

**Louvain School of Management**

# **Analyse fondamentale des actions - étude de cas**

**Exclusive Networks**

Auteur : Tom Disy  
Promoteur(s) : Isabelle Platten  
Année académique : 2022-2023  
Master [120] en ingénieur de gestion, à finalité spécialisée

## **Résumé**

Ce mémoire vise à évaluer l'entreprise Exclusive Networks à travers l'analyse fondamentale des actions. L'objectif est d'estimer la valeur de son action pour recommander un achat ou une vente. En analysant les facteurs clés de l'entreprise, son environnement et en réalisant une évaluation financière, des projections ont été générées pour évaluer sa valeur selon des méthodes telles que le modèle DCF et l'analyse des comparables. Les résultats indiquent un intervalle de valeur estimée entre 22,99 € et 27,51 €, avec des analyses de sensibilité mettant en avant la résilience de l'entreprise. Malgré les défis liés aux facteurs ESG et à la concurrence, une recommandation d'achat semble appropriée compte tenu des aspects positifs relevés.

## ***Remerciements***

*Je tiens tout d'abord à exprimer ma gratitude envers ma promotrice, Isabelle Platten, pour sa guidance et ses retours précieux durant l'élaboration de ce mémoire.*

*Je souhaite également remercier chaleureusement mes collègues durant mon stage pour les discussions stimulantes et enrichissantes que nous avons eues autour des enjeux de la cybersécurité. Vos idées et vos points de vue ont contribué à élargir ma compréhension du sujet et ont été une source d'inspiration pour approfondir mes analyses.*

*Enfin, je tiens à exprimer ma reconnaissance envers mes proches pour leur soutien constant et leur relecture attentive de ce mémoire. Votre encouragement et vos commentaires constructifs ont joué un rôle essentiel dans l'amélioration de la qualité de ce travail.*

# Table des matières

<i>Introduction</i> .....	1
<i>Chapitre 1 – Présentation de l’entreprise</i> .....	3
1.1 Activités de l’entreprise.....	3
1.1.1 Histoire.....	3
1.1.2 Position dans l’industrie.....	3
1.1.3 Produits et services .....	5
1.2 Marché de la cybersécurité.....	7
1.2.1 Tendances du marché et facteurs clés de croissance.....	7
1.2.2 Clientèle de l’entreprise .....	9
1.2.3 Risques liés au marché.....	10
1.3 Position de l’entreprise .....	11
1.3.1 Cinq forces de Porter .....	11
1.4 Motivation, vision et stratégie .....	14
1.4.1 Direction de l’entreprise.....	14
1.4.2 Facteurs ESG .....	15
1.4.3 Actionnariat et cours de l’action .....	18
1.5 Moteurs de l’entreprise.....	20
1.5.1 Business model .....	20
1.5.2 Analyse SWOT .....	21
<i>Chapitre 2 - Analyse financière et projections</i> .....	25
2.1 Scénario .....	25
2.2 Chiffre d’affaires et COGS.....	26
2.2.1 Analyse historique .....	26
2.2.2 Projections.....	27
2.3 Frais de personnel, autres charges d’exploitation et EBITDA .....	28

2.3.1 Analyse historique .....	28
2.3.2 Projections.....	29
2.4 Amortissements, dépréciations et EBIT .....	30
2.4.1 Analyse historique .....	30
2.4.2 Projections.....	31
2.5 Variation du besoin en fonds de roulement .....	31
2.5.1 Analyse historique .....	31
2.5.2 Projections.....	32
2.6 CAPEX .....	33
2.7 Taux d'imposition.....	33
2.8 Free cash-flows.....	34
<i>Chapitre 3 - Valorisation</i> .....	35
3.1 WACC .....	35
3.1.1 Structure cible du capital.....	35
3.1.2 Coût de la dette .....	35
3.1.3 Coût des capitaux propres .....	36
3.1.4 Calcul du WACC .....	38
3.2 Valeur terminale .....	38
3.2.1 Exit Multiple .....	38
3.2.2 Croissance perpétuelle .....	39
3.3 Actualisation et valorisation .....	39
3.4 Méthode des comparables .....	40
3.4.1 Choix des entreprises .....	40
3.4.2 Multiples et valorisation .....	41
3.5 Analyse de sensibilité .....	42
3.5.1 Frais de personnel .....	43

3.5.2 Délais de paiement .....	43
3.5.3 WACC et taux de croissance perpétuelle.....	44
3.6 Prix implicite du carbone.....	45
<i>Conclusion</i> .....	46
<b>Bibliographie</b> .....	47

## Liste des tableaux

Tableau 1 : chiffre d'affaires, COGS et marge brute .....	26
Tableau 2 : proportion des COGS par rapport au chiffre d'affaires .....	27
Tableau 3 : pourcentage du chiffre d'affaires des entreprises comparables .....	27
Tableau 4 : projection du chiffre d'affaires, des COGS et de la marge brute .....	27
Tableau 5 : moyenne pondérée par marché géographique .....	28
Tableau 6 : frais de personnel, autres charges d'exploitation et EBITDA .....	28
Tableau 7 : projection des frais de personnel, autres charges d'exploitation et EBITDA .....	29
Tableau 8 : nombre d'employés et frais de personnel moyens .....	29
Tableau 9 : proportion des autres charges d'exploitation par rapport au chiffre d'affaires ...	30
Tableau 10 : amortissements, dépréciations et EBIT .....	30
Tableau 11 : projection des amortissements, dépréciations et EBIT .....	31
Tableau 12 : besoin en fonds de roulement et variation .....	31
Tableau 13 : délais de paiement et durée de détention des stocks .....	32
Tableau 14 : projection du besoin en fonds de roulement .....	32
Tableau 15 : projection du CAPEX .....	33
Tableau 16 : calcul des free cash-flows .....	34
Tableau 17 : structure du capital des entreprises comparables .....	35
Tableau 18 : calcul du coût de la dette .....	36
Tableau 19 : taux sans risque et répartition du chiffre d'affaires par pays .....	36
Tableau 20 : calcul du "unlevered" beta des entreprises comparables .....	37
Tableau 21 : calcul du beta de Exclusive Networks .....	37
Tableau 22 : prime de risque du marché et répartition du chiffre d'affaires .....	37
Tableau 23 : calcul du coût des capitaux propres .....	38
Tableau 24 : calcul du WACC .....	38
Tableau 25 : ratio entre la valeur d'entreprise et l'EBIT des entreprises comparables .....	38
Tableau 26 : calcul de la valeur terminale avec Exit Multiple .....	39
Tableau 27 : croissance annuelle du PIB et répartition du chiffre d'affaires .....	39
Tableau 28 : calcul de la valeur terminale avec croissance perpétuelle .....	39
Tableau 29 : actualisation des free cash-flows .....	39
Tableau 30 : actualisation des valeurs terminales .....	39
Tableau 31 : valorisation de l'entreprise et des capitaux propres .....	40

Tableau 32 : calcul du prix de l'action .....	40
Tableau 33 : multiples des entreprises comparables.....	41
Tableau 34 : prix de l'action selon les différents ratios .....	42
Tableau 35 : analyse de sensibilité - frais de personnel.....	43
Tableau 36 : analyse de sensibilité - délais de paiement.....	44
Tableau 37 : analyse de sensibilité - WACC et taux de croissance perpétuelle.....	44
Tableau 38 : projection des émissions carbonees .....	45

## Liste des figures

Figure 1 : répartition géographique des ventes.....	3
Figure 2 : structure du marché global de la cybersécurité .....	3
Figure 3 : taille du marché global et potentiel de la cybersécurité en 2021 .....	8
Figure 4 : parts de marché des principaux fournisseurs de cybersécurité dans le monde de 2017 à 2020 .....	11
Figure 5 : répartition des tailles de transaction d'Exclusive Networks .....	12
Figure 6 : répartition des parts des émissions carbone du scope 3 .....	16
Figure 7 : répartition des actions de Exclusive Networks en 2023 .....	18
Figure 8 : évolution du prix de l'action d'Exclusive Networks et du volume de transaction...	19
Figure 9 : prix de l'action de Exclusive Networks en comparaison avec le CAC40 .....	20
Figure 10 : recommandations des analystes sur l'action d'Exclusive Networks (2023) .....	40
Figure 11 : prix de l'action estimé selon le prix implicite du carbone .....	45

# Glossaire

**Cloud** : Le cloud, ou informatique en nuage, désigne la fourniture de services informatiques tels que le stockage, le traitement des données et les applications via Internet plutôt que par des serveurs locaux.

**Cybersécurité** : La cybersécurité englobe l'ensemble des mesures, des processus et des technologies visant à protéger les systèmes informatiques, les réseaux et les données contre les menaces et les cyberattaques.

**Cyberattaques** : Les cyberattaques sont des tentatives délibérées de compromettre la sécurité d'un système informatique, d'un réseau ou d'une application, dans le but de voler des informations, de perturber le fonctionnement ou de causer des dommages.

**Cybercriminalité** : La cybercriminalité fait référence aux activités criminelles menées en ligne, telles que le vol d'informations, les fraudes, les attaques informatiques et la diffusion de logiciels malveillants.

**IAM (Gestion des accès et des identités)** : L'IAM est un ensemble de processus et de technologies permettant de gérer de manière sécurisée les droits d'accès et les identités des utilisateurs aux systèmes et aux données.

**IoT (Internet des objets)** : L'IoT représente le réseau d'objets physiques connectés à Internet, capables de collecter et d'échanger des données, ouvrant ainsi la voie à l'automatisation et à l'interaction entre les appareils.

**Points d'accès** : Les points d'accès sont des emplacements ou dispositifs permettant aux utilisateurs et aux appareils de se connecter à un réseau informatique, généralement via une connexion sans fil ou filaire.

**Ransomware** : Le ransomware est un type de logiciel malveillant qui bloque l'accès à des données ou à des systèmes informatiques jusqu'à ce qu'une rançon soit payée aux cybercriminels.

**SIEM (Gestion des informations et des événements de sécurité)** : Le SIEM est une solution qui permet de collecter, d'analyser et de corréler les données de sécurité provenant de différents systèmes afin de détecter et de répondre aux incidents de sécurité.

**Système Informatique (SI)** : Ensemble coordonné de matériel, de logiciels, de données et de processus qui permet de gérer, traiter et stocker l'information de manière automatisée. Il peut englober des ordinateurs, des serveurs, des réseaux, des logiciels d'application et des bases de données.

**VAD (Value Added Distributor)** : Désigne un distributeur qui offre des services et des solutions complémentaires pour enrichir les produits ou services qu'il distribue.

## ***Introduction***

Ce mémoire s'inscrit dans le cadre de l'analyse fondamentale des actions, une pratique essentielle pour les investisseurs et les professionnels des marchés financiers. Une étude de cas de l'entreprise Exclusive Networks va être réalisée, avec pour finalité la formulation d'une recommandation d'achat ou de vente de ses actions.

L'analyse fondamentale des actions est un domaine qui englobe des personnes de divers horizons. Les analystes financiers, au cœur de cette pratique, fournissent des évaluations et des recommandations d'investissement. Ils peuvent être du côté des vendeurs, en diffusant des analyses aux clients institutionnels ou privés, ou du côté des acheteurs, en fournissant des évaluations pour guider les décisions d'investissement. Leur travail vise notamment donner des conseils concernant l'achat et la vente d'actifs, en mentionnant parfois un prix recommandé, et à offrir une meilleure surveillance des performances au bénéfice des actionnaires (Pinto et al., 2015).

Dans ce contexte, diverses méthodes sont à disposition afin d'obtenir l'estimation de la valeur d'une entreprise, ainsi que le prix de l'action correspondant. Chaque méthode apporte une manière différente de valoriser une entreprise, considérant plusieurs aspects comme ses spécificités et l'environnement dans lequel elle opère. Dans le cadre de ce mémoire, deux approches ont été privilégiées : la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (DCF) et la méthode des comparables. La méthode DCF repose sur l'estimation de la valeur présente des flux de trésorerie futurs, tandis que la méthode des comparables se base sur les ratios de valorisation observés chez des entreprises similaires cotées en bourse. Le choix de ces méthodes se justifie par leur pertinence et leur utilisation courante dans l'évaluation des entreprises.

La méthode DCF est une méthodologie fondamentale largement utilisée par les professionnels de la finance, les banquiers d'investissement, les dirigeants d'entreprise, les universitaires et les investisseurs (Pearl & Rosenbaum, 2013). Elle se fonde sur le principe que la valeur d'une entreprise cible peut être déduite de la valeur actuelle de ses flux de trésorerie futurs prévus. Les projections des flux de trésorerie sont basées sur des hypothèses et des jugements concernant les performances financières futures attendues, notamment les taux de croissance du chiffre d'affaires, les marges bénéficiaires, différents coûts et les besoins en fonds de roulement nets (Pearl & Rosenbaum, 2013).

L'analyse des comparables est une autre méthodologie de valorisation qui repose sur le principe que des entreprises similaires fournissent un point de référence pertinent pour évaluer une entreprise cible, car elles partagent des caractéristiques commerciales et financières (Pearl & Rosenbaum, 2013). Cette méthode permet d'établir des paramètres de valorisation en comparant la position relative de l'entreprise cible parmi les entreprises comparables. Les multiples de valorisation, qui utilisent une mesure de valeur dans le numérateur et une métrique opérationnelle dans le dénominateur, sont ensuite calculés pour les entreprises comparables. Ces multiples fournissent une base pour extrapoler un intervalle de valorisation pour l'entreprise cible (Pearl & Rosenbaum, 2013).

Comme dit précédemment, ce mémoire se focalise sur une étude de cas approfondie de l'entreprise Exclusive Networks. L'objectif final est de formuler une recommandation d'achat ou de vente de ses actions. Pour ce faire, plusieurs aspects clés seront explorés et analysés. Le chapitre 1 présente en détail l'entreprise, ses activités, son historique, sa position dans l'industrie, ses produits et services, ainsi que son marché. Le chapitre 2 se concentre sur l'analyse financière et les projections, couvrant des éléments tels que le chiffre d'affaires, les frais de personnel, les variations du besoin en fonds de roulement et les CAPEX. Le chapitre 3 aborde la valorisation de l'entreprise, grâce aux deux méthodes susmentionnées. Une analyse de sensibilité sera également effectuée pour évaluer l'impact des variations sur la valorisation. L'ensemble de ces éléments constituera la base de la recommandation finale concernant l'achat ou la vente des actions d'Exclusive Networks.

# Chapitre 1 – Présentation de l'entreprise

## 1.1 Activités de l'entreprise

### 1.1.1 Histoire

Exclusive Networks est une entreprise française spécialisée dans la distribution de produits et de solutions liés à la technologie et à la cybersécurité. Anciennement nommée « Techniland », l'entreprise fondée en 1995 était d'abord axée sur l'intégration de services informatiques, avant de s'orienter vers la distribution de produits de communication, et plus tard vers ses activités actuelles. Rebaptisée « Exclusive Networks » en 2007, elle acquiert de nombreuses entreprises à partir de cette année-là et continue à étendre son activité à l'international d'année en année (Exclusive Networks, 2022b). Cette stratégie de croissance permet aujourd'hui à l'entreprise de gérer plus de 2 500 employés, d'avoir des bureaux dans 46 pays différents, dont son QG en France, et d'agir à une échelle globale en opérant dans plus de 170 pays. Listée sur l'Euronext depuis le 23 septembre 2021, l'entreprise a aujourd'hui une capitalisation boursière de €1.788 milliards (Euronext, 2023) et a réalisé €3.404 milliards de chiffre d'affaires en 2022 (Exclusive Networks, 2023b).

Part des ventes

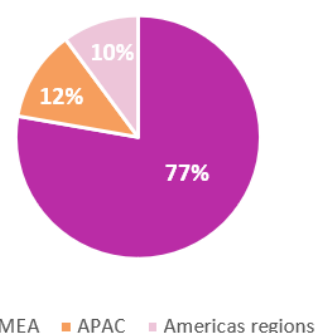


Figure 1 : répartition géographique des ventes  
Source : Exclusive Networks Investor Presentation (2022)

### 1.1.2 Position dans l'industrie

D'après Canalys (2021), une entreprise reconnue pour ses recherches sur les canaux technologiques, la structure de l'industrie est organisée comme indiqué sur la Figure 2. Plus de deux tiers des ventes sont réalisés via un modèle de distribution à deux niveaux (« two-tier distribution model »), c'est-à-dire que les

Total shipments by channel and end customer

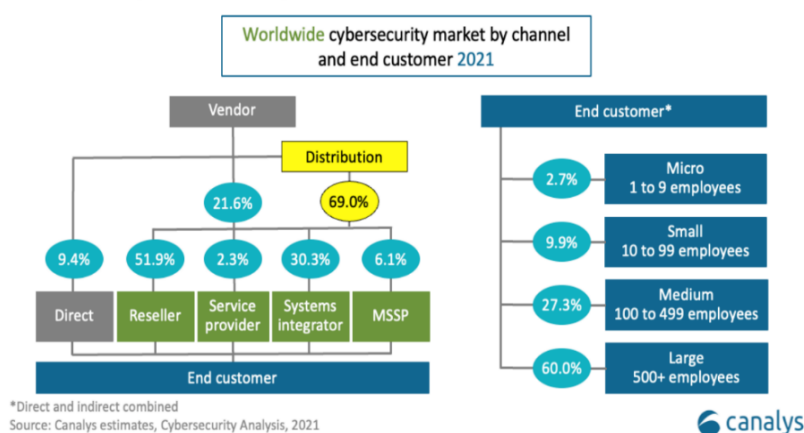


Figure 2 : structure du marché global de la cybersécurité  
Source : Universal Registration Document de Exclusive Networks (2022)

vendeurs utilisent les services de distributeurs pour vendre leurs produits à leurs partenaires,

qui eux-mêmes les vendront aux consommateurs finaux (Lutkevich et al., 2022). Environ un cinquième des ventes est réalisé via un modèle de distribution à un niveau, lorsque les vendeurs vendent d'abord aux partenaires qui vendront aux consommateurs finaux, et le reste des ventes se fait directement à ces derniers.

Ce type de modèle de distribution possède des avantages pour les différentes parties qui le composent. Il facilite aux entreprises et consommateurs finaux, n'ayant pas nécessairement la taille, les moyens ou l'emplacement pour établir des relations de ventes directes avec certains grands vendeurs, l'accès aux produits de ces derniers grâce au réseau des distributeurs (Lutkevich et al., 2022). Dans son article, Willis (2017) met en évidence plusieurs avantages de la distribution à deux niveaux. Il mentionne que les fabricants peuvent étendre rapidement leur marché, ainsi qu'en explorer de nouveaux de manière flexible et rapide, en s'appuyant sur les réseaux déjà existants des distributeurs. Il parle également du fait que les fabricants peuvent se concentrer sur leur expertise et sur leurs produits, laissant aux distributeurs la gestion de la chaîne d'approvisionnement et des autres aspects ayant une moindre importance pour eux en termes de développement technologique. Enfin, il explique que la distribution à deux niveaux facilite la réponse rapide à la demande des consommateurs, en acheminant les produits vers les points de vente locaux, dont l'atteinte peut représenter des coûts importants en termes de logistique et de transport s'ils ne passaient pas par un distributeur. En plus de ces avantages pour les vendeurs et les clients, les distributeurs comme Exclusive Networks proposent une série de services et d'accompagnements liés à la vente de produits. L'ensemble des éléments mentionnés précédemment permettent de réduire les coûts, de soutenir les vendeurs dans le développement de leurs activités et d'aider les clients à se procurer les produits plus aisément.

Ce modèle de distribution permet donc une création de valeur importante, bien qu'il tende à évoluer. Deux articles (Farache, 2018 ; Gately, 2018) mentionnent des éléments expliqués par Sergio Farache, un professionnel de l'IT avec 25 ans d'expérience dans le secteur des technologies. Celui-ci explique que ce modèle offre des avantages significatifs en termes d'échelle, de valeur et d'expertise des différents acteurs, et qu'il tend à perdurer. Cependant, afin d'être plus efficace, il devrait se transformer en un écosystème numérique de distribution, où tous les acteurs, producteurs et consommateurs, peuvent contribuer à la création de valeur ajoutée. Grâce à de nouvelles plateformes numériques, les transactions pourront être facilitées, en éliminant les points de friction et en utilisant les données du marché pour anticiper les besoins des différents niveaux du modèle. Cette évolution permettra aux acteurs de saisir toutes les opportunités, tout en répondant aux besoins de manière plus complète. Les entreprises qui

s'adaptent rapidement seront bien positionnées, tandis que celles qui restent attachées au modèle actuel pourraient être confrontées à une diminution de leur rentabilité, ainsi qu'à des limitations dans leur capacité à exploiter pleinement les opportunités disponibles.

Exclusive Networks doit donc participer à cette évolution si l'entreprise souhaite conserver ou augmenter ses parts de marché dans ce modèle. C'est d'ailleurs ce qu'elle réalise en créant des services numériques tel que « Exclusive On Demand (X-OD) », qui sera développé dans la partie suivante. Une évolution du modèle dans cette direction forcerait l'entreprise à s'adapter à cet écosystème numérique, mais elle a l'air d'en être consciente et de prendre les décisions nécessaires pour aller dans le bon sens.

### **1.1.3 Produits et services**

En tant que distributeur, Exclusive Networks se situe donc entre les vendeurs de produits et de solutions de cybersécurité, et les clients revendeurs intéressés. L'entreprise achète et revend ces produits et solutions à ses clients, ce qui permet ainsi aux vendeurs d'étendre la portée de leurs activités grâce à son réseau. Cela permet aussi aux clients d'accompagner leurs achats par de l'expertise et par des services pouvant répondre à leurs besoins. Les vendeurs peuvent utiliser l'expertise de l'entreprise, notamment ses connaissances des marchés et des juridictions locales. Environ 25 % de l'effectif de l'entreprise est constitué d'ingénieurs, pouvant donc apporter leur expertise respective (Exclusive Networks, 2022b).

L'entreprise vend uniquement les produits des vendeurs qui se situent dans certains segments spécifiques, et les solutions que l'entreprise fournit aux revendeurs sont directement liées à la cybersécurité. Leur portfolio de solutions est vaste et comprend, par exemple, des solutions de sécurité pour les réseaux, les points d'accès, les mails et leur contenu, les applications, l'accès au Cloud et le stockage, ainsi que d'autres solutions de gestion telles que la gestion des identités et des accès (IAM), des informations et des événements de sécurité (SIEM), des données et de leur protection, de l'internet des objets (IoT). Les solutions proposées ne s'arrêtent pas là et comprennent encore des renseignements sur les cybermenaces et d'autres applications. L'entreprise offre une gamme de solutions numériques, telles que des logiciels antivirus, des plateformes de gestion des identités et des accès, ainsi que des outils de détection des cybermenaces. Elle propose également des solutions physiques, comme des équipements de sécurité réseau, des plateformes de stockage et des appareils de contrôle d'accès.

Exclusive Networks est une entreprise que l'on peut qualifier de « Value-Added Distributor » (VAD), c'est-à-dire une entreprise qui propose des services supplémentaires à la simple

distribution de produits, ce qui crée de la valeur ajoutée pour ses clients, vendeurs et revendeurs. Pour les vendeurs, l'entreprise souhaite les considérer comme faisant partie de l'organisation, et donc les aider dans leur croissance en leur proposant des services pour développer leur business sur plusieurs aspects comme la finance, les transactions et la croissance de leurs activités (Exclusive Networks, 2022b).

Au niveau financier, Exclusive Networks fournit des aides concernant l'approvisionnement de liquidité en gérant les encaissements de cash sur le marché des revendeurs. Ce dernier est très fragmenté, et les conditions de paiement ainsi que les changements de devises varient d'un pays à l'autre. Concernant les transactions, l'entreprise propose des services de gestion des produits, notamment grâce à des services de consolidation, de transit et de stockage dans sa vingtaine d'entrepôts. Elle fournit également des services de conseil sur la planification et la stratégie, de l'aide à la vente, et souhaite une collaboration globale couplée d'une exécution locale (Exclusive Networks, 2022b).

Concernant les services liés à la croissance de l'activité des vendeurs, l'entreprise en met plusieurs à disposition, comme des services « Business Intelligence », tel que la transmission d'informations sur l'activité et les ventes, des services de gestion de chaînes de distribution via des spécialistes de conseils, ainsi que des services de préventes ou d'ingénierie. Des services de marketing sont mis en place pour les annonces, les lancements de produits, le développement stratégique, la planification des médias, l'engagement des prospects et tous les aspects relatifs au marketing. Enfin, le groupe propose aussi des formations commerciales et techniques, des formations autour des produits, ainsi que du support technique (Exclusive Networks, 2022b).

Un autre aspect qui leur permet de créer de la valeur ajoutée est leur activité à une échelle globale, mais également locale. Exclusive Networks opère globalement en travaillant avec des fournisseurs venant de plusieurs continents et en proposant des services de livraison internationaux, mais également localement en proposant leurs services à une plus petite échelle, entre autres via leur suivi de livraison. Cela a permis à l'entreprise de se construire un réseau de plus de 290 vendeurs et une clientèle de plus de 25 000 partenaires, qui desservent des consommateurs finaux dans 170 pays différents (Exclusive Networks, 2022a).

Exclusive Networks offre également des services à ses revendeurs, c'est-à-dire ses clients. Pour l'aspect financier, elle propose des remises en fonction de la qualité du crédit. Concernant les transactions, elle offre des services de logistique, de devis et de commande. Elle propose également un système de suivi, une facturation dans la monnaie locale et des services de gestion

globale. Pour la croissance des revendeurs, l'entreprise offre un soutien marketing, des services de consultance, des services événementiels, des formations sur les produits, les ventes et la technique, ainsi qu'une assistance technique et après-vente disponible 24 heures sur 24 (Exclusive Networks, 2022b).

Un autre service que l'entreprise a mis en place en octobre 2020 est leur plateforme « Exclusive On Demand (X-OD) », proposée en marque blanche. Celle-ci permet aux revendeurs de créer leurs propres services à la demande pour leurs clients en proposant leurs produits et les produits des vendeurs de Exclusive Networks sur demande via un service d'abonnement. L'objectif de la plateforme est d'apporter de la digitalisation et de la flexibilité, ainsi que de faciliter la croissance des revendeurs (Exclusive Networks, 2022b).

## **1.2 Marché de la cybersécurité**

### **1.2.1 Tendances du marché et facteurs clés de croissance**

Exclusive Networks se situe dans le marché de la cybersécurité. Ce dernier représentait un chiffre d'affaires de \$156 milliards en 2022, avec une projection à \$262 milliards pour 2027, soit un CAGR de 10,9 % par an de 2023 à 2027 (Statista, 2022). D'après un article de McKinsey & Company, ce marché représenterait une opportunité de \$2 000 milliards pour les fournisseurs de technologies et de services de cybersécurité, comme indiqué sur la Figure 3. En d'autres termes, bien que le marché puisse avoir un potentiel de croissance important et atteindre éventuellement une valeur de ce montant, ce n'est pas le cas aujourd'hui. Ce chiffre représente une estimation de la taille potentielle du marché à l'avenir, si les taux de croissance se maintiennent et si les fournisseurs et les investisseurs travaillent pour mieux répondre aux besoins des segments mal desservis, améliorer la technologie et réduire la complexité (Aiyer et al., 2022). L'ampleur de ce montant s'explique par plusieurs raisons.

Tout d'abord, selon Cybersecurity Ventures, une entreprise qui est l'un des principaux chercheurs de la cyberéconomie, les coûts liés à la cybercriminalité augmenteront de 15 % par an, et atteindront \$10 500 milliards en 2025, soit une augmentation de plus de 300 % par rapport à 2015. Ces coûts englobent les dommages et la destruction de données, la perte de productivité, le détournement de fonds, la fraude, les perturbations du fonctionnement normal de l'entreprise après une attaque, les enquêtes, la restauration et la suppression de données et de systèmes piratés, les dommages à la réputation, ainsi que les vols d'argent, de propriété intellectuelle et de données personnelles ou financières (Morgan, 2022). La Figure 3 montre que la pénétration de marché moyenne actuelle de 10 % permet un montant d'opportunités important. Cette faible

pénétration serait notamment due à un budget sous-financé des CISOs dans les entreprises (Aiyer et al., 2022).

**The global cybersecurity total addressable market may reach \$1.5 trillion to \$2.0 trillion, approximately ten times the size of the vended market.**

Global cybersecurity market size, 2021, \$ trillion

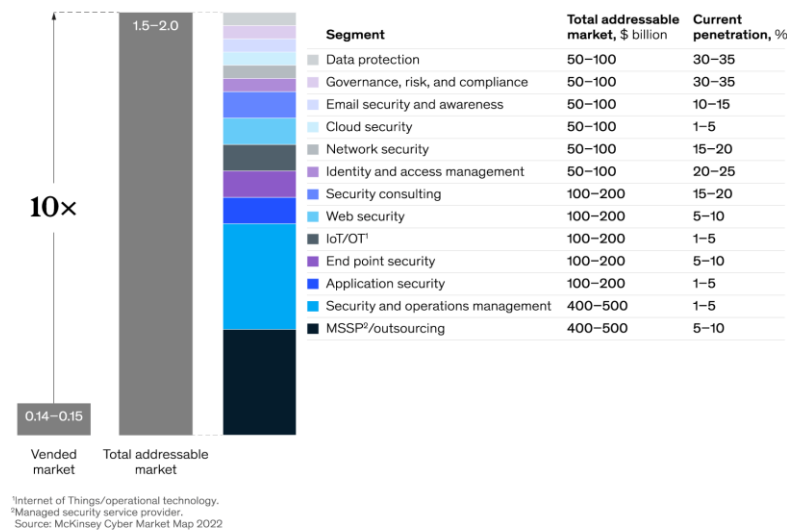


Figure 3 : taille du marché global et potentiel de la cybersécurité en 2021  
 Source : article en ligne de McKinsey & Company (2022)

Le nombre grandissant de cyberattaques sur les PME est également un facteur à prendre en compte lorsqu'on parle de croissance du marché. Ces entreprises sont davantage sensibles à certains logiciels malveillants, comme les « ransomwares », car leur taille ne leur permet parfois pas d'employer une équipe responsable de la sécurité (Aiyer et al., 2022).

Les réglementations liées à la cybersécurité dans les entreprises sont aussi un aspect important pour la croissance du marché. Dans le monde entier, les règles concernant la protection des données deviennent de plus en plus strictes et les entreprises doivent prendre des dispositions pour se mettre aux normes. Un exemple de loi est la Directive sur la sécurité des réseaux et des systèmes d'information, appelée directive NIS, ayant pour but d'atteindre un niveau élevé de cybersécurité dans toute l'Union Européenne qui soit commun entre les différents pays (Parlement européen, 2023). Le Parlement souhaite mettre à jour cette directive, notamment en élargissant le nombre de secteurs concernés et en mettant en place des obligations plus strictes. Cela créera donc davantage d'opportunités pour les entreprises du secteur de la cybersécurité.

D'autres facteurs sont responsables de ce marché grandissant, comme la pénurie de talents dans la cybersécurité, qui profite aux entreprises de services du secteur, et l'augmentation du niveau d'engagement des clients face aux défis auxquels ils sont confrontés et à la complexité de ceux-ci (Aiyer et al., 2022). Le secteur a connu une croissance du nombre d'emplois vacants de 350 % entre 2013 et 2021, passant de 1 million à 3,5 millions, et cette pénurie devrait encore persister (Sausalito, 2023). Selon un article du New York Times, publié en 2022, le taux de chômage parmi les experts en cybersécurité est extrêmement bas, s'élevant à environ 0,2 % (Dominus, 2022).

Tous ces facteurs sont responsables de la croissance du marché de la cybersécurité, et d'après Canalys, les investissements et les dépenses liés à la cybersécurité augmenteront de 13,2 %, rien qu'en 2023, car les entreprises souhaitent augmenter leur défense, leur capacité de détection et leur réaction aux possibles incidents (Canalys, 2023).

### **1.2.2 Clientèle de l'entreprise**

Exclusive Networks se situe en tant que distributeur dans le « two-tier model ». L'entreprise travaille avec différents types de clients. Les « Cloud Services Providers (CSP) » sont des entreprises proposant des composants, des infrastructures ou des services liés au cloud (Chai & Smith, 2022). Les « Systems Integrators (SI) » construisent des systèmes informatiques pour leurs clients en combinant des composants, des produits de stockage des réseaux, des logiciels, etc. (Smith & Moore, 2018). Les « Global Systems Integrators (GSI) » sont des SI de plus grande échelle ayant plusieurs bureaux dans le monde entier et un nombre d'employés plus élevé, allant jusqu'à des centaines de milliers (Ramirez, 2022). Les « Managed Service Providers (MSP) » sont des sociétés qui proposent en particulier des services de gestion d'infrastructures IT à d'autres entreprises (Gillis & Moore, 2021). Les « Managed Security Service Provider (MSSP) », quant à eux, aident les entreprises à se protéger des menaces informatiques en leur vendant des services de sécurité comme de la surveillance et de la gestion de cybersécurité (Smith, 2021). Les « Solutions Providers (SP) » sont des entreprises qui prennent en charge les besoins de leurs clients en leur vendant des solutions, produits ou services, de la conception à l'installation (Hanna & Bigelow, 2022). Les derniers types de clients sont les entreprises de télécommunication (Telcos) et les « Value-Added Resellers (VAR) », qui sont des entreprises revendant des produits tels que des logiciels ou du matériel, et qui proposent, en plus de la vente, des services qui apportent de la valeur ajoutée comme, entre autres, du conseil, l'installation des produits, et des formations (Gillis, 2022). Parmi les 290 vendeurs partenaires avec lesquels l'entreprise collabore, plusieurs font partie des plus grandes entreprises du secteur de la cybersécurité en matière de capitalisation boursière, comme Palo Alto Networks, Fortinet ou CrowdStrike (Companiesmarketcap, 2023), tandis que d'autres font partie des leaders dans leur marché respectif (Exclusive Networks, 2022b).

Comme expliqué précédemment, Exclusive Networks est active dans la plupart des sous-marchés du marché de la cybersécurité et n'agit donc pas exclusivement dans l'un d'entre eux. Les risques auxquels l'entreprise s'expose sont donc inhérents au marché de la cybersécurité en général et à son rôle de VAD.

### **1.2.3 Risques liés au marché**

Concernant le marché de la cybersécurité, plusieurs risques sont identifiables. Tout d'abord, le marché de la cybersécurité est très fragmenté et compétitif (Exclusive Networks, 2022b). Bien que les activités de l'entreprise ne soient pas directement la création des produits, il est important pour celle-ci d'être innovante afin de développer un avantage compétitif sur le reste des entreprises concurrentes du secteur.

Ensuite, il y a un manque de personnes compétentes sur le marché de la cybersécurité. L'entreprise est exposée à ce risque et doit être capable de recruter, former et garder ses employés afin de pouvoir se démarquer grâce à son expertise. En tenant compte de la croissance du marché et de l'augmentation des cyberattaques de plus en plus avancées, il est essentiel pour les entreprises du secteur de développer l'expertise nécessaire afin de pouvoir proposer des solutions innovantes et de se démarquer de la compétition (Aiyer, Caso, & Sorel, 2022).

Au niveau des activités de l'entreprise en tant que VAD dans le marché de la cybersécurité, plusieurs risques sont à prendre en compte. Tout d'abord, l'entreprise est dépendante des partenaires avec lesquels elle collabore, ceci entraînant le risque de perdre une partie de son activité si les accords avec ceux-ci ne sont pas maintenus. Il est donc important que Exclusive Networks puisse garder ces accords, particulièrement ceux avec ses vendeurs partenaires qui sont à la base de son activité. Il est d'autant plus important de pouvoir conserver les vendeurs clés qui représentent la plus grosse partie de ses ventes, compte tenu du fait que ses 5 vendeurs principaux représentent 61 % de ses ventes, ce chiffre montant à 81 % pour les 20 vendeurs principaux (Exclusive Networks, 2022b). Un deuxième risque lié au premier serait l'incapacité de l'entreprise à attirer de nouveaux vendeurs partenaires. Le marché étant compétitif et évoluant rapidement, l'entreprise se doit de tenir le rythme en ayant des partenaires à la pointe de la technologie en termes de solutions et de produits proposés, afin de répondre aux nouvelles menaces qui se développent (Aiyer et al., 2022).

La présence internationale de l'entreprise amène également une part de risque. Les services financiers mentionnés précédemment peuvent poser un problème, par exemple si un taux de change évolue à son désavantage, si un changement de juridiction a lieu dans un des pays où l'entreprise exerce ses activités, ou si un changement macroéconomique majeur apparaît (Exclusive Networks, 2022b).

### 1.3 Position de l'entreprise

Dans le marché de la cybersécurité, Exclusive Networks est un VAD du two-tier model, comme indiqué sur la Figure 2. Selon Canalys, le marché global des produits et services de cybersécurité pour les entreprises représenterait environ \$61 milliards en 2021, dont \$41 milliards de two-tier model. La part de marché de Exclusive Networks dans ce dernier est de 7,4 % (Exclusive Networks, 2022b).

#### 1.3.1 Cinq forces de Porter

Concernant la compétition dans l'industrie, l'utilisation des cinq forces de Porter permet d'en analyser la structure (Porter, 2008).

##### 1.3.1.1 Menace de nouveaux entrants

Le marché de la cybersécurité présente de fortes barrières à l'entrée, notamment à cause du manque de personnes qualifiées, comme susmentionné. Les connaissances nécessaires ainsi que l'évolution constante de la technologie dans cette industrie représentent des obstacles pour les nouveaux entrants. L'importance d'un réseau de partenaires bien construit, comme le réseau possédé par Exclusive Networks, est un atout difficile à acquérir, particulièrement si d'autres entreprises sont déjà bien implantées sur le marché. Pour concurrencer l'entreprise dans son secteur d'activité de two-tier distributeur, un nouvel entrant rencontrera des difficultés à accéder aux mêmes chaînes de distribution. Cependant, comme l'indique la Figure 3, le marché total adressable est vaste en comparaison au marché actuel, ce qui montre qu'il y a des opportunités qui restent à saisir.

##### 1.3.1.2 Pouvoir de négociation des fournisseurs

Les fournisseurs dans le marché de la cybersécurité, sont à la base de l'activité de l'industrie. Cependant, leur pouvoir n'en est pas pour autant aussi élevé. Comme observable sur la Figure 4, aucun des fournisseurs n'a réellement de monopole dans l'industrie, il n'y en a pas un qui se démarque au niveau du pouvoir de négociation. De plus, les fournisseurs dépendent de l'industrie pour générer leurs revenus, et

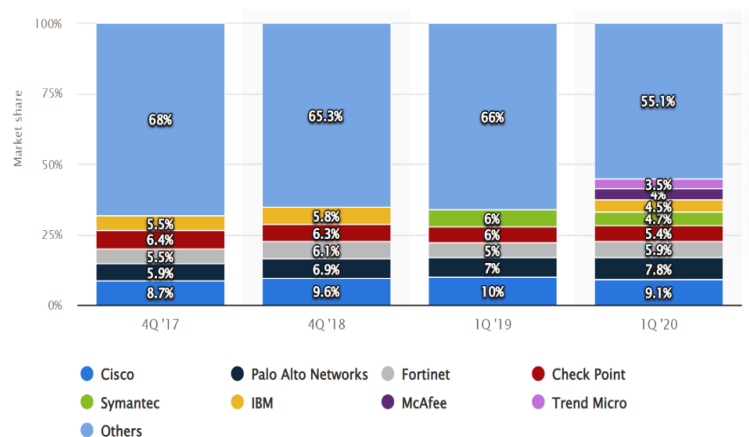


Figure 4 : parts de marché des principaux fournisseurs de cybersécurité dans le monde de 2017 à 2020

Source : Statista (2023)

ont donc tout intérêt à la protéger en ne proposant pas de prix déraisonnables, qui auront un effet néfaste (Porter, 2008). Du fait du nombre de vendeurs, Exclusive Networks ne fait pas face à d'importants pouvoirs de négociation venant de leur part. En outre, aucun de leurs vendeurs n'excédait individuellement 8,1 % des ventes totales de l'entreprise dans un pays spécifique en 2021. Cela montre que l'entreprise fait attention à sa diversification géographique, mais il faut cependant mentionner que ses 5 vendeurs les plus importants représentent 61 % de ses ventes globales (Exclusive Networks, 2022b), et possèdent donc un pouvoir de négociation global, non spécifique à un pays. L'entreprise ne dépend donc pas d'un fournisseur spécifique dans un pays en particulier, mais l'importance globale de ces fournisseurs augmente considérablement leur pouvoir de négociation.

Concernant les « switching costs », Exclusive Networks n'en rencontre pas de fondamentaux. L'entreprise est déjà active dans le monde entier, et si deux fournisseurs proposent des solutions similaires qu'elle peut vendre, il n'y aura pas de conséquences majeures dans l'apprentissage vis-à-vis de ce changement. Cependant, si une solution proposée par un des vendeurs n'a pas encore de substitut, alors ce fournisseur aura un pouvoir de négociation sur l'entreprise (Porter, 2008).

### 1.3.1.3 Pouvoir de négociation des acheteurs

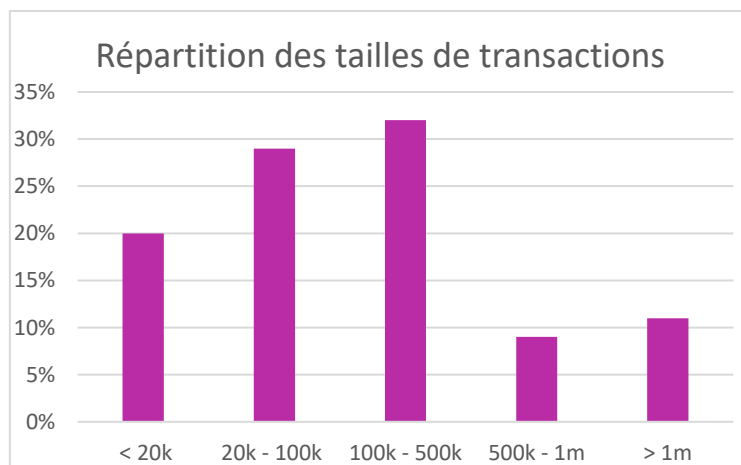


Figure 5 : répartition des tailles de transaction d'Exclusive Networks  
Source : Universal Registration Document de Exclusive Networks (2022)

Exclusive Networks possède un réseau de plus de 21 000 revendeurs, réduisant leur pouvoir de négociation face à l'entreprise à cause de leur nombre. L'entreprise présente également des tailles de transactions variées, comme indiqué sur la Figure 5, ce qui montre qu'elle n'a que peu d'acheteurs dont la perte

impacterait significativement le chiffre d'affaires. Ensuite, l'offre proposée par l'entreprise en matière de réseau mondial et de package de services accompagnant les produits, y compris l'expertise, est propre à l'entreprise et difficilement imitable. Il semble donc raisonnable de dire que les risques à ce propos sont moindres (Porter, 2008).

#### **1.3.1.4 Menace de produits ou services de substitution**

Parmi tous les produits et services proposés par l'entreprise, il est clair que des substituts doivent exister pour beaucoup d'entre eux. Cependant, la force de Exclusive Networks ne se situe pas dans un seul produit ou un seul service proposé. C'est l'ensemble du package fourni par l'entreprise qui lui permet de se différencier face à la concurrence. L'entreprise ne cesse d'agréments son offre au fil du temps, afin de toujours proposer des services qui puissent satisfaire ses clients. Par exemple, en 2022, l'entreprise a lancé un programme global de formation à la cybersécurité appelé « Exclusive Academy », ayant pour but de répondre à la pénurie de talents et de compétences dans le secteur de la cybersécurité (Exclusive Networks, 2022c). Un autre exemple est le programme « Exclusive On Demand (X-OD) » lancé en octobre 2020, comme expliqué précédemment (Exclusive Networks, 2022b).

#### **1.3.1.5 Rivalité entre les concurrents existants**

Exclusive Networks est en compétition avec plusieurs entreprises de type VAD dans différentes catégories. L'entreprise elle-même les répartit en 3 catégories différentes : les « Global Broadliners », les « Regional Broadliners » et les « Regional Specialists ». Selon les rapports de marché de l'entreprise, celle-ci aurait une place unique dans le marché, alliant expertise et couverture globale.

Dans les « Global Broadliners », l'entreprise est en compétition avec plusieurs autres entreprises, notamment Arrow ECS, Ingram Micro et TD Synnex. Arrow ECS est un VAD ayant des bureaux dans de nombreux pays à travers le monde, fournissant des services d'expertise et d'accompagnement de spécialistes, en plus des produits et solutions qu'il propose similairement à Exclusive Networks. Le distributeur a réalisé \$37.1 milliards de ventes consolidées dans le monde en 2022, en comparaison aux \$4.5 milliards de ventes de Exclusive Networks. C'est donc un concurrent majeur de l'entreprise dans son industrie. Bien que Arrow ECS soit davantage présente en Amérique et en Asie que Exclusive Networks, l'entreprise réalise tout de même \$7.6 milliards de ventes en Europe, contre \$3.5 milliards pour Exclusive Networks. Il faut cependant bien noter que l'entièreté des ventes de Arrow ECS ne sont pas du domaine de la cybersécurité, même s'il s'agit d'une partie de leur business, car l'entreprise vend d'autres types de produits (Arrow Electronics, 2023b). De manière similaire, Ingram Micro et TD Synnex ne sont pas des entreprises spécialisées uniquement dans la cybersécurité. Elles restent cependant des concurrentes importantes car elles offrent des solutions de cybersécurité, souvent accompagnées de services, provenant parfois des mêmes vendeurs qu'Exclusive Networks. La différence se fait donc dans la qualité des services proposés, ainsi que dans

l'expertise et les connaissances spécialisées, les produits de cybersécurité n'étant pas nécessairement leurs produits principaux.

Les « Regional Broadliners », similairement aux Global, proposent des produits de cybersécurité sans pour autant être spécialisés uniquement dans la cybersécurité. La différence est qu'ils sont plus présents dans une région particulière, comme l'Europe pour Also, bien que l'entreprise soit désormais plus globale qu'avant, (Also, 2023b), l'Italie et l'Europe principalement pour Sesa (Sesa, 2022), ou l'Asie et l'Afrique pour Redington (Redington Group, 2023). Exclusive Networks se démarque donc par sa portée internationale et son expertise.

Finalement, les « Regional Specialists » sont des entreprises plus expertes que les « broadliners », mais n'ayant pas une portée aussi grande. Par exemple, Nuvias, Starlink et Vuzion, font partie du groupe Infinigate, un VAD avec des bureaux dans 30 pays dans la zone EMEA, doté d'une « expertise technique approfondie » (Infinigate, 2022). Ces entreprises ont donc une expertise dans le domaine de la cybersécurité et dans ses solutions, mais une couverture géographique moins importante.

Il est clair que l'industrie dans laquelle Exclusive Networks se trouve est compétitive, avec des acteurs de taille, de portée et d'expertise différentes. Les entreprises de l'industrie se partagent parfois les mêmes vendeurs, et proposent des services se voulant équivalents, bien qu'ils ne soient pas réellement identiques et restent propres à chaque entreprise. Exclusive Networks souhaite donc se placer en tant qu'expert ayant la portée géographique, une place que beaucoup d'entreprises n'ont pas. Il y a cependant un risque évident lié à cette compétition importante.

## **1.4 Motivation, vision et stratégie**

### **1.4.1 Direction de l'entreprise**

Les objectifs futurs, les priorités et la stratégie de l'entreprise peuvent se résumer en 3 points : vendeurs, services et fusions-acquisitions. Les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance sont aussi pris en compte par l'entreprise dans ses activités.

Tout d'abord, l'activité de Exclusive Networks se reposant sensiblement sur les vendeurs, ceux-ci ont une place importante dans son futur. Pour cette raison, elle souhaite notamment continuer de tirer parti de la croissance des vendeurs actuels, qui est soutenue par la croissance générale du marché de la cybersécurité et des sous-marchés qui le composent. Les fusions-acquisitions, que ces vendeurs réalisent, permettent aussi indirectement à Exclusive Networks de croître à travers elles, comme par exemple l'acquisition récente de Cider Security par Palo Alto

Networks pour \$195 millions (Palo Alto Networks, 2022). L'aspect « one-stop-shop » de l'entreprise lui permet de profiter de la croissance de ses vendeurs car ses clients ont souvent le besoin d'acheter plusieurs produits différents, venant parfois de plusieurs fournisseurs différents. De plus, aucun des vendeurs principaux de l'entreprise n'est présent dans l'entièreté du globe, ce qui laisse à l'entreprise une opportunité d'étendre les territoires de ses vendeurs et de profiter de cette expansion elle-même. La conquête du marché américain de la cybersécurité est également un objectif de l'entreprise, étant donné sa taille et ses parts dans le marché mondial. Finalement, Exclusive Networks souhaite continuer d'ajouter des vendeurs à son portfolio afin de parfaire son offre de solutions et les segments de cybersécurité qu'elle couvre (Exclusive Networks, 2022b).

Ensuite, l'entreprise souhaite continuer d'adapter ses services et d'en créer de nouveaux afin de proposer les meilleures solutions possibles à ses vendeurs et ses clients, comme récemment avec la plateforme « Exclusive On Demand ». Cela passe notamment par des fusions-acquisitions, un autre point important sur lequel l'entreprise se concentre. C'est une manière pour elle de s'étendre géographiquement en acquérant des entreprises situées dans des régions où ses parts de marché ne sont pas encore importantes. Au cours des 10 dernières années, 18 acquisitions ont été réalisées (Exclusive Networks, 2022a).

#### **1.4.2 Facteurs ESG<sup>1</sup>**

Exclusive Networks reconnaît l'importance des risques ESG et s'engage activement à les gérer de manière responsable. L'entreprise accorde une attention particulière à des domaines clés tels que la gestion des talents, la protection de l'environnement, la gouvernance d'entreprise et l'éthique des affaires.

Pouvoir identifier, recruter et conserver des collaborateurs expérimentés est crucial pour la réussite de l'entreprise dans le marché de la cybersécurité, particulièrement compte tenu de la concurrence et de la pénurie en termes de talents dans ce marché. Le risque lié à cela est conséquent et peut impacter la gouvernance et la gestion des projets dans l'entreprise. Celle-ci a donc pris des actions concrètes comme la création de plans de succession, d'un plan d'attribution d'actions gratuites, de différents programmes de formation, d'une politique de diversité, d'équité et d'inclusion avec des objectifs et des initiatives établis, ainsi que de campagnes pour la santé de ses collaborateurs, notamment via la sensibilisation au stress et à

---

<sup>1</sup> Il est difficile de trouver des informations sur les risques ESG auxquels Exclusive Networks fait face, en dehors des documents fournis par l'entreprise. Cette partie a donc été rédigée en partie grâce aux « Universal Registration Documents » de 2021 et 2022, publiés sur le site de l'AMF par l'entreprise.

l'importance de la santé mentale. Les plans de succession ont pour but d'assurer la continuité de l'entreprise, en identifiant et en formant des employés capables de prendre des postes clés à l'avenir. Enfin, elle a également mis en place un sondage annuel anonyme pour les employés afin d'obtenir leur opinion sur ces diverses mesures et sur d'autres thèmes variés (management, sentiment d'appartenance et d'implication, communication, etc.) (Exclusive Networks, 2023b).

Consciente de l'importance des problématiques environnementales, Exclusive Networks souhaite mettre en œuvre des mesures visant à réduire son impact et intégrer ces actions dans le cadre des objectifs de développement durable (SDG). En tant qu'entreprise du secteur tertiaire, la majeure partie de son impact provient du scope 3 de ses émissions de carbone qui représente 99 % de ses émissions totales en 2022, soit 658 715 sur 663

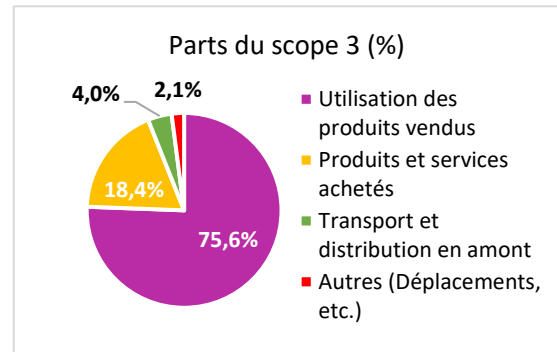


Figure 6 : répartition des parts des émissions carbonées du scope 3

Source : Universal Registration Document de Exclusive Networks (2023)

139 t eqCO<sub>2</sub>, dont la répartition se trouve à la Figure 6. L'utilisation des produits vendus est basée sur la consommation d'électricité dans le pays de vente, estimée pour une durée de vie de cinq ans. La répartition est donc de 76,61 % des émissions en aval et 23,39 % en amont. Ces éléments soulignent l'importance de la collaboration de l'entreprise avec ses fournisseurs et ses clients pour réduire l'empreinte carbone tout au long de sa chaîne de valeur. Bien qu'il soit difficile de collecter des données précises sur les émissions de gaz à effet de serre, la consommation d'eau et la gestion des déchets, en raison du fait que la majorité des sites d'exploitation soient loués, l'entreprise est en train d'estimer ces chiffres et de les prendre en compte dans son bilan carbone. De plus, elle s'efforce de trier ses déchets et de les diriger vers le recyclage ou la valorisation, conformément aux infrastructures de traitement locales (Exclusive Networks, 2023b).

La situation actuelle de l'entreprise, malgré des prises de conscience sur les enjeux environnementaux, nécessite une amélioration significative de mesures en faveur de la durabilité. Actuellement, peu d'actions concrètes ont été mises en place pour réduire son impact environnemental. Pour aller de l'avant, Exclusive Networks pourrait mettre en place un suivi plus rigoureux des émissions de gaz à effet de serre, intensifier sa collaboration avec les fournisseurs pour promouvoir des produits plus écologiques, sensibiliser davantage ses clients à l'efficacité énergétique et investir dans des technologies écoénergétiques pour ses propres opérations. Dans le contexte de ses émissions de carbone, l'entreprise devrait particulièrement

se concentrer sur la partie en aval de sa chaîne de valeur, qui représente la majeure partie de son impact environnemental. En mettant en place des stratégies pour réduire la consommation énergétique de ses produits vendus avec ses fournisseurs, l'entreprise pourrait significativement diminuer ses émissions de carbone associées à leur utilisation par ses clients. Elle pourrait également mettre en place un prix implicite du carbone afin d'en voir les conséquences sur ses résultats financiers, ce qui sera évalué dans le chapitre 3. Ces mesures proactives lui permettraient de mieux contribuer au développement durable et d'adopter une approche plus responsable envers l'environnement.

En termes de gouvernance, Exclusive Networks est consciente des risques liés aux cyberattaques, à la sécurité des systèmes, ainsi qu'à la violation des données personnelles, particulièrement celles de ses employés. L'entreprise reconnaît que les cyberattaques et les violations de la confidentialité des données peuvent entraîner de graves conséquences, comme la divulgation de données sensibles, des dommages financiers et juridiques, des préjudices à la réputation et une perte de confiance dans sa marque. L'entreprise prend par conséquent des mesures proactives pour renforcer la sécurité de ses systèmes, prévenir les cyberattaques et assurer la protection des données personnelles, afin de minimiser ces risques et de préserver la confiance de ses clients et partenaires. Cela passe par l'installation d'un centre des opérations de sécurité, le renforcement de son équipe de cybersécurité et la sensibilisation de ses employés aux risques associés. En outre, elle coopère activement avec les autorités compétentes et se conforme aux normes de sécurité internationales (Exclusive Networks, 2023b).

Exclusive Networks adopte une approche rigoureuse pour se conformer aux réglementations commerciales nationales et internationales. L'entreprise a instauré un plan interne dédié au respect des réglementations de contrôle des exportations et des embargos. Ce plan comprend des procédures adaptées, des outils informatiques, des programmes de sensibilisation des employés et des audits réguliers. Afin de garantir une conformité efficace dans toutes les filiales, elle a nommé un responsable chargé de superviser et de veiller à la conformité aux réglementations dans l'ensemble du groupe (Exclusive Networks, 2023b).

Consciente des risques liés à la corruption, l'entreprise s'engage à maintenir une éthique des affaires irréprochable. En raison de son expansion dans des pays où la corruption est prévalente et de son modèle basé sur un réseau de partenaires, elle identifie les risques de corruption liés à ses activités et se conforme aux lois et réglementations anti-corruption, notamment via l'instauration d'un programme dédié à la conformité. Celui-ci comprend des procédures régulièrement mises à jour, des évaluations des risques, des formations et des campagnes de

sensibilisation pour les employés. De plus, elle a établi un système d'alerte interne et externe pour signaler les actes suspects, et des mesures disciplinaires appropriées sont prises en cas de non-conformité (Exclusive Networks, 2023b).

### 1.4.3 Actionnariat et cours de l'action

Exclusive Networks a réalisé son IPO en septembre 2021. Son but était de lever des fonds pour diminuer ses dettes et améliorer sa souplesse financière, afin d'accélérer la croissance de l'entreprise et soutenir sa stratégie de développement (Exclusive Networks, 2021).

Répartition des actions

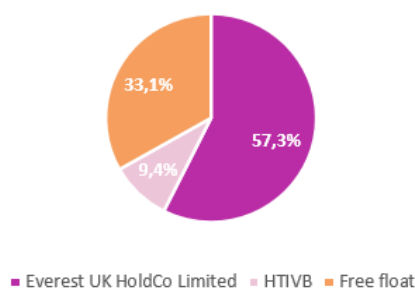


Figure 7 : répartition des actions de Exclusive Networks en 2023  
Source : Bloomberg (2023)

La Figure 7 présente les actionnaires principaux de l'entreprise (Bloomberg, 2023). Everest UK HoldCo Limited (57,28 %) est une entreprise de holding possédée par Permira, une société d'investissement anglaise. HTIVB (9,36 %) est, quant à elle, une entreprise de gestion de fonds française contrôlée par Olivier Breittmayer, ancien CEO de Exclusive Networks durant 15 ans et actuel membre non exécutif du CA, ainsi que Senior Advisor chez Permira. Celui-ci exerce donc encore un certain contrôle sur l'entreprise, qui possède un free float assez faible, s'expliquant par une IPO plutôt récente.

Plusieurs bonnes pratiques ont été mises en place concernant le conseil d'administration de l'entreprise. Exclusive Networks suit le code Afep-MEDEF, qui dicte le bon fonctionnement d'une entreprise cotée, notamment en matière d'évaluation du CA, de taux de présence, de mandat, de compensation et d'indépendance. Le CA est composé de 7 personnes, dont 3 sont indépendantes. Il y a une séparation entre le président du CA et le CEO, dont les pouvoirs en son sein sont limités et bien définis. Parmi les 7 administrateurs, 3 sont des femmes (dont la présidente actuelle), ce qui représente 42,8 % du conseil, l'entreprise se fixant un seuil minimum de 40 % (Exclusive Networks, 2022b).

Elle a également annoncé le lancement d'un « Share Buyback Program » ayant débuté le 20 mars 2023. Cela réduira davantage le montant de free float (Bloomberg, 2023), ce qui pourra diminuer la liquidité et augmenter la volatilité de l'action, et peut-être refroidir certains investisseurs (Kilroy, 2022). D'un autre côté, cela peut montrer que l'entreprise pense que ses actions sont sous-évaluées, et réaliser un tel rachat permet d'augmenter la valeur des actions en réduisant leur nombre. Cela va donc augmenter la valeur des actions détenues par les

actionnaires actuels, et potentiellement attirer d'autres investisseurs qui y verraient un avantage (Banton, 2023). Ce programme a été mis en place afin de réaliser différents objectifs pour l'entreprise. Le premier est évident, il s'agit de l'annulation d'actions, autrement dit le rachat des actions en circulation par l'entreprise afin d'en réduire le nombre. Cet objectif est directement lié à un second objectif, qui est la couverture des obligations liées aux programmes d'options sur actions et aux allocations d'actions aux employés. Cela permet de s'assurer que l'entreprise dispose des actions nécessaires pour satisfaire ses obligations envers son personnel lorsque celui-ci souhaite exercer ses options d'achat d'actions ou en recevoir en tant qu'avantage. Un autre objectif lié à cela est la fourniture d'actions lors de l'exercice de droits attachés à des titres donnant accès au capital social, offrant aux détenteurs de ces droits la possibilité d'acquérir des actions supplémentaires. Le dernier objectif de ce programme est la remise d'actions dans le cadre de transactions de croissance externe, offrant la possibilité d'utiliser des actions comme moyen de paiement ou de participation lors d'acquisitions ou de fusions avec d'autres entreprises.

Exclusive Networks fait également appel à un « liquidity provider », Kepler Chevreux, afin de faciliter la négociation des actions en assurant de la liquidité sur le marché grâce à un certain volume d'actions à l'achat et à la vente. Cette méthode est souvent utilisée pour des entreprises « small-cap » ou « mid-cap », et ce dû aux faibles volumes d'échanges sur le marché. La Figure 8 permet de constater que les volumes d'actions de Exclusive Networks échangés quotidiennement sont très faibles. Cela peut être dû au fait que l'entreprise n'a pas un montant de free float très élevé à cause d'une propriété d'action concentrée, ou encore dû au fait que l'entreprise a une liquidité réduite, d'où l'intérêt de faire appel à un « liquidity provider ». Finalement, il se peut que les actions soient détenues par des investisseurs ayant une vision à long terme et n'étant donc pas enclins à vendre fréquemment leurs actions.



Figure 8 : évolution du prix de l'action d'Exclusive Networks et du volume de transaction  
Source : site internet d'Euronext (2023)

En comparant le prix de l'action lors de l'IPO et son prix actuel, les deux valeurs ne sont pas très éloignées. Le prix de l'action s'est maintenu autour du prix initial pendant les premiers mois. Cependant, l'année 2022 fut difficile pour l'action de l'entreprise, comme pour le marché boursier global, enregistrant son prix le plus bas à 13,88 €. Cette année fut qualifiée par l'Echo comme « une des pires années de ce siècle » pour le marché boursier, enregistrant une perte globale de 18 000 milliards de dollars (Goffin, 2022). Exclusive Networks ne fait pas exception à la règle, mais depuis lors, le prix de l'action a subi une forte croissance, soit 40,49 % entre le 24 février 2022 (13,88 €) et le 19 juillet 2023 (19,16 €). Cette croissance montre qu'il y a une certaine appétence pour le titre, malgré le fait que la rentabilité de l'action depuis l'IPO soit faible. La Figure 9 compare les mouvements de l'action et ceux du CAC40.

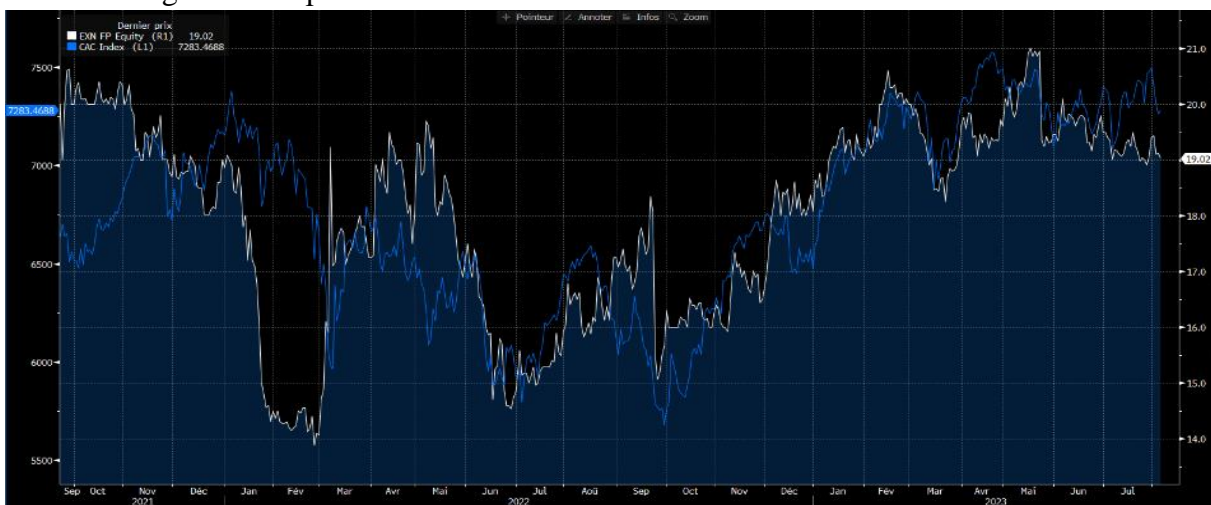


Figure 9 : prix de l'action de Exclusive Networks en comparaison avec le CAC40  
Source : Bloomberg (2023)

## 1.5 Moteurs de l'entreprise

### 1.5.1 Business model

Au vu des éléments précédents, l'entreprise crée de la valeur grâce à plusieurs facteurs. Tout d'abord, les différents services qu'elle propose ajoutent de la valeur aux produits qu'elle distribue. Ensuite, le large réseau de vendeurs et l'ensemble des solutions qu'elle peut donc mettre à la disposition de ses clients jouent un rôle dans la création de valeur. La position de l'entreprise dans l'industrie de la cybersécurité lui permet d'avoir un avantage intéressant, car les vendeurs de solutions peuvent profiter de ses services pour atteindre, à une échelle globale, l'ensemble des revendeurs de formes et de tailles variées. Les clients de l'entreprise n'ayant pas nécessairement l'expertise, l'échelle ou l'accès aux vendeurs de solutions, passent par un VAD pour obtenir ce qu'ils cherchent. Finalement, l'expertise de l'entreprise dans différents domaines liés ou non à la cybersécurité est un plus pour ses clients et permet d'offrir un package complet tout autour de la solution proposée. C'est l'ensemble de ces éléments qui permettent à l'entreprise de créer de la valeur ajoutée et donc d'être concurrentielle sur le marché.

## **1.5.2 Analyse SWOT**

Afin de compléter, de résumer et de conclure la partie d'analyse stratégique et de position concurrentielle de l'entreprise, une analyse SWOT est idéale.

### **1.5.2.1 Strengths**

Concernant les forces, l'entreprise se démarque par la complétude du package qu'elle propose à ses partenaires en termes de solutions et de services disponibles. Les solutions sont variées et aident à résoudre un nombre conséquent de problèmes, et l'ensemble des services qui accompagnent les solutions sont complets et permettent aux partenaires, qu'ils soient vendeurs ou clients, de profiter de leur étendue. Comme mentionné précédemment, ces services peuvent aider les partenaires sur plusieurs aspects : expertise, finances, transactions, croissance, formations, marketing, etc.

Ensuite, l'entreprise possède un portfolio de vendeurs important. Ceux-ci sont nombreux, variés, et apportent des solutions diverses pour des problèmes similaires, ou différents, le tout à une échelle globale. Un réseau comme celui-ci d'Exclusive Networks n'est pas facilement imitable pour les entreprises arrivant sur le marché, ce qui en fait une force pour l'entreprise.

L'expertise de l'entreprise en matière de cybersécurité est également un atout majeur pour celle-ci face à la concurrence. Grâce à l'effectif d'ingénieurs de l'entreprise, représentant 25 % de l'effectif total, Exclusive Networks peut fournir à ses clients une aide non négligeable dans un marché technologique qui se développe constamment vers des solutions nouvelles, palliant les menaces qui ne cessent d'évoluer.

La couverture géographique de l'entreprise, que ce soit au niveau des vendeurs ou des clients, lui permet d'évoluer dans de nombreux marchés différents et donc de profiter de la croissance générale de ceux-ci. Cette échelle globale lui permet de pouvoir fournir son offre à la majorité du globe, tout en élargissant ses opportunités. De plus, la place qu'occupe l'entreprise dans l'industrie est également significative en termes d'opportunités, lui permettant d'acquérir une clientèle large et variée, notamment grâce à son échelle globale. Cela permet à l'entreprise d'attirer les vendeurs, ceux-ci pouvant ainsi atteindre cette même clientèle vaste et diversifiée. De plus, le fait d'être partenaire avec plus de vendeurs va également donner l'occasion d'offrir aux clients davantage de solutions. Cela va donc créer une relation bénéfique pour les deux partis.

Exclusive Networks fait également preuve d'une innovation continue, ce qui est primordial dans un marché compétitif et évolutif comme celui de la cybersécurité. Un exemple récent

d'innovation est l'initiative « X-OD », mentionnée plus tôt dans ce travail, permettant un passage à l'abonnement basé sur le cloud. L'entreprise ne cesse d'essayer d'être inventive quant aux différents services et solutions qu'elle propose, en cherchant à combler les nouveaux besoins se créant continuellement sur ce marché en pleine croissance.

### **1.5.2.2 Weaknesses**

Les principaux risques pour l'entreprise sont davantage liés au marché plutôt qu'à son organisation interne. Plusieurs aspects peuvent cependant être mentionnés.

Le business model de l'entreprise dépend beaucoup des vendeurs avec lesquels celle-ci est partenaire. Pouvoir en attirer de nouveaux, tout en gardant ceux actuels, est donc primordial pour l'entreprise, car sans eux, elle ne peut pas exercer son activité. Exclusive Networks est également dans une situation où ses vendeurs les plus importants représentent une grande part de ses ventes, ce qui, en cas de problème avec l'un d'entre eux, causerait des pertes significatives pour l'entreprise.

Sa dépendance vis-à-vis de ses employés experts est également une faiblesse car, se basant sur son expertise pour se démarquer de la concurrence, perdre des employés spécialisés dans des domaines particuliers pourrait lui causer du tort. Il faut dès lors qu'elle soit capable de garder ses employés experts, ou du moins de pouvoir en former ou en engager de nouveaux, particulièrement en cas d'expertise rare ou unique.

### **1.5.2.3 Opportunities**

L'environnement dans lequel évolue Exclusive Networks présente plusieurs opportunités pour l'entreprise. Tout d'abord, le marché de la cybersécurité montre une croissance importante ces dernières années, et cela tend à continuer dans celles qui suivent. Cette croissance offre à l'entreprise l'opportunité de développer davantage ses activités et d'augmenter potentiellement sa part de marché globale. Avec l'augmentation des cyberattaques, les réglementations de plus en plus strictes, la prise de conscience croissante des PME et la pénurie de talents dans le domaine, l'entreprise est en mesure de répondre à ces défis et de proposer des solutions innovantes. Elle joue ainsi un rôle essentiel en comblant le fossé des compétences et en offrant une valeur ajoutée aux clients, ce qui lui confère un avantage concurrentiel sur ce marché en plein essor.

L'entreprise a aussi de nombreuses opportunités de croissance via des fusions-acquisitions, lui permettant de s'étendre sur davantage de territoires et de compléter sa gamme de solutions et de services proposés d'année en année. Historiquement, Exclusive Networks a acquis entre une

et trois entreprises chaque année sur 10 et 15 entreprises considérées (Exclusive Networks, 2022b).

#### **1.5.2.4 Threats**

Considérant le marché dans lequel Exclusive Networks évolue, l'entreprise est sujette à plusieurs menaces, notamment à cause de la compétition intense qui règne en son sein. Les clients des différents distributeurs présents sur le marché s'orientent vers les entreprises proposant les produits et services les plus performants, que ce soit en termes de disponibilité, d'efficacité, de prix, ou grâce aux différents services entourant le produit. L'entreprise doit donc être vigilante vis-à-vis de ces éléments et de la manière dont ses concurrents gèrent leurs affaires, car les entreprises en compétition avec Exclusive Networks ont parfois des avantages supplémentaires, comme une présence plus importante dans certaines régions, ou une gamme de produits plus large. L'entreprise doit savoir s'adapter pour développer sa position sur le marché et ne pas perdre de parts.

Cette compétition se fait aussi ressentir au niveau des vendeurs. En effet, avec cette position dans l'industrie, l'entreprise est tout autant dépendante de ses clients que des vendeurs qui la fournissent en solutions. L'offre qu'elle leur propose doit donc être plus intéressante que celle de ses concurrents, afin de garder ses partenaires actuels et d'en acquérir de nouveaux. Cette dépendance est une menace pour l'entreprise qui pourrait observer des conséquences importantes dans le cas où ses rivaux parviendraient à subtiliser ses partenaires en leur proposant des avantages plus intéressants.

Outre la compétition au niveau des clients et des vendeurs, il y a également une compétition en matière de technologie. Dans un marché comme celui de la cybersécurité, l'avantage technologique est primordial. L'entreprise ne produit pas directement des solutions de cybersécurité, étant un VAD, mais elle doit cependant rester à la pointe en termes de connaissances technologiques. C'est cette expertise qui permet en partie à Exclusive Networks de se démarquer sur le marché, mais ce besoin d'être à jour en permanence vis-à-vis des nouvelles cyberattaques et solutions qui se développent peut représenter une menace si l'entreprise n'arrive pas à tenir le rythme. Des concurrents présentant une meilleure expertise pourraient alors s'emparer des parts de marché de l'entreprise.

L'entreprise est également sujette aux menaces de cyberattaques. Il est clair que ce risque n'est pas seulement présent pour ce type d'entreprise, mais les conséquences pourraient être plus problématiques au niveau de la réputation de celle-ci. Si une entreprise se dit experte en

cybersécurité, le fait d'être victime d'une attaque peut ternir cette image, bien qu'elle puisse être autant à risque qu'une entreprise quelconque. Elle doit donc rester vigilante et prendre en considération cette menace en mettant en place des solutions en interne, notamment pour sensibiliser ses collaborateurs et ses partenaires.

Enfin, comme toute entreprise ayant une présence à l'internationale et agissant dans de nombreux pays différents, Exclusive Networks est exposée aux menaces macroéconomiques à cause de son statut global. Ces menaces peuvent être variées et entraîner des conséquences d'importances différentes sur l'activité de l'entreprise ou sur ses revenus. Quelques exemples de menaces sont les fluctuations de taux de change, les événements globaux (comme la crise Covid-19 ou le Brexit), les changements dans les lois ou juridictions locales des pays dans lesquels elle exerce son activité, ou encore les risques liés aux lois internationales et à leurs changements, comme les règlements relatifs au commerce international, le contrôle des exportations et des importations et les sanctions qui y sont liées.

## ***Chapitre 2 - Analyse financière et projections***

### **2.1 Scénario**

Dans le scénario principal envisagé pour Exclusive Networks, plusieurs facteurs clés influenceront le futur de l'entreprise. Le scénario choisi prend en compte sa croissance actuelle, tout en faisant face aux défis inhérents.

La pénurie persistante de talents dans le domaine de la cybersécurité pourrait exercer une pression sur les coûts, nécessitant des investissements substantiels dans la formation et le développement du personnel pour rester compétitif sur le marché. La relation solide avec les fournisseurs et les clients sera également cruciale, en particulier en ce qui concerne les délais de paiement, car cela affecte directement la trésorerie de l'entreprise.

Comme observé précédemment, le marché global de la cybersécurité devrait connaître une croissance soutenue, offrant des opportunités pour Exclusive Networks de continuer à développer ses activités. Grâce à ses forces, comme son portefeuille diversifié de solutions et de services, son expertise en cybersécurité, son réseau mondial de partenaires et sa capacité d'innovation, l'entreprise devrait être capable de maintenir sa position sur le marché, et même de se développer davantage. En parallèle, l'entreprise devra poursuivre ses investissements dans les facteurs ESG, notamment en réduisant son empreinte carbone, en renforçant sa gouvernance d'entreprise et en continuant de maintenir son éthique des affaires. Ces actions devraient refléter l'engagement de l'entreprise envers la durabilité et la responsabilité sociale, mais elles pourraient également engendrer des coûts supplémentaires à court terme.

Il convient également de surveiller attentivement les dépendances vis-à-vis des vendeurs majeurs et des employés experts, qui pourraient potentiellement affecter la stabilité opérationnelle. De plus, la concurrence intense, les risques liés à la technologie et les menaces macroéconomiques sont des aspects auxquels l'entreprise devrait rester attentive dans son parcours futur.

Il est important de noter que ce scénario représente une perspective neutre et équilibrée pour l'entreprise. Des alternatives positives et négatives existent également et seront explorées ultérieurement dans une analyse de sensibilité.

## 2.2 Chiffre d'affaires et COGS

### 2.2.1 Analyse historique

Afin d'obtenir le montant de la marge brute, l'ensemble des coûts des marchandises vendues doit être déduit du chiffre d'affaires de l'entreprise. Ces deux éléments doivent donc être projetés afin de pouvoir obtenir la marge brute des 5 prochaines années.

Chiffre d'affaires, COGS et marge brute					
En milliers (€)	2019	2020	2021	2022	CAGR
Chiffre d'affaires	1 742 000 €	1 891 700 €	2 483 400 €	3 404 000 €	18,23%
Taux de croissance	N.A	8,59%	31,28%	37,07%	
COGS	-1 494 700 €	-1 634 400 €	-2 163 500 €	-2 993 000 €	18,96%
Taux de croissance	N.A	9,35%	32,37%	38,34%	
Marge brute	247 300 €	257 300 €	319 900 €	411 000 €	13,54%
Pourcentage du chiffre d'affaires	14,2%	13,6%	12,9%	12,1%	

Tableau 1 : chiffre d'affaires, COGS et marge brute

Tout d'abord, on observe que le CAGR du chiffre d'affaires de l'entreprise entre 2019 et 2022 est de 18,23%, soit 7,33% supérieur au CAGR du marché global de la cybersécurité projeté par Statista (2022) jusqu'en 2027. Cela signifie que le chiffre d'affaires de l'entreprise croît plus rapidement que le marché, et cela particulièrement en 2021 et 2022, où il a augmenté de 31,28 % et 37,07 % respectivement. Cette hausse peut se justifier par de nombreuses raisons évoquées dans la présentation de l'entreprise, liées à la croissance du marché ou à la compétitivité de l'entreprise directement. Pour la croissance du marché, des éléments tels que l'augmentation des coûts liés à la cybercriminalité pour les entreprises, la faible pénétration actuelle du marché, le nombre grandissant de cyberattaques, les nouvelles directives et réglementations de plus en plus strictes, ainsi que la pénurie de talents rendant difficile le recrutement pour les entreprises, sont en partie responsables de cette croissance du chiffre d'affaires. L'entreprise elle-même s'impose de plus en plus sur son marché grâce à l'étendue des solutions qu'elle propose, au niveau des produits grâce à son portfolio de vendeur important et à sa présence internationale, et au niveau des services grâce à la complétude du package de services qu'elle offre et son innovation continue. Tout cela s'explique également par sa politique de croissance, c'est-à-dire son souhait de continuer à développer son portfolio, via l'acquisition de nouveaux vendeurs et le développement de la portée géographique des vendeurs actuels, et son souhait de continuer à adapter ses services et à en implémenter de nouveaux. Ses nombreuses fusions-acquisitions au cours des dernières années et sa continuité dans cette dynamique en sont une preuve évidente.

Étroitement liés au chiffre d'affaires, les COGS ont enregistré une hausse similaire entre 2019 et 2022. Le Tableau 2 montre la proportion de ceux-ci vis-à-vis du chiffre d'affaires de l'entreprise, qui est en moyenne de 86,81%.

Proportion des COGS par rapport au chiffre d'affaires				
En milliers (€)	2019	2020	2021	2022
Chiffre d'affaires	1 742 000 €	1 891 700 €	2 483 400 €	3 404 000 €
COGS	1 494 700 €	1 634 400 €	2 163 500 €	2 993 000 €
Proportion (%)	85,80%	86,40%	87,12%	87,93%

Tableau 2 : proportion des COGS par rapport au chiffre d'affaires

La croissance plus faible en 2020, suivie d'une forte croissance en 2021, pourrait être attribuée au ralentissement économique causé par la pandémie de Covid-19, suivi

d'une reprise. De plus, la marge brute de l'entreprise ne représente que 12,1% du chiffre d'affaires en 2022, ce qui peut paraître assez faible. Cependant, ce montant n'est pas surprenant, car il semble inhérent au « business model » de l'entreprise, ce qui se confirme lorsqu'on regarde ce même ratio chez les entreprises comparables (Tableau 3). En effet, l'entreprise réalise la majorité de ses revenus grâce à une marge appliquée sur les produits provenant des vendeurs avec lesquels elle collabore, à laquelle s'ajoute le coût des services qu'elle propose, expliquant ainsi ce faible pourcentage.

Pourcentage du chiffre d'affaires des entreprises comparables				
En milliers (€)	Also	Arrow ECS	Sesa	TD synnex
Chiffre d'affaires	11 552 900 €	37 124 400 €	2 362 600 €	62 343 800 €
COGS	10 839 500 €	32 287 800 €	2 218 300 €	58 443 600 €
Marbe brute	713 400 €	4 836 600 €	144 300 €	3 900 200 €
Pourcentage du chiffre d'affaires	6,2%	13,0%	6,1%	6,3%

Tableau 3 : pourcentage du chiffre d'affaires des entreprises comparables

## 2.2.2 Projections

L'analyse historique de ces éléments indique que leur croissance positive tend à continuer durant les prochaines années. Le chiffre d'affaires sera le composant principal à projeter, car les COGS futurs seront déduits de celui-ci via un pourcentage proportionnel.

Projection du chiffre d'affaires, des COGS et de la marge brute									
En milliers (€)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Chiffre d'affaires	1 742 000 €	1 891 700 €	2 483 400 €	3 404 000 €	4 358 401 €	5 186 720 €	5 703 971 €	6 272 805 €	6 898 367 €
Taux de croissance		8,59%	31,28%	37,07%	28,04%	19,01%	9,97%	9,97%	9,97%
COGS	-1 494 700 €	-1 634 400 €	-2 163 500 €	-2 993 000 €	-3 832 166 €	-4 560 474 €	-5 015 272 €	-5 515 425 €	-6 065 456 €
Taux de croissance		9,35%	32,37%	38,34%	28,04%	19,01%	9,97%	9,97%	9,97%
Marge brute	247 300 €	257 300 €	319 900 €	411 000 €	526 235 €	626 246 €	688 699 €	757 380 €	832 911 €

Tableau 4 : projection du chiffre d'affaires, des COGS et de la marge brute

Comme observé précédemment, le CAGR du chiffre d'affaires de l'entreprise est conséquent en comparaison à celui du marché. L'hypothèse d'un scénario neutre est que le chiffre d'affaires va continuer de croître plus rapidement que la moyenne, mais que ce taux de croissance va rapidement se rapprocher de celui du marché au fur et à mesure des années. L'entreprise va donc conserver une partie de son momentum de croissance actuelle, mais une telle augmentation étant difficile à maintenir sur le long terme, celle-ci sera considérée équivalente à celle du marché dans 3 ans. Cela se justifie également par la compétition intense du marché, qui risque d'empêcher l'entreprise de garder cette haute croissance sur le long terme. Afin de calculer cette dernière croissance, une moyenne pondérée des CAGR des différents marchés géographiques où l'entreprise est active a été réalisée (Tableau 5).

Moyenne pondérée par marché géographique			
(2022)	Part des revenus	CAGR	Détails
EMEA	78%	9,93%	Europe CAGR de 2023 à 2028 (Statista, 2023b)
Americas	12%	8,61%	Americas CAGR de 2023 à 2028 (Statista, 2023a)
APAC	10%	11,94%	APAC CAGR de 2021 à 2028 (Inkwood Research, 2020)
<b>Moyenne pondérée</b>	<b>100%</b>	<b>9,97%</b>	

Tableau 5 : moyenne pondérée par marché géographique

On obtient donc un taux moyen pondéré de 9,97%. Les autres taux de croissance sont calculés sur base de l'écart moyen par an entre le dernier taux de croissance évalué, soit 37,07% en 2022, et le taux moyen pondéré par marché géographique, ce qui donne une baisse du taux de croissance de 9,13% par an jusqu'en 2025. Le chiffre d'affaires est donc projeté grâce à ces taux de croissance, et concernant les COGS, comme la proportion par rapport au chiffre d'affaires est en croissance depuis les 4 dernières années, prendre la moyenne ou la médiane ne semble pas être un choix judicieux. L'hypothèse choisie est que cette croissance de la proportion des COGS va être limitée, car dangereuse sur le long terme. C'est donc le taux de 2022 qui est choisi pour la projection.

## 2.3 Frais de personnel, autres charges d'exploitation et EBITDA

### 2.3.1 Analyse historique

Pour pouvoir obtenir l'EBITDA, il faut soustraire de la marge brute, calculée précédemment, les différents frais de personnel et autres charges d'exploitation. Le Tableau 6 présente ces différents éléments de 2019 à 2022. Tout d'abord, on observe que

Frais de personnel, autres charges d'exploitation et EBITDA					
En milliers (€)	2019	2020	2021	2022	CAGR
Marge brute	247 300 €	257 300 €	319 900 €	411 000 €	13,54%
Taux de croissance		4,04%	24,33%	28,48%	
Frais de personnel	-114 900 €	-119 900 €	-153 400 €	-183 000 €	12,34%
Taux de croissance		4,35%	27,94%	19,30%	
Autres charges d'exploitation	-46 500 €	-39 100 €	-43 000 €	-71 000 €	11,16%
Taux de croissance		-15,91%	9,97%	65,12%	
Autres charges ponctuelles	-1 800 €	-5 600 €	-3 900 €	-6 000 €	35,12%
Taux de croissance		211,11%	-30,36%	53,85%	
<b>EBITDA</b>	<b>84 100 €</b>	<b>92 700 €</b>	<b>119 600 €</b>	<b>151 000 €</b>	<b>15,76%</b>

Tableau 6 : frais de personnel, autres charges d'exploitation et EBITDA

les frais de personnel n'ont cessé d'augmenter d'année en année. Il y a deux raisons possibles à cela : la croissance de l'entreprise et la pénurie de talents dans le marché de la cybersécurité. Pour la première, comme observé lors du point précédent, l'entreprise a une politique de croissance bien définie, et son activité continue de se développer, que ce soit en termes d'étendue géographique ou de volume. Cela nécessite évidemment d'augmenter la taille de son personnel, passant de à 1711 à 2553 collaborateurs entre 2019 et 2023 (Exclusive Networks, 2023b). Quant à la deuxième raison, en considérant que l'un des atouts de Exclusive Networks est son expertise, notamment grâce aux 25 % d'ingénieurs dans son effectif, cela représente un coût supplémentaire. Selon Arène (2023), en France, les entreprises de services numériques augmentent les avantages sociaux et les salaires de leurs employés dans le marché de la cybersécurité, car leur pouvoir de négociation est à la hausse et leurs exigences en découlent.

L'entreprise doit donc s'aligner aux demandes de ses employés, ce qui risque d'augmenter ses frais de personnel.

Les autres charges d'exploitation sont composées des honoraires externes, des frais de déplacement, des frais de marketing et de publicité, des assurances, de certains frais de locations et des frais bancaires. Le Tableau 6 nous montre que ceux-ci tendent à augmenter, avec un CAGR de 11,16 %. Dans une logique où l'entreprise continue d'étendre ses activités et son étendue, il est normal que ces charges continuent de croître. Concernant les autres charges ponctuelles, celle-ci ont également augmenté en 4 ans, mais pas de manière continue, ce qui fait paraître évident vu leur nature ponctuelle.

### 2.3.2 Projections

Le Tableau 7 montre les projections estimées pour ces différentes charges jusqu'en 2027, afin d'obtenir l'EBITDA.

Projection des frais de personnel, autres charges d'exploitation et EBITDA									
En milliers (€)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Marge brute	247 300 €	257 300 €	319 900 €	411 000 €	526 235 €	626 246 €	688 699 €	757 380 €	832 911 €
Taux de croissance		4,04%	24,33%	28,48%	28,04%	19,01%	9,97%	9,97%	9,97%
Frais de personnel	-114 900 €	-119 900 €	-153 400 €	-183 000 €	-207 278 €	-234 777 €	-265 925 €	-301 205 €	-341 165 €
Taux de croissance		4,35%	27,94%	19,30%	13,27%	13,27%	13,27%	13,27%	13,27%
Autres charges d'exploitation	-46 500 €	-39 100 €	-43 000 €	-71 000 €	-90 655 €	-107 884 €	-118 643 €	-130 474 €	-143 486 €
Taux de croissance		-15,91%	9,97%	65,12%	27,68%	19,01%	9,97%	9,97%	9,97%
Autres charges ponctuelles	-1 800 €	-5 600 €	-3 900 €	-6 000 €	-6 000 €	-6 000 €	-6 000 €	-6 000 €	-6 000 €
Taux de croissance		211,11%	-30,36%	53,85%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
EBITDA	84 100 €	92 700 €	119 600 €	151 000 €	222 302 €	277 585 €	298 132 €	319 701 €	342 260 €

Tableau 7 : projection des frais de personnel, autres charges d'exploitation et EBITDA

Comme la politique de croissance de l'entreprise va être maintenue durant les prochaines années, il semble raisonnable de prédire que les frais de personnel vont continuer d'augmenter. Cela se justifie également par les points susmentionnés concernant la croissance des activités et la pénurie de talents sur le marché. Pour la projection, utiliser un pourcentage par rapport au chiffre d'affaires ne paraît pas être une bonne méthode, car ce ratio diminue d'année en année, et sa stabilisation future est difficile à prévoir.

Nombre d'employés et frais de personnel moyens.			
En milliers (€)	2019 (...)	(...) 2022	CAGR
Nombre d'employés	1 711	2 553	10,52%
Frais moyens par employé	67,15 €	71,68 €	1,64%
Frais de personnel	114 900 €	183 000 €	12,34%

Tableau 8 : nombre d'employés et frais de personnel moyens

Pour effectuer la projection, les CAGR du nombre d'employés et des frais moyens par employé de 2019 à 2022 ont été calculés. Le nombre d'employés a été projeté sur les 5 prochaines années en utilisant son CAGR, permettant ainsi d'estimer son évolution.

Pour les frais moyens par employé, une approche plus détaillée a été adoptée. Les employés ont été divisés en deux groupes : 75% des employés représentent les profils standards, tandis que

les 25% restants correspondent aux profils d'experts en cybersécurité. Cette division prend en compte l'augmentation moyenne de 5% des salaires spécifiquement pour les profils liés à la cybersécurité, basée sur une étude du cabinet Hays (Arène, 2023). Cela tient compte du maintien des 25% de profils d'experts, tout en considérant l'hypothèse du risque ESG lié au besoin de recruter et de conserver des talents hautement qualifiés dans un domaine aussi compétitif. Pour projeter les frais de personnel, le nombre total d'employés (composé des deux groupes) a été multiplié par les frais moyens par employé, permettant ainsi d'obtenir une estimation réaliste des coûts de l'entreprise dans les années à venir.

Pour les autres charges d'exploitation, le ratio entre celles-ci et le chiffre d'affaires semble être une bonne manière de les projeter, compte tenu du fait qu'il est plutôt stable ces 3 dernières années, comme le montre le Tableau 9. La médiane de 2,08 % sera utilisée pour la projection.

Proportion des autres charges d'exploitation par rapport au chiffre d'affaires				
En milliers (€)	2019	2020	2021	2022
Autres charges d'exploitation	46 500 €	39 100 €	43 000 €	71 000 €
Chiffre d'affaires	1 742 000 €	1 891 700 €	2 483 400 €	3 404 000 €
Proportion (%)	2,67%	2,07%	1,73%	2,09%

Tableau 9 : proportion des autres charges d'exploitation par rapport au chiffre d'affaires

Finalement, les autres charges ponctuelles étant difficilement prévisibles, étant donné leur nature, la valeur de la dernière année disponible sera utilisé pour la projection.

## 2.4 Amortissements, dépréciations et EBIT

### 2.4.1 Analyse historique

Le Tableau 10 montre que les amortissements et dépréciations ont augmenté au fil des années, avec un CAGR de 3,64 %. Ceux-ci sont majoritairement liés à des

Amortissements, dépréciations et EBIT					
En milliers (€)	2019	2020	2021	2022	CAGR
EBITDA	84 100 €	92 700 €	119 600 €	151 000 €	15,76%
Taux de croissance		10,23%	29,02%	26,25%	
Amortissements et dépréciations	-62 400 €	-63 100 €	-68 700 €	-72 000 €	3,64%
Taux de croissance		1,12%	8,87%	4,80%	
EBIT	21 700 €	29 800 €	50 900 €	79 000 €	38,13%

Tableau 10 : amortissements, dépréciations et EBIT

immobilisations incorporelles, soit une moyenne de 84,22 % du total entre 2019 et 2022. Les principaux sont les relations avec les fournisseurs, amorties linéairement sur une période dépendant du vendeur et de la consommation attendue des avantages économiques futurs, allant de 10 à 20 ans. Les autres immobilisations incorporelles sujettes à des amortissements et dépréciations sont les licences, amorties linéairement sur une période de 1 à 3 ans, mais ne représentant qu'un faible pourcentage comparé aux relations avec les fournisseurs.

## 2.4.2 Projections

La méthode utilisée pour projeter les amortissements et dépréciations

Projection des amortissements, dépréciations et EBIT									
En milliers (€)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
EBITDA	84 100 €	92 700 €	119 600 €	151 000 €	222 302 €	277 585 €	298 132 €	319 701 €	342 260 €
Taux de croissance		10,23%	29,02%	26,25%	47,22%	24,87%	7,40%	7,23%	7,06%
Amortissements et dépréciation	-62 400 €	-63 100 €	-68 700 €	-72 000 €	-74 622 €	-77 340 €	-80 157 €	-83 077 €	-86 103 €
Taux de croissance		1,12%	8,87%	4,80%	3,64%	3,64%	3,64%	3,64%	3,64%
EBIT	21 700 €	29 800 €	50 900 €	79 000 €	147 679 €	200 245 €	217 974 €	236 625 €	256 157 €

Tableau 11 : projection des amortissements, dépréciations et EBIT

durant les prochaines années est une méthode linéaire se basant sur le CAGR de 2019 à 2022. Étant donné que les amortissements et dépréciations majeurs de l'entreprise se basent sur une méthode linéaire, qu'il s'agit principalement d'immobilisations incorporelles, et que la stratégie de croissance de l'entreprise concernant l'acquisition de nouveaux vendeurs est inchangée, cette hypothèse semble raisonnable. L'EBIT est ainsi obtenu en déduisant la projection de l'EBITDA.

## 2.5 Variation du besoin en fonds de roulement

### 2.5.1 Analyse historique

La méthode utilisée pour calculer le besoin en fonds de roulement et ses variations est celle du livre de Pearl et Rosenbaum (2013), soit la soustraction des passifs à court terme des actifs à court terme.

Besoin en fonds de roulement et variation					
En milliers (€)	2019	2020	2021	2022	CAGR
Créances commerciales	705 300 €	863 600 €	959 800 €	1 144 000 €	12,85%
Stocks	101 000 €	113 500 €	149 500 €	271 000 €	27,99%
Autres actifs à court terme	8 800 €	13 700 €	9 900 €	19 000 €	21,22%
Dettes fournisseurs	679 500 €	869 700 €	950 200 €	1 304 000 €	17,70%
Charges à payer	9 700 €	13 000 €	7 300 €	8 000 €	-4,70%
Autres passifs à court terme	100 900 €	94 500 €	89 600 €	128 000 €	6,13%
BFR	25 000 €	13 600 €	72 100 €	-6 000 €	
Variation du BFR	N.A	-11 400 €	58 500 €	-78 100 €	

Tableau 12 : besoin en fonds de roulement et variation

Sur la période analysée, on constate une augmentation continue des créances commerciales, des stocks et des dettes fournisseurs. Cela est évidemment lié à la croissance de l'entreprise, qui cause une demande croissante de ses

produits et services. Concernant les stocks, on observe une forte augmentation de 81,27 % en 2022, probablement afin d'anticiper une demande accrue liée à la croissance de l'entreprise, et dans le but de prévenir d'une pénurie potentielle.

De manière générale, les variations du besoin en fonds de roulement ne sont pas uniformes, et sont sûrement dues à une variation des délais de paiement et de la durée de détention des stocks. Il n'y a donc pas de tendance établie dans l'évolution du BFR, car sa variation est très sensible aux changements des différentes durées du tableau 13, ce qui explique son évolution.

## 2.5.2 Projections

Pour projeter les divers éléments menant au BFR, la méthodologie utilisée provient du livre mentionné précédemment, et sera détaillée dans ce point. Pour les créances, les stocks et les dettes fournisseurs, les délais de paiement et la durée de détention des stocks doivent être calculés. Pearl et Rosenbaum (2013) les projettent grâce aux formules suivantes :

$$\text{Délai de paiement des créances} = \frac{\text{Créances}}{\text{Chiffre d'affaires}} \times 365$$

$$\text{Durée de détention des stocks} = \frac{\text{Stocks}}{\text{COGS}} \times 365$$

$$\text{Délai de paiement des fournisseurs} = \frac{\text{Dettes fournisseurs}}{\text{COGS}} \times 365$$

La médiane est choisie pour réaliser les projections. La suite de la méthodologie consiste à utiliser les médianes en jours via les mêmes formules, afin de projeter les différents éléments (délais et durée) sur les prochaines années, grâce aux projections du chiffre d'affaires et des COGS.

Délais de paiement et durée de détention des stocks					
	2019	2020	2021	2022	Médiane
Délai de paiement des créances	148	167	141	123	144
Durée de détention des stocks	25	25	25	33	25
Délai de paiement des fournisseurs	166	194	160	159	163

Tableau 13 : délais de paiement et durée de détention des stocks

Concernant les autres actifs et passifs à court terme, leur évolution étant difficile à prédire autrement, ils ont été projetés grâce à leur ratio avec le chiffre d'affaires et sa projection, excepté les charges à payer qui ont été projetées grâce à la médiane des 4 dernières années. La raison est qu'il ne semble être judicieux de les projeter en fonction du chiffre d'affaires, étant donné leur évolution observable ces 4 dernières années.

Projection du besoin en fonds de roulement									
En milliers (€)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Créances commerciales	705 300 €	863 600 €	959 800 €	1 144 000 €	1 724 545 €	2 052 296 €	2 256 964 €	2 482 041 €	2 729 566 €
Stocks	101 000 €	113 500 €	149 500 €	271 000 €	262 477 €	312 361 €	343 512 €	377 769 €	415 442 €
Autres actifs à court terme	8 800 €	13 700 €	9 900 €	19 000 €	23 172 €	27 576 €	30 326 €	33 350 €	36 676 €
Dettes fournisseurs	679 500 €	869 700 €	950 200 €	1 304 000 €	1 711 351 €	2 036 595 €	2 239 697 €	2 463 053 €	2 708 683 €
Charges à payer	9 700 €	13 000 €	7 300 €	8 000 €	8 850 €	8 850 €	8 850 €	8 850 €	8 850 €
Autres passifs à court terme	100 900 €	94 500 €	89 600 €	128 000 €	190 806 €	227 069 €	249 714 €	274 617 €	302 003 €
BFR	25 000 €	13 600 €	72 100 €	-6 000 €	99 187 €	119 719 €	132 541 €	146 641 €	162 148 €
Variation du BFR	N.A	-11 400 €	58 500 €	-78 100 €	105 187 €	20 532 €	12 822 €	14 100 €	15 507 €

Tableau 14 : projection du besoin en fonds de roulement

La projection du BFR permet d'observer une tendance à la hausse. Cela signifie que la variation du BFR est positive chaque année, ce qui correspond à une sortie de cash, qui mène à une diminution des free cash flows qui vont être calculés plus tard. La forte variation du BFR en

2023 est justifiée par une forte augmentation des créances commerciales projetées, plus importante que celle des éléments du passif à court terme. Comme expliqué au point précédent, la variation du BFR est très sensible au changement des délais de paiement et de la durée de détention des stocks, ce qui le rend difficile à projeter. Le fait que le BFR soit en croissance constante dans les projections est dû à la méthodologie utilisée, qui se base sur l'hypothèse que les différents délais seront stables durant les prochaines années, en prenant la médiane des années précédentes. Il est clair que ces délais risquent de continuer à varier en fonction des années, mais n'ayant pas d'informations sur de possibles mesures prises par l'entreprise concernant l'évolution de ces valeurs, la médiane a été choisie comme valeur de projection.

## 2.6 CAPEX

Le CAPEX de l'entreprise entre 2019 et 2022 est variable, avec un CAGR de 6,30 %. Afin de prédire son évolution durant les prochaines années, un ratio avec le chiffre d'affaires est utilisé. La justification à cela est que le CAPEX risque d'augmenter dans les prochaines années, à l'instar des activités de l'entreprise, pour plusieurs raisons.

Projection du CAPEX									
En milliers (€)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
CAPEX	4 700 €	2 300 €	4 800 €	6 000 €	8 053 €	9 584 €	10 539 €	11 590 €	12 746 €

Tableau 15 : projection du CAPEX

Tout d'abord, la raison la plus évidente est que la politique de croissance de l'entreprise risque

de mener à une augmentation du CAPEX. Ensuite, une augmentation est à prévoir en lien avec les risques ESG auxquels l'entreprise fait face. Une hausse des ressources mises à disposition pour atteindre ses objectifs liés à l'environnement, ainsi qu'une augmentation des mesures pour se protéger contre les cyberattaques sont à prendre en compte. Tous ces éléments peuvent mener à l'achat d'équipements et de matériel et sont donc comptabilisés dans la projection, en connectant directement le CAPEX avec la croissance de l'entreprise, et donc le chiffre d'affaires.

## 2.7 Taux d'imposition

Dans l'optique de calculer les FCF et le WACC, il est important de définir un taux d'imposition. Le dernier taux en date payé par l'entreprise en 2022 était de 25%. C'est également le taux prévu par la France (Ministry of Finance, 2023) et le Royaume-Uni, après une réforme en 2023 (Javed, 2023), pour les entreprises dans les prochaines années. S'agissant des deux pays où l'entreprise est la plus présente, c'est donc ce taux qui sera utilisé pour la suite des calculs.

## 2.8 Free cash-flows

Grâce à l'ensemble des composants projetés dans les points précédents, les cash-flows futurs de l'entreprise peuvent être calculés avec la formule suivante (Pearl & Rosenbaum, 2013) :

$$EBIT - Impôts + D\&A - CAPEX - \Delta FRN = FCF$$

Calcul des free cash-flows									
En milliers (€)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
EBIT	21 700 €	29 800 €	50 900 €	79 000 €	147 679 €	200 245 €	217 974 €	236 625 €	256 157 €
Impôts sur le revenu	5 425 €	7 450 €	12 725 €	19 750 €	36 920 €	50 061 €	54 494 €	59 156 €	64 039 €
Amortissements et dépréciations	62 400 €	63 100 €	68 700 €	72 000 €	74 622 €	77 340 €	80 157 €	83 077 €	86 103 €
CAPEX	4 700 €	2 300 €	4 800 €	6 000 €	8 053 €	9 584 €	10 539 €	11 590 €	12 746 €
Variations BFR	N.A	-11 400 €	58 500 €	-78 100 €	105 187 €	20 532 €	12 822 €	14 100 €	15 507 €
FCF	N.A	94 550 €	43 575 €	203 350 €	72 142 €	197 408 €	220 277 €	234 854 €	249 968 €

Tableau 16 : calcul des free cash-flows

D'après les estimations, le Tableau 16 montre explicitement qu'ils vont diminuer en 2023, principalement à cause de la variation du BFR, pour ensuite être croissants jusqu'en 2027.

## Chapitre 3 - Valorisation

### 3.1 WACC

Afin de pouvoir actualiser la valeur des free cash-flows futurs de l'entreprise, le coût moyen pondéré du capital sera utilisé comme taux d'actualisation. Pour l'obtenir, ses différents composants doivent être calculés. La méthodologie utilisée provient principalement du livre de Pearl et Rosenbaum (2013).

#### 3.1.1 Structure cible du capital

La structure du capital d'une entreprise se calcule avec le ratio entre la dette (ou les

Structure du capital des entreprises comparables					
En milliers (€)	Also	Arrow ECS	Sesa	TD Synnex	Exclusive Networks
Dette totale (D)	321 200 €	3 863 300 €	353 400 €	4 105 100 €	644 000 €
Capitaux propres (E)	2 432 000 €	8 131 500 €	1 785 000 €	8 608 800 €	1 787 571 €
Structure du capital (D/D+E)	11,67%	32,21%	16,53%	32,29%	26,48%

Tableau 17 : structure du capital des entreprises comparables

capitaux propres) et la capitalisation totale. Dans le but d'être assuré que la structure du capital de l'entreprise correspond à sa structure cible, une analyse de la structure des entreprises comparables peut être réalisée. Les entreprises choisies seront brièvement décrites plus tard dans ce rapport. Il s'agit d'entreprises concurrentes exerçant des activités similaires, dans le même secteur que Exclusive Networks. Les données concernant la dette totale et les capitaux propres ont été extraites de Bloomberg.

On peut constater que la structure du capital de l'entreprise correspond à la médiane de celles des entreprises comparables. Elle sera donc utilisée en tant que structure cible.

#### 3.1.2 Coût de la dette

Le plan de la dette de l'entreprise a connu des changements significatifs après 2021. Trois éléments anciens, dont une dette bancaire senior de 500 000 euros avec un taux d'intérêt lié à l'Euribor à 3 mois (plancher à 0%) avec une marge de 3,25 %, une dette bancaire subordonnée de 105 000 livres sterling avec un taux d'intérêt lié au Libor à 3 mois (plancher à 1%) plus une marge de 7,5 %, et une facilité de crédit renouvelable liée à l'Euribor à 3 mois plus une marge de 2,25 %, ont été remboursés le 27 septembre 2021. Ils ont été remplacés par trois nouveaux éléments : une nouvelle dette bancaire senior de 315 000 euros avec un taux d'intérêt lié à l'Euribor à 3 mois (plancher à 0%) plus une marge de 2,50 %, une nouvelle dette bancaire senior de 120 000 livres sterling avec un taux d'intérêt lié à Sonia sur une période de 3 mois (plancher à 0%) plus une marge de 2,50 %, et une nouvelle facilité de crédit renouvelable liée à l'Euribor à 3 mois plus une marge de 2%. En novembre 2022, le groupe a pris des mesures pour se protéger contre une augmentation des taux d'intérêt en souscrivant à de multiples contrats.

Ceux-ci permettent de plafonner le taux d'intérêt variable à un maximum de 3% pour la dette de 315 millions d'euros et de convertir le taux d'intérêt variable en taux fixe pour la dette de 120 millions de livres sterling (Exclusive Networks, 2023b). L'entreprise a probablement pris cette décision à la suite de la forte augmentation des différents taux d'intérêt, notamment l'Euribor à 3 mois, qui équivaut à 3,65% à date du 19 juillet 2023.

Pour estimer le coût de la dette, l'approche utilisée est une analyse historique des intérêts payés sur les dettes entre 2019 et 2022, comme indiqué sur le Tableau 18. En prenant la médiane du coût de la dette des 4 dernières années, cela nous donne une estimation de 4,43 %. Ce montant semble plausible pour les années à venir, étant donné le plan de la dette présenté plus haut.

Calcul du coût de la dette				
En milliers (€)	2019	2020	2021	2022
Dettes CT	106 900 €	101 800 €	96 900 €	136 000 €
Dettes LT	669 700 €	721 700 €	497 900 €	508 000 €
<b>Dettes totales</b>	<b>776 600 €</b>	<b>823 500 €</b>	<b>594 800 €</b>	<b>644 000 €</b>
Intérêts payés	36 600 €	34 200 €	28 000 €	18 000 €
<b>Coût de la dette</b>	<b>4,71%</b>	<b>4,15%</b>	<b>4,71%</b>	<b>2,80%</b>

Tableau 18 : calcul du coût de la dette

### 3.1.3 Coût des capitaux propres

Pour estimer le coût des capitaux propres, la formule utilisée est celle du « Capital Asset Pricing Model (CAPM) ». Il faut donc obtenir les différents composants de cette formule pour l'obtenir.

#### 3.1.3.1 Taux sans risque

Afin d'estimer le taux sans risque, une moyenne pondérée a été effectuée entre le taux sans risque de la France, du Royaume-Uni et des États-Unis. L'utilisation des États-Unis comme pays pour approximer le taux sans risque du reste du monde provient du livre de Pearl et Rosenbaum (2013), qui l'utilisent comme taux sans risque global. Comme Exclusive Networks fournit des informations sur la répartition de ses revenus, faire une moyenne pondérée permet d'être plus précis. Concernant le montant des taux sans risque, ils sont tirés d'une étude auprès

Taux sans risque et répartition du chiffre d'affaires par pays			
	France	Royaume-Uni	Reste du monde (USA)
Taux sans risque	3,0%	3,9%	3,8%
Répartition du chiffre d'affaires	11,7%	17,0%	71,3%

Tableau 19 : taux sans risque et répartition du chiffre d'affaires par pays

de 80 pays en 2023 (Fernandez et al., 2023). Cela nous donne un taux sans risque final de 3,72 %.

#### 3.1.3.2 Beta

D'après Pearl et Rosenbaum (2013), les entreprises ayant des rendements historiques d'actions trop récents, c'est-à-dire entre 2 et 5 ans, n'ont souvent pas un bêta représentatif des futurs rendements. Pour Exclusive Networks, le choix d'estimer un bêta sectoriel via les comparables a donc été pris. Pour cela, les données concernant le bêta des différents comparables ont été extraites de Bloomberg.

Afin de neutraliser l'effet des différentes structures du capital des entreprises, les betas ont été convertis en « unlevered » betas, en utilisant leur ratio entre la dette totale et les capitaux propres respectifs (Tableau 20).

Calcul du "unlevered" beta des entreprises comparables				
En milliers (€)	Also	Arrow ECS	Sesa	TD Synnex
Dette totale (D)	321 200 €	3 863 300 €	353 400 €	4 105 100 €
Capitaux propres (E)	2 432 000 €	8 131 500 €	1 785 000 €	8 608 800 €
D/E	0,13	0,48	0,20	0,48
Beta	0,82	0,90	0,99	1,02
Unlevered beta	0,74	0,66	0,86	0,75

Tableau 20 : calcul du "unlevered" beta des entreprises comparables

Calcul du beta de Exclusive Networks	
Ratio D/E	0,36
Taux d'imposition	25%
"Levered" beta	0,95

Tableau 21 : calcul du beta de Exclusive Networks

Ils ont ensuite été « relevered » grâce au ratio entre la dette totale et les capitaux propres ciblés, avec le taux d'imposition à 25 %. La médiane des « unlevered » betas des entreprises comparables a ensuite été « relevered », pour finalement donner le beta utilisé pour Exclusive Networks dans le calcul du coût des capitaux propres (Tableau 21).

### 3.1.3.3 Prime de risque du marché

Pour trouver la prime de risque du marché, une méthode similaire au taux sans risque a été utilisée. Les primes de risque du marché de la

Prime de risque du marché et répartition du chiffre d'affaires			
	France	Royaume-Uni	Reste du monde (USA)
Prime de risque du marché	6,8%	7,0%	5,7%
Répartition du chiffre d'affaires	11,7%	17,0%	71,3%
Prime de risque pondérée	0,79	1,19	4,06

Tableau 22 : prime de risque du marché et répartition du chiffre d'affaires

France, du Royaume-Uni et des États-Unis (comme proxy du reste du monde) ont été pondérées pour arriver à une prime de risque du marché de Exclusive Networks. Elles proviennent d'une étude réalisée par Damodaran (2023), et une fois pondérées, résultent une prime de risque du marché finale de 6,05 %. Étant donné la compétition du marché dans lequel l'entreprise évolue, et les différents risques auxquels elle fait face, il serait intéressant de faire varier ce pourcentage, ce qui sera indirectement fait lors de l'analyse de sensibilité du WACC.

### 3.1.3.4 Prime de risque de taille

Afin d'ajuster les risques liés à la taille de l'entreprise, une prime de risque va être ajoutée au coût des capitaux propres. Il s'agit de la prime de risque de taille, ou « Size Premium », qui compense le risque supplémentaire associé aux entreprises en fonction de leur capitalisation boursière, qui ne peut être pleinement reflété dans leur bêta en raison des volumes de transactions limités (Pearl & Rosenbaum, 2013). En tenant compte de la capitalisation boursière de Exclusive Networks, et d'après une étude sur la taille des entreprises et le coût des fonds propres en Europe en 2022, l'entreprise est considérée comme « mid-cap » et possède une prime de risque associée de 1,93% (Harrington et al., 2023).

### 3.1.3.5 Calcul du coût des capitaux propres

Grâce à tous les éléments précédents, le coût des capitaux propres peut être calculé en additionnant le taux sans risque, le produit du beta et de la prime de risque du marché, la prime de risque de taille et la prime de risque de pays. Cela donne un résultat final de 11,69 %.

Calcul du coût des capitaux propres	
Taux sans risque	3,72%
Prime de risque du marché	6,05%
Beta	0,95
Prime de risque de taille	1,93%
<b>Coût des capitaux propres</b>	<b>11,40%</b>

Tableau 23 : calcul du coût des capitaux propres

### 3.1.4 Calcul du WACC

À la suite du calcul des différents composants du WACC, celui-ci peut désormais être calculé à son tour grâce à la formule suivante :  $r_d \times (1 - T) \times \frac{D}{D+E} + r_e \times \frac{E}{D+E}$  (Pearl & Rosenbaum, 2013).

Avec  $r_d$  = coût de la dette

$r_e$  = coût des capitaux propres

T = taux d'imposition

D = poids de la dette

E = poids des capitaux propres

Calcul du WACC	
Capitaux propres	1 787 571 €
Dette totale	644 000 €
Poids des capitaux propres	73,52%
Poids de la dette	26,48%
Coût des capitaux propres	11,40%
Coût de la dette	4,43%
Taux d'imposition	25%
<b>WACC</b>	<b>9,26%</b>

Tableau 24 : calcul du WACC

Le WACC déterminé par cette méthodologie est de 9,48%. Celui-ci va permettre d'actualiser les cash-flows futurs de l'entreprise dans le point suivant.

## 3.2 Valeur terminale

La valeur terminale est utilisée dans l'approche des « discounted cash-flow (DCF) » pour estimer la valeur d'une entreprise au-delà de la période de projection. Deux méthodes sont couramment utilisées pour calculer la valeur terminale : la méthode « Exit Multiple » et la méthode de croissance perpétuelle. Ces méthodes servent de complément l'une à l'autre et permettent d'évaluer la valeur finale de l'entreprise de manière prudente et cohérente (Pearl & Rosenbaum, 2013).

### 3.2.1 Exit Multiple

La méthode « Exit Multiple » calcule la valeur résiduelle des flux de trésorerie d'une entreprise en se basant sur un multiple de son EBITDA ou EBIT de l'année terminale. Ce multiple est déterminé en fonction des entreprises comparables (Pearl & Rosenbaum, 2013). Dans ce cas, ce sont les EBIT et les valeurs d'entreprises de 2022 qui seront utilisés pour calculer le multiple, via le ratio EV/EBIT.

Ratio entre la valeur d'entreprise et l'EBIT des entreprises comparables					
	Also	Arrow ECS	Sesa	TD Synnex	Mediane
EV/EBIT 2022	x 8,57	x 4,88	x 18,16	x 12,8	x 10,69

Tableau 25 : ratio entre la valeur d'entreprise et l'EBIT des entreprises comparables

Calcul de la valeur terminale avec Exit Multiple	
EBIT (2027F)	256 157 €
Multiple (EV/EBIT)	x10,69
Valeur terminale	2 738 321 €

Tableau 26 : calcul de la valeur terminale avec Exit Multiple

Après avoir calculé la médiane des différents multiples, il suffit de la multiplier par l'EBIT de Exclusive Networks en 2022 pour obtenir la valeur terminale, soit un résultat de 2 738 321 000 €.

### 3.2.2 Croissance perpétuelle

La méthode de croissance perpétuelle calcule la valeur terminale en considérant que les flux de trésorerie disponibles de l'année terminale vont continuer de croître à un taux supposé. Ce taux peut être estimé via la croissance du PIB (Pearl & Rosenbaum, 2013). Pour cela, les valeurs de la projection de 2023 à 2060 du PIB de la France, du PIB du Royaume-Uni et du PIB global ont été utilisées (OCDE, 2021). Une moyenne pondérée sera réalisée comme précédemment.

Croissance annuelle du PIB et répartition du chiffre d'affaires			
	France	Royaume-Uni	Global
Croissance annuelle du PIB	1,3%	1,2%	2,0%
Répartition du chiffre d'affaires	11,7%	17,0%	71,3%
Croissance annuelle pondérée	0,15%	0,20%	1,39%

Tableau 27 : croissance annuelle du PIB et répartition du chiffre d'affaires

La somme des croissances annuelles pondérées donne un taux de 1,74%. Grâce à la formule suivante, la valeur terminale peut être calculée :  $\frac{FCF_n \times (1+g)}{r-g}$  (Pearl & Rosenbaum, 2013).

Calcul de la valeur terminale avec croissance perpétuelle	
FCF (2027F)	249 968 €
Taux de croissance perpétuelle	1,74%
WACC	9,26%
Valeur terminale	3 381 509 €

Tableau 28 : calcul de la valeur terminale avec croissance perpétuelle

Avec FCF = Free Cash-Flow

n = Année terminale

g = Taux de croissance perpétuelle

r = WACC

### 3.3 Actualisation et valorisation

Pour actualiser les cash-flows futurs et la valeur terminale, des facteurs d'actualisation doivent être calculés grâce au WACC, de la manière suivante :

$$\frac{1}{(1+WACC)^n} \text{ (Pearl \& Rosenbaum, 2013).}$$

Les futurs cash-flow de l'entreprise sont donc actualisés, et leur somme donne une valeur de 725 612 000€. La valeur terminale est actualisée suivant le facteur d'actualisation de l'année terminale, et les deux méthodes employées pour la calculer sont prises en compte.

Actualisation des free cash-flows					
En milliers (€)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Année (n)	1	2	3	4	5
Facteur d'actualisation	91,52%	83,77%	76,67%	70,17%	64,22%
FCF	72 142 €	197 408 €	220 277 €	234 854 €	249 968 €
DCF	66 028 €	165 364 €	168 883 €	164 799 €	160 538 €

Tableau 29 : actualisation des free cash-flows

Actualisation des valeurs terminales		
En milliers (€)	Exit multiple	Croissance perpétuelle
Facteur d'actualisation	64,2%	64,2%
Valeur terminale	2 738 321 €	3 381 509 €
Valeur terminale actualisée	1 741 370 €	2 171 724 €

Tableau 30 : actualisation des valeurs terminales

Valorisation de l'entreprise et des capitaux propres		
En milliers (€)	Exit multiple	Croissance perpétuelle
Valeur terminale actualisée	1 741 370 €	2 171 724 €
Total DCF	725 612 €	725 612 €
Valeur de l'entreprise	2 484 257 €	2 897 336 €
Dette nette	376 000 €	376 000 €
Valeur des capitaux propres	2 108 257 €	2 521 336 €

Tableau 31 : valorisation de l'entreprise et des capitaux propres

dans un intervalle de 22,94 € à 26,99 € (Tableau 32). C'est donc une valeur supérieure au prix actuel. La Figure 10 montre un extrait de Bloomberg, présentant les différentes recommandations à l'achat ou à la vente et le prix cible de l'action pour Exclusive Networks. On peut constater que l'intervalle de prix calculé pour l'action se situe dans la même gamme que les prix cibles des différents analystes.

Calcul du prix de l'action		
En €	Exit multiple	Croissance perpétuelle
Valeur des capitaux propres	2 108 257 000 €	2 521 335 000 €
Nombre d'actions en circulation	91 670 286	91 670 286
Prix de l'action	22,99 €	27,51 €

Tableau 32 : calcul du prix de l'action

Stifel	David Vignon	buy	25.00	07/03/23
JP Morgan	Joe George	neutral	22.00	06/30/23
Morgan Stanley	Alastair Nolan	Overwt/In-Line	24.00	06/29/23
ISS-EVA	ISS Eva Equity Rese...	buy		05/25/23
Societe Generale	Derric Marcon	buy	27.50	05/19/23
Kepler Cheuvreux	Antoine Lensel	buy	25.50	05/04/23
Citi	Balajee Tirupati	buy	21.00	03/03/23
BNP Paribas Exane	Ben Castillo-Bernaus	outperform	25.00	02/06/23

Figure 10 : recommandations des analystes sur l'action d'Exclusive Networks (2023)

Source : Bloomberg (2023)

### 3.4 Méthode des comparables

#### 3.4.1 Choix des entreprises

Comme mentionné précédemment, les entreprises choisies en tant que comparables sont des entreprises concurrentes, ayant des activités similaires à Exclusive Networks et agissant dans le même marché en majorité.

Also est une entreprise proposant des solutions liées à l'informatique, allant de l'IoT à la cybersécurité, en passant par le cloud. L'entreprise a un effectif de plus de 4 000 professionnels et propose ses solutions dans 30 pays européens et 144 pays dans le monde. Elle collabore avec plus de 700 fournisseurs pour offrir des produits adaptés aux besoins spécifiques des clients. Comme Exclusive Networks, elle offre un soutien aux revendeurs, allant de conseils personnalisés à un support avancé, avec pour objectif de faire progresser leur activité. Grâce à son expertise technique, Also se positionne comme un acteur clé pour répondre à la demande croissante, principalement dans le secteur du cloud (Also, 2023a).

Arrow Electronics est un distributeur à valeur ajoutée spécialisé dans les solutions informatiques. En tant que VAD global, l'entreprise fournit une expertise technique approfondie et une gamme complète de services pour accompagner ses partenaires dans la création de solutions personnalisées. Leur vaste portfolio de produits comprend des domaines clés tels que le cloud, la cybersécurité, le DevOps, etc. En collaboration avec ES Cyber Solutions, Arrow ECS propose des solutions de cybersécurité adaptées, soutenues par des services de conseil et de formation complets (Arrow Electronics, 2023a).

Sesa est une entreprise de 4 200 employés, spécialisée dans l'innovation technologique et les services numériques en B2B. Avec une présence étendue en Europe, elle offre des solutions technologiques, des services informatiques et des applications commerciales pour accompagner la transformation numérique des entreprises. Le groupe est actif dans des domaines tels que la cybersécurité, le cloud, la data science, etc. Le groupe opère selon un modèle commercial axé sur les segments à valeur ajoutée, en offrant une expertise et des services de qualité supérieure (Sesa, 2022).

TD Synnex est une entreprise d'étendue globale, agissant dans les domaines de la cybersécurité, du cloud, des datacenters, de l'IoT, des réseaux, etc. Avec un portefeuille comprenant plus de 200 fournisseurs, TD Synnex est un VAD qui offre un choix de produits très important. Avec plus de 14 000 employés répartis dans une centaine de pays, l'entreprise propose des services tels que des formations, du conseil, du marketing, et d'autres services liés à la finance ou à la supply chain (TD Synnex, 2023).

### 3.4.2 Multiples et valorisation

Les différents multiples choisis afin de valoriser l'entreprise grâce aux comparables sont les ratios EV/Sales EV/EBITDA et EV/EBIT, P/B et P/CF.

	Multiples des entreprises comparables						
	Also	Arrow ECS	Sesa	TD Synnex	Multiple (intervalle)		Exclusive Networks
EV/Sales	0,27	0,27	0,88	0,22	0,22	0,27	0,62
EV/EBITDA	7,25	4,32	13,30	8,41	7,25	8,41	12,60
EV/EBIT	8,57	4,88	18,16	12,80	8,57	12,80	23,43
P/B	2,10	1,12	6,80	1,21	1,21	2,10	1,74
P/CF	24,82	19,64	14,54	13,17	14,54	19,64	9,79

Tableau 33 : multiples des entreprises comparables

Lorsqu'on observe le Tableau 33, on remarque d'abord que les multiples de Exclusive Networks sont bien plus hauts que ceux des entreprises comparables pour les 3 premiers multiples, ensuite qu'ils sont dans l'écart médian pour le P/B, et enfin qu'ils sont bien en dessous pour le P/CF.

Pour les 3 premiers multiples, cela peut signifier que l'entreprise est surévaluée. Cette surévaluation peut être due au fait que les investisseurs espèrent des perspectives de croissance

prometteuses pour l'entreprise, ce qui ne paraît pas improbable compte tenu des résultats de celle-ci, ou qu'ils estiment qu'elle dispose d'une position concurrentielle qui justifie de prendre ce risque.

En ce qui concerne le P/B, l'entreprise se situe dans le même intervalle que les comparables, ce qui indique une évaluation alignée avec ceux-ci. Enfin, pour le P/CF, le ratio de l'entreprise étant fortement inférieur à ceux des comparables, cela signifierait que l'entreprise est sous-évaluée par rapport à ses cash-flow.

Prix de l'action selon les différents ratios		
Multiples	Prix de l'action (intervalle)	
EV/Sales	4,07 €	5,92 €
EV/EBITDA	7,84 €	9,75 €
EV/EBIT	3,28 €	6,93 €
P/B	12,55 €	21,77 €
P/CF	26,80 €	36,19 €

Tableau 34 : prix de l'action selon les différents ratios

La méthode des comparables donne des résultats qui divergent en fonction des ratios analysés. Il est donc difficile d'être catégorique sur la décision à prendre vis-à-vis de cette analyse. Le Tableau 34 présente les différents prix de l'action évalués en fonction des intervalles médians des comparables.

Les écarts plus prononcés observés entre les ratios basés sur la valeur de l'entreprise en numérateur et ceux basés sur le prix de l'action en numérateur peuvent être attribuées à une combinaison de facteurs, comme les différences inhérentes à la capitalisation boursière, la composition du capital, les niveaux d'endettement, etc. Il convient de noter que trouver des entreprises très similaires sous tous ces aspects est une tâche complexe, et la diversité peut entraîner des variations significatives dans les ratios financiers

En définitive, cette analyse révèle la nature nuancée de l'évaluation de Exclusive Networks. Ces divergences montrent qu'il est nécessaire de ne pas se baser uniquement sur la méthode des comparables. Dès lors, il faut être prudent dans l'interprétation des résultats et ne pas formuler de décision finale basée uniquement sur cette méthode. L'environnement particulier de l'entreprise et sa forte croissance récente peuvent éventuellement fausser les résultats, d'où l'importance de bien prendre en compte le contexte.

### 3.5 Analyse de sensibilité

Dans le but d'approfondir la valorisation de l'entreprise, cette section se concentre sur les analyses de sensibilité. En explorant les variations potentielles des frais de personnel, des délais de paiement ainsi que des paramètres clés tels que le WACC et le taux de croissance perpétuelle, cette analyse vise à fournir un aperçu des répercussions sur le prix de l'action dans différents scénarios.

### 3.5.1 Frais de personnel

Dans le scénario principal, les frais de personnel ont été projetés en calculant les CAGR de 2019 à 2022 du nombre d'employés et des frais moyens par employé. Le nombre d'employés a été projeté en utilisant son CAGR sur 5 ans. Les frais moyens par employé ont été estimés en divisant les employés en profils standards (75%) et experts en cybersécurité (25%), projetés avec une augmentation de 5% pour les experts et le CAGR des frais moyens pour les profils standards. Les coûts futurs ont été calculés en multipliant le nombre total d'employés par les frais moyens par employé. En envisageant un contexte favorable, une croissance des frais moyens par employé inférieure aux prévisions pourrait se concrétiser, par exemple si les investissements dans la formation et l'expertise des employés s'avèrent fructueux. Les coûts liés

		Croissance des frais de personnel (expert)						
		2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%
Croissance des frais de personnel (standard)	4,6%	25,3	24,92	24,54	24,15	23,76	23,37	22,97
	3,6%	26,42	26,05	25,68	25,3	24,92	24,54	24,15
	2,6%	27,51	27,15	26,79	26,42	26,05	25,68	25,3
	1,6%	28,57	28,22	27,86	27,51	27,15	26,78	26,42
	0,6%	29,6	29,26	28,92	28,57	28,22	27,87	27,51

Tableau 35 : analyse de sensibilité - frais de personnel

aux experts en cybersécurité pourraient diminuer à un rythme plus rapide que prévu. En revanche, des conditions de marché de l'emploi moins favorables pour l'entreprise, comme une pénurie encore plus forte que celle actuelle, ou davantage d'exigences de la part des employés pourraient faire augmenter les coûts associés à un rythme plus élevé. Le Tableau 35 présente une analyse de sensibilité des frais de personnel, en gardant la même croissance du nombre d'employés que dans le scénario neutre. Il est observé que le prix de l'action est sensiblement influencé par des changements dans le taux de croissance annuel moyen. Ces éléments revêtent donc une importance critique à surveiller dans les années à venir, en particulier compte tenu de la pénurie actuelle de talents. Une bonne gestion de cet aspect contribuerait également à renforcer la réputation de l'entreprise en termes de dimension sociale des facteurs ESG.

### 3.5.2 Délais de paiement

Pour projeter le BFR, les délais de paiement des fournisseurs et des créances ont été calculés à l'aide de formules mentionnées précédemment. Ces délais ont ensuite été projetés en utilisant les médianes en jours via les mêmes formules, et en se basant sur les projections du chiffre d'affaires et des COGS.

Dans un scénario alternatif positif, les délais de paiement des créances et fournisseurs pourraient s'améliorer. Cela pourrait être attribué à un changement dans les relations avec les clients, conduisant à des paiements plus rapides, ou à des conditions de paiement plus avantageuses

offertes par les fournisseurs, en raison d'une relation renforcée. Dans un scénario alternatif négatif, les délais pourraient s'allonger. Des difficultés économiques chez les clients, un changement dans les politiques de paiement ou des relations plus tendues avec les fournisseurs pourraient influencer négativement les délais. Ces variations risqueraient potentiellement d'augmenter le besoin en fonds de roulement et d'impacter la trésorerie de l'entreprise, et donc le prix de l'action estimé. Le Tableau 36 montre les variations du prix de l'action en fonction des deux délais. De légères modifications dans les délais entraînent un impact significatif sur l'évaluation du prix de l'action. Cela résulte à la fois de l'approche de projection du BFR utilisée, mais aussi du « business model » de l'entreprise, qui se repose majoritairement sur la

		Délai de paiement des fournisseurs						
		169	167	165	163	161	159	157
Délai de paiement des créances	148	28,08	27,49	26,89	26,3	25,7	25,11	24,51
	146	28,76	28,16	27,57	26,98	26,38	25,79	25,19
	144	29,44	28,84	28,25	27,51	27,06	26,46	25,87
	142	30,11	29,52	28,92	28,33	27,73	27,14	26,54
	140	30,79	30,19	29,6	29	28,41	27,82	27,22

Tableau 36 : analyse de sensibilité - délais de paiement

distribution de produits. Comme mentionné précédemment, cela souligne l'importance pour l'entreprise de maintenir des relations solides avec ses partenaires existants, tout en poursuivant l'expansion de son réseau de partenaires.

### 3.5.3 WACC et taux de croissance perpétuelle

L'analyse de sensibilité portant sur les variations du WACC et du taux de croissance perpétuelle est importante, car elle permet d'explorer les impacts potentiels de changements dans ces paramètres sur l'évaluation du prix de l'action. Des scénarios différents pourraient causer une hausse du WACC

		Taux de croissance perpétuelle						
		2,04%	1,94%	1,84%	1,74%	1,64%	1,54%	1,44%
WACC	9,46%	27,63	27,29	26,96	26,64	26,32	26,01	25,72
	9,36%	28,09	27,74	27,4	27,07	26,74	26,43	26,12
	9,26%	28,56	28,2	27,85	27,51	27,17	26,85	26,53
	9,16%	29,05	28,68	28,31	27,96	27,62	27,28	26,95
	9,06%	29,55	29,17	28,79	28,43	28,07	27,73	27,39

Tableau 37 : analyse de sensibilité - WACC et taux de croissance perpétuelle

à la suite d'une augmentation des taux d'intérêt, une plus grande incertitude économique ou des changements dans le risque perçu de l'entreprise. De même, un taux de croissance perpétuelle plus élevé peut découler d'une accélération inattendue de la croissance économique ou d'innovations dans l'industrie, ce qui ne serait pas surprenant dans la cybersécurité. D'autre part, des valeurs plus faibles pour ces paramètres pourraient être causées par une économie plus stable ou des pressions concurrentielles plus fortes, ce qui risque d'arriver étant donné la compétition importante dans le marché de la cybersécurité. L'analyse de sensibilité fournit ainsi des aperçus essentiels sur la réaction du prix de l'action face à ces variations, présentés au Tableau 37. Un faible changement dans le WACC ou le taux de croissance perpétuelle, et le prix de l'action est impacté. Il est essentiel de noter que les analyses de sensibilité précédentes mettent en évidence les impacts spécifiques de chaque élément. Cependant, des variations

combinées peuvent significativement altérer les prévisions, tant dans une perspective positive que négative. Cette réalité souligne l'importance de l'approche par scénarios, mettant en évidence la diversité des résultats possibles. Ainsi, il est judicieux de ne pas se reposer uniquement sur une seule méthode, mais d'envisager plusieurs approches avant de formuler une décision.

### 3.6 Prix implicite du carbone

Exclusive Networks n'est pas soumise aux échanges de quotas carbone dans le cadre de la législation de l'Union européenne pour 2025. Cependant, il est intéressant d'observer les conséquences qu'aurait la mise en place d'un prix implicite du carbone pour l'entreprise. Cette méthode permet d'intégrer les conséquences économiques des émissions dans les décisions financières, en prenant en compte les coûts externes comme les effets sur le climat et la santé. En anticipant les réglementations futures et les coûts associés, cette approche aide les entreprises à mieux comprendre les impacts financiers à long terme des émissions et à adopter des mesures pour réduire leur empreinte carbone (European Investment Bank, 2020).

Les émissions carbone futures ont été projetées selon le même taux de croissance que le chiffre d'affaires,

Projection des émissions carbone						
En t eqCO2	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Émissions carbone	663 139	849 067	1 010 434	1 111 200	1 222 016	1 343 883
Taux de croissance		28,04%	19,01%	9,97%	9,97%	9,97%

Tableau 38 : projection des émissions carbone

en partant de la valeur de 2022. Comme la majorité des émissions proviennent de l'achat de produits et de l'utilisation des produits vendus, qui se trouvent être la source de revenu de l'entreprise, il semble judicieux de projeter les émissions de cette manière. Un prix implicite, allant de 1€ à 80€, a ensuite été ajouté pour chaque t eqCO<sub>2</sub>, et le montant final a été soustrait aux projections des années futures, afin d'en observer l'impact sur le prix de l'action. Le

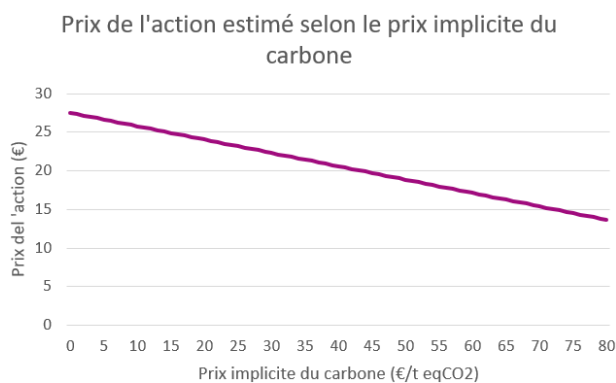


Figure 11 : prix de l'action estimé selon le prix implicite du carbone

Tableau 38 présente les émissions projetées, et la Figure 11 montre l'impact que le prix implicite du carbone aurait sur le prix de l'action. Il peut être fortement impacté par le prix implicite du carbone choisi. Cette analyse pourrait guider l'entreprise vers des décisions de durabilité et de gestion des risques liés à ces émissions. En projetant ces

coûts, l'entreprise peut mieux prévoir les réglementations futures et concevoir des stratégies de réduction des risques environnementaux. Cette démarche renforce l'alignement sur les objectifs ESG et encourage des actions concrètes pour minimiser l'impact carbone à long terme.

## ***Conclusion***

Les objectifs de ce mémoire ont été de réaliser une analyse de l'entreprise Exclusive Networks à travers l'application de méthodes d'analyse fondamentale. L'objectif final consistait à estimer la valeur de son action afin de fournir une recommandation à l'achat ou à la vente. Dans cette perspective, une évaluation des aspects clés de l'entreprise, de l'environnement dans lequel elle évolue, de son positionnement sur le marché ainsi que des facteurs qui influencent ses performances a été réalisée. En conjuguant cela avec une analyse financière, des projections ont pu être proposées afin de pouvoir évaluer la valeur de l'entreprise en utilisant diverses méthodes, comme le modèle DCF et l'analyse des comparables.

Pour la recommandation à l'achat ou à la vente de l'action d'Exclusive Networks, plusieurs facteurs sont à prendre en compte. L'entreprise opère dans un marché en croissance constante, soutenue par une demande croissante de solutions de cybersécurité en raison de la hausse des cyberattaques et des réglementations plus strictes. Sa position concurrentielle est avantageuse, reposant sur un package complet de services, un vaste portefeuille de vendeurs, une expertise solide et une couverture géographique étendue. L'entreprise émet aussi le souhait de continuer à croître, tirant parti d'opportunités telles que les fusions et acquisitions pour renforcer son offre et élargir sa portée.

L'évaluation de l'entreprise, réalisée par le biais de diverses projections et de la méthode de DCF, indique un intervalle de prix estimé entre 22.99€ et 27.51€, en prenant en compte différentes approches pour évaluer la valeur terminale. De plus, les analyses de sensibilité soulignent la résilience de l'entreprise face à plusieurs scénarios, tout en mettant en évidence les domaines qui nécessitent une attention particulière.

Il reste cependant certains défis à relever, notamment liés aux facteurs ESG tels que les émissions de carbone et la gestion des talents, où l'entreprise devra s'engager à mettre en œuvre des mesures pour y répondre. De plus, la dépendance vis-à-vis des partenaires et la concurrence de l'industrie sont des éléments à prendre en compte, mais ils ne semblent pas remettre en question la proposition de valeur d'Exclusive Networks. En prenant en considération les aspects positifs et les précautions nécessaires, une recommandation à l'achat de l'action d'Exclusive Networks semble appropriée dans le contexte actuel.

## Bibliographie

- Aiyer, B., Caso, J., Russell, P., & Sorel, M. (2022, 1 novembre). *New survey reveals \$ 2 trillion market opportunity for cybersecurity technology and service providers*. McKinsey & Company. <https://www.mckinsey.com/capabilities/risk-and-resilience/our-insights/cybersecurity/new-survey-reveals-2-trillion-dollar-market-opportunity-for-cybersecurity-technology-and-service-providers>
- Aiyer, B., Caso, J., & Sorel, M. (2022, 5 janvier). *The unsolved opportunities for cybersecurity providers*. McKinsey & Company. <https://www.mckinsey.com/capabilities/risk-and-resilience/our-insights/the-unsolved-opportunities-for-cybersecurity-providers>
- Also. (2023a). [https://www.also.com/ec/cms5/en\\_6000/6000/vendors/index.jsp](https://www.also.com/ec/cms5/en_6000/6000/vendors/index.jsp)
- Also. (2023b). *Annual Report 2022*. [https://www.also.com/ec/cms5/media/documents/6000\\_1/investor\\_relations\\_1/reports\\_2/en\\_8/2022\\_228/also\\_annual\\_report\\_gb2022\\_en.pdf](https://www.also.com/ec/cms5/media/documents/6000_1/investor_relations_1/reports_2/en_8/2022_228/also_annual_report_gb2022_en.pdf)
- Arène, V. (2023, 13 avril). *Les salaires IT en hausse dans le code, les data et la cybersécurité*. LeMondeInformatique. <https://www.lemondeinformatique.fr/actualites/lire-les-salaires-it-en-hausse-dans-le-code-les-data-et-la-cybersecurite-90118.html#:~:text=De%20ce%20fait%2C%20le%20bulletin,de%208%20ans%20de%20carri%C3%A8re.>
- Arrow Electronics. (2023a). <https://www.arrow.com/globalecs/na/>
- Arrow Electronics. (2023b, 2 février). *CORRECTING and REPLACING Arrow Electronics Reports Fourth-Quarter and Full-Year 2022 Results*. Arrow. <https://investor.arrow.com/news/press-release-details/2023/CORRECTING-and-REPLACING-Arrow-Electronics-Reports-Fourth-Quarter-and-Full-Year-2022-Results/>
- Banton, C. (2023). *Share Repurchase : Why Do Companies Do Share Buybacks ? Investopedia*. <https://www.investopedia.com/terms/s/sharerepurchase.asp#toc-what-is-a-share-repurchase>
- Bloomberg. (2023, 20 mars). *Exclusive Networks Announce the Launch of a Share Buyback Programme*. Bloomberg. <https://www.bloomberg.com/press-releases/2023-03-20/exclusive-networks-announce-the-launch-of-a-share-buyback-programme>
- Canalys. (2023, 18 janvier). *Cybersecurity investment to grow by 13 % in 2023*. <https://canalys.com/newsroom/cybersecurity-forecast-2023>

- Chai, W., & Smith, S. (2022, octobre). *Cloud service provider (cloud provider)*. TechTarget. <https://www.techtarget.com/searchitchannel/definition/cloud-service-provider-cloud-provider>
- Companiesmarketcap. (2023). *Largest IT security companies by market cap*. <https://companiesmarketcap.com/it-security/largest-companies-by-market-cap/>
- Damodaran, A. (2008). *DAMODARAN ON VALUATION, 2ND ED*. John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2023, 5 janvier). *Country Default Spreads and Risk Premiums*. NYU Stern School of Business. [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)
- Dominus, S. (2022, 16 février). Tech Companies Face a Fresh Crisis : Hiring. *The New York Times*. <https://www.nytimes.com/2022/02/16/magazine/tech-company-recruiters.html>
- Euronext. (2023). *EXCLUSIVE NETWORKS | Euronext Live Market*. <https://live.euronext.com/en/product/equities/FR0014005DA7-XPAP>
- European Investment Bank. (2020). EIB Group climate bank roadmap 2021-2025. *Publications Office of the European Union*. <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/98cc83ef-4f06-11eb-b59f-01aa75ed71a1/language-en>
- Exclusive Networks. (2021, 15 septembre). *Securities Note*. AMF. <https://bdif.amf-france.org/fr/details/21-0399>
- Exclusive Networks. (2022a). *Investor Presentation*. <https://ir.exclusive-networks.com/wp-content/uploads/2023/01/EXN-Investor-Presentation-SG-French-Tech-Conference-24.01.23.pdf>
- Exclusive Networks. (2022b, avril 27). *Universal Registration Document 2021*. <https://ir.exclusive-networks.com/wp-content/uploads/2022/04/URD-2021-27-04-2022-De%CC%81po%CC%82t-AMF-All-sections.pdf>
- Exclusive Networks. (2022c, octobre 11). *Exclusive Networks launches Academy to train the next generation of cyber talent*. <https://www.exclusive-networks.com/exclusive-networks-launches-academy-to-train-the-next-generation-of-cyber-talent/>
- Exclusive Networks. (2023a). *Diversity Equity and Inclusion Policy*. <https://www.exclusive-networks.com/uk/wp-content/uploads/sites/28/2023/02/Diversity-and-Inclusion-Policy.pdf>
- Exclusive Networks. (2023b, juin 8). *Universal Registration Document 2022*. [https://ir.exclusive-networks.com/wp-content/uploads/2023/05/EXN2022\\_URD\\_EN\\_MEL\\_23\\_05\\_16.pdf](https://ir.exclusive-networks.com/wp-content/uploads/2023/05/EXN2022_URD_EN_MEL_23_05_16.pdf)

- Farache, S. (2018, 12 février). Disrupting the IT Distribution Model. *Channel Futures*.  
<https://www.channelfutures.com/distribution/tech-data-disrupting-the-it-distribution-model>
- Fernandez, P., De La Garza, D. G., & Acin, J. F. (2023). Survey : Market Risk premium and Risk-free rate used for 80 countries in 2023. *Social Science Research Network*.  
<https://doi.org/10.2139/ssrn.4407839>
- Gately, E. (2018, 2 mars). How the Two-Tier Model Must Evolve for the New Digital Economy. *Channel Futures*. <https://www.channelfutures.com/distribution/tech-data-how-the-two-tier-model-must-evolve-for-the-new-digital-economy>
- Gillis, A. S. (2022, février). *value-added reseller (VAR)*. TechTarget.  
<https://www.techtarget.com/searchitchannel/definition/VAR>
- Gillis, A. S., & Moore, J. (2021, août). *managed service provider (MSP)*. TechTarget.  
[https://www.techtarget.com/searchitchannel/definition/managed-service-provider#:~:text=A%20managed%20service%20provider%20\(MSP\)%20is%20a%20third%20party,%20to%20day%20management%20services.](https://www.techtarget.com/searchitchannel/definition/managed-service-provider#:~:text=A%20managed%20service%20provider%20(MSP)%20is%20a%20third%20party,%20to%20day%20management%20services.)
- Goffin, J. (2022, 30 décembre). *Les Bourses mondiales ont perdu 18.000 milliards de dollars en 2022*. L’Echo. <https://www.lecho.be/les-marches/actu/general/les-bourses-mondiales-ont-perdu-18-000-milliards-de-dollars-en-2022/10437834.html>
- Hanna, K. T., & Bigelow, S. J. (2022, 16 mars). *solution provider*. TechTarget.  
<https://www.techtarget.com/searchitchannel/definition/solution-provider#:~:text=A%20solution%20provider%20is%20a,concept%20to%20installations%20through%20support.>
- Harrington, J., Nunes, C., Aboulamer, A., & Grabowski, R. (2023). *Valuation Handbook — International Guide to Cost of Capital : 2022 Summary Edition*. CFA Institute.  
<https://www.cfainstitute.org/research/foundation/2022/igcc-summary-edition-2022>
- Infinigate. (2022). *Pourquoi Infinigate ?* <https://infinigate.fr/A-propos-d-Infinigate/Pourquoi-Infinigate>
- Inkwood Research. (2020, novembre). *Asia Pacific Cyber Security Market Forecast 2021-2028*. Market Research. <https://inkwoodresearch.com/reports/asia-pacific-cyber-security-market/>
- Javed, U. (2023, 29 mars). *Changes to UK corporation tax rates from 1 April 2023*.  
<https://www.roedl.com/insights/united-kingdom-corporation-tax-rates-changes-april-2023>

- Kilroy, A. (2022, 11 juillet). *Understanding Low Float Stocks*. SoFi.  
<https://www.sofi.com/learn/content/understanding-low-float-stocks/>
- Lutkevich, B., Shiao, D., & Moore, J. (2022, octobre). *Distribution channel*. TechTarget.  
<https://www.techtarget.com/searchitchannel/definition/distribution-channel>
- Ministry of Finance. (2023, 1 janvier). *Business tax : companies concerned and tax rates*.  
 Entreprendre.Service-Public.fr. <https://entreprendre.service-public.fr/vosdroits/F23575?lang=en>
- Morgan, S. (2022, 19 janvier). *2022 Cybersecurity Almanac : 100 Facts, Figures, Predictions And Statistics*. Cybercrime Magazine.  
<https://cybersecurityventures.com/cybersecurity-almanac-2022/>
- OCDE. (2021). *Prévisions du PIB réel à long terme*. <https://data.oecd.org/fr/gdp/previsions-du-pib-reel-a-long-terme.htm#indicator-chart>
- Palo Alto Networks. (2022, 17 novembre). *Palo Alto Networks Signs Definitive Agreement to Acquire Cider Security*. <https://www.paloaltonetworks.com/company/press/2022/palo-alto-networks-signs-definitive-agreement-to-acquire-cider-security>
- Parlement européen. (2023, 17 février). *Lutte contre la cybercriminalité : nouvelles lois de l'UE sur la cybersécurité*.  
<https://www.europarl.europa.eu/news/fr/headlines/security/20221103STO48002/lutte-contre-la-cybercriminalite-nouvelles-lois-de-l-ue-sur-la-cybersecurite>
- Pearl, J., & Rosenbaum, J. (2013). *Investment banking : Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers and Acquisitions*. John Wiley & Sons.
- Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., & Stowe, J. D. (2015). *Equity asset valuation*. John Wiley & Sons.
- Porter, M. (2008, janvier). The five competitive forces that shape strategy. *Harvard Business Review*.  
<https://web.s.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=0&sid=8cd83676-5367-4e1a-a7f1-c725f7e95448%40redis>
- Ramirez, O. (2022, 1 avril). *Partnerships 101 : What is a System Integrator (SI), and Should You Partner With One ? - Crossbeam*. Crossbeam.  
<https://www.crossbeam.com/blog/partnerships-101-system-integrator-si/>
- Redington Group. (2023). *Global Presence - Redington India*.  
<https://redingtongroup.com/india/global-presence/>
- Rosenbaum, J., & Pearl, J. (2013). *Investment Banking Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers and Acquisitions* (2<sup>e</sup> éd.). Wiley.

- Sausalito, C. (2023, 14 avril). *Cybersecurity Jobs Report : 3.5 Million Unfilled Positions In 2025*. Cybersecurity Ventures. <https://cybersecurityventures.com/jobs/>
- Sesa. (2022). *Sesa Group*. <https://www.sesa.it/en/group/>
- Smith, S. (2021, avril). *Managed security service provider (MSSP)*. TechTarget. <https://www.techtarget.com/searchitchannel/definition/MSSP#:~:text=A%20managed%20security%20service%20provider%20is%20a%20security%2Dfocused%20MSP,52.2K%20subscribers>
- Smith, S., & Moore, J. (2018, novembre). *Systems integrator*. TechTarget. <https://www.techtarget.com/searchitchannel/definition/systems-integrator>
- Statista. (2022, décembre). *Cybersecurity - Worldwide*. <https://www.statista.com/outlook/tmo/cybersecurity/worldwide>
- Statista. (2023a, mars). *Cybersecurity - Americas | Statista Market Forecast*. <https://www.statista.com/outlook/tmo/cybersecurity/americas>
- Statista. (2023b, mars). *Cybersecurity - Europe | Statista Market Forecast*. <https://www.statista.com/outlook/tmo/cybersecurity/europe>
- Statista. (2023c, mars 31). *Cybersecurity : leading vendors by market share 2020*. <https://www.statista.com/statistics/991308/worldwide-cybersecurity-top-companies-by-market-share/>
- TD Synnex. (2023). <https://be.tdsynnex.com/>
- Willis, J. (2017, 26 septembre). *What Are the Benefits of a 2-Tier Distribution ?* Bizfluent. <https://bizfluent.com/differentiated-distribution-strategy.html>

UNIVERSITÉ CATHOLIQUE DE LOUVAIN  
Louvain School of Management

Chaussée de Binche 151, 7000 Mons, Belgique | [www.uclouvain.be/lsm](http://www.uclouvain.be/lsm)