'un périmètre de marché encore difficile à déterminer, il n'existe pas à ce stade d'indication précise sur la taille exacte de ce segment (toutes fonctionnalités métiers cumulées). Cela étant, d'après nos recherches, les informations des concurrents et les cabinets spécialisés, il existe un consensus qui se situe entre 5 Md€ et 10 Md€ (de 3.3 Md\$ sur la partie AR en 2022 à 6.5 Md\$ en 2027 d'après *MarketsandMarkets*), en croissance de 10% à 15% par an selon les données des différents cabinets (+14.2% par an selon *MarketsandMarkets*). Lors de son Investor Day fin 2022, BlackLine (concurrent de Sidetrade) mettait en avant une estimation du marché à 10 Md\$ par une analyse indépendante, calculé sur la base de 40 000 clients cible aux USA, RU et EMEA avec un ARR moyen de 250 k\$ (que nous jugeons un peu « toppish »).

Notre approche bottom-up, élaborée sur la base d'un ARR moyen par contrat et du nombre d'entreprises adressables par Sidetrade (haut du marché), fait ressortir des données globalement similaires. En effet, sur la base d'un taux de pénétration arbitraire, d'un ARR cible et de prestations de services pour chaque segment de marché, nous estimons que le marché cible global de Sidetrade est de l'ordre de 4 Md€ en adressant les sociétés de 100 à >10 000 employés à date.

Estimation du marché adressable par Sidetrade (approche bottom-up selon plusieurs critères) (Md€)



Graphique n°12 – Sources : FactSet (nombre d'entreprises par segment), ODDO BHF Securities

A titre indicatif, les opportunités commerciales sur un marché à pleine maturité (=taux d'équipement proche de 100%) sont considérables pour Sidetrade. Plusieurs acteurs du secteur (BlackLine, ou Coupa lors de son IPO en 2016) ont estimé le nombre potentiel de clients à équiper (entreprises >500 employés, ou >30 M€ de CA) à près de 200 k : 100 k aux USA, 50 k+ en EMEA et 50 k+ en APAC. Sur la base d'un ARR cible entre 100 k€ et 200 k€, cela représente un TAM entre 20 Md€ et 40 Md€ à terme (hors partie transactionnelle liée à du paiement B2B).

Segmentation du marché par besoin et maturité

	Sidetrade's core segments		
	SMB	Middle Market	Enterprise
Annual Revenue	<\$ 5m	\$ 5m - \$ 1bn	>\$ 1bn
Employee size	1-50 employees	50-1000 employees	1000+ employees
Available US market (# businesses)	~23m	~435k	~6k
Adoption of Automation	(Excel, Paper)	(Point Solutions, Paper)	(ERP, Point Solutions)
Back Office Complexity	(Low)	(Medium)	(High)
Illustrative Accounting Systems	Xero, Intuit Quickbooks	Sage Intacct, NetSuite, SAP Concur	SAP Business One, Oracle, Workday...
Illustrative AR Solutions	Bill.com	Billtrust, Esker	Highradius, Sidetrade, FIS/GetPaid

Tableau n°13 – Sources : Avidxchange, ODDO BHF Securities



Pour répondre aux enjeux clés et aux besoins évolutifs des DFI

Transformation (numérique, et culturelle) profonde des directions financières : « wake-up call » post-pandémie

Suite à la crise sanitaire et aux multiples confinements, la digitalisation a été accélérée par le besoin de dématérialisation des entreprises couplée à l'adoption à grande échelle du télétravail. Ceci incite de plus en plus les entreprises à revoir en profondeur et moderniser leur back-office avec des solutions logicielles adaptées.

Dès lors, il apparaît primordial pour les CFO de disposer d'une transparence, d'une visibilité et d'un contrôle centralisés sur les flux de trésorerie à l'échelle de l'entreprise, tandis que les responsables des comptes clients et des crédits sont souvent confrontés à des tâches relativement lourdes et fastidieuses, et à des comportements de paiement différents selon les clients/industries.

Par ailleurs, la fin de la pandémie et du « quoi qu'il en coûte » a naturellement augmenté les préoccupations liées au cash. Ceci dans un contexte où beaucoup d'entreprises manquent de culture cash ou n'ont pas de solutions dédiées (souvent les comptes clients dans les quelques sociétés déjà bien « processées » sont encore gérés par extension depuis leur système legacy/ERP existant).

L'enjeu du cash : en haut de pile. Basculement progressif observé par la plupart des acteurs du marché

Dans un contexte d'inflation (=hausse des coûts), de remontée des taux (=coût du cash), et d'incertitudes économiques (=risque de faillites), la situation actuelle plaide (plus que jamais) en faveur de la protection du cash. Mais si la « course au cash » n'a jamais été aussi cruciale, les processus de recouvrement de créances ou de lettrage automatique sont encore complexes à appréhender pour les entreprises (manque de ressources, résistance au changement, complexité des process existants et des systèmes legacy), et encore trop dépendants de tâches manuelles.

Dans la mesure où les comptes clients représentent la principale source d'actifs au bilan (>1/3 de l'actif circulant en moyenne), le passage de la facture à l'encaissement constitue donc un défi majeur pour la plupart des sociétés (ce cycle pouvant absorber 40 %+ du fonds de roulement), et reste un levier majeur d'optimisation du BFR (=1^{ère} source de financement).

Ainsi, la maîtrise de la trésorerie et la génération de cash sont des enjeux importants pour les entreprises, qui ont davantage besoin d'automatiser le traitement de leurs encaissements clients, de structurer le recouvrement de créances, gérer le risque client et gérer les litiges.

C'est pourquoi la plupart des acteurs de ce marché « sortent du bois » et voient s'opérer un basculement progressif, avec une demande accrue et des équipes plus « mures » sur le sujet. Si le module de facturation électronique (e-invoicing) est considéré comme le plus mature et le plus développé (pour des sujets d'offres, de réglementation ou de ROI), le module de recouvrement des créances clients apparaît de plus en plus pertinent, car il permet aux entreprises de mieux gérer leur cash-flow en réduisant les retards de paiement et les créances douteuses.

De notre point de vue (et celui des professionnels du secteur), les entreprises vont dès lors se concentrer davantage sur l'optimisation du cash/DSO, alors que jusqu'à présent les directions financières étaient plutôt focalisées sur les coûts, les engagements, et les dépenses.



Un environnement évidemment compétitif, mais encore très morcelé

Un marché certes concurrentiel mais où tout reste à faire

Nous pensons que le marché des logiciels d'automatisation du compte client (O2C) représente un gisement et des débouchés suffisamment importants pour accueillir plusieurs entreprises à succès, d'autant plus qu'il n'existe pas vraiment de leader, ni d'acteur capable de couvrir tous les aspects du cycle.

Il existe, malgré tout, sur ce marché un nombre de plus en plus important de spécialistes et d'acteurs locaux (cf. panorama des principaux concurrents ci-dessous) notamment en Amérique du Nord, ce qui tend à « évangéliser » naturellement le marché. Si plusieurs éditeurs, notamment US, prônent une vision end-to-end (e.g. HighRadius), il n'est pas rare d'observer encore un multi-référencement sur différents modules au sein de grandes entreprises. Dans un marché où les frontières sont encore floues, il convient donc de bien distinguer les acteurs positionnés très 'front' et en amont du cycle (=book-to-bill), ceux au cœur du processus (=Credit-to-Cash) et les acteurs en aval (=B2B paiement).

Schématiquement, Sidetrade évolue donc dans un environnement compétitif partagé entre généralistes, acteurs spécialisés, et plusieurs nouveaux entrants qui tentent de disrupter ce segment (startups).

- Les grands éditeurs d'ERP, qui disposent généralement d'une suite intégrée incluant des modules ou briques pour automatiser le poste clients comme SAP (FSCM), Oracle, Sage (Intacct) ; Workday... Par exemple, l'automatisation des factures a d'abord émergé en tant que fonction étendue des ERP financiers.
- Les grands spécialistes du secteur (en concurrence avec Sidetrade), qui sont généralement Cloud native et avec une vision de bout-en-bout du cycle O2C (logique de Best of Breed / plateforme one-stop-shop) : HighRadius, FIS/GetPaid, Billtrust, et dans une moindre mesure BlackLine, Bill.com, Esker...
- Les nouveaux entrants (Cloud-native aussi), e.g. startups spécialisées dans les logiciels de billing (Kolleno), ou à la croisée du CRM et de l'ERP (Apttus/Conga, RecVue...), dans l'idée de combler le gap existant entre la partie front et back-office. Aussi, certains nouveaux acteurs du monde FinTech se spécialisent dans des fonctionnalités de niches (scoring, assurance-crédit et/ou affacturage).

Cela étant, nous considérons que les acteurs les plus reconnus, agressifs, et en compétition directe avec Sidetrade sont HighRadius, Billtrust (2 acteurs avec un prisme historique sur l'aval, i.e. Cash application ou Paiement B2B), FIS/GetPaid, ou dans une moindre mesure Esker en amont (gestion des commandes clients, facturation électronique). Sidetrade bénéficie de son expertise dans le 'Collection' (recouvrement), produit « *flagship* » pour pénétrer son marché cible et gagner la bataille sur le haut du marché (adressé par ailleurs par HighRadius ou FIS/GetPaid).

Parmi les facteurs clés de succès et spécificités, 1/ la plateforme de Sidetrade est *multi-tenant* (architecture logicielle mutualisée à partir d'une seule instance), facilitant les mises à jour et la maintenance, tandis que HighRadius ou FIS/GetPaid sont, d'après nos contacts, *single-tenant* (développement pour un client spécifique, niveau de customisation élevé...). 2/ la compatibilité des solutions Cloud avec l'ensemble des ERP offre un avantage concurrentiel face aux généralistes (ERP financier), alors que les grands comptes possèdent généralement plusieurs ERP en termes de marques ou de versions (en besoin de solutions agnostiques). Par ailleurs, si les ERP ont rapidement saisi l'intérêt de digitaliser les back-offices clients/fournisseurs, ces add-on sont encore perçus comme « rudimentaires », peu flexibles, et sur des architectures lourdes à implémenter (e.g. FSCM/SAP).

En outre, tous les acteurs n'ont pas entamé leur migration SaaS au même moment. Celles qui ont migré plus rapidement dans le Cloud sur la base d'un modèle par abonnement (mode SaaS) sont les mieux positionnés pour bénéficier de la dynamique de ce segment, c'est le cas de Sidetrade. Ainsi, grâce à sa stratégie de gains de PdM, sa maturité dans le Cloud et son statut de 'Best of Breed', le groupe est en capacité de continuer à croître plus vite que son marché adressable en cas de bonne exécution commerciale sur son core business (=SaaS).



Principales métriques des concurrents directs de Sidetrade

Nom	Expertise	Revenue (est.)	% Subscription Fees	% Transaction Fees	# Clients	# FTE	M&A
Billtrust	<ul style="list-style-type: none"> AR automation Payment 	>80 M\$ (software)	50%**	50%**	2000+	550+	Order2Cash iController
Bill.com	<ul style="list-style-type: none"> AR/AP automation Payment 	~150 M\$* (ARR, excl. Transaction)	24%	65%	436k*	700	Finmark Divvy Invoice2go
Highradius	<ul style="list-style-type: none"> AR automation Cash application Cash collection 	~150 M\$	100%**	-	550	1400+	-
BlackLine	<ul style="list-style-type: none"> Financial close (core products) Cash application Cash collection (Rimilia) 	>500 M\$ o/w 80% on core products, i.e. ~100 M\$ in AR	94%**	6%**	4200	>1500	FourQ Systems Rimilia
Serrala	<ul style="list-style-type: none"> Cash application Collection & Dispute Risk & compliance 	~120 M€	100%	-	3500	700	AcceptEasy (real-time payments)
FIS (Getpaid/ ex-SunGard)	<ul style="list-style-type: none"> Cash collection Credit management 	50 M€**	100%**	0%	1000	n/a	-
Visma/Onguard	<ul style="list-style-type: none"> Credit Management Cash allocation (IA) Order management Risk management 	>10 M€ (Onguard)	30% SaaS	-	>750	n/a	Outstanding24
Esker	<ul style="list-style-type: none"> E-Invoicing Order management 	c.100 M€ on O2C	50%**	50%**	1700	1000	TermSync MarketDojo
Versapay	<ul style="list-style-type: none"> AR automation Cash application B2B payment 	~10 M\$	100% SaaS	-	8000+	190+	DadeSystems
YayPay (Quadiant)	<ul style="list-style-type: none"> AR automation 	2 M€	100%	-	n/a	60+	-
Cforia	<ul style="list-style-type: none"> AR automation 	10 M€	25% SaaS	-	250	~50	-
Tesorio	<ul style="list-style-type: none"> WC/AR automation 	n/a	100%	-	n/a	<100	-

Tableau n°14 – Sources : Sociétés, IDC, Gartner, ODDO BHF Securities /* 1. Including Divvy and Invoice2go ; **estimations ODDO BHF Securities

Segmentation du marché Order-to-Cash / Positionnement de quelques acteurs clés

Type	Firm size	Market	Main Players	Level of maturity
Fortune 500 & Governments	>10 000 employees	Enterprise Market		High
Lower end of the Enterprise Market	2,500 – 10,000 employees			High/Medium
Higher end of the mid-market	500 – 2,500 employees	Mid-Market		Medium
Lower end of the mid-market	100 – 500 employees			Medium
Medium businesses	20-100 employees	SMB Market		
Small businesses	5-20 employees			Low
Microbusinesses	0 to 5 employees (Sole traders)			

Tableau n°15 – Sources : Sociétés, ODDO BHF Securities



Consolidation/Take-private/partenariat : un segment en pleine ébullition

Depuis quelques années, ce segment a été très actif avec une multiplication de deals stratégiques ou financiers. Le marché a notamment été marqué par une augmentation du nombre d'opérations M&A et d'investissements sur les marchés US et européens, avec pour rationnel la volonté de capter toutes opportunités d'extension à de nouvelles solutions ou sur de nouvelles zones géographiques.

Aussi, après une vague d'IPO observée dans le secteur (Software/FinTech) de 2018 à 2021, notamment aux USA, les mouvements se sont aujourd'hui inversés avec une multiplication des opérations de Public-to-Private suite au de-rating majeur du secteur Tech en 2022.

Parmi les opérations notables des dernières années :

- **Bill.com**, coté depuis 2019, a accéléré son build-up en 2021 avec l'annonce du rachat de Divvy pour 2.5 Md\$ (plateforme de gestion de cartes bancaires et de dépenses pour les PME), et Invoice2go pour 625 M\$ (logiciel de facturation). Plus récemment, le groupe a racheté Finmark (logiciel de planification et d'analyse financière).
- **Billtrust** s'est coté en 2020 sur le marché US via un SPAC (South Mountain Merger) à une valorisation de 1.3 Md\$. En 2022, le groupe a été racheté par le fonds de PE suédois EQT pour 1.7 Md\$, soit 8x les revenus fwd. Entre temps, Billtrust s'est renforcé en Europe avec l'acquisition d'iController en 2020 et Order2Cash début 2022.
- **HighRadius**, non coté, a levé depuis sa création près de 500 M\$, dont le dernier tour de table (Série C) en 2021 pour 300 M\$, réalisé sur la base d'une valorisation de 3.1 Md\$ (vs >1 Md\$ en série B). Ceci a permis à la société d'accélérer son développement sur le marché européen (bureaux à Londres, Amsterdam, Francfort, Paris et Varsovie).
- **BlackLine**, coté depuis 2016, a réalisé en 2020 l'acquisition de Rimilia pour 150 M\$, société britannique spécialisée dans l'automatisation des encaissements clients. En 2022, la société a annoncé l'acquisition de FourQ pour 165 M\$ (hors 75 M\$ d'earnouts potentiels), qui complète la solution de BlackLine en matière de gestion financière interentreprises. De plus, la société bénéficie de son partenariat avec SAP (S/4HANA), qui représente quasi 25% des revenus à date.
- **VersaPay** a été racheté en 2020 par Gret Hill Partners pour près de 100 M\$, soit >10x les revenus fwd. En 2022, le groupe a annoncé l'acquisition de DadeSystems, qui était un partenaire de longue date de la société.
- **Coupa Software**, coté depuis 2016, concurrent indirect de Sidetrade (leadership sur le Procure-to-Pay), a été racheté par Thoma Bravo fin 2022 pour 8 Md\$, soit 9x les revenus fwd.
- **OnGuard** a été racheté par Main Capital en 2020 pour une valorisation estimée à 40 M€, soit 3x CA fwd selon nous.
- En Europe, **Quadiant** a fait l'acquisition de 2 éditeurs de logiciels : **Beanworks** dans le P2P pour 70 M€ et **YayPay** dans l'O2C pour c. 17 M€ afin d'accélérer sa transformation.
- Sur la partie amont « quote-to-cash », Thoma Bravo a fait l'acquisition en 2020 de **Conga** (digitalisation de documents) via Apptus (leader dans le domaine des solutions Quote-to-Cash) pour 715 M\$.
- **Basware**, concurrent indirect de Sidetrade sur le P2P basé en Finlande a été retiré de la cote en 2022 par le consortium Accel-KKR sur une valorisation de >600 M€, ce qui avait fait ressortir des multiples « modérés » à 4x les revenus fwd compte tenu du faible niveau de maturité de la société dans le SaaS.



DES VECTEURS DE CROISSANCE BIEN IDENTIFIES

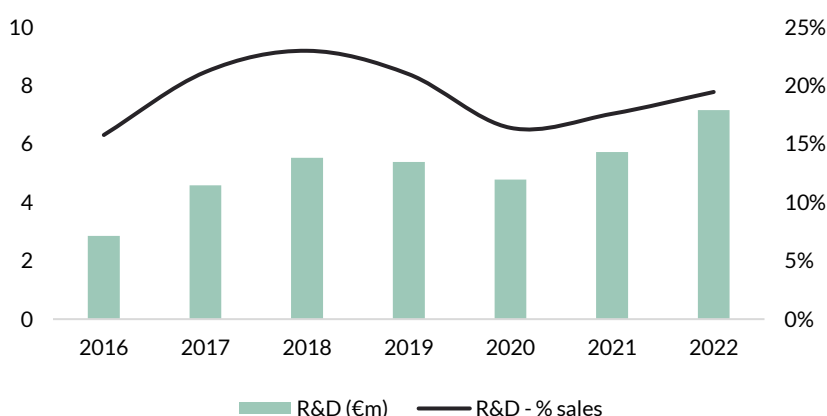
Au-delà du cycle porteur attendu sur le marché cible de Sidetrade, le groupe bénéficiera de plusieurs leviers pour surperformer la croissance sous-jacente de son segment. En effet, nous identifions plusieurs drivers et poches de croissance exploitables par Sidetrade sur les prochaines années : 1/ nouvelles offres et clients, 2/ développement à l'International, en particulier en Amérique du Nord, 3/ drivers réglementaires en Europe (notamment en France), et 4/ opérations de croissance externe envisageables dans le cadre du plan Fusion100 pour élargir la couverture fonctionnelle ou en géo-extension.

Vecteur 1 : élargir la couverture fonctionnelle pour favoriser l'upsell et fertiliser la base installée

Sidetrade maintient une forte intensité technologique pour enrichir sa plateforme, dans une logique de 'One-stop-shop'

Sidetrade a fait le choix de maintenir une forte intensité technologique pour se rapprocher des meilleurs standards de l'industrie, avec des investissements R&D importants (à l'échelle du groupe) depuis plusieurs années.

Poids des dépenses de R&D* dans le CA de Sidetrade (2016-2022)



Graphique n°16 - Sources : Société, ODDO BHF Securities /*excl. Tax Research Credit

Le groupe devrait continuer à investir (en organique et/ou via M&A) pour continuer à étendre les fonctions supportées par la plateforme et maintenir son avantage concurrentiel. Après l'acquisition d'Amalto au T2 2021 (dématérialisation des flux et des factures), et à l'instar du lancement commercial de son nouveau module de Cash apps sur l'aval du cycle au T4 2022, nous comprenons que le groupe continue d'identifier des segments complémentaires à même d'enrichir encore davantage son offre. La direction entend, par exemple, se renforcer sur la partie Risque (et notamment sur la partie B2B online) avec des autorisations de crédit automatisées. Aussi, à moyen terme, nous pourrions imaginer un partenariat dans le paiement B2B pour compléter l'aval de la solution (opération M&A peu probable étant donné les niveaux de valorisations très élevées sur ce segment de marché).



...qui devrait élargir les opportunités commerciales et générer des revenus incrémentaux pour Sidetrade

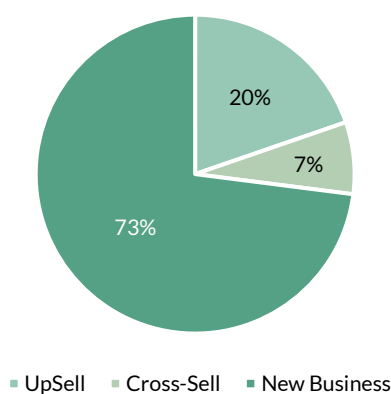
L'élargissement de la couverture fonctionnelle de la plateforme devraient entraîner des effets additionnels prix/volumes positifs, même s'ils sont difficiles à quantifier à ce stade, avec 1/ un effet d'upsell ; 2/ un élargissement du marché adressable ; et 3/ un positionnement attractif auprès des CFO et Credit Manager, notamment aux USA.

En effet, l'intégration de nouveaux modules favorise l'upselling et offre un relais de croissance important, alors que nous avons le sentiment que depuis quelques années, Sidetrade s'est davantage focalisé sur une stratégie de 'hunting' plutôt que du 'farming' (73% des prises de commandes 2022 sur des nouveaux clients).

Par ailleurs, cette stratégie de « *land and expand* » (sur des fonctionnalités, des départements ou des géographies) semble également pertinente dans la mesure où historiquement, la pénétration des grands comptes a souvent été réalisée par l'intermédiaire de filiales (=initiatives locales souvent isolées), créant des opportunités pour remonter la chaîne. De plus, ceci répond également à la tendance des centres de services partagés au sein des grandes entreprises (i.e. équipes dédiées et centralisées pour gérer les processus de toutes les entités).

En outre, les nouveaux modules (ex : Cash apps) élargissent les débouchés possibles en termes de référencement sur les gros appels d'offres (e.g. contrat historique avec DXC), et permettent de se positionner de manière plus stratégique auprès des directions financières, en demande de visibilité sur l'ensemble des process. En effet, les CFOs tendent à plébisciter les plateformes capables de gérer l'ensemble du cycle (*one-stop-shop*) de sorte à réduire le nombre de fournisseurs. In fine, cela pourrait donc accroître le new biz et l'acquisition de nouveaux logos.

Poids de l'upsell/cross-sell au sein des nouveaux contrats SaaS (2022)



Graphique n°17 - Source : Société

Ce vecteur de croissance est d'autant plus important pour Sidetrade étant donné que l'offre est construite sur une base de pricing relativement fixe (très peu de CA provenant de revenus transactionnels/variables, modulo sur le *e-invoicing* ou les *overages*), et indépendante du nombre d'utilisateur. Il n'existe donc pratiquement pas d'effet « ramp-up » sur les cohortes d'abonnés historiques. Malgré tout, le potentiel de croissance sur la base installée n'est pas épuisé, mais réside davantage sur la capacité de la société à diversifier ses métiers ou ses géographies.

Enfin, il est logique de penser que l'intégration de nouvelles offres tend à augmenter, de fait, la taille des contrats signés. Cet effet pourrait, selon nous, susciter l'intérêt des influenceurs/distributeurs/revendeurs, et d'optimiser ainsi les canaux de distribution (= dynamiser les ventes indirectes et le channel), de sorte à créer un effet de scalabilité supplémentaire à terme.



Vecteur 2 : la conquête de l'ouest, un réservoir de croissance important

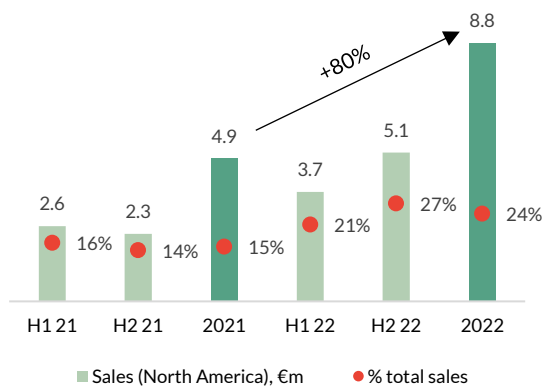
Pénétration du marché nord-américain à vitesse grand V

Au-delà des 2 marchés cibles de la société (France et RU), Sidetrade a fait de la conquête du marché américain l'un des axes stratégiques majeurs de son plan « Fusion 100 » dès 2020. Si, pour de nombreux éditeurs français, le passage outre-Atlantique génère souvent un dilemme et une équation complexe à gérer, Sidetrade semble en bonne voie pour accélérer son développement sur cette zone à fort potentiel (maturité du marché et réservoir de croissance important).

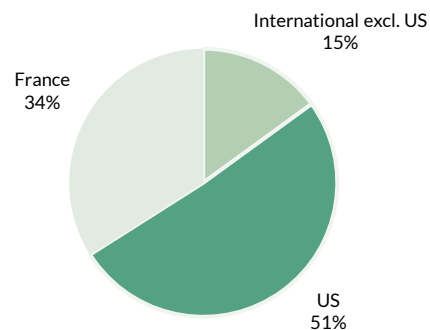
Presque 2 ans après son démarrage (T2 2021), le groupe est en avance sur son plan de développement et dispose déjà d'une base solide avec près de 10 M\$ de CA (presque autant d'ARR) sur la région et 50 personnes au niveau local (répartis entre les USA et le Canada, où le groupe a récemment ouvert une base arrière à Calgary sur des activités de support ou de prospection commerciale/pre-sales).

Ainsi, grâce à une stratégie offensive (phase d'investissements soutenue), le groupe a enregistré de nombreux succès commerciaux face à la concurrence, dont DXC (contrat historique pour Sidetrade), ou HP en 2022 : 2 contrats qui illustrent le changement de dimension du groupe. Parmi les autres points notables depuis le démarrage des USA, le groupe a bénéficié de ventes croisées (Cross-Sell) avec les signatures de Tarkett US et XPO Logistics US suite au succès rencontré avec les filiales européennes de ces 2 clients, ou encore de ventes additionnelles (UpSell) sur des clients US existants tels que Tech Data US, Bunzl Canada ou Expedia.

Evolution de l'activité USA depuis le démarrage (T2 2021)



Part des USA dans le total des order intake (2022)



Graphiques n°18 – Sources : Société, ODDO BHF Securities

Les nouveaux contrats aux USA représentent d'ores et déjà >50% des prises de commandes 2022 (certes soutenues par des Forex positifs et un moteur commercial ralentit au RU, mais au-dessus des espérances de la direction). Cette performance est notable compte tenu 1/du temps nécessaire habituellement à la montée en puissance d'une nouvelle équipe commerciale (plusieurs mois) et 2/ des cycles de vente observés dans le secteur (~6 à 9 mois).

Ces contrats remportés face à la concurrence (notamment HighRadius, Billtrust ou FIS/Getpaid) illustrent, d'une part, l'avance technologique de Sidetrade (positionnement qualitatif), et d'autre part, l'excellente exécution de la force commerciale, qui continuera à monter en puissance dans les trimestres à venir.

En outre, l'impact des USA est également remarquable sur la taille des deals avec un ARR moyen groupe qui a doublé à 215 k€ sur 2022 (vs 119 k€ sur 2021).



Acquisition d'Amalto en 2021, véritable tête de pont pour le développement de Sidetrade en Amérique du Nord

La pénétration de Sidetrade aux USA a été renforcée en avril 2021 par l'acquisition d'Amalto, société créée en 2005 et spécialiste de la dématérialisation des transactions financières inter-entreprises (bons de commandes et facturation), pour un montant de 16 M\$ (hors earnouts), financée par emprunt bancaire. En 2020, Amalto, qui employait ~20 personnes, avait généré un CA de 4.3 M\$, pour un EBITDA de c.20% et une trésorerie nette proche de 1 M€.

L'attrait stratégique de ce deal a été important à plusieurs égards :

- D'un point de vue opérationnel, cette opération a permis à Sidetrade de franchir une étape importante dans l'exécution de son plan avec un revenu cumulé post-acquisition de près de 7 M\$ en Amérique du Nord. En effet, en réalisant déjà >90% de son CA aux USA sur une quarantaine de grands clients à dominante industrie/O&G (e.g. Chevron, GE, Iron Mountain ou Schlumberger), Amalto a considérablement renforcé le dispositif de Sidetrade aux USA. De plus, cela a permis d'installer le siège américain à Houston, dans les bureaux d'Amalto, et de capitaliser sur son implantation à Calgary.
- D'un point de vue technologique, Amalto a permis à Sidetrade d'ajouter 2 briques au sein de sa plateforme, i.e. i/ *Augmented Order*, qui permet de dématérialiser les commandes clients entrantes et de les intégrer automatiquement aux SI, quel qu'en soit le format (pdf, xml, edifact, excel, courriel ou protocoles sécurisés), et ii/ *Augmented Invoicing* (dématérialisation des factures clients), qui permet à Sidetrade de se positionner sur la mise en conformité à venir des entreprises B2B (cf. partie dédiée ci-dessous).
- D'un point de vue financier, l'opération était pertinente et opportuniste. En effet, le prix payé (<4x CA, et 5x l'ARR selon nous) apparaît attractif eu égard aux valorisations du secteur en 2021 (en-dessous de la moyenne des opérations), malgré quelques facteurs explicatifs (sur le mix/ part de services exceptionnels, ou sur une partie du socle technologique - EDI).

(Déjà) dans la cour des grands : positionné parmi les 3 leaders au sein du nouveau Magic Quadrant 'I2C' de Gartner

En 2022, Sidetrade a été positionné parmi les trois Leaders mondiaux dans le 1er Magic Quadrant de Gartner dédié aux solutions 'Invoice-to-Cash', un atout majeur auprès des grands comptes américains. En effet, ce positionnement reste une marque de reconnaissance, de crédibilité, et de visibilité sur le marché US (en génération de deals auprès des DFI, mais aussi auprès des équipes IT).

Sidetrade positionné parmi les 3 leaders dans le Magic Quadrant I2C de Gartner



Graphique n°19 - Sources : Société, Gartner



Vecteur 3 : un environnement règlementaire favorable, notamment en Europe

Si les vecteurs d'adoption pour l'automatisation des process liés aux fournisseurs (*Procure-to-Pay*) sont principalement drivés par des directives internes (contrôle des budgets, traçabilité, optimisation de la trésorerie, diminution des coûts de traitement, accès aux portails fournisseurs...), le processus *Order-to-Cash* embarque plusieurs facteurs supplémentaires d'adoption, en matière de réglementation (e.g. directive européenne 2014/55) de compliance et de conformité fiscale, soit autant de complexité qui poussent progressivement les entreprises à automatiser l'ensemble du processus et leur back-office.

En Europe, le passage à la facturation électronique passe d'un statut de « nice-to-have » à un « must-have », avec d'abord des obligations sur les transactions B2G dans une grande majorité de pays européens, puis progressivement étendues au B2B et B2C dans les prochaines années (volonté de réduire la fraude à la TVA). C'est déjà le cas en Italie/Finlande, en cours en France et en Espagne, et en discussions dans plusieurs autres pays européens. Ainsi, dès 2024 et jusqu'à 2026 en France, cette obligation concernera les grandes entreprises (2024) les ETI (2025) et toutes les autres entreprises (à partir de 2026). Ainsi, la totalité des transactions en France devraient être archivées et numérisées dans le Cloud (sur une plateforme type Chorus). A noter qu'une expérimentation est en cours aux USA afin d'instaurer un modèle standardisé de facturation électronique.

La difficulté pour les entreprises consistera à gérer 1/ la multiplicité des formats de factures électroniques (XML = standard, EDI, PDF...) et 2/ la diversité des canaux de communication utilisés pour la transmission des factures : Chorus pour les factures B2G en France, autres portails publics des pays européens, portails fournisseurs privés de certaines entreprises, opérateurs de dématérialisation...

Si nous considérons que la vague d'équipement sera progressive, et que cette mise en conformité pourrait devenir une « commodité » (nouveaux entrants, gros volumes, faibles marges), c'est une poche de croissance intéressante pour Sidetrade dans la mesure où cela génère du référencement, et appelle une réflexion plus profonde sur la modernisation et la refonte des processus au sein des entreprises (i.e. ouvrir les architectures techniques pour aller au-delà de la simple conformité). Ainsi, la valeur à capter pour les fournisseurs de solutions réside davantage sur l'upsell que la « seule » dématérialisation de documents.

Dans ce cadre, et en première approche, Sidetrade a annoncé en 2021 avoir rejoint le réseau européen d'approvisionnement électronique Peppol (=standard technologique), en tant que Point d'Accès certifié. Désormais, l'éditeur peut adresser les factures électroniques de ses clients à toutes les structures privées ou publiques membres du réseau. OpenPeppol permet notamment de se connecter à Chorus Pro, portail dédié à la facturation électronique dans le cadre des marchés publics en France. Au RU, Peppol est l'un des 2 standards reconnus par le ministère de la santé pour la gestion de ses fournisseurs.

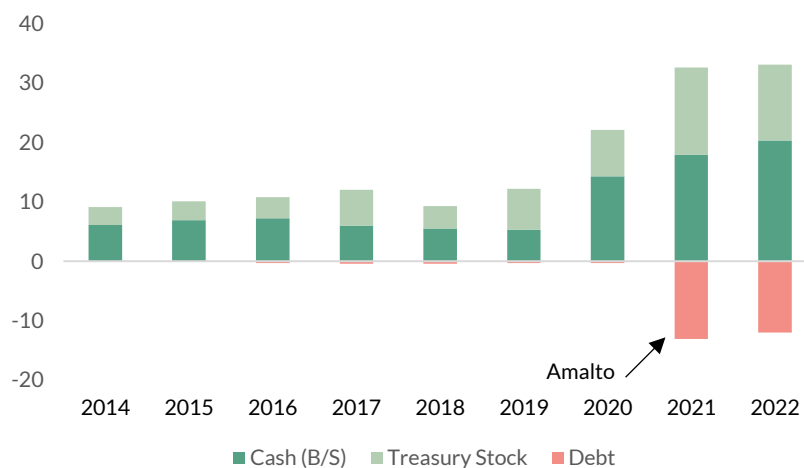
Vecteur 4 : possible croissance externe, en géo-extension ou en renforcement de l'offre

Après l'acquisition d'Amalto en 2021 (sur la partie e-Invoicing notamment), nous comprenons que le management reste attentif à d'éventuelles opérations tactiques (*bolt-on*), étant donné la fragmentation du marché. Le levier du M&A pourrait être utilisé pour 1/ se renforcer en local sur des marchés actuellement non pénétrés comme l'Allemagne, 2/ pour augmenter sa surface commerciale sur des marchés déjà existants ou 3/ pour ajouter de nouvelles briques technologiques à sa plateforme. Cela étant, nous considérons peu probable une acquisition transformante, qui risquerait à court terme de déstabiliser la dynamique actuelle et la politique d'investissements du groupe (i.e. nous pensons que Sidetrade cherche à pouvoir continuer à autofinancer sa croissance sur les années à venir).



D'une manière générale, grâce à son modèle économique et des Capex limités, Sidetrade génère un FCF de l'ordre de 15-20% du CA (6.0 M€ en 2021), avec une trésorerie brute mobilisable proche de 20 M€. Rappelons également que la société possède 85k titres en autocontrôle (valorisés ~12 M€ au cours actuel).

Evolution de la position de cash brut et dettes financières de Sidetrade (M€)



Graphique n°20 – Sources : Société, ODDO BHF Securities

Ainsi, en prenant (arbitrairement) comme hypothèse une taille cible de ~10 M€, et ce que la société est prête à payer (=supposons des multiples similaires ou inférieurs à ceux de Sidetrade, 3-5x les revenus prospectifs), nous considérons qu'elle pourrait allouer entre 25 M€ et 50 M€ pour du M&A, un firepower satisfaisant étant donné la taille de la société. Ceci serait donc financé par le cash au bilan (20 M€ de cash net fin 2022 yc autodétention), et/ou complété par de l'emprunt bancaire (la société pourrait, selon nous, lever de l'ordre de 20/25 M€) ou une éventuelle augmentation de capital (peu probable : risque de dilution).



PERSPECTIVES : TRAJECTOIRE AMBITIEUSE A 2025. LE BON EQUILIBRE CROISSANCE / RENTABILITE

Nos contacts avec la société nous ont confortés dans les fondamentaux du groupe et les perspectives sur les prochains exercices. Grâce à de nombreux drivers, le groupe semble avoir passé un cap avec un « step-up » significatif sur sa dynamique commerciale et son profil de croissance, illustré par une activité record sur 2022 malgré une base peu aisée (CA +13% dont +22% sur les abonnements SaaS, et prises de commandes records avec un ARR de 6.4 M€, en hausse de 36%, et >10 M€ incl. Services). Ce niveau renforce la visibilité sur le profil financier et permet d'ores et déjà d'embarquer une forte croissance pour 2023 (+17%e) et au-delà.

Ceci est en phase avec le plan Fusion100, basé sur une politique d'investissements soutenue et une trajectoire de croissance ambitieuse, qui vise un CA de 100 M\$ à 2025 (dont ~20-25% via M&A d'après nous). Celui-ci repose notamment sur une accélération de la croissance sur les 3 prochains exercices (tendre vers 20%+), tout en préservant des équilibres solides au niveau du P&L (+/- 10% d'EBIT). S'il apparaît challenging à tenir dans les délais étant donné le contexte économique, la trajectoire reste séduisante, et son exécution ferait de Sidetrade (aux Services près) un « Centaure » (société >100 M\$ d'ARR). Ainsi, l'atteinte ou non des objectifs dans les temps reste, selon nous, anecdotique par rapport à l'amélioration du momentum (un retard semble logique mais seule la trajectoire importe).

D'ici là, notre approche est plus prudente et modélise un TMVA 2023/2027 du CA de 15% org, avec un levier sur la croissance qui se matérialisera que graduellement dans les résultats (logique de réinvestissement sur un modèle encore gourmand en Opex), pour tendre vers une marge d'EBIT cible de 20%+ à terme.

Plan Fusion100 : priorité donnée à la croissance pour atteindre 100 M\$ de revenus en 2025

Sidetrade reste aujourd'hui engagé sur son plan Fusion100 (lancé en 2021), avec pour objectif d'accélérer la croissance sur les prochaines années. En effet, celui-ci vise sur la période 2021-25 une croissance moyenne annuelle comprise entre 20 et 25% (vs 10/15% historiquement). Ainsi, ce plan ambitieux, basé sur un programme ciblé d'investissements, a pour objectif de tendre rapidement vers 100 M\$ de CA à 2025 (~90 M€). A noter que son exécution ferait de Sidetrade un « Centaure » (société >100 M\$ d'ARR), qui permettrait de passer un cap en termes de taille.

Selon le management, ce plan repose sur 3 piliers majeurs : 1/ continuer de faire la course en tête sur l'IA et proposer rapidement la plateforme la plus complète du marché, 2/ renforcer son leadership sur le marché européen et intégrer le Top3 des acteurs aux USA, et 3/ saisir toute opportunité de croissance externe ciblée.

L'atteinte de ce plan apparaît difficilement accessible pour Sidetrade d'ici 2025. En effet, pour y arriver il faudrait afficher une croissance organique moyenne annuelle de 25% sur les 3 prochaines années et 20 M€ de CA en M&A, soit un cash out de l'ordre de 50/100 M€ sur le bas de fourchette des valorisations sectorielles actuelles. Ces objectifs sont plus crédibles en base d'ARR ou à horizon à 2027 selon nous. Mais au-delà des chiffres et du timing, nous apprécions surtout la trajectoire de croissance induite, en voie d'accélération, et à même de soutenir le momentum du titre à l'avenir.



Accélération des Bookings et des revenus SaaS sur les prochaines années

Un exercice 2022 record, en phase avec la stratégie de développement du groupe et ses ambitions moyen terme

Sidetrade a publié le 4 avril dernier des résultats 2022 de qualité et prometteur pour 2023 et au-delà. En effet, malgré des investissements soutenus, notamment en Amérique du Nord, nous percevons l'exercice écoulé comme une année de « référence » pour le groupe, et pleinement en phase avec son plan Fusion100.

❖ CA 2022 à 36.8 M€, et MOP de 10%, combinant forte croissance et discipline financière

Le groupe a réalisé sur 2022 un CA de 36.8 M€, en croissance de 13% y-o-y, et proche de 10% en org selon nous (contribution d'Amalto sur T1, et impact positif des changes relativement limité sur l'année). Les solutions *Order-to-Cash* ont évidemment tiré la croissance à +18%, dont +22% sur les abonnements SaaS, en accélération, tandis que les activités *Sales & Marketing*, en cours d'arrêt car jugées non stratégiques par la société, affichent une baisse de 60% à 0.9 M€. Si ce pôle est désormais marginal dans le mix, ce choix stratégique de la part de la direction a tout de même dilué la croissance de 5 pt, avec une performance groupe moins séduisante en affichage que la réalité du core business de Sidetrade.

Autre point notable: l'excellente performance au T4, avec une forte accélération de la croissance à tous les niveaux, avec notamment une hausse >20% sur les activités core grâce aux abonnements SaaS (+27% y-o-y).

Croissance trimestrielle de Sidetrade sur 2022

€ m	T1 21	T2 21	T3 21	T4 21	T1 22	T2 22	T3 22	T4 22
Revenue	7.5	8.6	8.2	8.3	8.4	9.4	9.2	9.7
Change					12.0%	9.3%	12.2%	16.9%
O2C business	6.8	8.0	7.7	7.9	8.1	9.2	9.1	9.5
Change					19.1%	15.7%	18.2%	20.3%
o/w subscriptions	5.5	6.5	6.8	6.4	6.7	7.6	7.7	8.1
Change					21.8%	16.9%	13.2%	26.6%
Sales & Marketing	0.7	0.6	0.6	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2

Tableau n°21 – Sources : Société, ODDO BHF Securities

D'après les informations apportées par la société, les activités purement liées aux SaaS (i.e. excl. Services professionnels, activités BPO ou solutions legacy Sales & Marketing) affichent une croissance de 15% y-o-y, un niveau satisfaisant et en ligne avec celui des 5 dernières années, notamment portées par les contrats signés en 2021. A noter que cette performance correspond en réalité à une accélération de la croissance org, alors que 2021 avait été majoritairement soutenu par l'acquisition d'Amalto au T2 2021 (croissance org atone selon nous).

Cette accélération de la croissance s'est toutefois accompagnée d'une forte progression des Opex sur l'exercice 2022 (+22%), avec notamment un surcroît d'investissements en Amérique du Nord (7 M€ sur 2022 vs 3.5 M€ sur 2021). Si ce surinvestissement est en partie « digéré » par un taux de marge brute élevé (79%), ceci a entraîné une baisse de l'EBIT de -26% à 3.7 M€, soit une érosion logique de 5 pt de la marge opérationnelle à 10%.

Ce niveau tient compte d'un montant de crédit d'impôt recherche (CIR) à 2.7 M€ (vs 2.2 M€ en 2021), i.e. ~7pt d'EBIT sur l'année, et d'un montant de R&D capitalisé toujours faible à 0.3 M€, soit 4% des coûts R&D sur 2022. In fine, le RNpg de Sidetrade s'établit à 3.4 M€. Au global, nous jugeons ces résultats rassurants (sans surprise, ni effet momentum), et témoignent d'un bon équilibre entre croissance et rentabilité dans un contexte d'accélération des investissements.



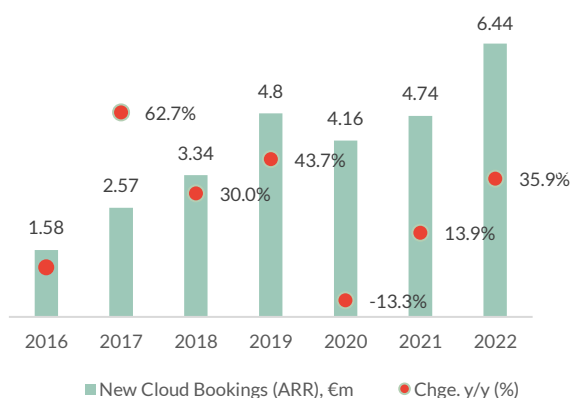
Performances historiques de Sidetrade (2016-2022)							
€ m	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Revenue	18.1	21.6	24.1	25.7	29.2	32.6	36.8
o/w SaaS	11.7	15.3	17.8	20.3	23.2	27.0	31.0
Var. y/y	-	19.7%	11.2%	6.8%	13.5%	11.7%	13.0%
Var. y/y SaaS	-	30.7%	16.7%	14.1%	14.4%	16.1%	15.0%
Gross Profit	12.5	16.1	18.1	20.0	23.1	25.7	29.0
Gross Margin	69%	74%	75%	78%	79%	79%	79%
Opex (incl. D&A)	10.5	14.0	15.7	17.7	19.5	20.7	25.3
Var. y/y	-	33%	13%	12%	11%	6%	22%
Non-IFRS EBIT	2.1	2.1	2.3	2.3	3.5	5.0	3.7
Non-IFRS EBIT margin	11%	10%	10%	9%	12%	15%	10%

Tableau n°22 – Sources : Société, ODDO BHF Securities

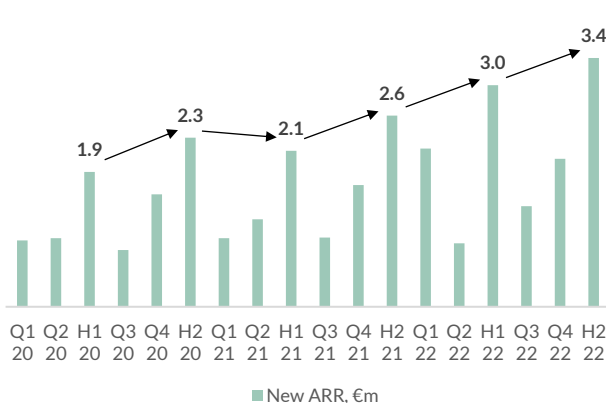
❖ Prises de commandes records sur 2022, indicateur clé du momentum commercial de Sidetrade

L'élément le plus notable de 2022 porte sur les prises de commandes, indicateur clé pour juger de la croissance future (les revenus étant surtout le reflet de la performance commerciale passée). Celles-ci atteignent un niveau record (malgré l'allongement des cycles de ventes) avec une croissance de 36% des nouveaux revenus d'abonnements en base annuelle (ARR) à 6.4 M€. Cette performance historique pour Sidetrade a notamment été tirée par de 1ers succès commerciaux aux USA (51% des order intake), comme DXC et HP, ou Criteo en Europe. Ces 3 deals représentent près de 40% de l'ARR 2022. En ajoutant les prestations de services associés (implémentation, paramétrage, formation), qui représentent 3.84 M€ (+37%), la valeur annuelle des contrats signés en 2022 est de 10.3 M€. La progression est encore plus remarquable sur la valeur totale de ces contrats à 20.7 M€, en hausse de 60%, grâce à des durées d'engagement moyennes plus longues (44.9 mois).

Evolution des prises de commandes (ARR SaaS) depuis 2016



Evolution trimestrielle des Bookings SaaS (2020-22)



Graphiques n°23 – Sources : Société, ODDO BHF Securities



Une croissance embarquée qui offre une excellente visibilité, permettant au management d'être confiant sur 2023

La résilience du modèle économique (90% récurrent), le faible churn (3.8% en 2022) et le niveau record de prises de commandes (dont les 2/3 sont reconnus en CA N+1) confèrent d'ores et déjà au groupe une excellente visibilité sur 2023. Sidetrade a donc les moyens d'accélérer sa croissance vers du « high-teens » sur l'exercice en cours (vs moyenne historique à <15%), conformément à l'objectif initial du plan Fusion100 qui a pour ambition de passer d'une fourchette de croissance org 10-15% à 15-20%, voire 20-25% initialement.

De plus, nous estimons que l'exercice 2023 bénéficiera également 1/ d'un mix prix positif grâce à l'effet année pleine des réindexations de contrats et des nouvelles signatures, et 2/ d'un effet mix positif avec un poids de plus en plus marginal des activités de Sales & Marketing (rappel : -5pt de croissance en 2022).

Dans un environnement économique complexe, Sidetrade dispose donc d'atouts solides pour « enjamber » 2023 avec succès. Pour autant, nous resterons attentifs à l'évolution des prises de commandes sur 2023, alors que la base est très exigeante et que plusieurs acteurs du Cloud affichent une nette décélération des new Bookings (Bill.com, Coupa, Docusign, Datadog, Snowflake...), et continuent d'évoquer un allongement des cycles de ventes. Pour autant, la direction reste confiante à ce stade, et pourrait, selon nous, bénéficier de la revitalisation du Royaume-Uni dès cette année (moteur commercial à l'arrêt sur les derniers trimestres suite à une restructuration interne, nouvelles équipes en place).

A noter qu'historiquement, le run-rate en termes de signatures est proche d'1 M€ par trimestre chez Sidetrade, auquel vient s'ajouter des gros deals, comme ce fut le cas en 2022. Ainsi, la croissance des nouvelles signatures est fortement liée à la taille des deals dans le pipe, et à la concrétisation de quelques affaires significatives en cours d'année. Pour l'heure, nous comprenons que l'ambition du management est de faire aussi bien voire mieux que le volume de signatures 2022 en termes d'ARR incrémental (en incluant les Services associés).

En outre, nous pensons qu'un des axes d'amélioration possible afin de pérenniser la croissance de Sidetrade dans la fourchette 15-20% est d'optimiser les forces de ventes et les canaux de distribution indirects. En effet, Sidetrade reste un acteur « jeune » en ce qui concerne la gestion de son channel (quasiment pas exploité) et en-dessous des standards du secteur en termes de « scalabilité », recelant ainsi un véritable potentiel d'amélioration, identifié par le management, afin d'alimenter les Bookings et la croissance org future.

A très court terme, le T1 2023 ne devrait toutefois pas encore refléter cette tendance et le réel potentiel de Sidetrade

L'activité commerciale du T1 2023, qui sera publiée le 10 mai, ne devrait pas représenter un catalyseur notable pour le titre. Sidetrade devrait rentrer en douceur dans l'exercice avec i/ une croissance organique en ligne avec celle de 2022, et ii/ une probable baisse des Bookings en raison d'une base de comparaison très exigeante sur le T1 2022 (signature du deal DXC, le plus important dans l'histoire de Sidetrade). Toutefois, nous pensons que ces éléments sont déjà bien pris en compte par le marché et intégrés par le consensus. A noter que les résultats S1 2023 devraient continuer à se tasser logiquement sous l'effet des coûts embarqués, et dans une moindre mesure, d'effets changes moins favorables.



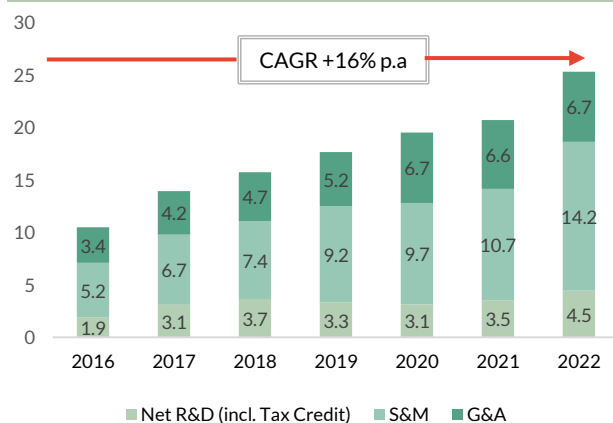
Un potentiel de rentabilité élevé mais encore à dévoiler (levier opérationnel limité à court terme)

Phase d'investissements nécessaire pour accélérer la croissance et atteindre les objectifs fixés à moyen terme

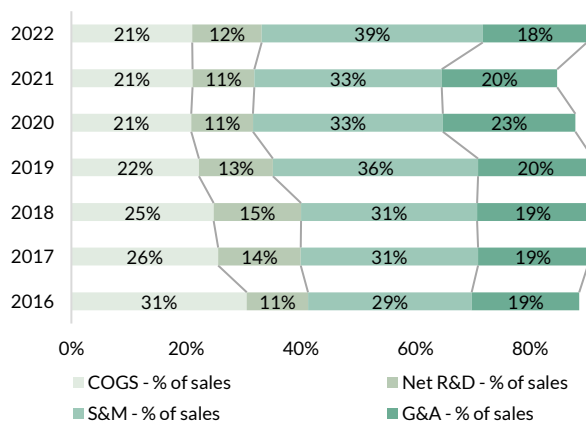
En dépit de la forte croissance attendue de l'activité, la stratégie offensive de gains de PdM, qui donne la priorité à la topline, devrait continuer à tasser les marges à court terme. En effet, après une année 2022 d'investissements, le modèle de développement devrait rester gourmand en Opex pour continuer à accélérer la croissance sur les prochains trimestres et la pénétration rapide au sein de ses marchés cibles (Europe et USA). La pente de croissance étant directement corrélée aux dépenses (notamment en Sales & Marketing), le groupe devrait maintenir des poches d'investissements importantes sur 2023 avec comme priorité court terme :

- La surface commerciale avec une augmentation des frais de S&M, qui représente 50% des Opex et près de 40% CA (yc Customer Success). Le groupe souhaite notamment embaucher 50% de commerciaux supplémentaires aux US et des pre-sales à Calgary pour monter à >60 personnes en local.
- Renforcement des équipes de R&D en France et au Royaume-Uni pour maintenir une certaine intensité technologique (dépenses « taillées » également en fonction du CIR récupérable). A noter que de par son poids dans les résultats, Sidetrade reste dépendant du CIR (~40% des dépenses R&D brutes). Rappelons d'ailleurs que celui-ci impacte négativement le BFR fiscal et la génération de trésorerie (conversion EBIT en cash) en raison de paiement différé (les créances de CIR ayant vocation à augmenter dans le bilan).
- Maîtrise des G&A, qui représente un levier d'optimisation non négligeable (20% du CA), même si ce niveau est en partie justifié par les clés de répartition internes en termes de coûts (faible réallocation dans les départements).

Forte progression des Opex à tous les niveaux (M€)



Poids des dépenses par catégorie



Graphiques n°24 – Sources : Société, ODDO BHF Securities

Si le levier est donc limité à court terme, nous saluons néanmoins la discipline financière de la société, qui cherche à combiner forte croissance et rentabilité « décente » (différence notable vis-à-vis des concurrents US, souvent déficitaires et qui financent leur croissance via des levées de capitaux), ainsi que la comptabilité quelque peu conservatrice de Sidetrade (P&L clean : e.g. faible niveau de SBC, bonus non étalés sur la durée des contrats, ou faible niveau de capitalisation R&D).



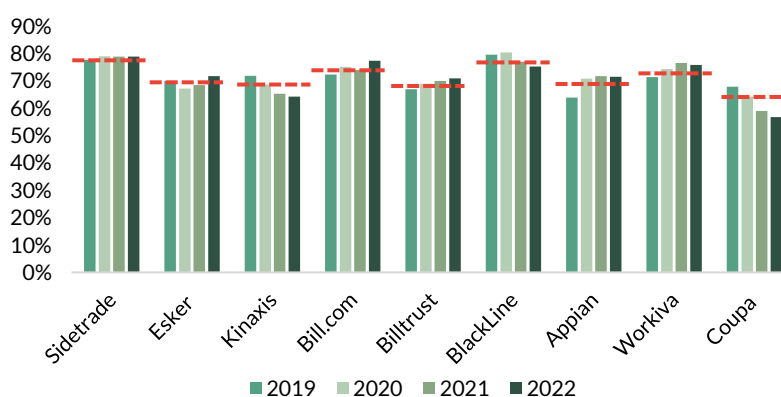
Potentiel d'expansion des marges à moyen terme

Un des facteurs clés de la valorisation de Sidetrade réside dans son potentiel d'amélioration de sa rentabilité alors que, par le passé, le groupe a déjà démontré sa capacité à générer une marge d'EBIT >20%.

Une des vertus du modèle SaaS, en cas d'attrition bien gérée (comme c'est le cas chez Sidetrade), est qu'au-delà d'un certain temps et niveau d'activité, les coûts d'acquisition et d'exploitation, relativement fixes, sont mieux amortis. Grâce à un très bon niveau de rétention, on estime la « Life Time Value » (LTV) d'un client à ~20 ans chez Sidetrade. En outre, on calcule un payback sur les coûts d'acquisition clients à ~2 ans, ce qui *in fine* représente un ROI intéressant pour le groupe à terme.

Par ailleurs, grâce à une plateforme Cloud gérée et opérée en propre depuis des centres d'hébergements (vs Cloud Public type AWS, Google Cloud ou Azure), Sidetrade affiche une Marge Brute élevée de 92% sur ses activités SaaS, soit l'un des meilleurs niveaux dans l'industrie. A ce stade, celle-ci est diluée par le poids des Services (10% CA, MB de 7% en 2022) mais l'ensemble reste tout de même très élevé à 79%. Cette amélioration de la MB de 10pt depuis 2016 est, selon nous, le reflet d'une optimisation continue du 'run' (production Cloud), qui bénéficie d'un effet volume (mutualisation des coûts), et de l'infrastructure (augmentation de la volumétrie sur une même instance pour optimiser le coût de la plateforme).

Comparaison de la marge brute non-GAAP de Sidetrade vs ses pairs Cloud



Graphique n°25 – Sources : Sociétés, FactSet, ODDO BHF Securities

Au regard de ce niveau élevé de Marge Brute Cloud, et du ROI sur un client à terme, nous pensons que Sidetrade est en mesure d'afficher à terme une marge proche des grands acteurs du Cloud « at scale » (Salesforce, Workday...). Ainsi, et en prenant comme hypothèses i/ une Marge Brute normative de 80%+ (effet de mix), ii/ des coûts de R&D stable à 20% CA (12% en net avec CIR), iii/ une normalisation des dépenses S&M à 30-32% CA en run-rate, et iv/ une optimisation des G&A, nous calculons que Sidetrade pourrait afficher une marge d'EBIT de 20%+ à terme.

P&L synthétique du secteur Software vs Sidetrade en normatif

	Industry metrics	Sidetrade (FY 2022)	Sidetrade (normative)
Total Revenue	100%	100%	100%
Cloud Gross Margin	70-90%	92%	92%
On-premise Gross Margin	90-95%	-	-
Services Gross margin	0-30%	7%	7%
Gross Margin	70-90%	79%	80%+
R&D	c.20%	20%	20%
S&M	25-30%	39%	30-32%
G&A	5-10%	18%	12-13%
Net other expenses	-10%-10%	-10%	-8%
EBITDA Margin	20-40%	12%	23-26%
D&A	3-5%	2%	2%
EBIT margin	15-35%	10%	20-25%
SBC	0% to 8%	0%	0%

Tableau n°26 – Source : ODDO BHF Securities



Néanmoins, l'atteinte de ces métriques ne semble pas être la priorité à court terme et la rentabilité devrait rester limitée au cours des prochains exercices. Toutefois, nous pensons que les investisseurs sont désormais bien « éduqués » sur ce type de profil, et sont (encore) prêts à digérer ce « coût » de la croissance à court terme, et prendre le « pari », comme ils l'ont fait avec Esker, voire d'autres acteurs US, déficitaires, tels que Coupa ou Billtrust avant leurs buy-out respectifs, qui affichaient des valorisations encore très élevées.

Synthèse : nos prévisions intègrent un TMVA 5 ans de 15% sur le CA et 22% sur l'EBIT

Prévisions : des années de croissance topline à 2 chiffres

Grâce aux attributs de son modèle (résilience, visibilité, taux de rétention, ré-indexation des contrats sur l'inflation), une demande sous-jacente dynamique (malgré un allongement des cycles de ventes) et la stratégie de gains de PdM du groupe, nous considérons que Sidetrade a les moyens de maintenir un rythme de croissance élevé à 2 chiffres, voire d'accélérer sur les prochains exercices.

En prenant comme hypothèses 1/ une contribution arbitraire de 70% des bookings N-1 et 30% des bookings N sur les abonnements de l'année N (selon les estimations du management), 2/ une croissance annuelle moyenne de 10% des nouvelles signatures à 2027 (~+1 M€ d'ARR par an), 3/ une hausse de 10% en moyenne des Services professionnels, et 4/ un arrêt progressif des activités Sales & Marketing, notre scénario central intègre un TMVA de 15% au niveau du CA groupe pour atteindre >65 M€ d'ARR et 75 M€ de CA à 2027.

Prévisions de croissance topline							
€ m	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	CAGR 5y
New SaaS Bookings	6.4	6.8	7.8	8.8	9.7	10.1	+10%
<i>Change</i>	<i>36%</i>	<i>5%</i>	<i>15%</i>	<i>13%</i>	<i>10%</i>	<i>5%</i>	
Contribution from y-1 bookings	70%	4.5	4.7	5.4	6.2	6.8	
Contribution from current year bookings	30%	2.0	2.3	2.6	2.9	3.0	
Total additional Subscriptions		6.5	7.1	8.1	9.1	9.8	
(+) overages		0.5	0.5	0.6	0.8	0.9	
% SaaS billings		1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	
(+) Price effect		0.9	0.7	0.4	0.5	0.6	
<i>Change</i>		<i>3%</i>	<i>2%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	
(-) Churn		-1.5	-1.8	-2.2	-2.5	-2.9	
% of y-1 SaaS billings		5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	
= Net Incremental Subscriptions		6.4	6.5	7.0	7.8	8.4	
Total Subscriptions	30.1	36.5	43.0	50.0	57.8	66.2	+17%
<i>Chge. y/y</i>	<i>22%</i>	<i>21%</i>	<i>18%</i>	<i>16%</i>	<i>16%</i>	<i>14%</i>	
BPO & other activities	2.2	2.2	2.4	2.5	2.6	2.7	
<i>Chge. y/y</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>	
Other Pro. Services	3.6	4.0	4.4	4.8	5.3	5.8	
<i>Chge y/y</i>	<i>6.0%</i>	<i>12%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	
Total Order-to-Cash revenue	35.9	42.7	49.7	57.3	65.7	74.7	
<i>Chge y/y</i>	<i>18%</i>	<i>19%</i>	<i>16%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>14%</i>	
<i>Chge org y/y (ODDO BHF est.)</i>	<i>16%</i>	<i>19%</i>	<i>16%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>14%</i>	
Sales & Marketing business	0.9	0.5	0.2	0	0	0	
<i>Chge y/y</i>	<i>-60%</i>	<i>-44%</i>	<i>-60%</i>	<i>-100%</i>	-	-	
Total Group Revenue	36.8	43.2	49.9	57.3	65.7	74.7	+15%
<i>Chge y/y</i>	<i>13%</i>	<i>17.4%</i>	<i>15.6%</i>	<i>14.7%</i>	<i>14.7%</i>	<i>13.7%</i>	

Tableau n°27 - Source : ODDO BHF Securities



TMVA de 22% sur l'EBIT à 2027 même si le levier ne devrait se libérer que très graduellement jusque là

A court terme, 2023 restera une année d'investissement, notamment aux USA (où les coûts embarqués sont estimés à près de 10 M€ sur 2023 vs 7 M€ sur 2022). A noter que l'Amérique du Nord demeurera dilutif sur la marge groupe mais restera profitable sur la période. Par ailleurs, la balance d'inflation négative devrait encore peser sur les résultats 2023 compte tenu des augmentations de salaires (+5%). Les forex devraient être également moins favorables sur 2023.

Ensuite, le levier opérationnel devrait se matérialiser graduellement, avec un TMVA de 22% sur l'EBIT selon notre scénario central.

Décomposition de nos attentes en termes de marge (scénario central)

€ m	2022	2025e	2027e	CAGR 2022-27e
Total revenue	37	57.3	74.7	15%
Cost of Software revenue	-2.4	-4.5	-6.6	23%
Cost of services	-5.4	-6.8	-8.0	8%
Gross margin	29	46.0	60.2	16%
<i>Gross margin</i>	<i>79%</i>	<i>80%</i>	<i>80%</i>	-
R&D (Net of Tax Credit)	-4.5	-6.9	-9.0	15%
Marketing & Sales	-14.2	-21.8	-27.7	14%
General & Administrative	-6.7	6.9	-13.6	15%
Operating Income	3.7	6.9	9.9	22%
<i>Operating margin</i>	<i>10.0%</i>	<i>12.1%</i>	<i>13%</i>	-

Tableau n°28 – Sources : Société, ODDO BHF Securities

A noter que nous reclassons le CIR dans les autres produits d'exploitation dans la présentation de nos comptes, d'où l'affichage d'un EBITDA inférieur à l'EBIT.

Synthèse P&L Sidetrade

€ m	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Revenue	21.6	24.1	25.7	29.2	32.6	36.8	43.2	49.9	57.3
<i>Chge. yoy</i>	<i>19.5%</i>	<i>11.3%</i>	<i>6.8%</i>	<i>13.5%</i>	<i>11.7%</i>	<i>13.0%</i>	<i>17.4%</i>	<i>15.6%</i>	<i>14.7%</i>
EBITDA	1.3	0.7	0.1	2.2	3.3	2.3	2.2	3.1	4.5
<i>% of sales</i>	<i>6.1%</i>	<i>2.7%</i>	<i>0.4%</i>	<i>7.5%</i>	<i>10.0%</i>	<i>6.3%</i>	<i>5.1%</i>	<i>6.2%</i>	<i>7.8%</i>
D&A	-2.2	-1.2	-1.7	-1.5	-1.7	-2.3	-2.6	-2.9	-3.3
Other Income*	3.0	3.0	3.9	2.9	3.4	3.7	4.3	5.0	5.7
Recurring EBIT	2.1	2.4	2.3	3.6	5.0	3.7	3.9	5.2	6.9
<i>% of sales</i>	<i>9.6%</i>	<i>9.9%</i>	<i>8.9%</i>	<i>12.2%</i>	<i>15.3%</i>	<i>10.1%</i>	<i>9.1%</i>	<i>10.4%</i>	<i>12.1%</i>
RO	2.1	2.4	2.3	3.6	5.0	3.7	3.9	5.2	6.9
<i>% du CA</i>	<i>9.6%</i>	<i>9.9%</i>	<i>8.9%</i>	<i>12.2%</i>	<i>15.3%</i>	<i>10.1%</i>	<i>9.1%</i>	<i>10.4%</i>	<i>12.1%</i>
RNpg	1.9	2.2	2.1	3.4	4.7	3.4	3.4	4.4	5.9
<i>% du CA</i>	<i>9.0%</i>	<i>9.2%</i>	<i>8.3%</i>	<i>11.7%</i>	<i>14.5%</i>	<i>9.2%</i>	<i>7.9%</i>	<i>8.8%</i>	<i>10.3%</i>

Tableau n°29 – Sources : Société, ODDO BHF Securities /*incl. Tax Research Credit



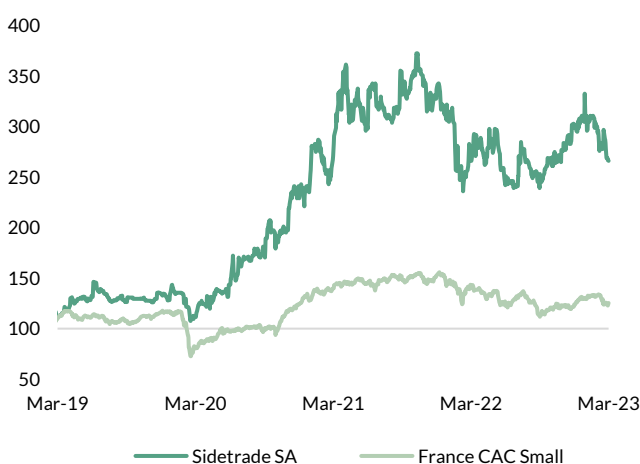
INITIATION DE COUVERTURE A SURPERFORMANCE, OC 188 €

En dépit d'un beau parcours boursier, le titre nous paraît encore offrir du potentiel. Au-delà des qualités intrinsèques du modèle, nous saluons l'avance prise par Sidetrade sur 2 sujets majeurs pour un éditeur français, que sont la maturité dans le SaaS et l'internationalisation de l'activité. Sidetrade présente ainsi un profil attrayant, et le modèle (conjuguant croissance à 2 chiffres, visibilité, récurrence et rentabilité) justifie d'une valorisation élevée. Le titre, qui se traite 3.8x CA 12 mois fwd, présente une décote vs concurrents Cloud, notamment US (qui peut se justifier par la taille, la place de cotation, et la liquidité). Mais au-delà des multiples, le potentiel réside, selon nous, surtout dans le profil de croissance : statut de compounder, et PEG ajusté parmi les plus bas du secteur. Nous estimons que le titre pourrait doubler d'ici 3 à 5 ans. Notre valorisation fondamentale est comprise entre 180 € et 200 € (fair value 188 €). Dans un marché en concentration (multiplication des buy-out), Sidetrade reste une cible de choix.

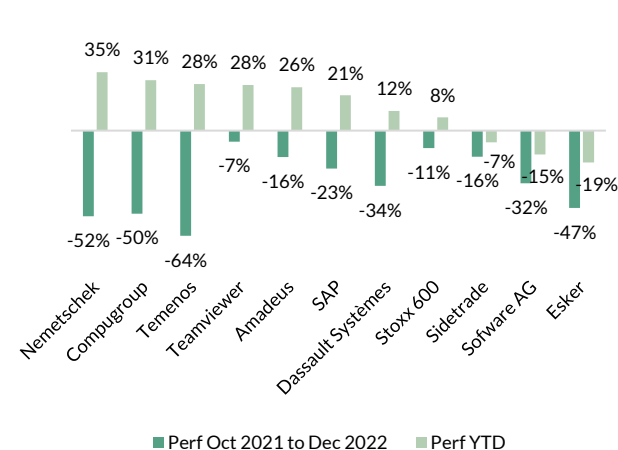
Parcours boursier : rerating (logique) depuis 2020

Après un excellent parcours boursier entre 2020 et fin 2021, et une relative bonne résistance en 2022, le titre sous-performe depuis (à l'instar d'Esker). Cette sous-performance offre selon nous un bon point d'entrée sur la valeur, qui dispose d'un potentiel d'appréciation régulier, et sur un secteur qui pourrait être porté par l'espoir d'une accalmie dans le resserrement monétaire des banques centrales.

Forte surperformance du titre depuis le COVID



Performance des principaux acteurs européens sur 18 mois

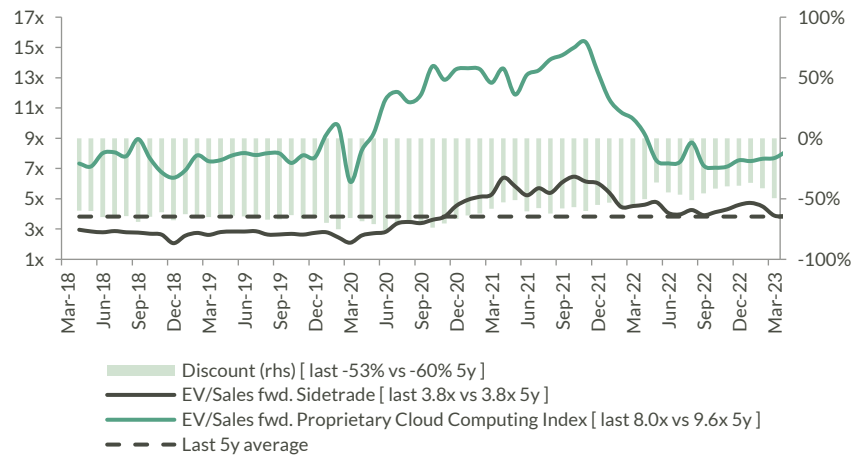


Graphiques n°30 – Sources : FactSet, ODDO BHF Securities

Suite au rerating enregistré depuis 2020 (COVID), nous admettons que Sidetrade n'est plus un dossier GARP. Il est indéniable que le titre affiche actuellement des multiples de valorisation élevés, au-dessus de ses moyennes historiques, en raison d'un momentum qui s'est sensiblement amélioré. Sidetrade se traite actuellement à 3.8x VE/Sales fwd 12 mois contre une moyenne 10 ans de 3.1x. Après les excès de survalorisation sur la période 2019-21, 2022 a vu les acteurs les mieux valorisés sous-performer significativement, ce qui a permis de réduire quelque peu les écarts de valorisation au sein du secteur (Sidetrade se traite désormais quasi 'at par' avec Esker). Si la valorisation, regardée de façon individuelle paraît élevée, nous relativisons eu égard 1/ à la décote vs pairs Cloud, 2/ l'accélération de la croissance.



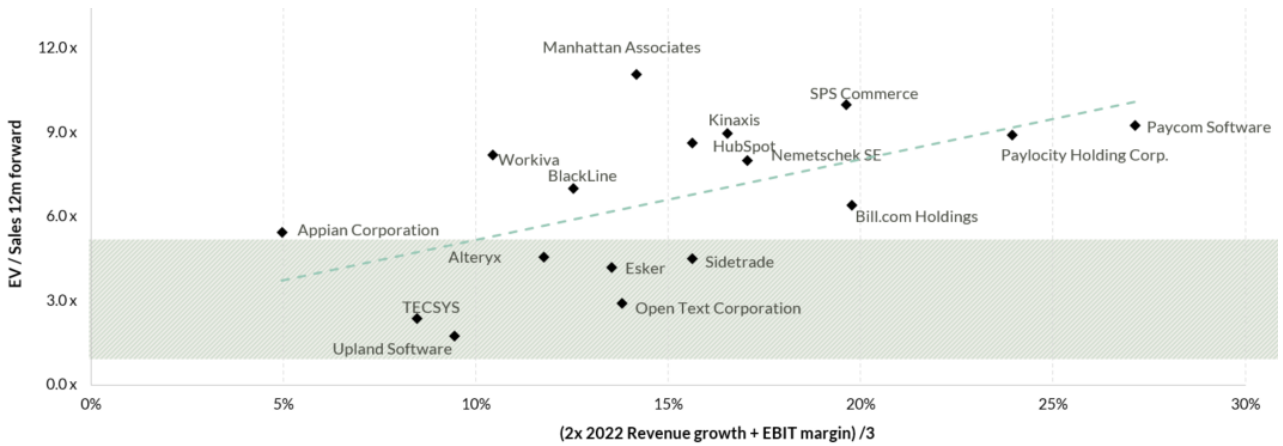
EV/Sales 12m fwd. Sidetrade vs acteurs internationaux du Cloud Computing*



Graphique n°31 – Sources : FactSet, ODDO BHF Securities /*15 pure Cloud players mature in SaaS mode

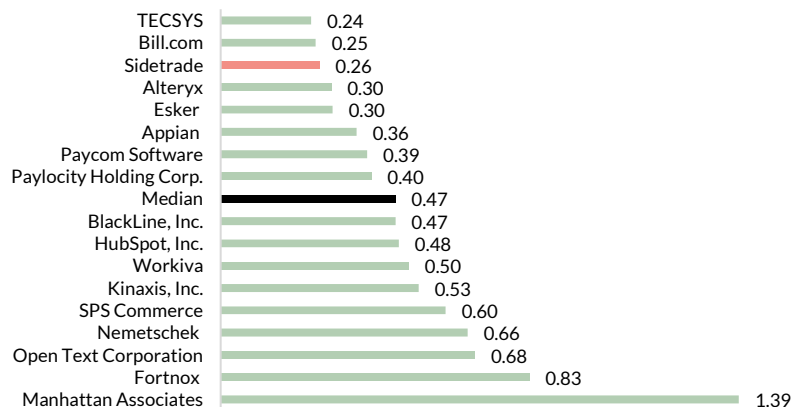
A noter qu'en prenant un agrégat moyen, (2x Croissance + Marge) / 3 pour 2023, de manière à surpondérer la croissance (facteur prépondérant pour la valorisation des acteurs Cloud) et prendre en compte la rentabilité (fin de la « croissance à tout prix »), Sidetrade est relativement bien placé. La moyenne pondérée de Sidetrade ressort à 15%, soit au niveau médian de l'échantillon, tandis que le multiple prospectif de la société est toujours près de 60% en dessous du multiple médian.

EV/Sales 12m fwd. Sidetrade vs acteurs internationaux du Cloud Computing*



Graphique n°32 – Sources : FactSet, ODDO BHF Securities

EV/Sales 12m fwd. (x) Sidetrade vs acteurs internationaux du Cloud Computing*



Graphique n°33 – Sources : FactSet, ODDO BHF Securities



Valorisation par DCF : un objectif de 180 € par titre qui reflète le potentiel à moyen terme

Les principales hypothèses de notre approche par DCF :

- Un taux d'actualisation de 9.7% (100% equity, taux sans risque 3.15% et prime de risque de 5.97% ; Beta de 1,1).
- Une croissance moyenne de 13% sur 10 ans (en ligne avec l'historique) et une marge opérationnelle de 17% à cet horizon.
- Un taux de croissance à l'infini de 3,0%.
- 15% de taux d'IS normatif jusqu'en 2033 (recalculé en tenant compte du CIR, de la baisse du taux d'IS, et de l'IP Box en France).

FCF 2023-2033											
€ m	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e
Sales	43.2	49.9	57.3	65.4	74.3	83.9	94.3	105.4	117.2	129.6	142.5
Change	17.4%	15.6%	14.7%	14.1%	13.6%	13.0%	12.4%	11.8%	11.2%	10.6%	10.0%
EBITDA	2.2	3.1	4.5	5.3	6.2	7.3	8.4	9.7	11.1	12.6	14.3
% of sales	5.1%	6.2%	7.8%	8.1%	8.4%	8.6%	8.9%	9.2%	9.5%	9.7%	10.0%
EBIT	3.9	5.2	6.9	8.3	9.9	11.7	13.7	15.9	18.3	21.0	24.2
% of sales	9.1%	10.4%	12.1%	12.7%	13.3%	13.9%	14.5%	15.1%	15.7%	16.2%	17.0%
NOPAT	3.3	4.4	5.9	7.1	8.4	9.9	11.6	13.5	15.6	17.9	20.6
(WC change)	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2
Capex	-2	-2	-2	-2	-2	-3	-3	-3	-4	-4	-4
% of sales	-3.6%	-3.3%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
FCF	5.3	6.7	8.5	9.8	11.2	12.8	14.5	16.3	18.3	20.4	22.5
% of sales	12.3%	13.3%	14.9%	15.0%	15.1%	15.3%	15.4%	15.5%	15.6%	15.7%	15.8%
Discounted FCF	-	6.3	7.3	7.7	8.0	8.3	8.6	8.8	9.0	9.1	9.2

DCF			
	Growth in FCF	Value	%
Period of 1-10 years	16%	82	35.0%
Terminal growth rate	3.0%	155	65.0%
Enterprise value		237	100.0%
Financial assets		1.5	
Provisions		-0.7*	
Net cash 2023e		15.1	
= Equity value		253	
Number of shares (m)		1.4	
Value per share (€)		180	

Tableau n°34 - Source : ODDO BHF Securities /*incl. earnouts of Amalto

Ci-dessous la sensibilité de notre valorisation des fonds propres aux hypothèses de taux d'actualisation, croissance à l'infini et marge d'EBITDA normative :

Tableaux de sensibilité						
€		Croissance à l'infini				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
CMPC	8.7%	191	201	214	230	248
	9.2%	176	185	195	208	223
	9.7%	164	171	180	190	202
	10.2%	153	159	166	174	184
	10.7%	143	148	154	161	169
€		Marge d'EBITDA LT				
		5.0%	7.5%	10.0%	12.5%	15.0%
Croissance à l'infini	2.0%	130	147	164	180	197
	2.5%	136	153	171	189	206
	3.0%	142	161	180	199	217
	3.5%	149	170	190	210	230
	4.0%	158	180	202	223	245

Tableau n°35 - Source : ODDO BHF Securities



Méthode des comparables : valorisation de 185 €

La deuxième méthode que nous avons retenue est l'approche comparative. La majorité des comparables de Sidetrade sont non cotés, ou cotés aux USA. Il nous est apparu alors opportun de créer 2 échantillons : 1/ les pure-players du Cloud en mode SaaS, 2/ les principaux concurrents B2B Software cotés.

Compte tenu de la phase de croissance dans laquelle est engagé le groupe (couteuse en marge à court terme), et du profil de revenus (SaaS), nous avons fait le choix de nous concentrer sur le ratio VE/CA prospectif (référentiel dans le secteur). De plus, la plupart des concurrents restent déficitaires, ce qui rend le raisonnement en base d'EBIT peu pertinent.

Notre valorisation par les comparables est pondérée à 30%/70% entre les valorisations obtenues par les multiples de VE/CA 2023e et 2024e. Pour ce calcul, nous appliquons une décote de 20% vs multiple sectoriel 12m fwd de 6.5x.

Comparaisons boursières Sidetrade vs acteurs B2B Software +/- comparables et vs autres pairs du Cloud/SaaS

x	Market Cap (€m)	EV/Sales		EV/EBIT und.		P/E		uFCF yield	
		2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e
Esker	730	4.1	3.6	31.7	26.6	39.4	33.4	2.1	2.4
Bill.com	7 248	7.0	5.6	112.0	63.6	72.5	57.5	0.9	1.2
Alteryx	3 272	4.2	3.6	90.7	50.1	131.2	68.9	0.2	1.2
BlackLine	3 381	6.9	5.9	90.6	61.5	67.9	53.5	1.5	2.3
Open Text	9 607	3.0	2.2	12.8	7.8	12.7	8.8	5.6	8.3
Pagero	197	2.8	2.3	-	-	-	-	-	-
Related B2B Software		4.2	3.6	90.6	50.1	67.9	53.5	1.5	2.3
Manhattan Associates	8 823	11.7	10.4	45.0	38.7	58.0	50.0	2.2	2.4
Kinaxis	3 429	8.7	7.2	-	108.8	114.8	75.9	2.1	2.3
SPS Commerce	4 950	10.2	8.9	39.8	33.2	56.8	47.6	2.2	2.5
Paycom Software	16 203	10.0	8.2	29.1	23.6	39.7	32.4	1.7	2.2
TECSYS	259	2.4	2.2	87.4	38.5	157.9	60.5	-0.6	3.3
Upland Software	112	1.7	1.7	7.8	7.7	4.1	4.1	29.5	28.1
Paylocity	9 795	9.4	7.7	35.5	28.0	41.1	35.8	2.0	2.2
Appian	2 651	5.4	4.7	-	-	-	-	-2.6	-1.3
Workiva	4 689	8.2	6.9	-	-	-	189.1	0.7	1.8
Related Cloud Peers		8.7	7.2	39.8	33.2	56.8	48.8	2.0	2.3
Total		6.9	5.6	42.4	35.9	57.4	50.0	1.8	2.3
Sidetrade	200	4.3	3.6	46.8	34.6	60.1	47.1	2.1	3.5

Tableau n°36 – Sources: ODDO BHF Securities, FactSet

Valorisation de Sidetrade par multiple de VE/CA 12m fwd

€ m	2023e	2024e
Revenue	43.2	49.9
EV/Sales peers (x)	6.5	6.5
<i>Premium (discount)</i>	<i>-20%</i>	<i>-20%</i>
VE/Sales applied (x)	5.0	5.0
= Enterprise Value	216	250
Financial assets	1.5	1.5
Provisions*	-0.7	-0.7
Net cash end- of period before dividend	15.1	21.8
= Implied shareholders' equity	241	283
Number of shares (m)	1.4	1.4
Value per share (€)	166	195
<i>Weighting</i>	<i>30%</i>	<i>70%</i>
Fair value (€)	185	

Tableau n°37 – Sources : ODDO BHF Securities, FactSet /*y compris earnouts Amalto



Méthode normative : une valorisation de 200 €

Le facteur clé de la valorisation de Sidetrade réside dans son potentiel de croissance organique et d'amélioration de la rentabilité, mais aussi dans la visibilité apportée par le modèle économique du groupe (récurrent via le modèle SaaS, sur des contrats de ~3 ans avec un churn <5%). Ainsi, la visibilité sur la trajectoire de croissance permet de se projeter sur une valorisation théorique à moyen terme.

Ainsi, pour la troisième méthode, nous avons fait le choix d'appliquer à nos estimations sur Sidetrade pour 2027, horizon à partir duquel le taux de croissance devrait se normaliser, des ratios normatifs correspondant à la moyenne historique 5 ans de VE/CA du secteur Software Cloud (avec décote de 30%). Par la suite, nous actualisons ce chiffre à avril 2024 en utilisant notre CMPC de 9.7%.

Ce raisonnement présente le mérite i/ d'utiliser des repères existants, ii/sur la base d'un profil financier plus normatif, et iii/ de tenir compte de la visibilité apportée par le modèle. Nous percevons ainsi cette méthode comme financièrement pertinente compte tenu de la visibilité et du profil de croissance de Sidetrade.

Valorisation de Sidetrade par multiple de VE/CA à horizon 2027, actualisé à horizon 12 mois

€ m	
2027 Revenue - ODDO BHF est.	74
Normalized EV/Sales (Cloud peers) (x)	7.0
Discount applied	-30%
Adj. EV/Sales (x)	5.0
= Enterprise Value	371
WACC ($\beta = 1.05$)	9.7%
Discounted EV (3.7y)	264
2023e Financial assets	1.5
Provisions for pensions	-0.7
2023e Net cash	15.1
= Implied shareholders' equity	279
Diluted Nosh (m)	1.4
Value per share (€)	200

En €		Revenue multiple				
		3.0x	4.0x	5.0x	6.0x	7.0x
WACC	8.7%	129	168	207	246	285
	9.2%	127	165	203	242	280
	9.7%	125	162	200	238	276
	10.2%	123	160	197	234	271
	10.7%	121	157	194	230	267

En €		Revenue multiple				
		3.0x	4.0x	5.0x	6.0x	7.0x
CAGR sales 2022-27	10.0%	103	133	164	194	225
	12.5%	113	147	180	214	248
	15.0%	125	162	200	238	276
	17.5%	137	179	221	263	305
	20.0%	149	194	240	286	332

Tableau n°38 - Source: ODDO BHF Securities

Par ailleurs, nous voyons le titre doubler à horizon 2025 - 2027, selon les scénarios envisagés et notre séquence de croissance (TMVA 5 ans = 15%). Toute chose égale par ailleurs, en considérant que les niveaux de valorisation actuels (après de-rating), Sidetrade pourrait atteindre une valorisation proche de 400 M€ entre 2025 (7x CA, i.e. aucune décote vs pairs Cloud) et 2027 (5x CA, i.e. -30% décote vs pairs Cloud). Cette approche permet de valoriser le plan Fusion 100.

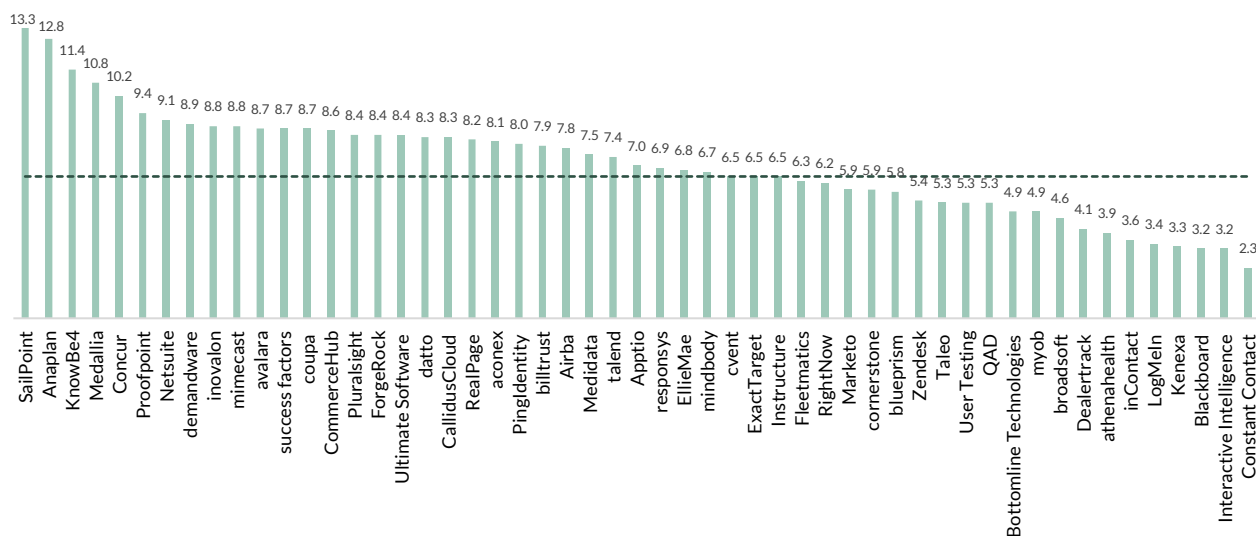
Les récentes opérations dans le secteur comme marqueur, même si comparaison n'est pas raison

Les opérations de buy-out par des fonds se multiplient, sur des valorisations toujours élevées

Plusieurs opérations récentes (vague de rachats après de nombreuses IPO et levée de fonds sur les 5 dernières années) ont animé le secteur sur 2022 et début 2023. Les informations que nous avons récoltées montrent qu'elles se sont réalisées sur des niveaux de valorisation encore très élevés. Comparaison n'est pas raison... mais ceci reste un signal puissant pour les acteurs cotés ayant fortement dératés sur 2022, et constituent des marqueurs de valorisation intéressants.



Panorama des récentes transactions dans le secteur Software (VE/CA 12m fwd, x)



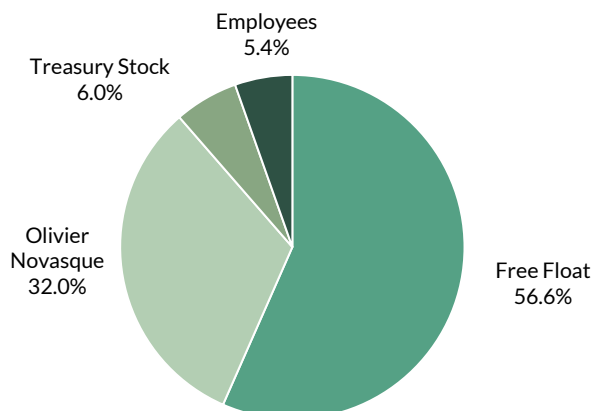
Graphique n°39 – Sources : FactSet, Coupa, ODDO BHF Securities

Attrait spéculatif : Sidetrade figure sur notre liste de candidats pour un potentiel buy-out à horizon 2025

Nous identifions Sidetrade comme cible potentielle compte tenu de sa taille, encore modeste, et son positionnement. De plus, en tant qu'acteur profitable avec un trade-off équilibré entre croissance et rentabilité, Sidetrade est une cible attractive pour un fonds de PE, dont certains sont très actifs dans la consolidation du secteur (e.g. Thoma Bravo).

Aussi, la valorisation « abordable » de Sidetrade outre-Atlantique suscite l'intérêt des fonds (le CEO a admis qu'il recevait de nombreuses sollicitations). Pour l'instant, nous pensons qu'un exit est prématuré pour le management étant donné la taille de la société. Nous pensons, en revanche, que l'atteinte des 100 M€ d'ARR à horizon 3/5 ans, qui valoriserait Sidetrade à >500 M€, pourrait changer la donne.

Structure actionnaire de Sidetrade



Graphique n°40 – Source : Société



ELEMENTS ESG SUR SIDETRADE

Sidetrade est dans l'étape finale de la formalisation de sa stratégie RSE. Après le calcul d'une empreinte carbone complète, le groupe prépare son premier rapport RSE qui devrait être publié à la fin du S1 2023. Le reporting de KPI quantitatifs ainsi que la formulation d'objectifs sur ces KPI permettra au groupe d'accélérer sur le volet RSE. A date, nous considérons que la formalisation des choix de gouvernance avec la référence à un code de gouvernance (Middlenext) est un levier de progrès significatif pour Sidetrade.

Une stratégie RSE en cours de formalisation

Une feuille de route RSE jeune avec des jalons clairs...

Sidetrade est un fournisseur de sociétés large cap qui s'engage sur leur scope 3 aval. Ce positionnement a poussé le groupe à rédiger un premier « guide RSE en 2019 ».

Le groupe sollicite la notation de Gaïa Index depuis 2020 et celle d'Ecovadis depuis 2021. Pour rappel, Gaïa est spécialisée dans la notation ESG des petites et moyennes capitalisations et couvre également les grandes capitalisations françaises. Ecovadis a pour objectif de faciliter la gestion des partenaires amont et aval dans les chaînes de valeur. A noter également que Sidetrade est signataire du Pacte Mondial des Nations Unies (UNGC) depuis Janvier 2023.

Evolution des notations ESG externes

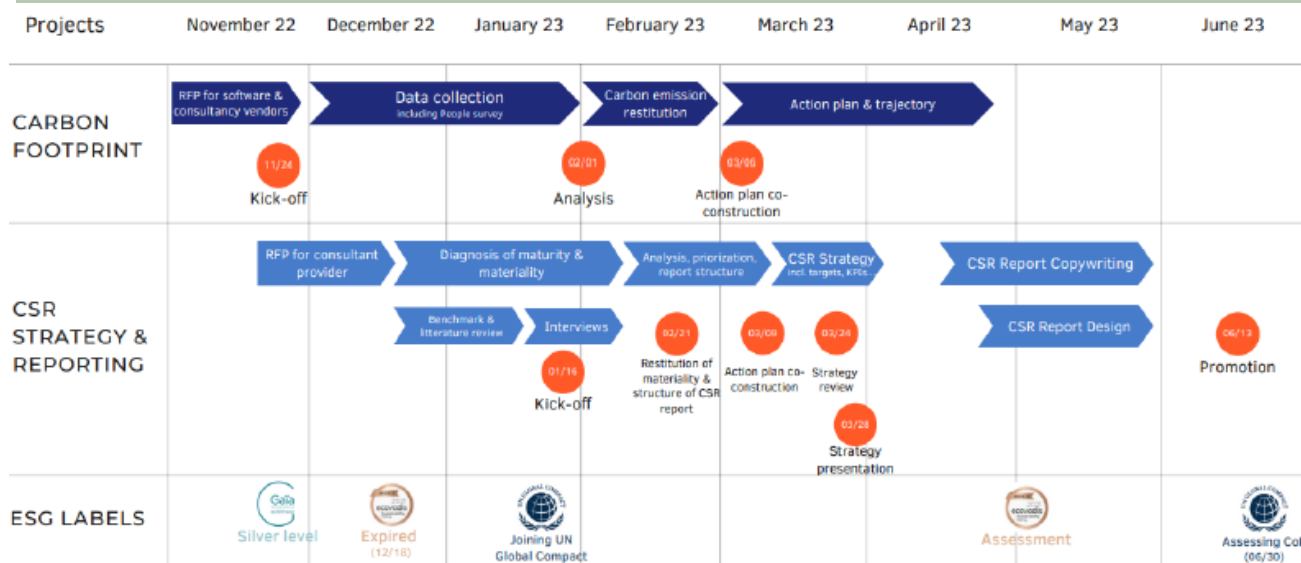
	Objectifs 2023e	2021	2020
Ecovadis	Argent (top 25%) 60/100	Bronze (top 50%) 53/100	N/A
Gaïa Index	Or 70/100	Argent 65/100	64/100

Tableau n°41 – Sources : ODDO BHF Securities, société

Sidetrade s'est fixé un calendrier à court terme pour encadrer la formalisation de sa stratégie RSE. Le groupe prépare actuellement son premier rapport RSE qui devrait être publié à la fin du S1 2023. Le rapport contiendra des objectifs cibles basés sur des KPI quantitatifs.



Plan de déploiement de la stratégie RSE



Graphique n°42 – Source : Société

Nous comprenons que les objectifs de Sidetrade sont doubles :

- Obtenir des données précises pour répondre aux questionnaires des investisseurs et des prospects et pour améliorer les scores Ecovadis et Gaïa.
- Anticiper la norme CSRD pour 2025 (KPI et reporting).

... et une gouvernance définie

Sidetrade s’est doté d’un comité RSE au niveau opérationnel. Il est notamment composé :

- Du CFO.
- De la responsable juridique.
- De la Chief Communications Officer.
- De la DRH.
- Du CIO.

3 risques ESG plus matériels : climat, talents et gouvernance

Par son activité, nous estimons que Sidetrade est exposé à deux risques ESG principaux : un risque climat, et un risque lié à l’attraction, la rétention et la diversité des talents. Par ailleurs, la gouvernance d’entreprise est un risque matériel pour toutes les sociétés, selon nous.



Risques ESG matériels pour Sidetrade

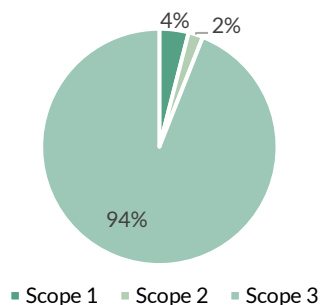
Climat & Energie	<ul style="list-style-type: none"> Le numérique représente 3 à 4% des émissions de gaz à effet de serre (GES) dans le monde et 2% de l’empreinte au niveau national (phase de production et phase d’utilisation comprises)². Les centres de données comptent pour 14% des émissions de GES du numérique en France. Dans certains scénarios (absence de réglementation) l’empreinte GES du numérique pourrait augmenter fortement (+60% d’ici à 2040 soit 6,7% de l’empreinte GES totale en France).³ Les centres de données consomment de l’énergie pour faire fonctionner les différents équipements informatiques et des systèmes de refroidissement : entre 2013 et 2017, la consommation énergétique du numérique a augmenté de 50%, et représente entre 6% et 10% de la consommation mondiale d’électricité⁴.
Talents & Diversité	<ul style="list-style-type: none"> Féminisation : le secteur du numérique au sens large souffre d’un manque d’attractivité pour les femmes dès l’enseignement supérieur en France : en 2019, les femmes représentaient moins de 20% des diplômés du numérique dans le supérieur et 25% des diplômés en ingénierie, production et construction⁵. Entre 2013 et 2017, le nombre de femmes françaises diplômées du numérique a chuté de 2%, alors qu’il progressait de 23% en Europe. Attraction et rétention des talents : l’indicateur de tension⁶ publié par la DARES pour les ingénieurs informatique est de 2,33 vs 0,49 pour l’ensemble des métiers de l’économie française⁷. Le turnover du secteur est de 18%, l’INSEE considérant qu’un taux supérieur à 15% est élevé.
Gouvernance	<ul style="list-style-type: none"> Structures de gouvernance : risques opérationnels, réputationnels et juridiques liés à la composition du conseil d’administration et du comité exécutif, politique de rémunération des dirigeants, respect des minoritaires, etc.

Tableau n°43 – Sources : ODDO BHF Securities, société

Climat & Energie : des fondations solides

Sidetrade a lancé le premier calcul de son empreinte carbone en septembre 2022. Nous valorisons particulièrement la prise en compte du scope 3 amont et aval dans le calcul ainsi que le périmètre de calcul global.

Empreinte carbone par scope



Graphique n°44 – Sources : ODDO BHF Securities, société

En France, principal pays de présence de Sidetrade, la phase de **production des terminaux concentre 70% de l’empreinte carbone du numérique**⁸.

Le poste principal de l’empreinte carbone de Sidetrade est donc logiquement concentré sur son scope 3 amont (achats de produits ou services) auprès des fournisseurs de matériel informatique.

² <http://www.senat.fr/rap/r19-555/r19-5551.pdf>

³ <https://www.arcep.fr/la-regulation/grands-dossiers-thematiques-transverses/empreinte-environnementale-du-numerique.html#:~:text=Selon%20le%20pr%C3%A9%20Drapport%20de,des%20%C3%A9missions%20de%20GES%20nationales>

⁴ <https://lejournal.cnrs.fr/articles/numerique-le-grand-gachis-energetique>

⁵ <http://www.global-contact.net/wordpress/wp-content/uploads/2019/11/CP-GenderScan-19-VF.pdf>

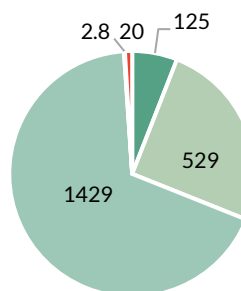
⁶ Cet indicateur prend en compte, pour chaque métier et dans chaque zone géographique, le niveau des difficultés de recrutement anticipées par les employeurs, les offres d’emploi rapportées au nombre de demandeurs d’emploi, et la facilité qu’ont les demandeurs d’emploi à sortir des listes de Pôle emploi. Une hausse de l’indicateur correspond à un accroissement des tensions.

⁷ https://numeum.fr/sites/default/files/Documents/NUMEUM_-_Chiffres_et_datas_2021_def.pdf

⁸ <https://www.arcep.fr/la-regulation/grands-dossiers-thematiques-transverses/empreinte-environnementale-du-numerique.html>



Empreinte carbone par catégorie (tCO₂)



■ Energy ■ Transportation ■ Suppliers ■ Waste ■ Use of products and services

Graphique n°45 – Sources : ODDO BHF Securities, société

Nous comprenons cependant que le calcul de l'empreinte carbone du poste des achats a partiellement été réalisé avec une approche monétaire (vs approche physique). Toutefois, les données d'émissions de l'hébergement ont été récupérées via des données physiques, et une large partie des émissions des immobilisations ont été calculées via des données physiques. Pour l'empreinte carbone 2023, la première ligne du poste des achats pourrait être réduite significativement.

Attraction et rétention des employés : des initiatives, peu de formalisation

Comme décrit dans notre étude TMT de décembre dernier, le risque Talents & Diversité est matériel pour tous les sous-secteurs TMT.

Sidetrade identifie d'ailleurs dans son rapport de gestion un risque lié à la « dépendance vis-à-vis des collaborateurs clés ». Nous nous concentrons ici sur les problématiques i/ d'attraction, ii/ de rétention, iii/ de féminisation des effectifs.

Sidetrade compte c. 300 employés, dont c. 33% en France. Le groupe met en avant différentes initiatives pour l'attraction et la rétention des employés :

- Programme de formation gratuit et ouvert aux externes (sur candidature) donnant accès à des emplois dans l'IA chez Sidetrade.
- Programme d'on-boarding des nouveaux arrivants.
- Bootcamps bi-mensuels regroupant talents récemment intégrés, et managers autour de la culture d'entreprise.
- Programmes de formation interne : e-learning accessible à tous les employés et programme dédié aux managers.

Nous notons également la présence d'un actionariat salarié significatif avec 5,4% du capital (hors PDG). Le plan concerne c. 50 employés.

Sur la féminisation, en France, Sidetrade compte 29% de femmes, ce qui se situe au niveau de la moyenne nationale pour les sociétés spécialisées dans le logiciel. L'Index de l'égalité femmes-hommes de Sidetrade en France pour l'année 2022 est de 89 / 100.

Sur les enjeux de talents, l'évaluation du positionnement de Sidetrade est difficile à évaluer avant la publication du premier rapport RSE. Les initiatives mises en avant par le groupe sont prometteuses, et la féminisation semble encourageante. Un suivi des KPI majeurs (turnover des employés, taux de formation, satisfaction des employés) ainsi que la formulation d'objectifs cohérents sur ces métriques seraient positifs à notre sens.



La gouvernance comme principal levier de progrès

La gouvernance d'entreprise est un risque matériel pour toutes les sociétés, selon nous. En l'espèce, nous considérons que la maîtrise de ce risque est le levier d'amélioration le plus fort pour Sidetrade.

Sidetrade ne se réfère à aucun code de gouvernance. Si l'adhésion à un code de gouvernement d'entreprise est facultative en France (article L225-37 du Code de Commerce), nous pensons que cette démarche pourrait permettre à Sidetrade de se rapprocher des meilleures pratiques. Quand les sociétés se réfèrent à un code, elles ont l'obligation d'expliquer pourquoi elles n'appliquent pas certaines recommandations. Il s'agit là de l'adaptation en droit français du principe anglo-saxon "comply or explain" (appliquer ou expliquer).

Nous pensons que le code de gouvernance Middledenext est particulièrement pertinent pour Sidetrade. La démarche de ce code considère qu'une « bonne explication aura ainsi une portée rigoureusement identique à celle du respect littéral de ce qui est suggéré par le Code, celui-ci ne faisant qu'émettre des propositions qui ne conviennent pas forcément à chaque entreprise. S'expliquer de manière circonstanciée et pertinente, c'est être conforme ». Se référer à ce code pourrait permettre à Sidetrade de disposer d'un cadre pour justifier ses choix de gouvernance (PDG, conseil d'administration non indépendant, etc) auprès des investisseurs.

Sur le sujet de l'indépendance du conseil, nous comprenons que la nomination d'administrateurs indépendants est rendue difficile par le choix de Sidetrade de ne verser aucun jeton de présence aux administrateurs.

Le dernier sujet de gouvernance est la rémunération du PDG. La communication de la structure de celle-ci serait positive du point de vue de la transparence.



ANNEXES

Structure managériale

Direction du groupe Sidetrade



• **Olivier Novasque : PDG - Président de conseil d'administration - fondateur de Sidetrade**
Diplômé de TBS, O. Novasque commence sa carrière en 1992 au sein du Groupe Bouygues. En 2000, il fonde Sidetrade, et demeure actuellement Président du CA, PDG de la société et actionnaire majoritaire.



• **Christelle Dhrif : Directrice de communication**
Après une expérience en salle des marchés et chargée de l'IPO de Sidetrade, elle est aujourd'hui en charge de toute la communication groupe.



• **Philippe Gangneux : Directeur financier**
Formé au sein de l'ISG (institut supérieur de Gestion), ESLSCA Business School Paris et Harvard Business School, P. Gangneux est Directeur Financier du groupe depuis 2014.



• **Frédéric Dupont-Aldiolan : Directeur des Services (PS + BPO)**
Diplômé de GEM (Grenoble école de management), avec une expérience chez SAP CONCUR pour des clients grands comptes (AREVA, ORANGE, TOTAL, CARREFOUR, ALSTOM).



• **Rob Harvey : Directeur produit**
Avant de rejoindre Sidetrade, R. Harvey a occupé des postes de direction chez Accenture, Verizon et Orange Business Services.



• **Mark Sheldon : CTO**
Diplômé de NTU (Nottingham Trent University), il est titulaire d'un First Class Degree en Computer Science. Il a co-fondé BrighTarget, société acquise par Sidetrade en 2016.



• **Natalie Silverman : Directrice Marketing**
Titulaire d'un MBA de Villanova University. 20 ans d'expérience en go-to-market, et génération de leads dans la transformation numérique des services financiers, de sociétés SaaS et dans les médias.



• **Emmanuel Thiriez (ex Amalto) : Chief Customer Officer**
Après avoir été le Directeur Général d'Amalto pendant de nombreuses années, E. Thiriez a rejoint les équipes de Sidetrade lors du rachat d'Amalto en 2021 et occupe désormais le poste de Chief Customer Officer.



• **Jennifer BOS : Chief People Officer**
J. BOS est diplômée de l'Esam et de l'IGS et possède plus de 18 ans d'expérience en RH dans la Tech.

Tableau n°46 – Sources : ODDO BHF Securities, société

Structure commerciale

Global go-to-market

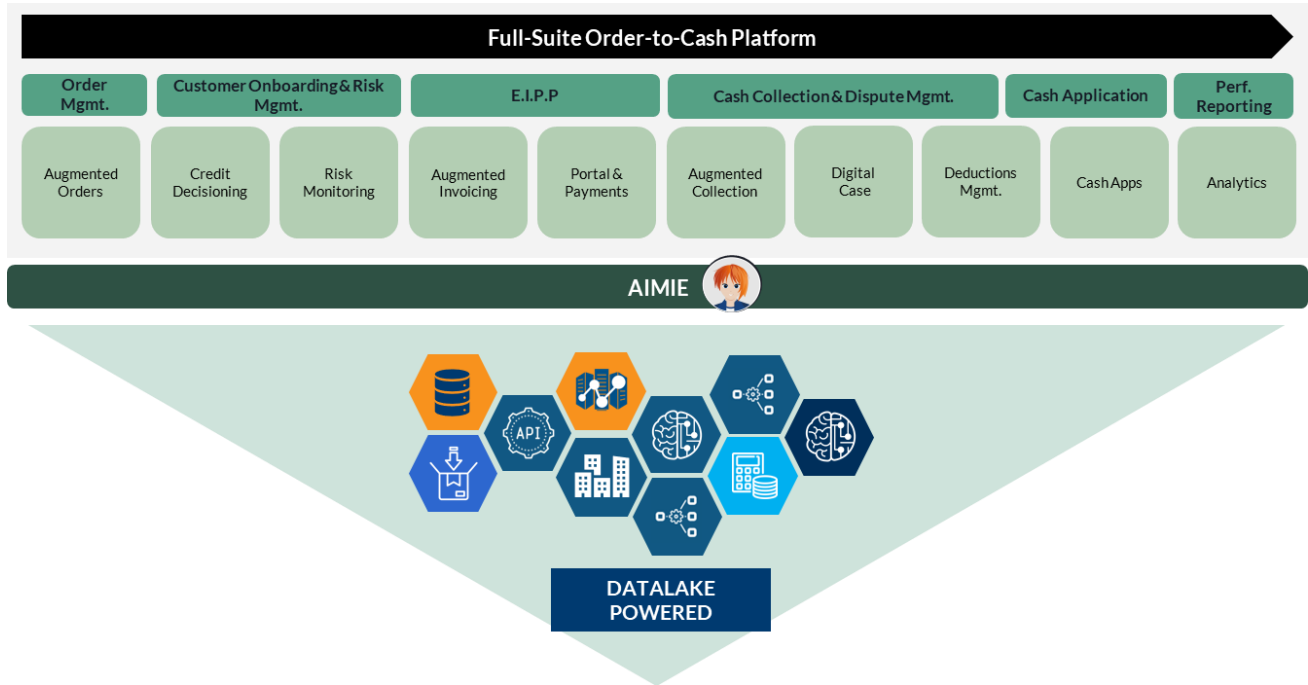


Graphique n°47 – Source : Société



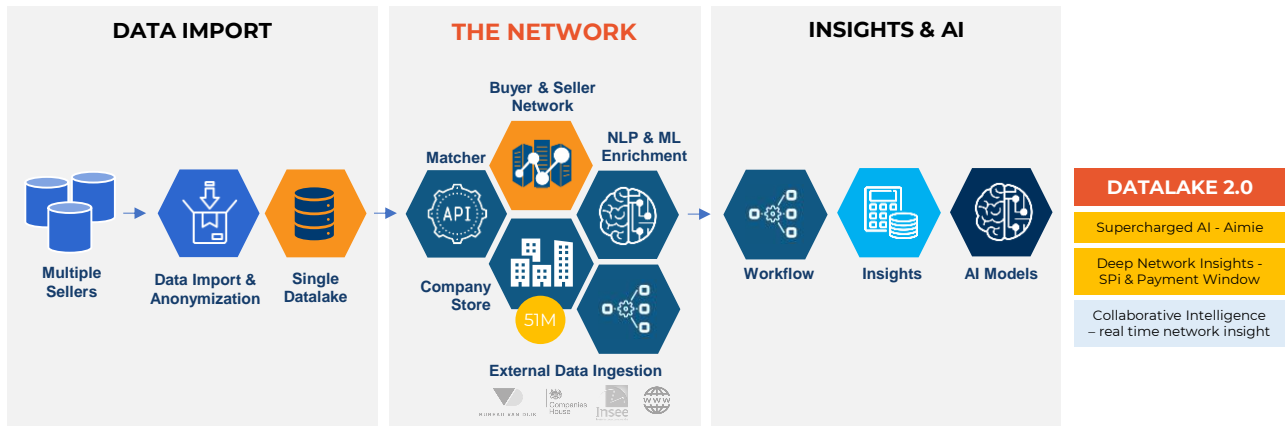
Panorama de la suite Order-to-Cash de Sidetrade

Schéma synthétique de la suite Order-to-Cash de Sidetrade



Graphique n°48 – Source : Société

Présentation de l'architecture IA de Sidetrade



Graphique n°49 – Source : Société



ALBFR.PA | ALBFR FP Logiciels | France

Surperformance

Cours actuel 136.00 €

Upside 38.24%

OC 188 €

DONNEES PAR ACTION (€)	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22e	12/23e	12/24e	12/25e
BPA corrigé	1.56	1.49	2.33	3.30	2.43	2.45	3.15	4.22
BPA publié	1.58	1.52	2.40	3.40	2.51	2.53	3.25	4.36
Croissance du BPA corrigé	12.7%	-4.7%	56.4%	41.4%	-26.3%	0.9%	28.2%	34.3%
BPA consensus								
Dividende par action	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
FCF to equity par action	-0.09	2.16	4.68	4.29	3.56	3.99	4.92	6.30
Book value par action	10.74	10.58	15.00	16.41	19.36	21.87	25.11	29.47
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	1.40	1.42	1.43	1.44	1.44	1.44	1.44	1.44
Nombre d'actions moyen dilué (M)	1.41	1.43	1.46	1.47	1.48	1.48	1.48	1.48
VALORISATION (M€)	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22e	12/23e	12/24e	12/25e
Cours le plus haut (€)	71.8	73.4	121	187	172	167		
Cours le plus bas (€)	48.6	50.2	54.0	111	119	132		
(*) Cours de référence (€)	62.7	62.6	79.9	156	137	136	136	136
Capitalisation	88.0	88.6	114	224	197	195	195	195
Endettement net retraité	-5.1	-4.4	-14.0	-4.9	-9.7	-15.1	-21.8	-30.3
Intérêts minoritaires réévalués	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Immobilisations financières réévaluées	0.8	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	0.0	0.0
Provisions (y compris réserve)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
VE	82.1	82.7	98.4	218	186	179	174	165
P/E (x)	40.1	41.9	34.2	47.4	56.3	55.4	43.2	32.2
P/CF (x)	34.2	22.8	28.4	41.6	32.5	30.5	25.2	20.1
Rendement	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
FCF yield	ns	3.4%	5.9%	2.7%	2.9%	2.9%	3.6%	4.6%
PBV incl. GW (x)	5.84	5.91	5.33	9.52	7.08	6.22	5.42	4.61
PBV excl. GW (x)	5.84	5.91	5.33	9.52	7.08	6.22	5.42	4.61
VE/CA (x)	3.41	3.22	3.37	6.70	5.04	4.14	3.48	2.88
VE/EBITDA (x)	125	746	45.2	66.7	79.9	81.4	56.0	36.8
VE/EBIT courant (x)	34.5	36.2	27.7	43.6	50.1	45.7	33.5	23.8
<i>(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n</i>								
COMPTE DE RESULTAT (M€)	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22e	12/23e	12/24e	12/25e
CA	24.1	25.7	29.2	32.6	36.8	43.2	49.9	57
EBITDA ajusté	0.7	0.1	2.2	3.3	2.3	2.2	3.1	4.5
Dotations aux amortissements	1.7	2.2	1.4	1.7	1.4	1.7	2.1	2.5
EBIT courant	2.4	2.3	3.6	5.0	3.7	3.9	5.2	6.9
EBIT publié	2.2	2.2	3.6	5.0	3.7	3.9	5.2	6.9
Résultat financier	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
Impôt sur les sociétés	0.0	0.0	0.0	-0.3	-0.4	-0.6	-0.8	-1.0
Mise en équivalence	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Activités cédées ou en cours	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intérêts minoritaires	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
RNpg publié	2.2	2.1	3.4	4.7	3.4	3.4	4.4	5.9
RNCpg ajusté	2.2	2.1	3.4	4.7	3.4	3.4	4.4	5.9
BILAN (M€)	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22e	12/23e	12/24e	12/25e
Survaleurs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Autres actifs incorporels	9.3	7.8	9.1	20.7	20.1	19.5	18.8	18.2
Immobilisations corporelles	0.7	0.6	1.1	1.2	2.7	4.1	5.7	7.2
BFR	1.1	-2.9	-3.0	-4.8	-5.5	-6.4	-7.4	-8.5
Immobilisations financières	0.7	6.7	0.8	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Capitaux propres pg	15.0	14.9	21.3	22.8	26.2	29.6	34.0	39.9
Capitaux propres minoritaires	1.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capitaux propres	16.0	15.9	21.3	22.8	26.2	29.6	34.0	39.9
Provisions	0.9	0.6	0.8	0.7	2.3	4.2	6.4	8.9
Endettement net	-5.1	-4.4	-14.0	-4.9	-9.7	-15.1	-21.8	-30.3
TABLEAU DE FLUX (M€)	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22e	12/23e	12/24e	12/25e
EBITDA	0.7	0.1	2.2	3.3	2.3	2.2	3.1	4.5
Var. BFR	-1.7	0.0	3.7	2.2	0.6	1.0	1.0	1.1
Frais financiers & taxes	0.0	0.0	-0.2	-0.3	-0.3	-0.5	-0.8	-1.0
Autres flux opérationnels	2.0	3.8	2.0	2.2	3.7	4.3	5.0	5.7
Operating Cash flow	0.9	3.9	7.7	7.4	6.3	7.0	8.3	10.3
Capex	-1.0	-0.8	-1.0	-1.4	-1.5	-1.6	-1.7	-1.7
Free cash-flow	-0.1	3.0	6.6	6.0	4.8	5.4	6.7	8.5
Acquisitions / Cessions	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividendes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Var. Capitaux propres	0.8	0.0	2.6	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Autres	0.0	0.0	0.0	-3.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Var. trésorerie nette	-0.5	-0.7	9.7	-9.2	4.8	5.4	6.7	8.5
CROISSANCE MARGES RENTABILITE	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22e	12/23e	12/24e	12/25e
Croissance du CA publiée	11.3%	6.8%	13.5%	11.7%	13.0%	17.4%	15.6%	14.7%
Croissance du CA organique	11.3%	6.8%	13.5%	11.7%	13.0%	17.4%	15.6%	14.7%
Croissance de l'EBIT courant	14.6%	-3.9%	55.2%	40.8%	-25.9%	5.7%	32.3%	34.2%
Croissance du BPA corrigé	12.7%	-4.7%	56.4%	41.4%	-26.3%	0.9%	28.2%	34.3%
Marge nette ajustée	9.2%	8.3%	11.7%	14.5%	9.2%	7.9%	8.8%	10.3%
Marge d'EBITDA	2.7%	0.4%	7.5%	10.0%	6.3%	5.1%	6.2%	7.8%
Marge d'EBIT courant	9.9%	8.9%	12.2%	15.3%	10.1%	9.1%	10.4%	12.1%
Capex / CA	-4.1%	-3.2%	-4.0%	-4.4%	-4.1%	-3.7%	-3.3%	-3.0%
BFR / CA	4.6%	-11.3%	-10.2%	-14.9%	-14.9%	-14.9%	-14.9%	-14.9%
Taux d'IS apparent	-1.7%	1.3%	1.3%	6.3%	10.0%	15.0%	15.0%	15.0%
Taux d'IS normatif	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x)	2.6	3.1	4.6	2.7	2.1	2.5	2.9	3.4
ROCE post-tax (taux d'IS normatif)	21.7%	23.3%	47.1%	34.8%	18.3%	19.3%	25.7%	34.7%
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	21.7%	23.3%	47.1%	34.8%	18.3%	19.3%	25.7%	34.7%
ROE	16.3%	14.3%	18.8%	21.4%	13.9%	12.3%	13.8%	16.0%
RATIOS D'ENDETTEMENT	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22e	12/23e	12/24e	12/25e
Gearing	-32%	-27%	-66%	-21%	-37%	-51%	-64%	-76%
Dette nette / Capitalisation (x)	-0.06	-0.05	-0.12	-0.02	-0.05	-0.08	-0.11	-0.16
Dette nette / EBITDA (x)	-7.73	-39.27	-6.45	-1.49	-4.17	-6.88	-7.01	-6.75
EBITDA / frais financiers nets (x)	14.2	3.4	14.1	-66.3	-31.5	-17.5	ns	ns

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



• **Méthode de valorisation**

Nos objectifs de cours sont établis à 12 mois et leurs fixations reposent principalement sur trois méthodes de valorisation. Tout d'abord l'actualisation des cash-flows disponibles utilisant les paramètres d'actualisation fixés par le groupe et affichés le site Internet de ODDO BHF. Ensuite la méthode dite des sommes des parties reposant sur l'agrégat financier le plus pertinent en fonction du secteur d'activité. Enfin, nous utilisons également la méthode dite des comparables qui permet d'évaluer la société analysée par rapport à des entreprises similaires, soit car elles opèrent sur des segments d'activité identiques (et sont donc concurrentes) soit car elles bénéficient de dynamiques financières comparables. Il peut arriver de mixer ses méthodes dans des cas particuliers afin de refléter au mieux les spécificités de chaque entreprise couverte et ainsi pouvoir en affiner l'appréciation.

• **Sensibilité du résultat de l'analyse/classification des risques :**

Les avis exprimés dans ce document sont des avis basés sur une date particulière - la date indiquée en première page du présent document. La recommandation peut changer selon des événements inattendus susceptibles, par exemple d'avoir un impact tant sur la société étudiée dans le présent document que sur l'ensemble du secteur.

• **Nos recommandations boursières**

Nos recommandations boursières reflètent la performance RELATIVE attendue sur chaque valeur à un horizon de 12 mois.

Surperformance : performance attendue supérieure à celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).

Neutre : performance attendue voisine de celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).

Sous-performance : performance attendue inférieure à celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).

• **Les cours des instruments financiers utilisés et mentionnés dans le présent document sont des cours de clôture.**

• **L'ensemble des publications L'ensemble des publications des sociétés suivies et mentionnées dans le présent document est disponible sur le site d**

Historique des changements des recommandations et des objectifs de cours sur les 12 derniers mois

Date	Recomm.	Objectif (EUR)	Cours (EUR)	Analyste
Conformément à l'Article 20 du Règlement européen n° 596/2014 (Market Abuse Regulation) une liste de toutes les recommandations sur tout instrument financier ou tout émetteur qui ont été diffusées au cours des douze derniers mois est disponible en cliquant sur le lien su en cliquant s .				

Répartition des recommandations

		Surperformance	Neutre	Sous-performance
Ensemble de la couverture	(679)	53%	36%	11%
Contrats de liquidité	(83)	49%	43%	7%
Contrats de recherche	(59)	61%	29%	10%
Service de banque d'investissement	(34)	59%	38%	3%

Risque de conflits d'intérêts :

Services de banque d'investissement et/ou Distribution

ODDO BHF SCA ou l'une de ses sociétés affiliées est-il intervenu, au cours des douze derniers mois, en qualité de chef de file ou de chef de file associé d'une offre publique portant sur des instruments financiers de l'émetteur et rendue publique ? Non

ODDO BHF SCA ou l'une de ses sociétés affiliées a-t-il reçu un paiement de la part de l'émetteur concernant la prestation de services d'investissement réalisée au cours des 12 derniers mois ou s'attend à recevoir ou à rechercher une rémunération de la part de l'émetteur pour des prestations de services d'investissement réalisées au cours des 12 derniers mois ? Non

Contrat de recherche entre le groupe ODDO et l'émetteur

ODDO BHF SCA ou sa filiale ABN AMRO – ODDO BHF B.V. et l'émetteur ont-ils convenus de la fourniture par le premier au second d'un service de production et de diffusion de la recommandation d'investissement sur ledit émetteur ? Oui

Contrat de liquidité et market-making

A la date de la diffusion de ce rapport, ODDO BHF SCA ou l'une de ses sociétés affiliées agit-il en tant que teneur de marché ou a-t-il conclu un contrat de liquidité en ce qui concerne les instruments financiers de l'émetteur ? Oui

Prise de participation

ODDO BHF SCA ou sa filiale ABN AMRO – ODDO BHF B.V. détient-il 1% ou plus de la totalité du capital émis de l'émetteur ? Non

Une ou plusieurs sociétés affiliées de ODDO BHF SCA, autres que ABN AMRO – ODDO BHF B.V, peuvent, à certaines occasions, détenir 1% ou plus de la totalité du capital émis de l'émetteur.

ODDO BHF SCA ou sa filiale ABN AMRO – ODDO BHF B.V., détient-il une position longue ou courte nette de plus de 0,5% de la totalité du capital émis de l'émetteur ? Non

L'émetteur détient-il plus de 5% de la totalité du capital émis de ODDO BHF SCA ou de sa filiale ABN AMRO – ODDO BHF B.V ? Non

Disclosure lié à la publication

Cette analyse financière a été transmise à l'émetteur pour relecture, sans objectif de cours ni recommandation, avant sa diffusion, afin de vérifier l'exactitude de données factuelles contenues dans l'analyse ? Oui

Les conclusions de cette analyse financière ont été modifiées suite à sa relecture, avant diffusion, par l'émetteur? Non

Autres conflits d'intérêts

ODDO BHF SCA ou l'une de ses sociétés affiliées est-il au courant de conflits d'intérêts supplémentaires ? Non

Conflits d'intérêts personnels



Les personnes en charge de la rédaction de l'analyse financière ont-elles acheté des instruments financiers de l'émetteur concerné par la présente analyse financière? Non

Les personnes en charge de la rédaction du présent document ont-elles perçues une rémunération directement liée à des opérations de service d'entreprise d'investissement ou à un autre type d'opération qu'elles réalisent ou aux frais de négociation qu'elles ou toute personne morale faisant partie du même groupe reçoit? Non

Toutes les déclarations relatives aux conflits d'intérêts de toutionnées dans le présent document peuvent être consultées sur le site de la recherche de ODDO BHF : www.securities.oddo-bhf.com .

**Disclaimer:****Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :**

La présente étude a été réalisée par le département Corporates & Markets de ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO. Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. La recommandation contenue dans ce document est revue et mise à jour au moins trimestriellement à chaque publication par l'émetteur de son rapport trimestriel.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions exprimées dans cette étude reflètent exactement les points de vue personnels de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs concernés et aucune partie de la rémunération de ce dernier n'a été, n'est, ni ne sera directement ou indirectement liée aux opinions spécifiques contenues dans la présente étude. Cette étude ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport de recherche s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Il peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO. Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. La recommandation contenue dans ce document est revue et mise à jour au moins trimestriellement à chaque publication par l'émetteur de son rapport trimestriel.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Les opinions exprimées dans cette étude reflètent exactement les points de vue personnels de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs concernés et aucune partie de la rémunération de ce dernier n'a été, n'est, ni ne sera directement ou indirectement liée aux opinions spécifiques contenues dans la présente étude. Cette étude ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport de recherche s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Il peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel

Informations à communiquer conformément aux exigences de la FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), Règle 15a-6 :

Conformément à la Règle 15a-6 (a)(3), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec une entité américaine sur les titres décrits dans cette recherche réalisée hors des Etats-Unis, sont effectuées par l'intermédiaire d'ONY. En tant que membre de la FINRA, ONY a revu ce document afin de pouvoir le distribuer aux investisseurs américains, conformément aux dispositions du 2241(h) du règlement de la FINRA applicable à la diffusion de l'analyse financière produites par ODDO.

- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets ne détiennent effectivement 1 % ou plus de toute catégorie d'actions ordinaires de la société concernée ;
- A la date de publication de la présente étude, l'analyste d' ODDO BHF Corporates & Markets n'a pas été informé ni n'a eu connaissance de même qu'il n'a aucune raison d'avoir connaissance d'un quelconque conflit d'intérêts réel et significatif le concernant ou concernant ODDO, ODDO BHF Corporates & Markets, ou ONY à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- ODDO BHF Corporates & Markets, ou ODDO peuvent, dans les trois prochains mois, percevoir ou réclamer une rémunération au titre de services de banque d'investissement auprès de la société objet de la présente étude, étant entendu qu'ONY ne sera pas partie prenante à de tels accords ;
- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets, n'ont perçu une rémunération de la part de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois au titre de la fourniture de services de banque d'investissement à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets, n'ont été le chef de file ni le co-chef de file d'une émission de titres par offre publique pour le compte de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- ONY n'est pas teneur de marché (ni ne l'a jamais été) et, en conséquence, n'était pas teneur de marché pour les titres de la société objet de l'étude à la date de publication de cette dernière.

Réglementation AC (Regulation AC) :

ONY est dispensé des obligations de certification au titre de la réglementation AC (Regulation AC) pour la distribution par ses soins à un ressortissant américain aux Etats-Unis de la présente étude préparée par un analyste d' ODDO BHF Corporates & Markets car ODDO n'a pas de dirigeants ni de personnes exerçant des fonctions similaires ni des salariés en commun avec ONY et ONY conserve et applique des politiques et procédures raisonnablement destinées à l'empêcher, de même que toute personne exerçant le contrôle, tous dirigeants ou personnes exerçant des fonctions similaires, ainsi que des salariés d'ONY, d'influencer les activités de l'analyste d'une société tierce ainsi que le contenu des études préparées par un tel analyste tiers.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA; Louis paul ROGER, Président (louis-paul.roger@oddo-bhf.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 646-286-2137.