



# Présentation

# Sommaire

- 1) Introduction
- 2) Informations générales
- 3) Détails des activités
- 4) Modèle économique
- 5) Santé financière
- 6) Rentabilité
- 7) Génération de cash
- 8) Valorisation
  - a. DCF
  - b. Multiples
  - c. Consensus
- 9) Risques
- 10) Conclusion



# 1) Introduction

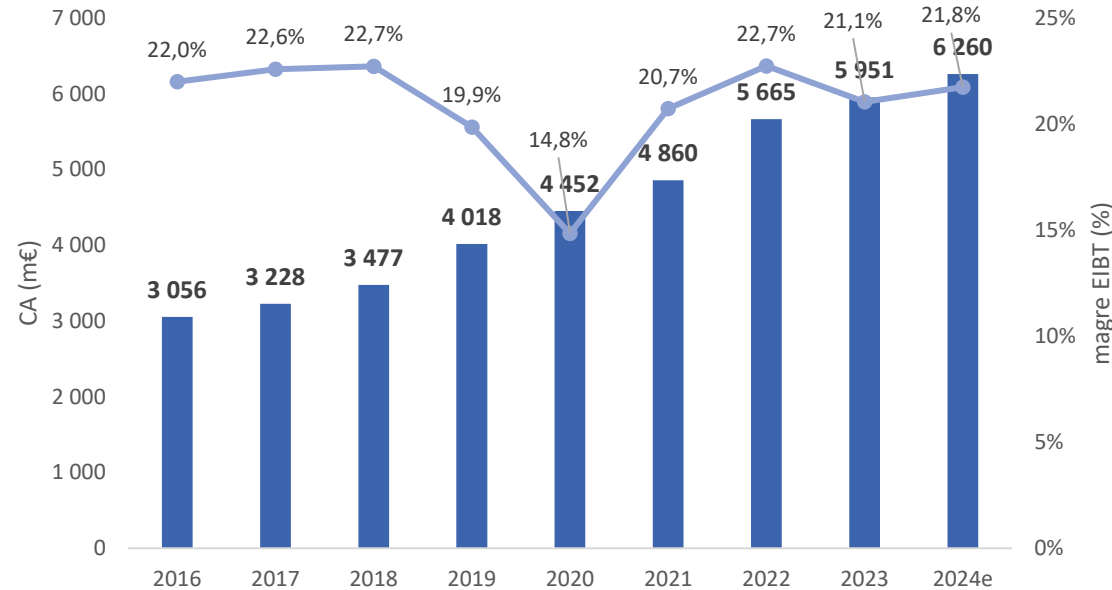


- Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2024, DSY perd 19,5% :
  - T4 2023 (31/01/2024): croissance plus faible que prévue, CA 2% en dessous du consensus, EPS -3%. FY2024 guidance en dessous du consensus (CA -2%, marge EBIT non IFRS 32,5% vs 33,1%, EBIT -3%, EPS -2%) => DSY -12,94%
  - T1 2024 (24/04/2024): croissance CA -1% consensus, operating profit en ligne, EPS +3%. Guidance FY 2024 réitérée.
  - Profit Warning (08/07/2024): croissance CA + faible que prévue (retard de transactions)
  - T2 2024 (25/02/2024): Résultats mitigés.
  
- Cette baisse de prix est-elle justifiée ou est-elle exagérée et permet un point d'entrée / de renfort?

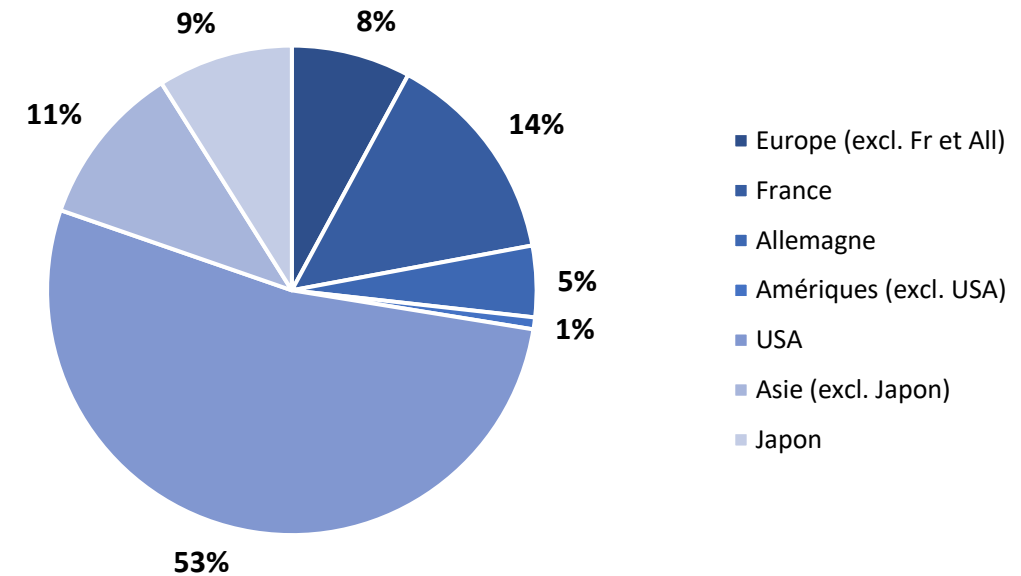
## 2) Informations générales



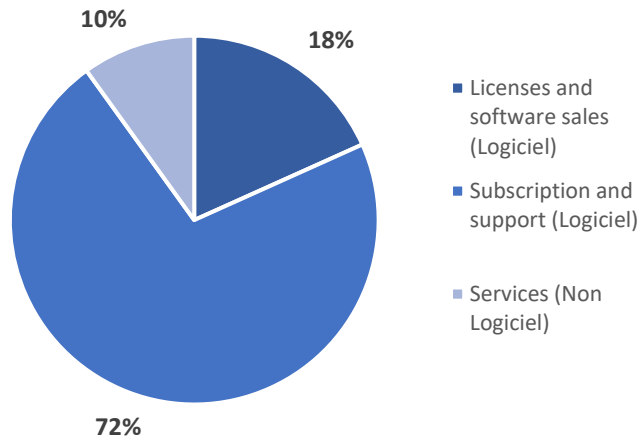
Evolution CA et marge EBIT



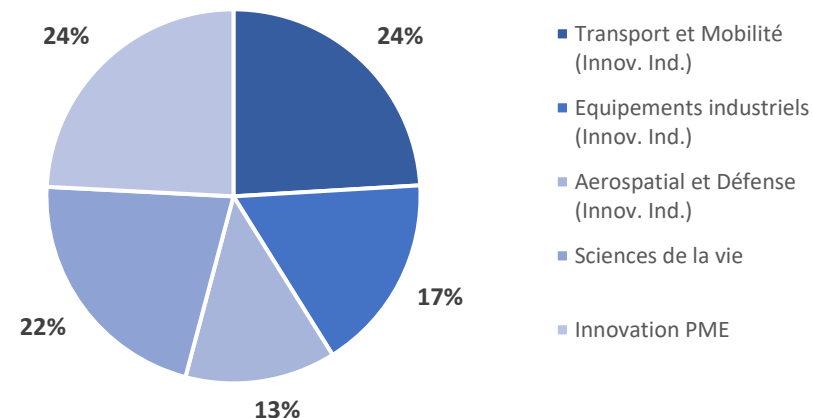
Répartition géographique CA 2023



Répartition CA par activité en 2023



Répartition CA par secteur en 2023



- Capitalisation boursière 45,73 Md €
- Flottant 49%
- CA 2024e 6,26 Md €
- Croissance organique moyenne CA 9%
- Marge EBIT 2023 21,8%
- FCF 2023: 1,076 Md € (18% du CA)
- FCF CAGR 2016-2023: 12,8%

## 2) Informations générales - Actionnnariat

Actionnnariat	Capital %
Groupe Ind. Marcel Dassault	40,0%
Charles Edelstenne	6,0%
Bernard Charlès	2,6%
Pascal Daloz	0,2%
Autodétention	1,5%
Autocontrôle	0,2%
Free Float	49,5%

<b>Pascal Daloz</b> <sup>(1)</sup>	Directeur Général
<b>Florence Hu-Aubigny</b>	Directrice Générale Adjointe, Recherche & Développement
<b>Philippe Laufer</b>	Directeur Général Adjoint, Marques
<b>Elisa Prisner</b>	Directrice Générale Adjointe, Stratégie et Transformation
<b>Patrick Johnson</b>	Directeur Général Adjoint, Recherche & Sciences
<b>Florence Verzelen</b> <sup>(2)</sup>	Directrice Générale Adjointe, Industries, Marketing & Développement durable
<b>Rouven Bergmann</b>	Directeur Général Adjoint, Finances
<b>Laurence Barthès</b>	Directrice Générale Adjointe, Ressources Humaines et Systèmes d'information
<b>Olivier Ribet</b>	Directeur Général Adjoint, EMEA <sup>(3)</sup>
<b>Samson Khaou</b>	Directeur Général Adjoint, Asie-Pacifique
<b>Erik Swedberg</b>	Directeur Général Adjoint, Amériques
<b>Victoire de Margerie</b>	Directrice du Marketing corporate et de la Communication
<b>Grégory Abate</b>	Secrétaire général

- Actionnnariat familial à 40% (GIMD) + 8,8% administrateurs/dirigeants (Charles Edelstenne Fondateur et Président d'honneur CA, Bernard Charlès PDG et Pascal Daloz DG délégué)
- PDG Groupe: Bernard Charlès depuis 2023 (DG depuis 1995!)
  - ENS Paris-Saclay + Doctorat en ingénierie mécanique. Chez Dassault depuis 1982: R&D, Directeur Scientifique et R&D.

## 2) Informations générales - Gouvernance



	Âge	Sexe	Nationalité	Nombre d'actions	Nombre de mandats dans des sociétés cotées <sup>(1)</sup>	Indépendance	Date initiale de nomination	Échéance du mandat	Ancienneté au conseil
<b>ADMINISTRATEURS DIRIGEANTS</b>									
<b>MANDATAIRES SOCIAUX</b>									
Bernard Charlès	66	H	France	25 202 205	0		08/04/1993	2026	31 ans
Pascal Daloz	55	H	France	3 174 295	1		22/07/2020	2026	≤ 4 ans
<b>ADMINISTRATEURS</b>									
Charles Edelstenne	86	H	France	79 871 475	3		08/04/1993	2026	31 ans
Geneviève Berger	69	F	France	0	1	X	24/05/2023	2027	< 1 an
Xavier Cauchois	66	H	France	1 500	1	X	22/05/2018	2026	6 ans
Catherine Dassault	56	F	France	183 280	0		20/07/2016	2027	8 ans
Laurence Daures	50	F	France	1 505	0	X	26/05/2016	2024 <sup>(2)</sup>	8 ans
Odile Desforges	74	F	France	2 100	1	X	30/05/2013	2025	11 ans
Soumitra Dutta	60	H	Inde	500	0	X	23/05/2017	2025	7 ans
Marie-Hélène Habert-Dassault	58	F	France	2 830	3		23/07/2014	2024	10 ans
<b>ADMINISTRATEURS REPRÉSENTANT LES SALARIÉS</b>									
Hervé Andorre	58	H	France	53 800	0		18/05/2020	2024 <sup>(3)</sup>	≤ 4 ans
Tanneguy de Fromont de Bouaille	69	H	France	63 535	0		24/06/2016	2024 <sup>(3)</sup>	8 ans

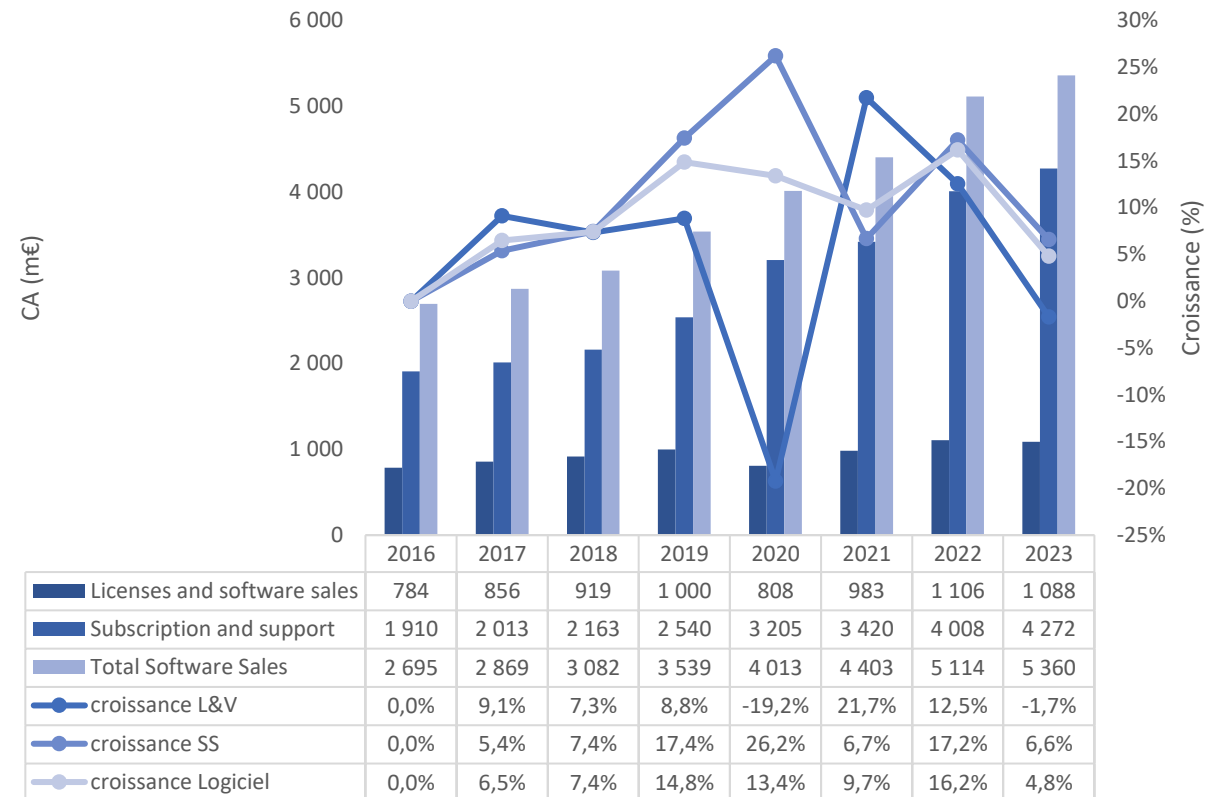
- 5 administrateurs indépendants sur 12
- ~11 ans d'ancienneté moyenne au conseil
- Président: Bernard Charlès
- Président d'honneur: Charles Edelstenne
  - Diplômé en expertise-comptable. Administrateurs de Thales et Carrefour.

# 3) Détails des activités - Logiciel



- 90% du CA
- L'activité logiciel se décompose en 2 sous activités: 1) les licences et la vente logiciels (18% CA) et 2) les abonnements et le support (72% CA)
- Pour 1) + 2):
  - Croissance moyenne 10,4% (CAGR 10,3%). Aucune baisse depuis 2016 et même une augmentation de 13,4% pendant le COVID (2020).
- Pour 1) Licences et ventes logiciels:
  - Croissance moyenne 5,5% (CAGR 4,8%). Baisse d'1,7% en 2023.
- Pour 2) Souscription et support:
  - Croissance moyenne 12,4% (CAGR 12,2%). Aucune baisse depuis 2016 (+26,2% en 2020).
- => **La majorité de la croissance de l'activité logiciel provient du CA récurrent: Souscription et support**
- Décomposition de la croissance Logiciel par secteur d'activité:
  - Innovation industrielle: moyenne 2021-2023 de 8,4%
  - Science de la vie: moyenne 2021-2023 de 14,1%
  - PME: moyenne 2021-2023 de 11,5%

Evolution agrégats activité Logiciel

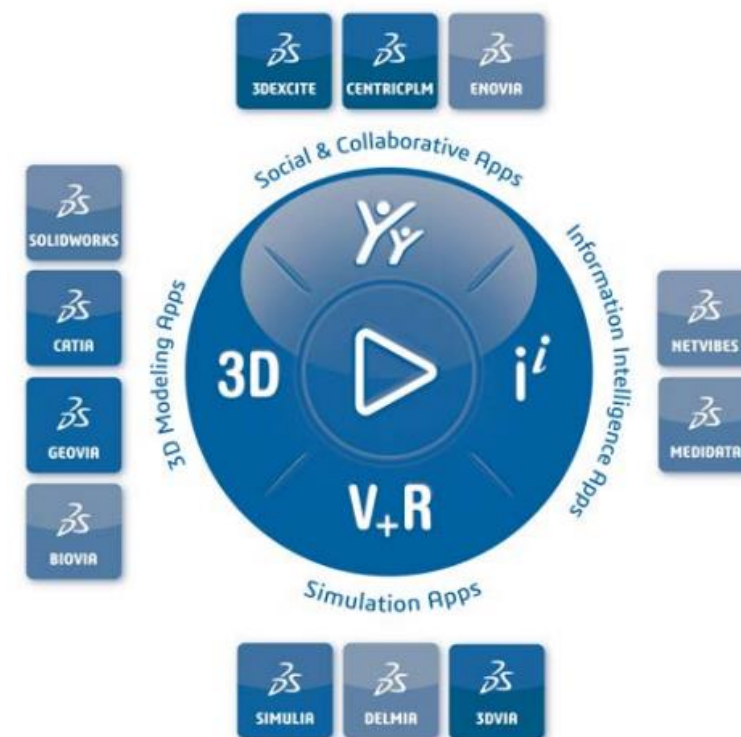


- Concurrents:
  - Industries Manufacturières: Siemens Digital Industries, Autodesk et PTC, Ansys, Altair Engineering, MSC Software (Hexagon), Oracle, SAP.
  - Sciences de la vie et de la santé: Schrödinger, Benchling, Labware, Thermo Fisher Scientific, Oracle, Veeva Systems, SAP, SAS, Tibco, Model N.
  - Autres: Adobe, Arras, Aveva Group (Schneider Electric), Bentley Systems, Epicor, Infor, Microsoft, Palantir, Salesforce.



### 3) Détails des activités - Logiciel

- Logiciels de modélisation 3D:
  - **SOLIDWORKS**: développement et modélisation de produits en 3D
  - **CATIA**: conception et modélisation (industries manufacturières, infrastructures et villes)
  - **GEOVIA**: modélisation de la planète (géo-scientifiques, urbanistes et ingénieurs)
  - **BIOVIA**: modélisation de la biosphères (Sciences de la vie et Santé, Produits de grande consommation et distribution, Énergie et Matériaux, Transport et Mobilité, Aérospatial et Défense, et Hautes Technologies)
- Logiciels de simulation 3D:
  - **SIMULIA**: simulation scientifique, multi-échelle et multi-physique
  - **DELMIA**: concevoir et tester la fabrication de produits dans le virtuel (domaine industriel)
  - **3DVIA**: : simulation et planification d'espace en 3D (particuliers, architectes d'intérieurs, entreprises de distribution d'ameublement)
- Logiciels de Social et collaboratif:
  - **3DEXCITE**: intégrer aux univers virtuels le savoir attaché au produit
  - **CENTRICPLM**: : gérer le cycle d'un produit: de la conception au lancement (marques, distributeurs et fabricants de biens de consommation: habillement, chaussure, luxe, activité de plein air, électronique grand public, cosmétique et bien-être, alimentaire et boisson)
  - **ENOVIA**: rationaliser la collaboration structurée et non-structurée dans l'entreprise?
- Logiciels d'intelligence informationnelle:
  - **NETVIBES**: apport d'informations sur un métier (clients, tendances industrielles et financières, concurrence) pour la prise de décision)
  - **MEDIDATA**: conception, la conduite, l'analyse et l'exploitation de la recherche clinique



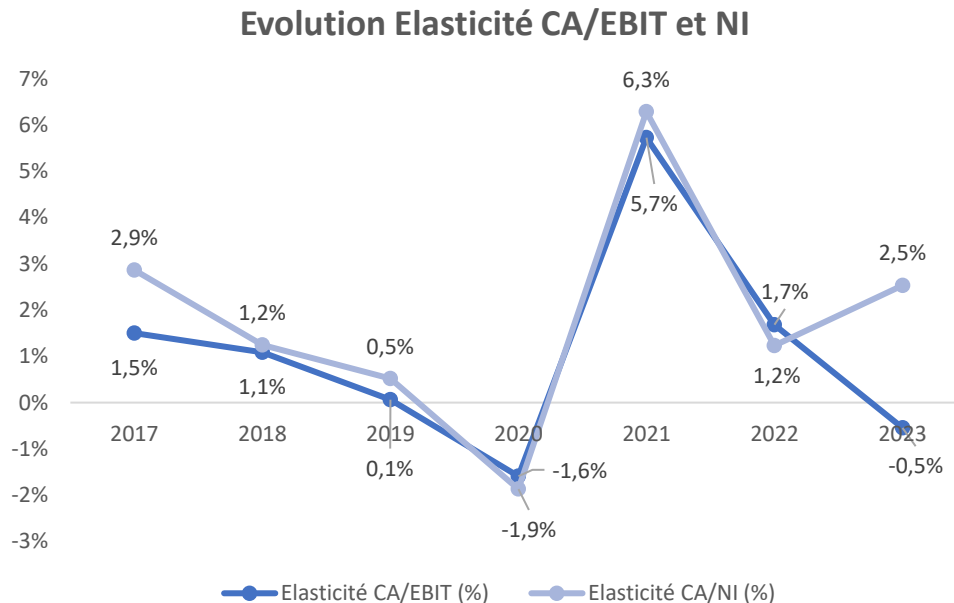
### 3) Détails des activités - Services

- 10% du CA, marge brute moyenne 2022-2023 14,96%, ce qui sous-entend une contribution à l'EBIT proche de 0. [Je] suppose que les services (conseil et formation) viennent en support des ventes et abonnements logiciels. Ils sont peut-être utilisés comme argument de vente.
- Services:
  - Croissance moyenne 7,8% (CAGR 7,3%). Deux baisses depuis 2016 -0,6% en 2017 et -8,2% en 2020.



# 4) Modèle économique

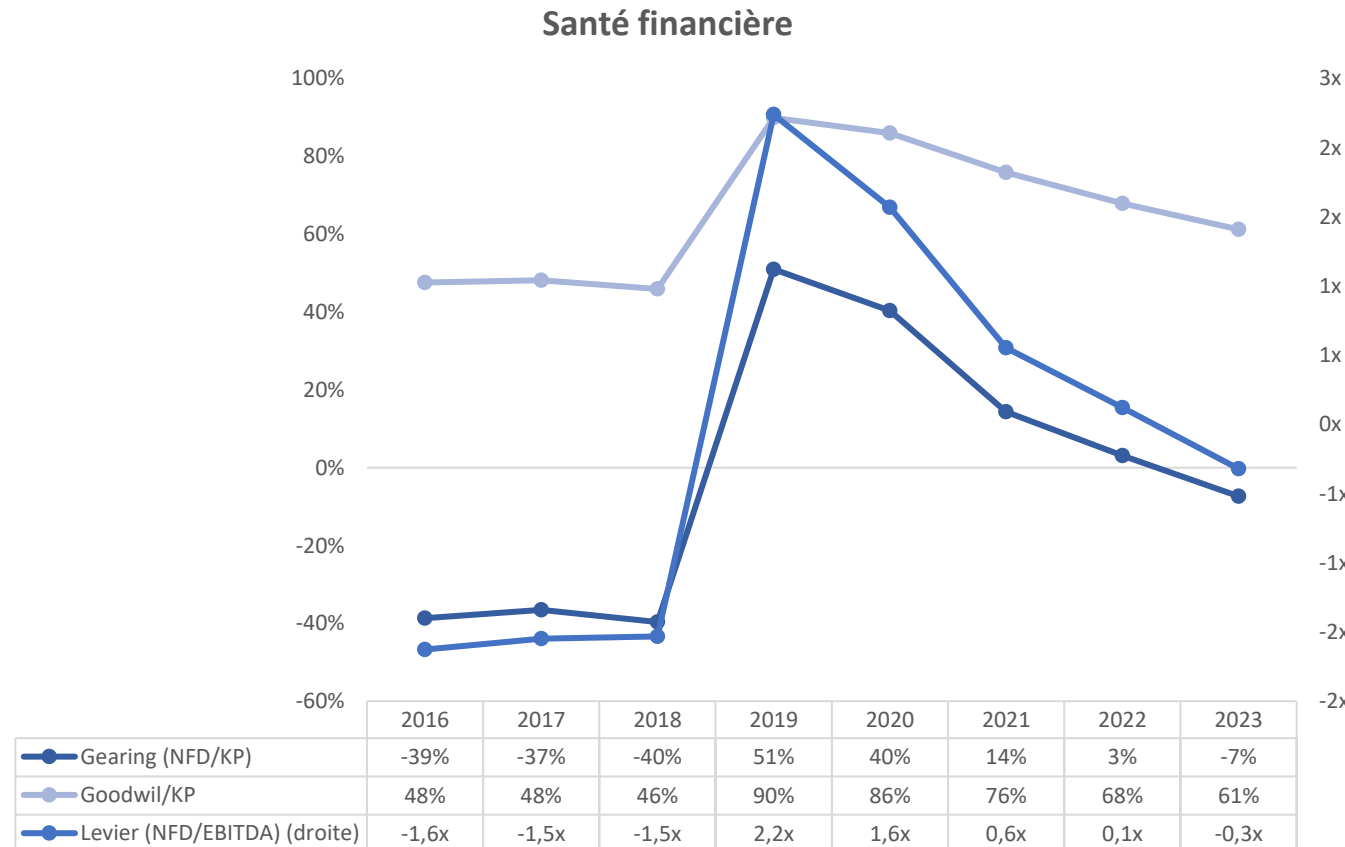
- Le modèle économique de DSY repose essentiellement sur la vente de logiciels (90% CA) et plus particulièrement (72% CA) sur les souscriptions et support.
- Disposant donc d'un revenu récurrent à hauteur de 72%, tout l'enjeu (et le marché l'a bien compris) de DSY réside dans sa capacité à vendre + de logiciels et/ou développer les logiciels existants pour/et augmenter le prix de ses abonnements. **La croissance est donc primordiale et regardée très attentivement.**
- Étant donné la nature de son modèle économique (beaucoup de savoir-faire, de cerveaux: R&D (+9000 pers.) et ingénieurs), DSY dispose d'une élasticité/d'un **levier opérationnel favorable** (cf. graphique ci-dessous): le coût marginal de la vente d'un logiciel est faible (une fois celui-ci crée). Par exemple, en 2022, pour une augmentation de 1% du CA, l'EBIT augmentait d'1,7% et le résultat net d'1,2%. On observe que l'élasticité CA/NI est régulièrement >1%, ce qui est moins souvent le cas pour l'EBIT car la variation des SG&A et de la R&D est souvent supérieure à celle du CA.



# 5) Santé financière



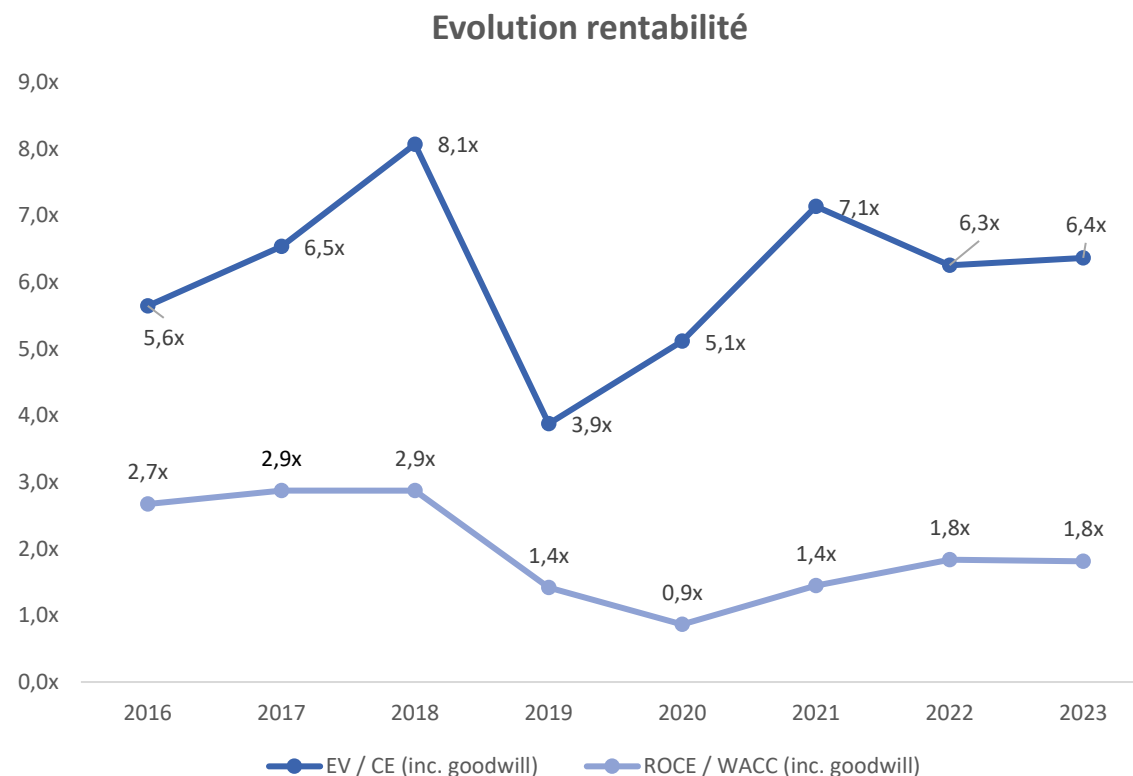
- Gearing et levier négatifs -> trésorerie nette -> possibilité de financer sa croissance.
- Goodwill/KP présente un pic à 90% en 2019 avec l'acquisition de MEDIDATA, redescendu à 61% depuis. Risque présent si impairment (et donc réduction des KP) mais les acquisitions peuvent accroître l'innovation et accélérer la R&D qui sont au cœur du modèle économique de DSY.



# 6) Rentabilité



- En 2019, baisse du ratio EV/CE à la suite de l'acquisition de MEDIDATA (augmentation des CE). Reprise progressive par la suite pour réatteindre les niveaux pré-acquisition.
- Même raison pour la baisse du ratio ROCE/WACC en 2019. Reprise plus difficile, niveau actuel encore en dessous de celui pré-acquisition. Toutefois, le ratio reste >1 indiquant une création de valeur.



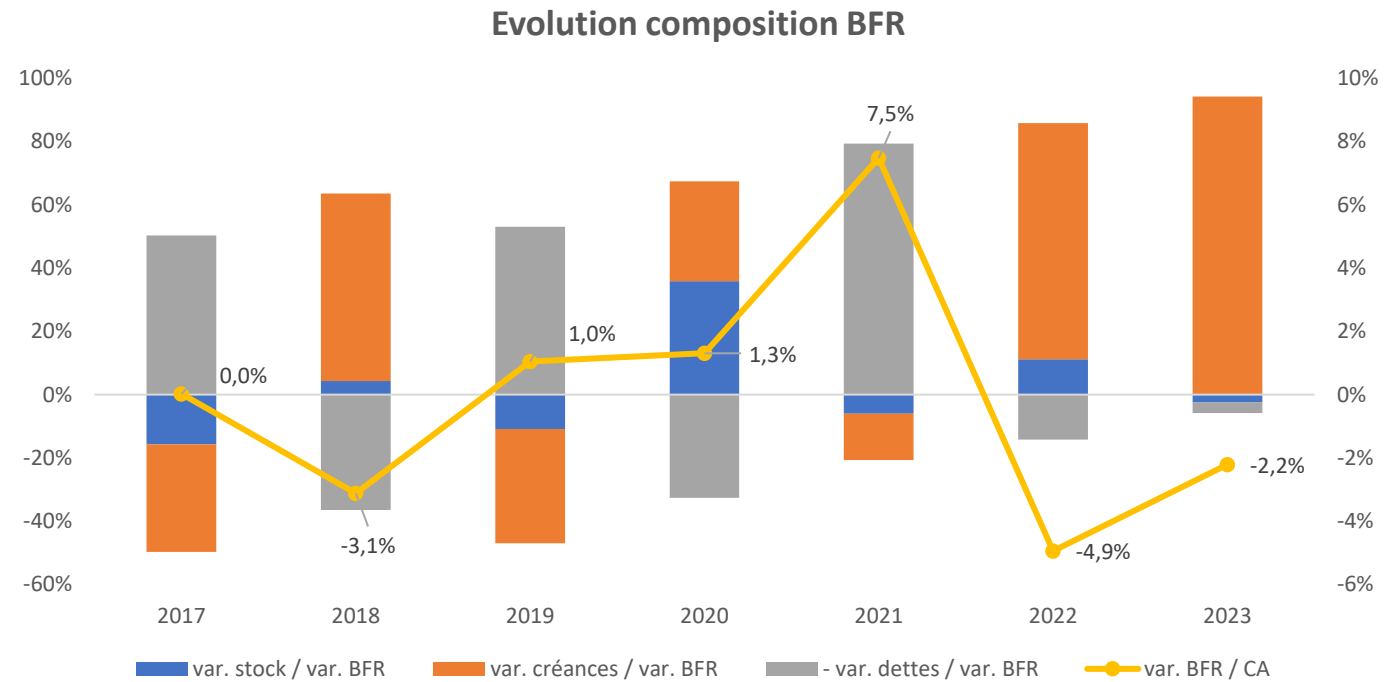
# 7) Génération de cash



	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
CF opérationnel	597	721	997	1 023	1 017	1 444	1 521	1 353
var. BFR	-76	1	-108	42	58	364	-280	-132
CapEx	-57	-85	-72	-98	-127	-104	-132	-145
FCFE	464	638	816	967	948	1 703	1 108	1 076
var. BFR/CF op.	-13%	0%	-11%	4%	6%	25%	-18%	-10%
CapEx/CF op.	-9%	-12%	-7%	-10%	-12%	-7%	-9%	-11%
FCFE/CF op.	78%	88%	82%	95%	93%	118%	73%	80%
FCFF/CA	15%	20%	24%	25%	22%	35%	20%	19%
FCFE/CB	3%	3%	3%	3%	2%	3%	2%	2%
P/FCFE	38,9x	33,1x	36,2x	36,0x	41,7x	33,5x	47,0x	47,5x

- CF opérationnel croît depuis 2016. La variation de BFR est faible, entre -4,9% et 1,3% du CA. Le FCFE suit donc la trajectoire du CF opérationnel et croît également.
- Taux de conversion (FCFE/CF op.) moyen à 88% et taux de transformation moyen du CA en FCFF à 22%.
- Le FCFE couvre le versement des dividendes, les rachats d'actions ainsi que les acquisitions (hors MEDIDATA, financement avec dette).
- En 2023, DSY se paie 47,5x ses FCFE.

## 7) Génération de cash – détail BFR



- Ce graphique illustre l'évolution de la composition des différents éléments de la variation de BFR dans la variation totale du BFR.
- On peut voir que la variation des créances clients et des dettes fournisseurs sont les plus importantes.
- En moyenne, la variation du BFR représente 0,1% du CA.

# 8) Valorisation - DCF



- Hypothèses du modèle:
  - Atteinte guidance basse pour 2024. Croissance du CA 9% en 2025 et 2026 puis décroissance de 1% par an pour atteindre 3%, son taux de croissance à l'infini.
  - Progression de la marge d'EBIT à 22,7% (haut historique) en 2028 puis 23,1% en 2033.
  - Taux d'impôts effectif à 26%
  - CapEx 2025 à 2,4% du CA (comme 2024)
  - D&A / CA à 9,3%
  - $g = 3\%$
  - WACC = 6,3%
- Juste Valeur (Fair Value) à 46,3€, soit 40% de potentiel de hausse
  - Borne basse à 34,5€ soit 4,5% de potentiel de hausse
  - Borne haute 75,2€ soit 127,8% de potentiel de hausse
  - Si croissance de 3% à partir de 2025 et pour l'infini, et une stagnation de la marge d'EBIT alors FV à 35,7€ (scénario conservateur)

## 8) Valorisation – Multiples

- Décote de respectivement 16%, 22%, 26%, 16, 28%, 20% et 28% pour l'EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/FCFF, EV/Sales P/E, P/B et P/FCFE par rapport à la moyenne 8 ans.
- Fair Value obtenue par multiple moyenne 8 ans de respectivement 40,4€, 43,4€, 45,5€, 40,4€, 48,7€, 44€ et 48,8€ soit un upside de 15%, 24%, 30%, 15%, 39% et 26%.
- Si DSY délivre des résultats en ligne/au-dessus de ses guidances et du consensus ou si le marché se rend compte de sa faible valorisation, alors on peut penser que le marché revalorisera DSY sur des multiples historiques plus hauts. DSY a besoin de rassurer le marché sur sa croissance.

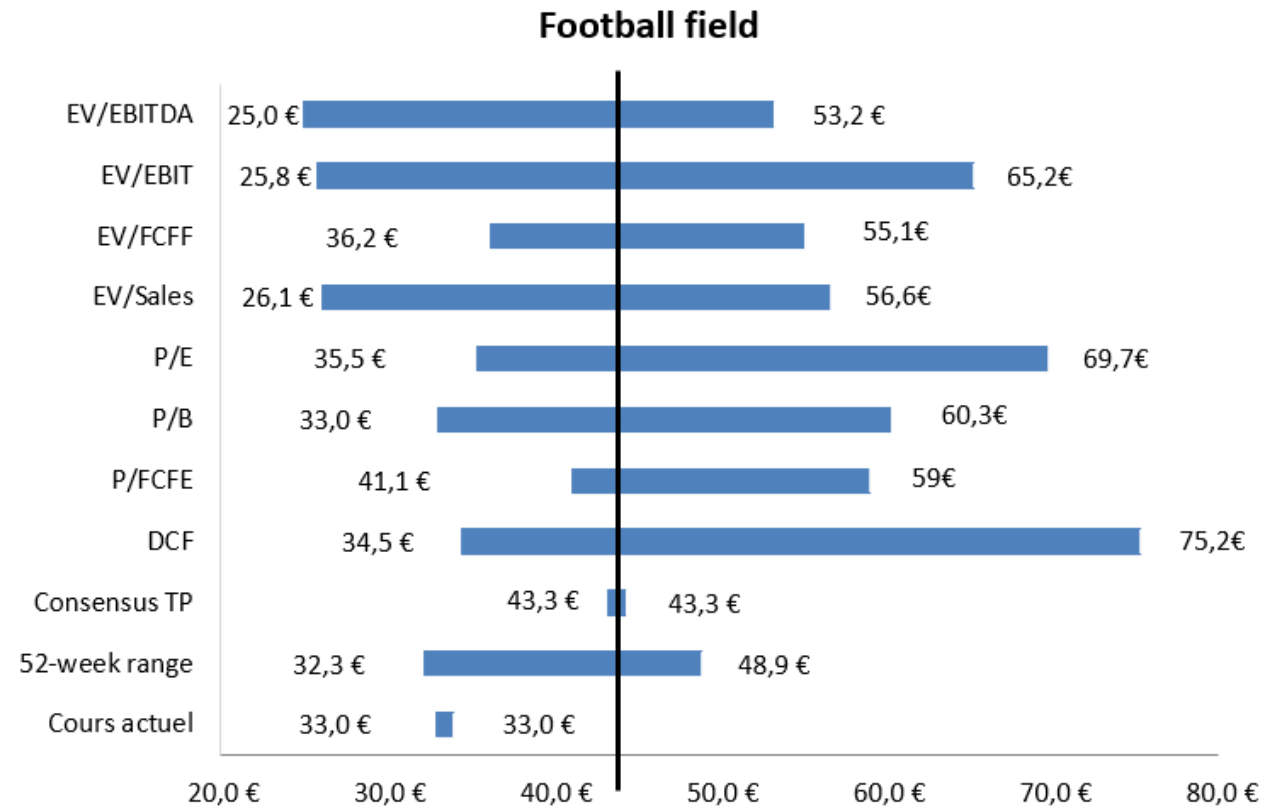
	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/FCFF	EV/Sales	P/E	P/B	P/FCFE
2024e	23,1	33,0	28,6	7,2	39,8	5,4	28,2
2024e vs moy. 5Y	-27%	-34%	-31%	-26%	-36%	-28%	-32%
2024e vs moy. 8Y	-16%	-22%	-26%	-16%	-28%	-20%	-28%
moyenne 5Y	31,4	50,1	41,6	9,7	62,5	7,5	41,1
moyenne 8Y	27,5	42,2	38,5	8,5	55,4	6,7	39,2



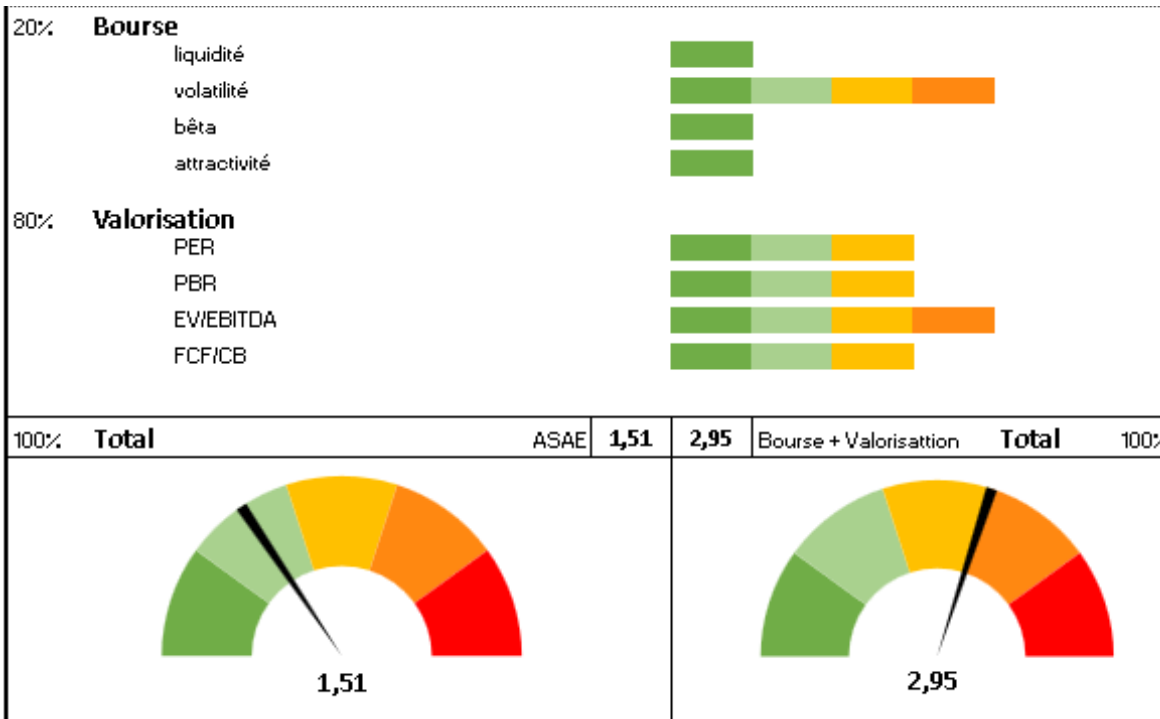
## 8) Valorisation – Consensus



- Les prix cibles des analystes sell-side: Oddo 44€, CIC 44€, Stifel 42€ (consensus de 43,3€). En upside: 33,3%, 33,3% et 27,3% (consensus: 31,2% upside).
- On peut croiser les méthodes de valorisation pour savoir s'il existe un intervalle commun:



## Risques



# 10) Conclusion



- DSY est une entreprise de qualité qui allie croissance (CA, FCF) et faibles risques opérationnels (mis à part les goodwill).
  - Croissance moyenne CA depuis 2016 >9%
  - Croissance 2016-2023 CAGR du FCF >12%
- Avec son modèle économique, DSY permet d'avoir une stabilité à 72% de son CA, ce qui réduit encore les risques et en fait une valeur défensive (bêta baissier 0,36).
- Elle dispose également d'un levier opérationnel positif (augmentation résultat net/EBIT > augmentation du CA, en moyenne).
- Sa baisse d'~20% depuis le début d'année me paraît exagérée à la vue de son niveau de valorisation actuel.
  - La valorisation par DCF établit un potentiel de hausse d'~40% (30% pour le consensus)
  - La borne basse du DCF ainsi que le scénario conservateur (croissance de 3 et non 9% du CA et stagnation de la marge d'EBIT) n'implique pas de potentiel de baisse
  - DSY est également en décote sur tous ses multiples
- Cependant, la baisse de DSY étant principalement due à une croissance du CA plus faible que prévue, et même si avec une croissance plus faible, DSY reste sous valorisé car ceci est déjà pris en compte dans son DCF, il semblerait que le marché ait besoin d'un retour de la croissance au moins en ligne avec ses guidances et/ou avec le consensus.
  - Je pense que cette croissance du CA plus faible que prévue est conjoncturelle car due à des décalages de transactions
- Je recommande BUY sur DSY.

**Fin**