

Dassault Systèmes L'éditeur change de dimension

Gouvernance

**Bernard Charlès****Directeur général**

Âgé de 51 ans, diplômé de l'École normale supérieure de Cachan, il débute sa carrière chez Dassault Systèmes en 1983. Cinq ans plus tard, il devient directeur de la recherche et développement. Depuis 1995, il est directeur général de la société. Son mandat arrive à échéance en 2011. Il est aussi administrateur de Business Objects (filiale de SAP). À fin 2008, il détenait 4,15 millions de stock-options.

Actionariat

GIMD (famille Dassault)	43,7%
Charles Edelstenne	6,5%

Des actionnaires historiques

Fondateur de la société en 1981, Charles Edelstenne (71 ans) a plusieurs casquettes : président du conseil d'administration de Dassault Systèmes, PDG de Dassault Aviation, administrateur de Thales et membre du conseil de surveillance de GIMD, le holding de la famille Dassault (7^e fortune de France selon *Challenges*). Charles Edelstenne et GIMD contrôlent 59% des droits de vote de Dassault Systèmes.

➤ Pour la première fois depuis 2003, l'activité va reculer cette année.

➤ Mais le champion du logiciel, très rentable, a repris l'offensive.

Son actualité. Depuis le rachat, fin 2007, de Business Objects par l'allemand SAP, Dassault Systèmes s'est imposé comme le champion incontesté du logiciel en France. Véritable *success story*, le groupe familial est quatre fois plus gros en termes de revenus que le numéro deux hexagonal Axway, filiale de Sopra. Tandis que sa capitalisation boursière est plus de sept fois supérieure à celle de Cegedim, qui n'est pas exclusivement un éditeur de logiciels. Numéro trois européen derrière SAP et le britannique Sage, Dassault Systèmes est aussi le seul acteur tricolore à s'être hissé parmi les géants du secteur, au treizième rang mondial.

Rattrapé par la crise

Ce leadership n'a pas empêché l'éditeur d'être touché de plein fouet par le grand refroidissement conjoncturel en marche depuis la rentrée 2008. Obnubilées par la réduction des coûts, les entreprises clientes ont multiplié les reports et annulations de signatures de contrats. Ce qui a entraîné une chute des ventes de nouvelles licences – aux marges élevées – qui a atteint 38% sur les neuf premiers mois de l'année. Avec

● Chiffres clés 2008

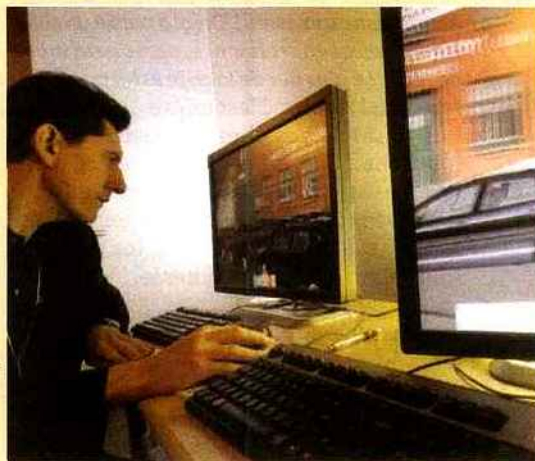
Chiffre d'affaires (variation/2007)	1,34 milliard d'€ (+5%)
Résultat opérationnel (variation/2007)	342 millions d'€ (+2%)
Marge opérationnelle	25,6%
Résultat net (variation/2007)	241 millions d'€ (+1%)
Marge nette	18%
Trésorerie nette	640 millions d'€
Effectifs	7 875 (dont 3 470 en R&D)

CHIFFRES EN NORMES COMPTABLES NON-GAAP.

■ IBM PLM : la plus grosse acquisition de Dassault Sys

403 millions d'euros

Dassault Systèmes va racheter à IBM le réseau qui commercialise ses solutions auprès d'un millier de grands comptes (Airbus, BMW, etc.), soit 700 personnes dans 32 pays. D'un montant de 403 millions d'euros, cette transaction est la plus importante acquisition jamais lancée par l'éditeur de logiciels. Elle devrait être bouclée au premier semestre 2010.



MOSCHETTI/REA

un recul prévu de 7 à 10% des facturations totales à change constant, l'exercice 2009 va marquer pour Dassault Systèmes la fin de plusieurs années ininterrompues de croissance de l'activité et de la rentabilité, une première depuis 2003. Malgré tout, le groupe va rester très profitable, avec 25% de marge opérationnelle. Surtout, grâce à un dollar faible, Dassault Systèmes a repris l'offensive, avec le rachat d'IBM PLM à l'américain IBM (lire l'encadré ci-dessus). L'opération devrait lui apporter 210 millions d'euros de chiffre d'affaires additionnel en année pleine et accroître son bénéfice net par action, dès l'an prochain. Et ainsi contribuer aux objectifs de son plan stratégique, qui visait à doubler les ventes et les profits entre 2005 et 2010. Ces ambitions semblent toutefois obsolètes en raison de la crise, mais

la direction ne les a pas officiellement abandonnées.

Sa stratégie. Un mot résume la politique mise en œuvre depuis plusieurs années par Dassault Systèmes : diversification. Une stratégie en quatre dimensions, car l'éditeur n'a cessé de lancer de nouveaux produits, destinés à de nouveaux types de clientèles, dans des secteurs d'activité et des pays encore inexploités. Ce qui lui a permis de gagner deux points de parts du marché mondial par an sur 2003-2008, et de distancer nettement son plus proche concurrent, avec 26% du marché des logiciels dits «PLM» (*Product Lifecycle Management*).

Acquisitions et croissance interne Longtemps monoproduit avec Catia, son logiciel historique de conception assistée par ordinateur, Dassault Systèmes a progressivement élargi sa gamme

de solutions, tant par ses propres forces que par acquisitions ciblées, pour devenir leader mondial des logiciels en trois dimensions (3D) de gestion du cycle de vie des produits dits «PLM». Après le rachat, il y a douze ans, de Solidworks, spécialisé dans la conception mécanique en 3D, le français a mis la main, en 2005, sur Abaqus, renommé Simulia et dédié à la simulation virtuelle. Un an plus tard, l'acquisition de Matrixone, rebaptisé Enovia, lui a permis d'entrer sur le marché de la gestion collaborative. En interne, ont été créés Delmia dans la production virtuelle et 3DVia dans l'expérimentation en ligne en 2007. Au fil des années, Dassault Systèmes s'est émancipé d'IBM, son partenaire originel, en réorganisant son système de vente en trois canaux : PME, indirect, grandes entreprises. Le rachat du réseau commercial et de support client en charge de la

Chiffre d'affaires	
Répartition par produit	
Logiciel Catia	39%
Mécanique 3D	21%
Services et autres	14%
Logiciel Enovia	13%
Autres logiciels PLM	13%
Par zone géographique	
Europe	46%
Amériques	31%
Asie-Pacifique	23%

SOURCE: DASSAULT SYSTEMES

plupart de ces dernières constitue la dernière pierre à l'édifice.

Cap sur les pays émergents

Cet élargissement de l'offre est allé de pair avec la conquête de nouvelles industries (énergie, construction, mode, santé, électronique, etc.), qui pèsent pour 15% de l'activité. Il s'agissait de

réduire la dépendance à l'aéronautique et à l'automobile, ses débouchés historiques (plus de 50% des ventes). Le développement dans les pays émergents d'Asie, d'Europe de l'Est et d'Amérique latine reste une priorité. Les facturations dans ces zones à grand potentiel ont ainsi bondi de 40% en 2008.

Un horizon de long terme

Le groupe familial, même s'il a réduit ses coûts en gelant salaires et embauches, a préservé ses équipes de recherche, donc sa matière grise, ressource la plus stratégique dans le logiciel. À l'image de son triptyque stratégie-actionariat-management, Dassault Systèmes est un placement de long terme. Mais, au vu des incertitudes sur l'investissement des entreprises et d'une valorisation exigeante, le titre ne peut être acheté que sur repli.

Philippe Benhamou

NOTRE CONSEIL 
Achetez vers 36 €. [DSY]
Objectif de cours : 42 €.

Paroles d'actionnaire



«Une valeur défensive de croissance»

Gérant de Famille et Croissance chez Quilvest & Associés, Olivier Flornoy a récemment renforcé sa position dans Dassault Systèmes, qui pèse désormais 2% de l'actif de ce fonds d'entreprises familiales françaises. Il apprécie la gestion prudente de l'éditeur de logiciels, qui, malgré la crise, n'a pas sacrifié ses investissements en R&D, cruciaux pour l'avenir. Ses autres atouts sont la solidité du bilan,

la grande régularité de l'activité et la stabilité d'un actionariat familial puissant, qui lui apporte une vision de long terme. Il juge le groupe français, leader mondial de sa spécialité, bien diversifié tant sectoriellement que géographiquement et, surtout, bien positionné pour figurer parmi les premiers à rebondir lorsque l'économie mondiale repartira. En conclusion, il qualifie Dassault Systèmes de «belle valeur défensive de croissance».

Le saviez-vous ?

- **1981.** Dassault Systèmes est né, il y a vingt-huit ans, de l'essai d'une équipe d'ingénieurs des Avions Marcel Dassault. La même année, un accord de distribution est signé avec IBM.
- **Catia V6.** C'est la sixième version du logiciel vedette de l'éditeur, qui a été lancée l'an dernier. Catia signifie Conception Assistée Tridimensionnelle Interactive Appliquée.
- **DS Campus.** Basé à Vélizy (Yvelines), le siège social inauguré en septembre 2008 regroupe 2 200 salariés, soit 28% de l'effectif mondial.
- **CAC 40.** Introduite en Bourse en 1996, la société a appartenu à l'indice phare français entre décembre 2000 et août 2002.
- **Nasdaq.** Dassault Systèmes a quitté ce marché boursier américain en octobre 2008. Le groupe français reste coté aux États-Unis sous forme d'ADR.

Atouts et risques

▲ **Une structure financière solide.** S'il est conclu, le rachat d'IBM PLM entamerait à peine la moitié de la trésorerie excédentaire de Dassault Systèmes (775 millions d'euros à fin septembre), qui a dégagé 135 millions de liquidités additionnelles sur les neuf premiers mois de l'année. De quoi lui permettre d'autofinancer de nouvelles acquisitions, voire de relancer ses plans de rachat d'actions, qui ont été mis en sommeil depuis fin 2008.

▲ **Des revenus stables.** Une fois vendue la licence d'utilisation de ses logiciels, Dassault Systèmes dégage des revenus réguliers (plus de 60% du chiffre d'affaires) issus de leur location, de leur mise à jour et de leur maintenance. Cette protection, alimentée par la progression de la base installée, lui confère une grande visibilité, tout en couvrant une bonne partie de ses charges. Elle disparaît toutefois en cas de faillite des clients.

▼ **Une concentration du secteur.** Évalué à 10 milliards de dollars, le marché des logiciels PLM pourrait connaître une concentration sur le modèle du secteur de la *business intelligence*. Ex-numéro mondial, l'américain Parametric pourrait être acquis par l'allemand SAP. Son compatriote Siemens a déjà racheté en 2007 UGS, un autre américain. Un durcissement de la concurrence menacerait la rentabilité élevée de Dassault Systèmes.

▼ **L'impact des taux de change.** Dassault Systèmes est très sensible aux fluctuations du yen, sans pouvoir couvrir la totalité de son exposition nette (11,9% du chiffre d'affaires en 2008). La faiblesse actuelle de la devise japonaise face à l'euro pénalise la profitabilité et l'activité de l'éditeur. En revanche, il bénéficie, en partie, d'une couverture naturelle pour le dollar, car les ventes et les coûts libellés dans cette devise sont équivalents.

Dassault Systèmes en Bourse

Performance relative n'est pas nécessairement synonyme de performance absolue. C'est le cas pour Dassault Systèmes : que ce soit sur un, trois, cinq ou dix ans, le titre fait toujours mieux que le CAC 40. Mais le cours est revenu à son niveau de fin 1998, alors que la société a triplé de taille sur la période. Depuis le déclenchement de la crise financière à l'été 2007, l'action

se caractérise par une belle résistance, avec un recul limité à 23% depuis son plus-haut d'octobre 2007 à 50 euros, contre une chute de 40% pour l'indice français. Le caractère technologique de la société, très lié à ses capacités d'innovation, réserve toutefois le titre aux lecteurs réactifs. Ce qui suppose un suivi régulier, en particulier de la parité euro-yen, auquel elle est très sensible.



Prime de valorisation. En outre, la valorisation tendue de Dassault Systèmes ne laisse pas de place à la déception. D'autant que la faiblesse du dividende (limité à un tiers des profits) et l'absence d'intérêt spéculatif ne peuvent servir de parachute à la baisse. En d'autres termes, le titre a toujours été cher (18 fois le bénéfice net estimé pour 2010 après intégration d'IBM PLM). Même si

son statut de valeur de croissance est mis à mal, Dassault Systèmes bénéficie d'une prime de valorisation significative sur le CAC 40, grâce à sa rentabilité opérationnelle élevée, la douzième du SBF 120. En revanche, malgré son leadership mondial, le français est moins bien valorisé que ses concurrents américains (Ansys, Autodesk, Cadence, Mentor...), à l'exception de Parametric.



Capitalisation boursière	4,5 milliards d'€	
BPA ⁽¹⁾ 2009/2010 ^(e)	1,85 €	2,06 €
Cours/BPA ⁽¹⁾ 2009/2010 ^(e)	20,8	18,6
Dividende ⁽²⁾ 2009/2010 ^(e)	0,46 €	0,51 €
Rendement net 2009/2010 ^(e)	1,2%	1,3%
Tendance graphique	Hausnière	
	27/10/2009	21/11/2008
Plus-haut / Plus-bas (un an)	41,73 €	24,50 €
Profil de lecteur	Réactif	

(1) Bénéfice net par action. (2) Versé en... (e) Estimations.