

CONTACT SOCIÉTÉ

S2 2019 MOINS FLAMBOYANT QUE LE S1

EDAC a publié la semaine dernière des indicateurs d'activité qui montrent que la croissance organique a ralenti au S2 2019 (+20% estimés vs +63% au S1), impactée par une expansion plus lente du réseaux d'agences en propre (+3 au S2 vs +5 au S1 et +10 au S2 18). Sans que cela ne remette en cause les perspectives de forte croissance (>+20% par an), nous abaïssons nos CA 2019-20e de -6%. Cet élément, combiné à des coûts de démarrage du marché français revus à la hausse, entraîne une dégradation de nos EBITDA 2019-21 de -18%/-9%/-9% qui intègrent toujours un retour à une marge normative de 17% en 2021 (vs 10% attendus en 2019). Notre opinion ACHAT est réitérée, de même que notre objectif de 9,2€, l'abaissement de nos estimations étant compensé par la détente de la prime de risque.

Maxime Dubreil  
+33 1 44 88 77 98  
[mdubreil@invest-securities.com](mailto:mdubreil@invest-securities.com)

Matthieu Lavillunière, CFA  
+33 1 73 73 90 34  
[mlavilluniere@invest-securities.com](mailto:mlavilluniere@invest-securities.com)

Thibault Morel  
+33 1 44 88 77 97  
[tmorel@invest-securities.com](mailto:tmorel@invest-securities.com)

Ralentiement supposé de la croissance au S2 2019 ...

EdiliziAcrobatica (Acrobates du Bâtiment en français) fait état d'une facturation 2019 pour l'ensemble de ses agences (en propre + franchise) de 58,2m€ (+33%), dont 43,9m€ (+42%) pour ses agences en propre et 14,3m€ (+11%) pour ses agences en franchise. Si la facturation diffère sensiblement du CA consolidé (31m€ de facturation pour les agences en propre en 2018 pour 22,9m€ de CA), cet indicateur permet d'avoir une idée de la dynamique de croissance.

Rappelons qu'au S1 2019, le CA a progressé de +76% en publié et +63% en organique à 19,5m€, dont un CA Agences en propre de 16,8m€ (+73% ; +70% en lfi) et un CA Franchise de 1,3m€ (+30%). L'évolution de la facturation sur l'ensemble de 2019 suggère donc un net fléchissement de la croissance au S2 2019, avec +20% en lfi estimés vs +35% anticipés précédemment.

... imputable à un ralentissement de l'expansion du réseau d'agences en propre

Au S1 2019, EDAC avait ouvert 5 nouvelles agences en propre et 2 franchises en Italie, auquel il convenait d'ajouter l'agence de Perpignan obtenue suite à l'acquisition d'ETAIR. Le réseau comptait ainsi 44 agences en propre et 33 franchises en Italie. Au S2 2019, 1 seule nouvelle agence en propre a été ouverte en Italie (+2 agences en France), tandis que le réseau de franchise est resté inchangé. Même si l'ouverture de nouvelles agences s'accompagne d'une phase de montée en puissance progressive (12 mois environ), la moindre expansion du réseau d'agences est selon nous le principal élément justifiant le ralentissement de la croissance au S2, sachant que le S1 2019 bénéficiait des ouvertures du semestre en cours (+6), mais également de celles du S2 2018 (+10).

Stratégie de forte croissance confirmée mais estimations 2019-20e abaïssées

Quand bien même il faudra attendre la publication des résultats 2019 définitifs (27 mars) pour se faire une idée plus précise de la performance 2019, nous abaïssons nos estimations 2019-21e de CA de -6%. Cet élément, combiné à la prise en compte de coûts de démarrage en France revus à la hausse, nous conduit à dégrader nos attentes d'EBITDA de -18%/-9%/-9%. Ces dégradations ne remettent pas en cause la thèse d'investissement de forte croissance du CA (gains de pdm en Italie, conquête de nouveaux pays européens), de même que notre OC de 9,2€, les révisions en baisse étant compensées par une détente de la prime de risque italienne.

en € / action	2019e	2020e	2021e
BNA dilué	0,17	0,46	0,63
var. 1 an	-55%	+178%	+37%
Révisions	-34%	-13%	-18%
au 31/12	2019e	2020e	2021e
PE	40,0x	14,4x	10,5x
VE/CA	1,32x	1,02x	0,84x
VE/EBITDA	12,4x	6,6x	5,0x
VE/EBITA	22,9x	9,3x	6,7x
FCF yield*	n.s.	3,5%	6,6%
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.

\* FCF opérationnel fiscalisé avant BFR rapporté à la VE

Informations clés			
Cours actuel (€)	6,6		
Nb d'actions (m)	6,5		
Capitalisation (m€)	43		
Capi. flottante (m€)	14		
ISIN	IT0005351504		
Ticker	EDAC-IT		
Secteur DJ	Industrial Services		

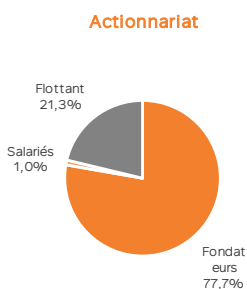
	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	-2,2%	-2,2%	-5,7%
Variation relative	-2,5%	-5,3%	-7,1%

Source : Factset, estimations Invest Securities

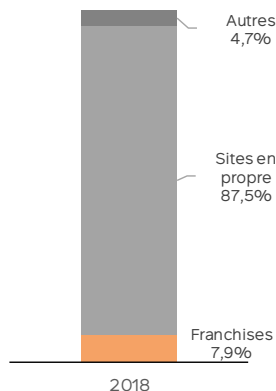
## THESE D'INVESTISSEMENT

Acteur atypique dans le marché du bâtiment, EDAC est un groupe italien exerçant uniquement le métier de cordistes pour les travaux de rénovation et d'entretiens d'immeubles de plus de 3 étages. Relativement récente, cette technique présente de nombreux avantages par rapport aux travaux sur échafaudage, Dans un univers concurrentiel limité à des PME et des artisans, EDAC a fait le choix d'industrialiser son approche, notamment dans le domaine de formation. Déjà leader du marché italien encore partiellement adressé, cette stratégie, complétée par des acquisitions d'acteurs locaux, doit lui permettre de conquérir de nouveaux marchés européens.

## DONNÉES FINANCIÈRES



**Répartition du CA**



**Prochains événements**

27/03/20 : résultats 2019  
28/04/20 : AGM  
25/09/20 : résultats S1 2020

Données par action	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
BNA publié	nd	nd	0,36	0,19	0,32	0,16	0,44	0,60
<b>BNA corrigé dilué</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>0,37</b>	<b>0,27</b>	<b>0,37</b>	<b>0,17</b>	<b>0,46</b>	<b>0,63</b>
Ecart /consensus	nd	nd	nd	nd	+22,4%	#VALEUR!	#VALEUR!	nd
Dividende	nd	nd	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Ratios valorisation	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
P/E	nd	nd	nd	nd	9,2x	40,0x	14,4x	10,5x
VE/CA	nd	nd	nd	nd	0,74x	1,32x	1,02x	0,84x
VE/EBITDA	nd	nd	nd	nd	4,3x	12,4x	6,6x	5,0x
VE/EBITA	nd	nd	nd	nd	5,1x	22,9x	9,3x	6,7x
FCF yield op. avt BFR	nd	nd	nd	nd	7,8%	2,6%	8,6%	11,0%
FCF yield opérationnel	nd	nd	nd	nd	n.s.	n.s.	3,5%	6,6%
Rendement	nd	nd	nd	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

NB : les ratios sont calculés sur le cours moyen annuel pour les exercices terminés

Valeur d'Entreprise (m€)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Cours en €	nd	nd	nd	nd	3,4	6,6	6,6	6,6
Capitalisation	nd	nd	nd	nd	20,7	51,6	53,0	53,6
Dette Nette	nd	nd	nd	nd	-2,1	0,9	-1,4	-4,3
Valeur des minoritaires	nd	nd	nd	nd	0,1	0,2	0,2	0,3
Provisions/ quasi-dettes	nd	nd	nd	nd	0,7	1,1	1,6	2,2
+/- corrections	nd	nd	nd	nd	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Valeur d'Entreprise (VE)</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>19,4</b>	<b>53,8</b>	<b>53,4</b>	<b>51,9</b>

Compte résultat (m€)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
CA	nd	nd	13,3	17,4	26,2	40,7	52,1	62,0
var.	nd	nd	nd	+30,1%	+51,0%	+55,5%	+28,0%	+18,9%
EBITDA ajusté	nd	nd	3,0	2,8	4,5	4,3	8,0	10,3
<b>EBITA ajusté</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>3,8</b>	<b>2,3</b>	<b>5,8</b>	<b>7,8</b>
var.	nd	nd	nd	-15,5%	+64,8%	-37,9%	+145,3%	+34,9%
EBIT	nd	nd	2,7	2,0	3,7	2,3	5,8	7,8
Résultat financier	nd	nd	0,0	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4
IS	nd	nd	-0,8	-0,8	-1,1	-0,6	-1,8	-2,4
SME+Minoritaires	nd	nd	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
RN pdg publié	nd	nd	1,8	1,0	2,3	1,3	3,5	4,9
<b>RN pdg corrigé</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>2,4</b>	<b>1,3</b>	<b>3,7</b>	<b>5,1</b>
var.	nd	nd	nd	-20,9%	+61,5%	-45,6%	+181,0%	+38,1%

Tableau de flux (m€)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
EBITDA ajusté	nd	nd	nd	2,8	4,5	4,3	8,0	10,3
IS théorique /EBITA ajusté	nd	nd	nd	-0,7	-1,1	-0,7	-1,7	-2,3
Total capex	nd	nd	nd	-0,9	-1,8	-2,2	-1,7	-2,2
<b>FCF op. net IS avt BFR</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>4,6</b>	<b>5,7</b>
Variation BFR	nd	nd	nd	-2,2	-3,6	-3,5	-2,7	-2,3
<b>FCF op.net IS après BFR</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>3,4</b>
Acquisitions/cessions	nd	nd	nd	0,0	0,1	-1,3	0,0	0,0
Variation de capital	nd	nd	nd	0,0	5,7	0,7	0,8	0,0
Dividendes versés nets	nd	nd	nd	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres dont correction IS	nd	nd	nd	0,2	0,8	-0,3	-0,4	-0,5
<b>Free cash-flow publié</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>-1,4</b>	<b>4,4</b>	<b>-3,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,9</b>

Bilan	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Actifs immobilisés	nd	nd	0,7	1,2	2,5	4,4	4,4	4,7
dont incorporels/GW	nd	nd	0,4	0,8	1,7	3,1	2,3	1,7
BFR	nd	nd	2,4	3,6	6,2	9,6	12,3	14,7
Capitaux Propres groupe	nd	nd	2,0	2,0	9,9	11,9	16,3	21,1
Minoritaires	nd	nd	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3
Provisions	nd	nd	0,2	0,4	0,7	1,1	1,6	2,2
<b>Dette fi. nette</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>0,9</b>	<b>2,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,4</b>	<b>-4,3</b>

Ratios financiers (%)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
EBITDA/CA	nd	nd	22,5%	16,2%	17,1%	10,6%	15,4%	16,6%
EBITA/CA	nd	nd	20,4%	13,2%	14,4%	5,8%	11,0%	12,5%
RN corrigé/CA	nd	nd	14,2%	8,6%	9,2%	3,2%	7,1%	8,2%
ROCE	nd	nd	87,3%	47,7%	43,6%	16,7%	34,4%	40,0%
ROE corrigé	nd	nd	96,7%	74,7%	24,3%	11,0%	22,7%	24,1%
DN/FP	nd	nd	48,5%	116,9%	n.s.	7,2%	n.s.	n.s.
DN/EBITDA (en x)	nd	nd	0,3x	0,8x	-0,5x	0,2x	-0,2x	-0,4x

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

## ANALYSE SWOT

### FORCES

- ☐ Centre de formation
- ☐ Structuration de l'offre et du modèle
- ☐ Leader européen

### FAIBLESSES

- ☐ Délais de paiement très long
- ☐ Très forte exposition au marché italien

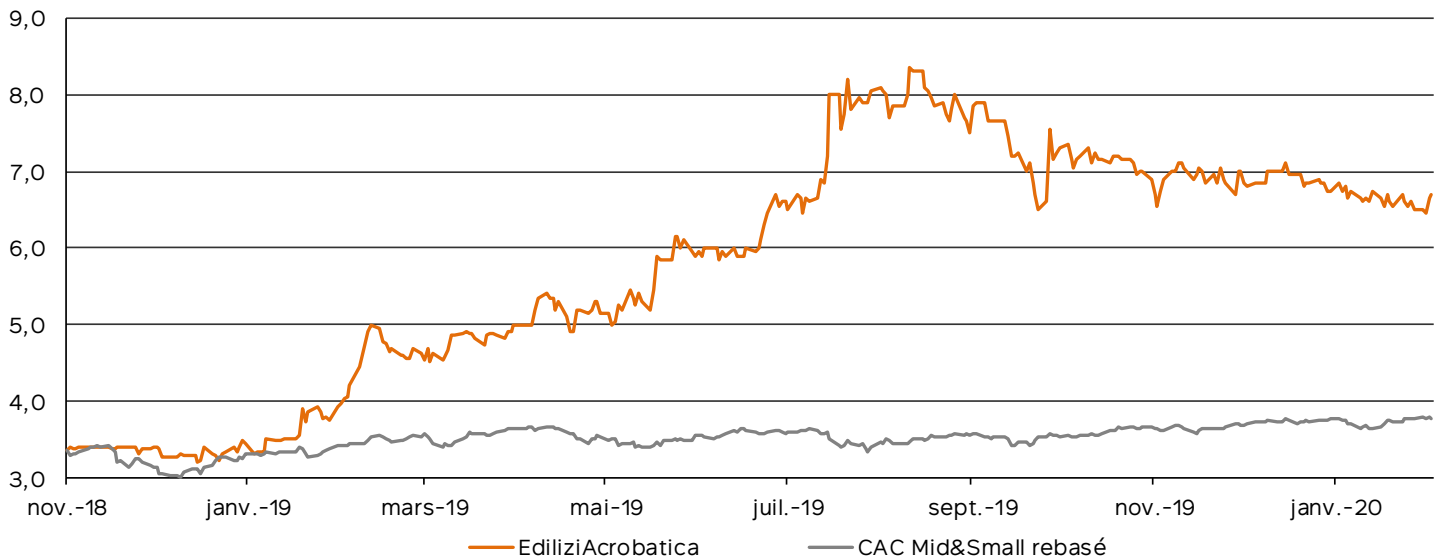
### OPPORTUNITES

- ☐ Fragmentation du marché
- ☐ Concurrence limitée à des PME/artisans

### MENACES

- ☐ Arrivée sur le marché de géants du BTP
- ☐ Difficultés à répliquer le modèle hors d'Italie

## ÉVOLUTION DU COURS DEPUIS L'IPO



## DÉTECTION DES CONFLITS D'INTÉRÊTS

	Corporate Finance	Détention capitalistique de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Intérêt personnel de l'analyste	Contrat de liquidité	Listing Sponsor	Contrat d'analyse
<b>EdiliziAcrobatica</b>	No	No	Yes	No	Yes	Yes	Yes

## AVERTISSEMENT

The present document does not constitute and is not part of any offer or solicitation for the purchase or sale of stocks and/or bonds issued by the issuers. While all the necessary precautions have been taken in order to assure that the facts mentioned in this present document are accurate and that the forecasts, opinions and scenarios contained in it are sincere and reasonable, Invest Securities has not verified the information contained in the present document and consequently neither Invest Securities nor any of its corporate officers, managers or employees may be held liable in any manner for its content. No guarantee is given regarding the accuracy, sincerity or completeness of the information contained in the present document. No persons accept any liability for any losses whatsoever resulting from the use of the present document or its contents or in any way linked to the present document. Research reports (including their preparation and distribution) are subject to the terms of Regulation (EU) no. 596/2014 of the European Parliament concerning market abuses. The present document is uniquely destined for (A) persons supplying third party portfolio management investment services and/or (B) qualified investors acting on their own behalf as defined in articles L.411-2, D.411-1 and D.411-4 of the Monetary and Financial Code. The present document has been supplied to you on a confidential basis and may not be reproduced or transmitted, in whole or part, to any other person or be published..

## DIRECTION

**Marc-Antoine Guillen**  
**Président**

+33 1 44 88 77 80  
maguillen@invest-securities.com

**Jean-Emmanuel Vernay**  
**Directeur Général**

+33 1 44 88 77 82  
jevernay@invest-securities.com

**Anne Bellavoine**  
**Directeur Général Délégué**

+33 1 55 35 55 75  
abellavoine@invest-securities.com

**Pascal Hadjedj**  
**Directeur Général Adjoint**

+33 1 55 35 55 61  
phadjedj@invest-securities.com

## ANALYSE FINANCIÈRE

**Maxime Dubreil**  
**Responsable Recherche**

+33 1 44 88 77 98  
mdubreil@invest-securities.com

**Stéphane Afonso**  
**Immobilier**

+33 1 73 73 90 25  
safonso@invest-securities.com

**Johann Carrier**  
**Stock-Picking**

+33 1 44 88 77 88  
jcarrier@invest-securities.com

**Bruno Duclos**  
**Immobilier**

+33 1 73 73 90 25  
bduclos@invest-securities.com

**Benoît Faure-Jarrosion**  
**Immobilier**

+33 1 73 73 90 25  
bfaure-jarrosion@invest-securities.com

**Christian Guyot**  
**Biens de Consommation**

+33 1 80 97 22 01  
cguyot@invest-securities.com

**Matthieu Lavillunière, CFA**  
**Technologie**

+33 1 73 73 90 34  
mlavilluniere@invest-securities.com

**Ludovic Martin, CFA**  
**Biens de Consommation**

+33 1 73 73 90 36  
lmartin@invest-securities.com

**Vladimir Minot**  
**Immobilier**

+33 1 73 73 90 25  
vminot@invest-securities.com

**Thibault Morel**  
**Technologie**

+33 1 44 88 77 97  
tmorel@invest-securities.com

**Jean-Louis Sempé**  
**Automobile**

+33 1 73 73 90 35  
jlsampe@invest-securities.com

**Thibaut Voglimacci**  
**Medtechs / Biotech**

+33 1 44 88 77 95  
tvoglimacci@invest-securities.com

## SALLE DE MARCHÉ

**François Habrias**  
**Vente Institutionnelle**

+33 1 55 35 55 70  
fhabrias@invest-securities.com

**Dominique Humbert**  
**Vendeur-Négociateur**

+33 1 55 35 55 64  
dhumbert@invest-securities.com

**Bertrand Le Mollé-Montanguon**  
**Vente Institutionnelle**

+33 1 55 35 55 74  
blmm@invest-securities.com

**Ralph Olmos**  
**Vente Institutionnelle**

+33 1 55 35 55 72  
rolmos@invest-securities.com

**Kaspar Stuart**  
**Vente Institutionnelle**

+33 1 55 35 55 65  
kstuart@invest-securities.com

**Renaud Vallette Viallard**  
**Vente Institutionnelle**

+33 1 72 38 26 32  
rvv@invest-securities.com

**Frédéric Vals**  
**Vente Institutionnelle**

+33 1 55 35 55 71  
fvals@invest-securities.com

## SERVICES AUX ÉMETTEURS

**Thierry Roussilhe**  
**Responsable**

+33 1 55 35 55 66  
troussilhe@invest-securities.com

**Claude Bouyer**  
**Senior Advisor**

+33 1 44 88 88 02  
cbouyer@invest-securities.com