

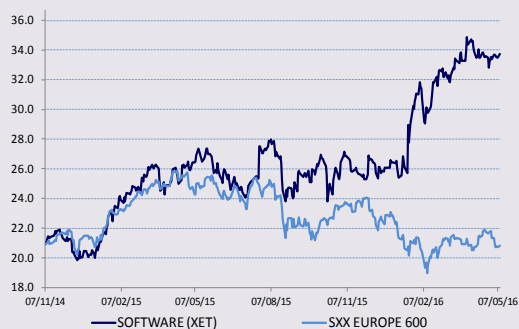
INDEPENDENT RESEARCH
UPDATE

10 mai 2016

TMT

Bloomberg	SOW GR
Reuters	SOWG.DE
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	34,9 / 23,8
Capitalisation Boursière (MEUR)	2 667
Valeur d'Entreprise	2 548
Volume moyen 6 mois (000 actions)	246,6
Flottant	64,9%
TMVA BPA (3 ans)	4,6%
Gearing (12/15)	1%
Rendement (12/16e)	1,78%

Fin Décembre	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
C. d'affaires (M€)	873,06	887,65	917,64	959,76
EBITA (€m)	263,4	271,9	287,1	307,1
Op.Margin (%)	30,2	30,6	31,3	32,0
BPA dilué (€)	2,33	2,35	2,48	2,66
EV/CA	3,1x	2,9x	2,6x	2,3x
EV/EBITDA	9,6x	8,9x	7,9x	6,9x
EV/EBITA	10,2x	9,4x	8,3x	7,2x
P/E	14,5x	14,4x	13,6x	12,7x
ROCE	17,7	18,2	19,5	21,4



Software AG

Le « French flair » à l'œuvre

Fair Value 40EUR (cours 33,76EUR)

ACHAT

Nous réitérons notre opinion Achat et notre *fair value* issue d'un DCF à 40 EUR. Nous estimons que la dynamique positive insufflée depuis 18 mois par le *Chief Customer Officer* Éric Duffaut transforme progressivement le statut boursier de Software AG de « value » à « croissance », avec à la clé l'atteinte de 32-35% de marge en 2020.

■ **Dynamique positive en marche.** L'arrivée fin 2014 d'Éric Duffaut (ex-SAP, ex-Oracle) au poste de *Chief Customer Officer* a permis à Software AG d'améliorer jusqu'ici de 30% sa productivité commerciale. La stratégie mise en place depuis début 2015 a délivré des résultats probants : retour à la croissance de l'activité *Digital Business Platform* (DBP), marge opérationnelle non-IFRS 2015 de 29.7% nettement supérieure à l'objectif initial, et 5 trimestres d'affilée de résultats au-dessus des attentes du consensus.

■ **Transformation loin d'être terminée.** Le second volet de la stratégie consiste d'ici 2018 à transformer la façon de vendre pour accélérer la croissance : vente de solutions métier, développement de l'écosystème de partenaires, élargissement de la couverture commerciale. Cela devrait selon nous hisser la progression organique à près de 6% en 2020 grâce à l'accélération de la croissance des ventes de la *Digital Business Platform*.

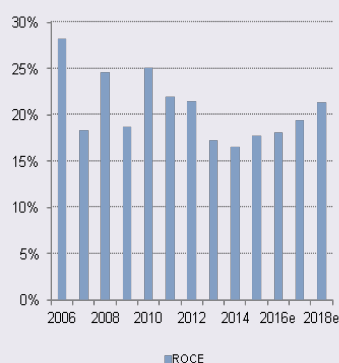
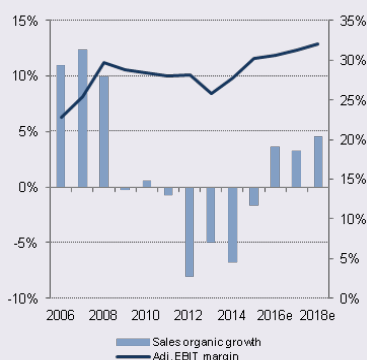
■ **2016 démarre en avance sur les objectifs.** Software AG a publié pour le T1 2016 un CA à +8.8% à scc et une marge op. non-IFRS en hausse de 3.9 points. Nous estimons que la guidance de marge 2016 de 30-31% est prudente car elle implique désormais une stabilité de celle-ci pour les trois derniers trimestres. Ainsi, un dépassement des 31% en 2016 nous rendrait confiants sur le haut de la fourchette de l'objectif 32-35% en 2020.

■ **Valorisation toujours attractive.** En dépit d'un rebond supérieur à 80% depuis octobre 2014, l'action Software AG se paye sur des multiples d'EV/EBIT de 9.4x 2016e et 8.3x 2017e, soit une décote d'environ 40% par rapport à la médiane des principaux éditeurs européens.



Analyst:
Gregory Ramirez
33(0) 1 56 68 75 91
gramirez@bryangarnier.com

Sector Analyst Team:
Richard-Maxime Beaudoux
Thomas Coudry
Dorian Terral



Activités

Fondé en 1969, et coté à la Bourse de Francfort depuis 1999, Software AG développe des logiciels d'entreprises adressant deux besoins spécifiques : 1). Aider les entreprises à digitaliser leurs processus métiers à travers la Digital Business Platform (64% du CA Produits : transformation métier et IT, streaming analytics, agile apps, gestion du portefeuille IT, intégration et connectivité) ; 2). La modernisation de systèmes informatiques anciens mainframes à travers Adabas & Natural (36% du CA Produits : système de gestion de base de données et développement d'applications). La société génère 45% de son CA Produits en Amérique, vs. 48% dans la région EMEA (14% en Allemagne) et 7% en Asie Pacifique. Par Industrie, 20% du CA Produits est réalisé auprès des Gouvernements, vs. 19% dans les Services Financiers, 19% dans les Services Informatiques, 12% dans les Services aux Entreprises, 10% dans l'Industrie Manufacturière, et 20% dans d'autres industries (Télécoms/Média, Transport/Logistique, etc.).

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Revenues	973	858	873	888	918	960
Change (%)	-7,1%	-11,8%	1,8%	1,7%	3,4%	4,6%
fl change (%)	-5,0%	-6,8%	-1,7%	3,6%	3,3%	4,6%
Adjusted EBITDA	264	250	278	286	302	322
Depreciation & amortisation	-12,9	-11,6	-14,4	-14,5	-14,8	-14,9
Adjusted EBIT	251	238	263	272	287	307
EBIT	206	176	209	233	255	277
Change (%)	-17,2%	-14,4%	19,0%	11,4%	9,4%	8,6%
Financial results	-8,4	-9,2	-2,9	-5,0	-2,2	-0,26
Pre-Tax profits	197	167	207	228	253	277
Exceptionals	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tax	-63,1	-56,3	-66,9	-74,2	-82,2	-90,0
Profits from associates	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minority interests	0,18	0,19	0,16	0,15	0,20	0,25
Net profit	134	110	139	154	171	187
Restated net profit	178	165	188	190	200	215
Change (%)	-14,7%	-7,3%	13,6%	0,9%	5,5%	7,4%

Cash Flow Statement (EURm)

Operating cash flows	193	147	180	204	214	229
Change in working capital	-21,0	-3,5	5,3	2,0	5,6	8,7
Capex, net	-12,7	-8,0	-9,8	-11,9	-12,0	-12,0
Financial investments, net	-56,6	-1,3	43,5	-14,9	0,0	0,0
Acquisitions, net	-106	14,4	-1,5	0,0	0,0	0,0
Dividends	-38,3	-36,4	-39,6	-43,5	-47,4	-51,4
Other	330	-174	-127	-17,5	-18,4	-19,1
Net debt	107	70,4	13,9	-119	-276	-447
Free Cash flow	159	135	176	194	208	226

Balance Sheet (EURm)

Tangible fixed assets	64,5	61,2	56,2	53,6	50,8	47,9
Intangibles assets & goodwill	1 041	1 037	1 057	1 033	1 013	994
Investments	4,5	7,1	24,5	39,5	39,5	39,5
Deferred tax assets	16,3	10,9	11,0	11,0	11,0	11,0
Current assets	364	359	353	355	360	366
Cash & equivalents	506	374	312	430	572	728
Total assets	1 997	1 849	1 815	1 923	2 047	2 186
Shareholders' equity	966	1 013	1 090	1 200	1 324	1 459
Provisions	142	135	81,9	89,9	95,9	99,9
Deferred tax liabilities	22,6	17,1	16,7	16,7	16,7	16,7
L & ST Debt	613	444	326	311	296	281
Current liabilities	254	240	300	305	315	329
Total Liabilities	1 997	1 849	1 815	1 923	2 047	2 186
Capital employed	1 072	1 084	1 104	1 081	1 048	1 013

Ratios

Operating margin	25,80	27,75	30,17	30,63	31,28	31,99
Tax rate	32,01	33,73	32,40	32,50	32,50	32,50
Net margin	13,76	12,86	15,97	17,34	18,59	19,45
ROE (after tax)	13,86	10,89	12,80	12,83	12,89	12,79
ROCE (after tax)	17,31	16,57	17,74	18,15	19,49	21,43
Gearing	11,07	6,95	1,27	-9,91	-20,86	-30,61
Pay out ratio	29,88	39,39	31,16	30,79	30,10	29,63
Number of shares, diluted	88,74	88,66	80,68	80,68	80,68	80,68

Data per Share (EUR)

EPS	1,54	1,27	1,77	1,95	2,16	2,36
Restated EPS	2,01	1,87	2,33	2,35	2,48	2,66
% change	-14,6%	-7,2%	24,9%	0,9%	5,5%	7,4%
EPS bef. GDW	2,01	1,87	2,33	2,35	2,48	2,66
BVPS	10,88	11,43	13,51	14,88	16,41	18,09
Operating cash flows	2,17	1,65	2,23	2,52	2,66	2,84
FCF	1,79	1,52	2,18	2,40	2,58	2,80
Net dividend	0,46	0,50	0,55	0,60	0,65	0,70

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

1. Retour en grâce

1.1. Modèle DCF : 40 EUR par action

Notre *fair value* de 40 EUR obtenue à partir d'un modèle DCF intègre une marge d'EBIT ajustée de 35% à moyen terme

Fig. 1: Hypothèses DCF

Risk-free rate	1,6%
Equity risk premium	7,0%
Beta	1,4
Return expected on equity	11,4%
Stock price (EUR)	33,76
Number of shares (m)	79,00
Market Capitalisation (EURm)	2 667
Net debt on 31/12/2016e (EURm)	-119
Entreprise value (EURm)	2 548
Interest rate on cash	1,0%
Tax rate	32,0%
Sales growth rate to perpetuity	2,5%
WACC	11,4%

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 2: FCF actualisés

in EURm (FYE 31/12)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Sales	873	888	918	960	1 009	1 067	1 136	1 210	1 289	1 373	1 462	1 557
% chg	1,8%	1,7%	3,4%	4,6%	5,1%	5,8%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Operating profit	263	272	287	307	335	369	398	424	451	480	512	545
as a % of sales	30,2%	30,6%	31,3%	32,0%	33,2%	34,6%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Theoretical tax rate	32,4%	32,5%	32,5%	32,5%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%
Theoretical tax	85	88	93	100	107	118	127	136	144	154	164	174
NOPAT	178	184	194	207	228	251	270	288	307	327	348	371
Depreciation	14	15	15	15	15	15	15	16	17	18	19	20
as a % of sales	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Capex	12	12	12	12	13	13	15	16	17	18	19	20
as a % of sales	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
WCR	53	51	45	37	24	11	-23	-24	-26	-27	-29	-31
as a % of sales	6,1%	5,7%	4,9%	3,8%	2,4%	1,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%
Change in WCR	-5	-2	-6	-9	-13	-13	-34	-1	-2	-2	-2	-2
Free cash flows	186	188	202	219	243	266	304	289	308	328	350	372
Discounted free cash flows	186	177	171	166	165	162	167	143	136	130	125	119
Sum of discounted FCF	1 541											
Terminal value	1 432											
Enterprise value	2 973											
Fair value of associates	0											
Fair value of financial assets	39											
Provisions	90											
Fair value minority interests	1											
Dilution (s/o, warrants, conv bds)	41											
NPV of tax credits	11											
Net debt on 31/12/2016e	-119											
Equity value	3 093											
Diluted nbr of shares (m)	77,92											
Valuation per share (EUR)	40											

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Nous obtenons une valorisation par modèle DCF de 40 EUR, soit 19% au-dessus du cours actuel, sur la base d'un taux sans risque de 1.6%, d'une prime de risque actions de 7%, et d'un bêta de 1.4.

Analyse de sensibilité - marge d'EBIT et CMPC (EUR)

WACC	EBIT margin					
	40	29.0%	32.0%	35.0%	38.0%	41.0%
10.5%	39	41	44	47	49	
11.0%	36	39	41	44	46	
11.4%	35	37	40	42	44	
12.0%	33	35	37	39	41	
12.5%	31	33	35	37	39	

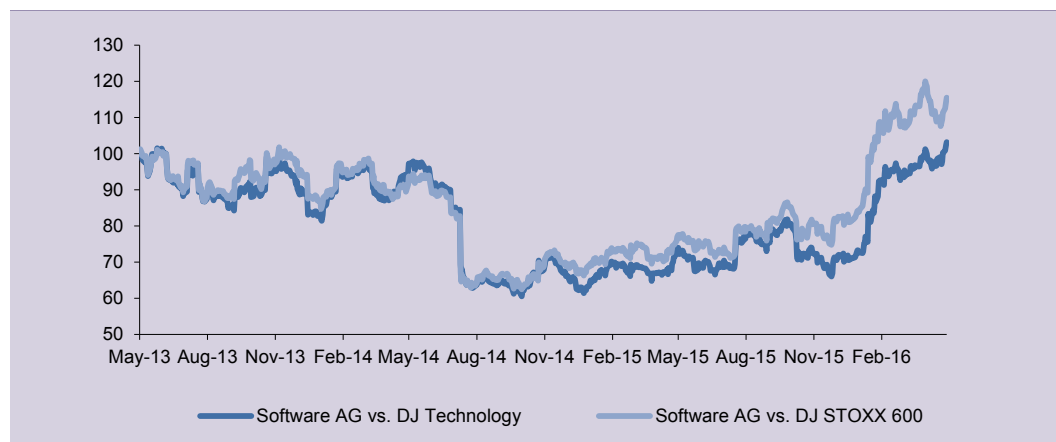
Source: Bryan, Garnier & Co. ests.

1.2. Analyse de la performance du titre

Un parcours boursier remarquable depuis fin 2014

Après une baisse de 20% en 2014 et une hausse de 31% en 2015, l'action Software AG est montée de 27% depuis début 2016. Ceci correspond à une sous-performance par rapport à l'indice DJ EuroSTOXX de 22% en 2014, puis à une surperformance de 23% en 2015 et de 36% depuis début 2016.

Fig. 3: Software AG vs. indices DJ Technology et DJ EuroSTOXX



Source: Thomson Reuters.

L'action Software AG a souffert d'un parcours boursier chaotique entre mi-2011 et l'été 2014, puis a bénéficié de facteurs favorables à un fort rebond. Cela s'est traduit par : 1). Une forte baisse du titre (-27%) du 12/03/13 au 24/06/13 (de 31 EUR à 22.5 EUR) en raison d'une forte baisse de la marge de la division BPE/DBP compte tenu d'un programme ambitieux de recrutement de commerciaux et de 4 acquisitions sur la période (Metaquark, Alfabet, LongJump, Apama) ; 2). Un fort rebond (+28%) jusqu'au 11/11/13 (de 22.5 EUR à 28.9 EUR) grâce à des résultats T2 et T3 2013 globalement en ligne avec les attentes ; 3). Une relative stabilité entre le 11/11/13 et le 2/06/14 (entre 25 et 29 EUR) grâce à des résultats 2013 et T1 2014 relativement en ligne avec les attentes et la cession d'IDS Scheer Consulting (filiale en pertes) ; 4). Un effondrement (-38%) jusqu'au 16/10/14 (de 28.5 EUR et 17.8 EUR) à la suite d'une révision en baisse de la guidance 2014 le 15/07/14 à la suite de résultats T2 14 nettement en-dessous des attentes, et d'une invalidation du plan 2018 communiqué au marché en janvier 2013 ; 5). Un très net rebond depuis le 16/10/14 (+89%) suite à la

La surperformance de l'action Software AG sur les 6 derniers mois résulte d'une série de résultats trimestriels supérieurs aux attentes, d'une vision plus rassurante du management, et d'un contexte plus favorable aux éditeurs de logiciels européens.

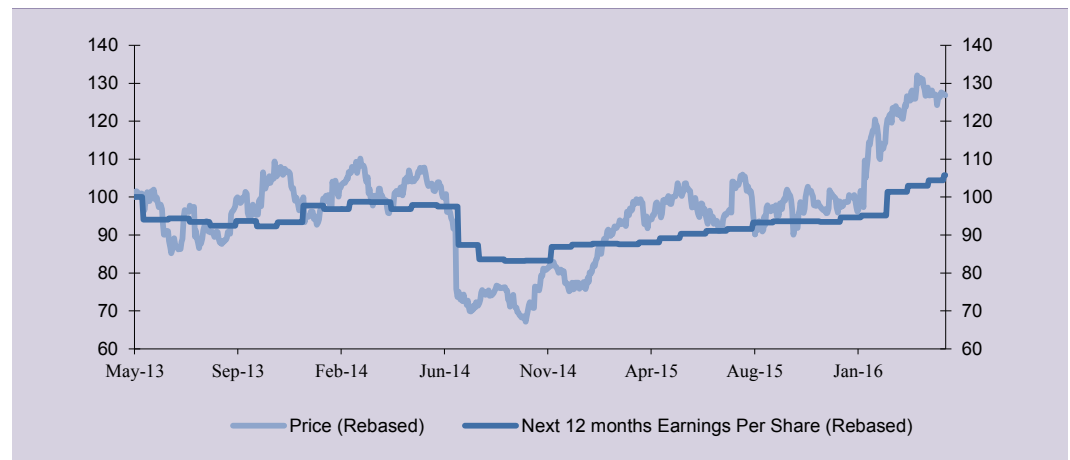
nomination d'Éric Duffaut au poste de *Chief Customer Officer* et à 5 trimestres de résultats au-dessus des attentes (T4 2014, T2/T3/T4 2015, T1 2016). Le point haut a été atteint le 30/03/16 (34.9 EUR).

Avec une hausse de 25% sur les 6 derniers mois, l'action Software AG fait partie de la tête du peloton des principaux éditeurs européens en termes de performance boursière (Opera +20%, Nemetschek +12%, Micro Focus +9%, Temenos +4%, Sage -4%, SAP -8%, Dassault Systèmes -8%, SimCorp -19%, Aveva -32%). Cela se compare aux Etats-Unis à +2% pour CA Technologies, 0% pour IBM, -2% pour Adobe, -3% pour Intuit, -9% pour Oracle, -12% pour Salesforce, -14% pour Autodesk, -14% pour Microsoft, -15% pour Ansys, -19% pour Workday, et -24% pour Symantec.

Cette performance nettement supérieure à celle des autres acteurs européens et américains sur les 6 derniers mois provient des éléments suivants :

- **Une série de résultats trimestriels supérieurs aux attentes.** Software AG a dépassé les attentes du consensus des analystes sur 5 trimestres consécutifs (T1 2015 à T1 2016), et il y en a été ainsi sur 6 des 7 derniers trimestres - seul le T4 2014 était juste en ligne. Cette bonne série contraste avec la période T2 2011 - T2 2014, où Software AG avait publié des résultats inférieurs aux attentes sur 4 des 13 trimestres (T2 2011, T4 2011, T4 2012 et T2 2014), en ligne sur 7 (dont toute l'année 2013) et supérieurs aux attentes sur seulement 2 (T3 2011 et T3 2012). Par ailleurs, 2015 est la première année depuis 2010 où Software AG a atteint ou dépassé sa guidance annuelle d'origine annoncée fin janvier. Toutefois, en 2015 comme toutes les années depuis 2010, la guidance initiale sur la division DBP (ex BPE) a été abaissée en cours d'année ou n'a pas été atteinte - ce qui a été compensé par une guidance rehaussée sur la division A&N (ex ETS) ;
- **Une vision plus rassurante du management.** Nous estimons que l'arrivée d'Éric Duffaut au poste de *Chief Customer Officer* a apporté du sang neuf au management de Software AG. En particulier, nous pensons que la perception des investisseurs vis-à-vis de l'approche commerciale s'est sensiblement améliorée : la vision et la feuille de route a été présentée au marché fin 2014, et l'exécution de celles-ci a progressivement porté ses fruits tout au long de 2015 ;
- **Un contexte boursier favorable aux éditeurs de logiciels européens.** Face aux risques de ralentissement de l'économie américaine (risques Chine, pétrole, taux...) et aux valorisations toujours stratosphériques des éditeurs SaaS/cloud (Salesforce, Workday...), nous estimons que Software AG, aidé par de faibles multiples de valorisation, a bénéficié d'un arbitrage général en faveur des éditeurs de logiciels européens décotés.

Par ailleurs, nous estimons que la variation du cours de l'action Software AG reflète la dynamique de croissance des EPS du consensus, mais nous n'excluons pas de nouvelles révisions en hausse de ce consensus si la dynamique positive se perpétue au-delà du T1 2016. Comme indiqué dans la Fig. 4, sur les 3 dernières années le cours de l'action s'est certes apprécié de 27% alors que l'EPS « forward » à 12 mois du consensus n'a progressé que de 6% sur la période. Cependant, depuis la publication de résultats préliminaires 2015 (19/01/2016) qui marquaient un certain changement de statut boursier, l'écart est nettement plus faible - avec une hausse du cours de 16% face à un EPS « forward » à 12 mois du consensus à +11%.

Fig. 4: Dynamique des EPS et variation de cours sur 3 ans (base 100)


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Décote d'environ 40% par rapport à la médiane des éditeurs européens.

Enfin, comme indiqué Fig. 5, la valorisation de Software AG fait ressortir, sur la base des multiples EV/EBIT 2016e et 2017e, **une décote d'environ 40% par rapport à la médiane des éditeurs de logiciels européens.**

Fig. 5: Tableau de comparaison boursière - Logiciels

Software	Currency	Rating	Price	Fair	Market cap	PER (x)			EV/sales (x)			EV/EBIT (x)		
			9-May-16	value		(m)	2015	2016e	2017e	2015	2016e	2017e	2015	2016e
SAP	EUR	NEUTRAL	69,0	73	84 827	18,6	17,4	16,5	4,3	4,0	3,6	14,3	13,4	12,3
Dassault Systèmes	EUR	SELL	69,0	62	17 736	29,0	25,2	23,5	5,8	5,2	4,5	19,4	16,7	14,4
Sage Group	GBP/p	SELL	593,0	555	6 401	23,5	22,0	19,7	4,5	4,1	3,8	16,5	14,9	13,6
Micro Focus International	GBP/p	Not rated	1549,0	N/A	3 542	15,4	13,6	13,0	5,1	5,0	4,7	12,1	10,7	10,2
Temenos Group	CHF	NEUTRAL	52,0	52	3 614	29,5	23,6	20,0	7,4	6,3	5,5	23,9	19,6	16,4
Software AG	EUR	BUY	33,7	40	2 667	14,5	14,4	13,6	3,1	2,9	2,6	10,2	9,4	8,3
SimCorp	DKK	Not rated	299,8	N/A	12 442	31,2	32,2	30,5	5,9	5,6	5,4	23,0	25,2	25,3
Nemetschek	EUR	Not rated	48,5	N/A	1 867	52,1	44,1	36,5	6,5	5,7	5,1	35,4	29,2	29,4
Opera Software	NOK	Not rated	64,5	N/A	9 459	22,5	33,4	18,8	2,0	1,8	1,5	13,9	28,5	28,3
Aveva Group	GBP/p	Not rated	1575,0	N/A	1 007	25,2	23,3	21,6	4,4	4,2	4,0	16,7	15,1	14,8
Europe Software Median						24,3	23,4	19,9	4,8	4,6	4,3	16,6	15,9	14,6
Microsoft	USD	Not rated	50,1	N/A	393 573	20,4	18,8	17,4	3,6	3,7	3,5	12,6	12,1	11,9
Oracle	USD	Not rated	39,4	N/A	163 339	15,0	14,0	13,0	4,1	4,0	3,9	9,6	9,1	9,1
IBM	USD	Not rated	147,3	N/A	141 441	9,9	10,9	10,4	2,1	2,2	2,2	10,3	11,8	11,8
Salesforce.com	USD	Not rated	74,6	N/A	50 625	99,5	73,9	57,2	7,6	6,0	4,8	60,9	43,6	41,9
Adobe Systems	USD	Not rated	94,6	N/A	47 325	45,5	33,4	25,1	9,4	7,6	6,1	32,7	23,7	22,8
Intuit	USD	Not rated	101,7	N/A	26 111	39,3	29,0	23,6	5,9	5,7	5,1	21,8	17,7	17,5
VMware	USD	Not rated	55,4	N/A	23 496	13,6	13,3	12,5	2,6	2,5	2,3	8,3	8,0	7,8
Check Point Software	USD	Not rated	82,5	N/A	14 426	19,8	18,2	16,5	8,1	6,2	5,7	14,2	11,3	11,2
Workday	USD	Not rated	70,2	N/A	13 839	N/M	N/M	N/M	10,2	8,0	6,0	N/M	N/M	N/M
Red Hat	USD	Not rated	71,7	N/A	13 016	37,6	32,0	27,4	5,8	4,9	4,0	24,4	20,9	19,6
Autodesk	USD	Not rated	58,8	N/A	13 204	70,0	N/M	N/M	5,0	6,4	5,5	44,3	N/M	N/M
CA Technologies	USD	Not rated	29,8	N/A	12 424	12,3	11,9	11,4	2,9	2,8	2,7	7,8	7,6	7,3
ServiceNow	USD	Not rated	67,4	N/A	10 987	168,6	108,8	66,8	10,6	7,6	5,7	103,4	62,8	60,9
Symantec	USD	Not rated	16,6	N/A	10 853	16,2	15,3	12,1	2,4	2,8	2,6	8,3	9,9	9,6
US Software Median						20,4	18,5	16,9	5,4	5,3	4,4	14,2	11,9	11,9

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

2. L'effet Duffaut en marche

2.1. Réponse à un manque d'efficacité commerciale

2.1.1. L'expérience de SAP et d'Oracle au service de Software AG

Le Chief Customer Officer
 Éric Duffaut bénéficie d'un bon historique dans la gestion des canaux de vente chez Oracle et SAP.

Annoncé en août 2014, Éric Duffaut est devenu le Chief Customer Officer de Software AG en octobre 2014. Ses responsabilités sont très larges puisqu'elles couvrent la force de vente au niveau mondial, les services, et le marketing. **Agé de 53 ans, Éric Duffaut a passé 15 ans chez Oracle (1990-2005),** où il occupa des postes de responsable des ventes avant de devenir vice-président en charge des ventes indirectes pour la zone EMEA, **puis 8 ans chez SAP (2005-2013),** où fut en charge des ventes indirectes et aux PME, d'abord en tant que vice-président pour la zone EMEA puis en tant que vice-président exécutif au niveau mondial, et enfin comme président en charge de l'écosystème et des ventes indirectes au niveau mondial. **Chez Oracle, il a contribué à mettre en place un écosystème de 650 éditeurs de logiciels et intégrateurs** construisant des solutions métier au-dessus des bases de données Oracle. **Chez SAP, il a joué un rôle clé pour hisser le pourcentage de ventes indirectes** (via des SSII, revendeurs, distributeurs, éditeurs...) à 33% l'année de son départ (2013) contre à peine 8% en 2004 lorsque l'éditeur allemand faisait reposer son CA sur la vente directe aux grands comptes.

Une nomination en octobre 2014 qui arrivait à point nommé compte tenu de problèmes de productivité commerciale.

Cette nomination faisait suite à des problèmes d'exécution commerciale en cours d'année, dont le point d'orgue fut l'avertissement sur résultats du 14/07/2014 au cours duquel le management avait sérieusement revu en baisse sa guidance de croissance 2014 du CA Produits de la division BPE ou *Business Process Excellence* (aujourd'hui DBP ou *Digital Business Platform*), à environ 0% à tcc contre +12%/+18% à tcc à peine six mois plus tôt¹. **En dépit d'un très bon pipeline commercial (+30% à fin juin 2014 par exemple), Software AG ne parvenait pas signer la plupart des affaires supérieures à 1 M EUR compte tenu de cycles de ventes à rallonge.** Cela s'est traduit par une baisse sensible de la taille moyenne des affaires (de 500 k EUR à 400 k EUR environ) et de la productivité commerciale. En revanche, les affaires de taille moyenne (entre 100 k EUR et 1 M EUR) continuaient d'enregistrer une croissance à deux chiffres (autour de +30% pour la partie analytique temps réel).

2.1.2. Un diagnostic sans concession

Les problèmes de Software AG avaient été bien identifiés par les dirigeants: complexité des affaires, préférence des clients pour le SaaS, exécution commerciale inégale.

Le CEO Karl-Heinz Streibich avait à l'époque bien identifié les changements structurels auxquels Software AG était confronté sur son marché, causés par l'opportunité de la transformation digitale sur fond d'environnement économique atone et d'arbitrages de budgets informatiques :

1). **Des affaires de plus en plus complexes,** avec l'implication croissante de l'exécutif (CEO, CFO, etc.) dans le processus de décision. Cette complexité reflète l'aspect de plus en plus stratégique de la transformation digitale des entreprises. Il s'agit bien plus que du simple ajout de nouvelles

¹ Finalement Software AG finit l'année 2014 sur un CA Produits BPE/DBP à -6% à tcc.

technologies (cloud, big data, réseaux sociaux, mobilité...): elle implique une transformation fondamentale du métier principal de l'entreprise où le droit à l'erreur n'existe pas ;

2). **La préférence de nombreux clients pour le modèle d'abonnement ou cloud** (SaaS, PaaS, IaaS²). Ce modèle ne représente encore qu'une faible portion du marché de Software AG (tout au plus quelques pourcents du CA), mais le succès des modèles de Salesforce, Workday ou encore Amazon suscite de nombreuses interrogations chez les clients ;

3). **L'exécution commerciale des équipes de Software AG.** La stratégie agressive de recrutement de commerciaux entreprise en 2012-2013 n'a pas été à la hauteur des espérances. Il ne suffisait pas de mettre davantage de commerciaux sur le pont (« *more feet on the street* ») pour faire décoller les ventes, en dépit de quelques succès au niveau local. Il fallait également une stratégie de vente ordonnée, une discipline rigoureuse, et une organisation commerciale à remettre à plat.

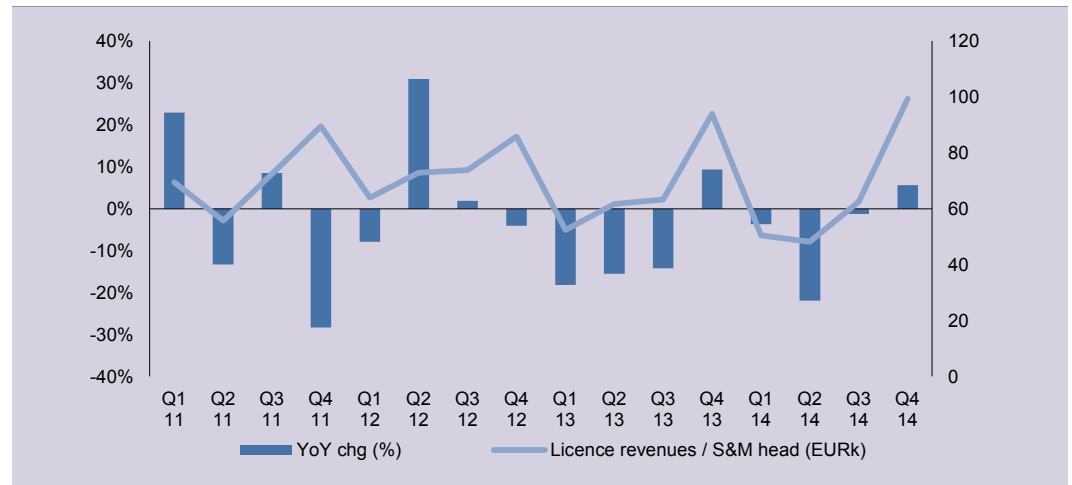
Dès son arrivée, Éric Duffaut a identifié d'autres faiblesses : absence de segmentation commerciale, couverture trop opportuniste, approche solutions trop peu développée pour créer un écosystème de partenaires.

Dès son arrivée, Éric Duffaut a effectué devant la communauté financière un constat sans concession concernant l'approche commerciale : 1). **Il n'existait pas de segmentation claire de la force de vente** en fonction de la taille et du potentiel des clients ; 2). **La couverture commerciale restait trop opportuniste**, avec une même équipe de vente chassant des affaires de toutes tailles (grande, moyenne ou petite) et de tous secteurs (Banque, Télécoms, Énergie...), sans gestion claire des priorités ; 3). **Les ventes indirectes n'ont pas décollé** en raison de la non-réplication à l'échelle globale des solutions métier co-développées avec un partenaire pour un client donné ou au niveau local.

Comme indiqué dans la Fig. 6, **cette inefficience s'est traduite par une productivité commerciale insuffisante et une forte compétition sur les affaires à gagner, faute d'une proposition de valeur suffisamment différenciante car essentiellement basée sur les fonctionnalités des produits.**

² *Software as a Service* (Salesforce, Workday, SAP SuccessFactors ou Ariba, Oracle Cloud Applications...), *Platform as a Service* (Salesforce Heroku, SAP HANA Cloud Platform, Oracle Cloud Platform, IBM Bluemix, Amazon EC2, Google App Engine...), *Infrastructure as a Service* (Amazon Web Services, Microsoft Azure, Oracle Cloud, Google Compute Engine, IBM SoftLayer, SAP HANA Enterprise Cloud, HP Cloud...).

Fig. 6: Productivité commerciale: CA licence / effectif S&M (2011-2014)



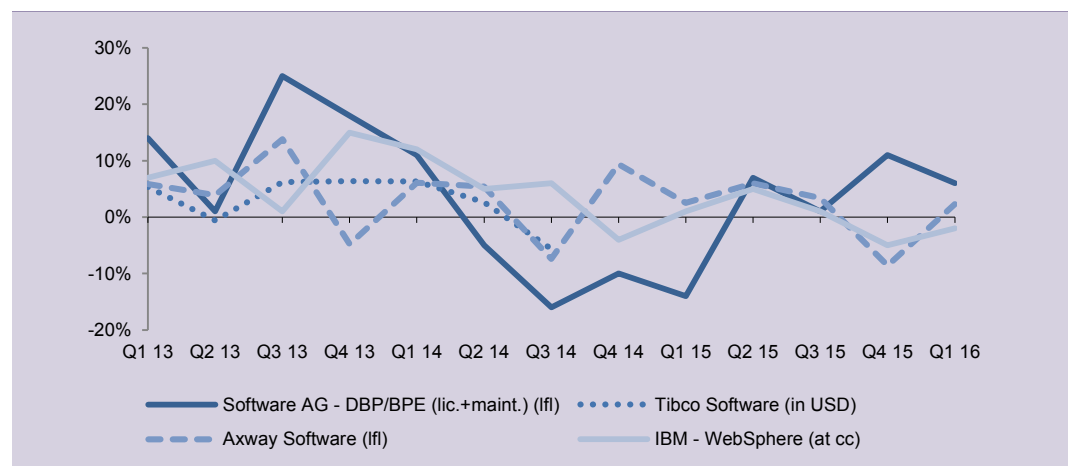
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

2.2. Réponse à l'enjeu de la transformation digitale

Les problèmes rencontrés par Software AG ont été observés chez les concurrents : la complexité des offres d'éditeurs de middleware.

Les problèmes rencontrés par Software AG n'étaient pas spécifiques : le concurrent américain Tibco, mais aussi le français Axway ainsi qu'un leader comme IBM, ont souffert à des degrés divers. Il s'avère que **la complexité des offres chez les éditeurs de middleware fut un handicap dans le cadre de la transformation digitale**. Les offres vont, en fonction des éditeurs, de plusieurs dizaines de modules à plusieurs centaines. La transformation digitale a amené ces éditeurs à adapter leurs composants ou en développer de nouveaux, ou à faire des acquisitions et intégrer leurs produits à leurs offres existantes, tout en devant assurer la maintenance des produits existants. Ces évolutions ont poussé à la hausse les frais de R&D en raison du nombre de modules à maintenir. De tels changements ont amené Tibco à vouloir s'affranchir de la pression des investisseurs en sortant de la cote via le rachat par un fonds de *Private Equity* (Vista Equity Partners) en décembre 2014.

Fig. 7: Evolution de la croissance du CA : Software AG vs. Tibco, Axway et IBM



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Le middleware est passé en une dizaine d'années d'une approche technique à une approche métier, compte tenu d'un impératif stratégique : la « transformation digitale » des entreprises.

2.2.1. La transformation digitale bouleverse le middleware

En une dizaine d'années, le marché du middleware a considérablement évolué. D'une approche technique, le marché est passé à une approche métier, et aujourd'hui les acteurs de celui-ci doivent répondre à un « impératif stratégique » pour de nombreux grands groupes : la « transformation digitale » de leur cœur de métier. Pour les éditeurs de middleware comme Software AG, une telle évolution a nécessité une adaptation fondamentale de l'offre et de l'approche commerciale.

A l'origine, le middleware était un sujet technique : un outil pour faire communiquer entre elles des applications informatiques en environnement hétérogène sans remplacer les systèmes sur lesquels repose le cœur de l'activité de l'entreprise. Dans les années 1990, le middleware s'inscrit dans la cadre d'architectures informatiques EAI (*Enterprise Application Integration*)³, à base de « connecteurs », par exemple pour intégrer un système de gestion de production avec un système de gestion des stocks, ou un système de gestion de prêts bancaires avec une application de CRM. Il permet aussi l'écriture d'applications « composites » issues de différents systèmes.

Avec le développement de l'e-commerce, la notion de middleware s'est étendue pendant les années 2000 au pilotage des processus métier (BPM, *Business Process Management*)⁴ et à la gouvernance d'architectures informatiques dites « SOA » (architectures orientées services)⁵. Aussi, l'intégration EAI par connecteurs a laissé la place à l'intégration par « bus » applicatif (ESB ou *Enterprise Service Bus*)⁶. Ce

³ L'EAI est une architecture de middleware, à base de « connecteurs », permettant à des applications hétérogènes de gérer leurs échanges. On la place dans la catégorie des technologies informatiques d'intégration métier et d'urbanisation des systèmes informatiques. Leur avantage était de centraliser la gestion des flux d'information au lieu de connecter les applications point à point.

⁴ Le BPM consiste à automatiser les processus métier de l'entreprise, qui ont été préalablement analysés et modélisés informatiquement à partir de méthodes standardisées (UML, BPML, BPMN, etc.) ainsi que leur exécution. Ils s'accompagnent de l'apparition d'outils analytiques permettant de visualiser sous forme de tableaux de bord la performance d'un ou plusieurs processus afin de les améliorer.

⁵ Le mot « service » de l'acronyme SOA est relatif à la notion de service web. Les SOA permet d'assurer l'interopérabilité des applications informatiques par des services web se présentant sous forme de fonctionnalités encapsulées dans des composants logiciels. L'ensemble des services web est géré par un « bus » applicatif (*Enterprise Service Bus*). L'avantage des SOA, grâce aux composants logiciels au lieu de lignes de code, est sortir la logique « métier » des applications, ce qui permet d'adapter ces dernières à un nouveau contexte (nouveau processus, nouvelle réglementation...) au lieu de les réécrire.

⁶ L'ESB est une architecture qui exploite les services web, les systèmes orientés messages, le routage intelligent et la transformation. Il agit comme une colonne vertébrale à travers laquelle les services logiciels circulent. L'ESB s'apparente à l'EAI, mais construit sur des standards (XML, Java, services web). A la différence de l'EAI, l'ESB propose une intégration complètement distribuée grâce à l'utilisation des conteneurs de services qui peuvent être déposés n'importe où sur le réseau.

sont ces évolutions du marché qui avaient motivé chez Software AG le lancement de l'offre Crossvision autour des SOA en 2005 ainsi que les acquisitions de WebMethods en 2007 et d'IDS Scheer en 2009.

Le marché du middleware a connu sur les 5 dernières années une nouvelle évolution majeure avec les technologies cloud et mobile, les réseaux sociaux et l'Internet des objets. Ces évolutions ont amené Software AG à entrer sur de nouveaux segments : le middleware mobile, la gestion des données « in-memory », le traitement des événements complexes (CEP, *Complex Event Processing*)⁷, la gestion des interfaces de programmation (API, *Application Programming Interfaces*)⁸, la gestion des plateformes cloud, ou encore le reporting des activités en temps réel (OI, *Operational Intelligence*)⁹.

- **Ces technologies ont amené la création de nouveaux services applicatifs émanant des directions « métier » de l'entreprise,** et de la direction informatique. Ces services s'intègrent avec les autres applications de l'entreprise. Ils sont connectés à l'extérieur via des plateformes cloud en mode PaaS - sur lesquelles l'entreprises n'a pas le contrôle - qui elles-mêmes s'intègrent aux autres applications de l'entreprise via son « bus » applicatif. **Concernant l'Internet des objets (IoT), l'approche est encore plus complexe :** les objets connectés envoient des données à partir de capteurs, qui sont collectées à partir d'une passerelle logicielle utilisant un protocole de communication particulier¹⁰ puis envoyées et stockées sur un cloud avant de s'intégrer avec le système informatique de l'entreprise qui accède aux données. Les données sont donc intégrées de l'objet vers le cloud puis du cloud vers l'entreprise et ses partenaires ;
- **La sollicitation du système informatique central de l'entreprise par des services cloud ou mobiles** (capteurs, téléphones, réseaux sociaux, vidéo, télémétrie, kiosques, e-mails, web, fichiers) **et la multiplication du nombre d'utilisateurs, des connexions et du volume de données, génèrent une explosion des données** (plus rapide, plus varié, plus volumineux) qui pose des problèmes en termes de résistance à la montée en charge. Pour cette raison, la gestion

⁷ Le CEP est une technique qui permet de découvrir les événements complexes, par déduction, analyse et corrélation d'événements élémentaires au sein d'un nuage d'événements. Les principales applications du CEP sont la négociation de titres, la détection de fraude à la carte de crédit, et le pilotage des activités.

⁸ Une API est une « prise » sur laquelle une application informatique peut se connecter pour récupérer un certain type de données (position de compte, référence client/produit, localisation d'un colis...). Un serveur d'API permet de déployer hors de l'entreprise les services qui ont été déployés en interne dans un contexte B2B.

⁹ L'OI est un ensemble d'outils d'analyse dynamique en temps réel qui exécutent des requêtes sur des flux continus de données et d'événements afin de fournir en temps réel des solutions opérationnelles. Ces outils permettent de détecter des inefficiences, des opportunités ou des menaces.

¹⁰ MQTT, particulièrement adapté aux faibles bandes passantes.

des données doit être assurée par une **plateforme « in-memory »** supportant des téraoctets de données et accédant à celles-ci en temps réel ;

- **La notion d'entreprise « digitale » nécessite bien plus que l'automatisation des processus.** Elle nécessite de changer les modes d'interaction avec les clients (convergence des canaux de vente, Internet des objets, nouveaux modèles). Aussi, **le contrôle des processus passe entre les mains du client.** Tout ceci amène une entreprise confrontée à ces changements à revoir la façon dont ses applications métiers sont conçues, utilisées et maintenues, car **les applications métiers conventionnelles ne répondent pas aux exigences du digital** : il faut les rendre adaptables. Pour ce faire, cela se traduit par la **mise en place d'outils d'intégration « hybride »** (du cloud vers les architectures informatiques classiques), de gestion « agile » des processus, et d'une gestion intégrée du portefeuille informatique ;
- **La nécessité d'outils de reporting de nouvelle génération.** Dans une entreprise, la plupart des décisions opérationnelles reposent sur des rapports journaliers, hebdomadaires ou mensuels, la plupart des applications ont des capacités analytiques très limitées, beaucoup de décisions opérationnelles reposent sur des données incomplètes, incorrectes ou obsolètes, et de nombreuses activités fonctionnent de manière sous-optimale. Il convient donc d'apporter des réponses en temps réel ou quasi temps-réel aux managers (alertes proactives, réponses automatiques, tableaux de bords intelligents, analyse/conception continue des processus) afin d'améliorer et accélérer la prise de décision opérationnelle.

2.2.2. Du middleware à la *Digital Business Platform*

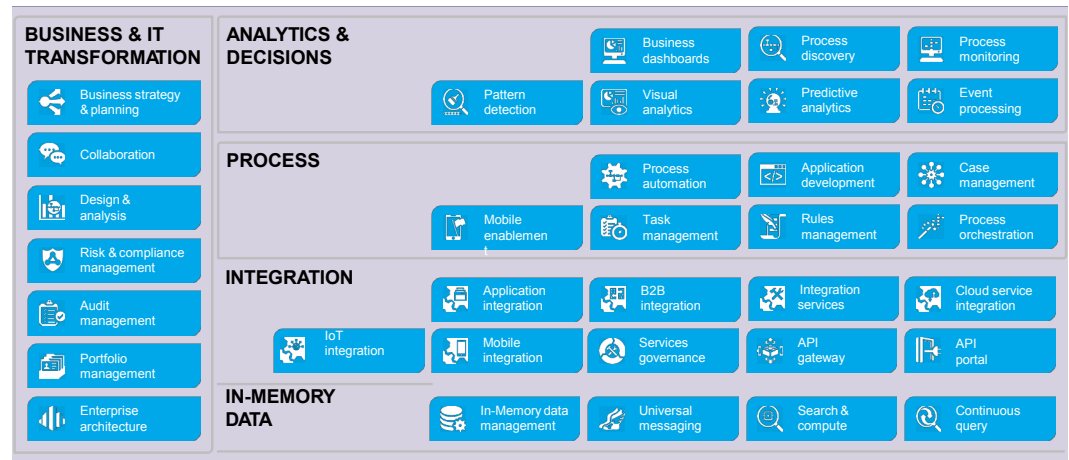
En 2010, l'offre de Software AG était avant tout une collection de produits répondant à des besoins spécifiques tant techniques que métier.

En 2010, l'offre de Software AG était avant tout une collection de produits répondant à des besoins spécifiques tant techniques que métier : modélisation ou automatisation des processus (ventes, achats, RH, finances...), monitoring de l'activité métier, applications composites, intégration du SI avec celui des partenaires, « bus » applicatif, gouvernance des architectures informatiques SOA, modernisation d'applications. En combinant les différents composants, Software AG était capable de résoudre un problème métier ou technique d'un client (réduire les coûts d'un changement de menu dans une chaîne de restauration rapide, corriger les données sur les stocks, améliorer le taux de rétention client, améliorer l'efficacité de la chaîne d'approvisionnement...).

A partir de 2011, Software AG adopte l'approche de plateforme logicielle collaborative.

En 2011, suite à l'intégration de WebMethods et d'IDS Scheer, Software AG adopte l'approche de plateforme collaborative (« couche d'agilité ») permettant de mieux gérer processus, intégration, applications et données. **En 2013, la « couche d'agilité » devient « couche de digitalisation »**, et la plateforme devient *Enterprise Digital Platform*, regroupant tous les produits capables de concevoir, développer, déployer, faire tourner et opérer des applications de processus de bout en bout.

Fig. 8: La Digital Business Platform (DBP) aujourd'hui



Source: Company Data.

En 2014-15, l'éditeur unifie l'ensemble de son offre au sein de la *Digital Business Platform*, une fondation technologique pour gérer la transformation digitale des entreprises.

En 2014-15, Software AG unifie son offre au sein de la *Digital Business Platform*, qui se veut la fondation technologique pour gérer la transformation digitale des processus et de l'informatique et construire des applications qui s'adaptent au changement. Elle contient trois couches : en bas la gestion des données « in-memory », au milieu l'automatisation des processus et l'intégration, l'analyse collaborative des processus et la gestion du « portefeuille » et de l'architecture informatique, et, au-dessus, la couche analytique et décisionnelle. Les acquisitions de 2011-13 s'inscrivent dans cette refonte : JackBe renforçait l'offre de tableaux de bords en temps réel, Apama le CEP (intégré avec WebMethods), Alfabet la gestion du portefeuille informatique (intégré avec Aris), LongJump (développement d'applications) et My-Channels (messagerie universelle) la partie intégration/SOA, tandis que Terracotta apportait la gestion des données « in-memory ».

La *Digital Business Platform* permet de cartographier le parcours d'un client, gérer la conformité, la maintenance prédictive, la visibilité des stocks en temps réel, orchestrer l'approche omni-canal, améliorer la visibilité de la chaîne logistique, ou encore le géomarketing.

Les applications concrètes de la *Digital Business Platform* chez les clients sont les suivantes :

- **Cartographier le parcours d'un client.** Il s'agit de faire une cartographie détaillée décrivant la nature des parcours clients, de concevoir et gérer les parcours clients pour une expérience omni-canal plus fluide, de comprendre où les processus et canaux de vente existants de l'entreprise soutiennent ces parcours, et d'identifier les opportunités d'amélioration des processus. Il faut aussi faire en sorte d'établir une feuille de route complète pour la transformation digitale, de décrire comment les parcours clients omni-canal sont supportés efficacement à ce jour, et d'améliorer l'expérience client à travers tous les canaux de ventes et points de contact ;
- **Gérer la conformité.** Il s'agit d'une approche de gestion des risques et de la conformité axée sur les processus, d'assurer la conception, la mise en œuvre et la documentation des contrôles, tests et évaluations des risques, d'analyser et évaluer la conformité et les risques opérationnels, de tenir à jour le management via un tableau de bord graphique en temps réel, et de faire remonter automatiquement les problèmes en vue de leur résolution. Il faut aussi faire en sorte d'améliorer la transparence et la prise de décision, de réduire les coûts d'audit et de conformité, et d'accélérer l'intégration de nouvelles lois ou réglementations ;
- **La maintenance prédictive.** Il s'agit de surveiller l'état de chaque équipement ou machine et de prédire les pannes à partir des données fournies par des capteurs, de combiner les tendances historiques de maintenance et les informations en temps réel des capteurs, de prédire quand les

actifs d'une usine ou d'un terrain nécessitent des opérations de maintenance, et d'obtenir une visibilité en temps réel sur les tâches et les performances des techniciens. Il faut aussi faire en sorte d'améliorer la marge opérationnelle par technicien et réduire les coûts de maintenance, d'améliorer la planification des visites de maintenance et réparation par des mesures préventives, et d'accroître le CA grâce à des contrats de niveau de services plus exigeants ;

- **La visibilité des stocks en temps réel.** Il s'agit d'assurer à tout moment une visibilité complète en temps réel de toutes les sources d'approvisionnement via des tableaux de bords également visibles pour les plateformes de commerce électronique, et de permettre les mouvements de stocks entre canaux de vente afin de maximiser les ventes. Il faut aussi faire en sorte de comprendre le stock courant sur chaque produits sur chaque point de stockage, d'accroître le CA par un redéploiement intelligent des stocks entre les canaux de vente, et de faciliter la commande, le ramassage et la livraison à travers tous les canaux ;
- **Orchestrer l'approche omni-canal.** Il s'agit de centraliser l'orchestration l'expérience d'achat du client, de réaliser la commande à travers plusieurs canaux de ventes et systèmes, simplifier l'interaction des systèmes et les processus métiers relatifs à l'omni-canal. Il faut aussi faire en sorte de satisfaire le désir d'acheter pour le client quel que soit le canal de vente, optimiser les stocks d'approvisionnement pour chaque commande, rassembler les commandes au point de livraison choisi par le client, et aider les distributeurs à garder leur image de marque en tenant leurs promesses vis-à-vis des consommateurs ;
- **Améliorer la visibilité de la chaîne logistique.** Il s'agit d'assurer une visibilité de la chaîne d'approvisionnement et sur la performance de chaque fournisseur, de partager les données avec les partenaires à travers une plateforme électronique commune supportant un large éventail de formats de données et de protocole d'échanges, offrant une analyse en temps réel de la performance de la chaîne d'approvisionnement. Cette plateforme doit aussi générer des alertes lorsque des seuils de performance sont rompus. Il faut aussi s'assurer que chaque partenaire du réseau puisse s'y connecter à moindre coût, et établir des règles de priorité de traitement en fonction du problème, du client et du fournisseur ;
- **Le géomarketing.** Il s'agit d'effectuer un ciblage personnalisé, en temps réel, en fonction de la géolocalisation précise du client, d'analyser la localisation du client en temps réel, de segmenter les clients à partir des données contextuelles et de profil historiques et instantanées, et de transmettre des offres, promotions et informations sur les produits et services adaptées à chacun des segments. Il faut aussi faire en sorte d'améliorer les temps de réponse à travers l'analyse en temps réel de la géolocalisation, de renforcer l'interaction avec le client et la fidélité à la marque, et d'accroître les taux de conversion des promotions par un facteur pouvant aller jusqu'à 10.

Software AG dispose d'une offre cloud/SaaS, centrée la modélisation des processus, le développement d'applications, la gestion du portefeuille cloud, et la gestion des API.

Au niveau du cloud, c'est en 2011 que Software AG fit ses premiers pas avec des outils pour répondre à des besoins basiques en termes de modélisation des processus, publication et tableaux de bord. L'offre cloud est désormais regroupée sous la plateforme *Software AG Cloud*, un PaaS unifié permettant l'intégration cloud-cloud et cloud-on-premise (*WebMethods Integration Cloud*), le développement d'applications (*WebMethods Agile Apps Cloud*), la modélisation/publication des processus (*ARIS Cloud*), la gestion du portefeuille cloud (*Alfabet Enterprise Cloud*), et la gestion des API (*WebMethods API-Portal*).

2.3. Comment améliorer l'efficacité commerciale

La nouvelle approche commerciale mise en place début 2015 se déroulera en deux étapes jusqu'en 2018 : optimisation des équipes existantes, puis expansion et transformation.

La nouvelle approche commerciale mise en place par **Éric Duffaut** depuis janvier 2015 se matérialise en deux volets sur la période 2015-2018 :

- **Un premier volet d'optimisation consistant à remettre à niveau la performance avec les équipes existantes.** Il se matérialise par la mise en place d'une nouvelle organisation avec segmentation des équipes par taille de clients et la mise en place de processus standards, avec pour objectif l'augmentation de la performance individuelle ;
- **Un second volet de transformation** consistant à étendre la couverture commerciale et développer l'écosystème de partenaires, afin de créer un effet de levier sur les ventes.

Cette nouvelle approche impacte le marketing, la vente, la maintenance, et les services :

Elle impacte le marketing, les ventes, la maintenance et les services.

- **Au niveau du marketing : créer plus efficacement la demande.** Pour accélérer la croissance du pipeline et améliorer l'efficacité de l'ensemble, Software AG a fusionné toutes ses équipes marketing ;
- **Au niveau de la vente : améliorer significativement la productivité commerciale, vendre des « cas d'utilisation » et non des produits, et étendre l'écosystème de partenaires.** Une nouvelle organisation commerciale par types de clients a été mise en place. Les processus de vente sont standardisés, en utilisant les meilleures pratiques. Aussi, à court terme la performance des commerciaux est mieux surveillée afin d'avoir les profils en adéquation par rapport aux opportunités commerciales. Au lieu de vendre une collection de produits sur catalogue selon une approche technique, la vente est orientée vers des solutions transversales et multi-produits construites à partir du cas particulier du client. La force de vente est réorganisée afin de mettre en place une véritable segmentation de la vente - en fonction de la taille des clients, du type d'offre et du mode de vente - et ainsi éviter la dispersion de l'effort commercial. Enfin, Software AG travaille au développement de son réseau de partenaires afin d'augmenter les ventes indirectes ;

Fig. 9: La nouvelle organisation commerciale par types de clients

Type de vente	Type de commercial	Organisation
Comptes stratégiques	Global account executive	1 commercial par compte global
Comptes de taille moyenne	Account executive	1 commercial pour 10 comptes
Comptes locaux ou de petite taille	Territory account executive	1 commercial pour 20-30 comptes
Ventes indirectes	Partner account manager	1 commercial pour un ou plusieurs partenaires
Produits spécialisés	Specialist sales	Adabas, Natural, Aris, Alfabet, Apama...
Ventes additionnelles à la base installée	Inside sales	Télévendeurs, app store...

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co est.

- **Au niveau de la maintenance : maximiser le CA.** Une ligne de métier dédiée Maintenance a été créée. Les nouveaux clients DBP se voient désormais proposer un tarif de 22% du prix initial de la licence achetée (au lieu de 20%) avec l'offre Premier. Nous calculons que sur l'hypothèse d'une affaire moyenne de 500 k EUR de licences le passage d'un contrat « Standard » à un contrat « Premier », la signature de 20 nouveaux clients par trimestre retraitée d'un taux d'attrition de 5% amène un CA maintenance supplémentaire de 0.8 M EUR par an,

soit 0.2 point de croissance en plus pour le CA DBP (0.3 point de croissance en plus pour le CA maintenance de DBP) et 0.1 point de croissance en plus pour le CA annuel groupe. Si un tel rythme était maintenu dans le temps, nous estimons qu'il faudrait à Software AG 5 ans pour gagner 1 point de croissance sur l'activité DBP et 3 ans pour gagner ce point de croissance sur la maintenance DBP ;

■ **Au niveau des services : mieux les utiliser pour en faire un levier de création de valeur.**

Afin d'augmenter la marge de l'activité Consulting (11.3% en 2015, contre 7.7% en 2014), celle-ci se focalise désormais sur l'avant-vente (avec des processus centrés sur l'élaboration du *business case*), le travail de référencement des déploiements des solutions, le développement en commun de solutions avec les clients (spécifiques à une industrie), et l'accompagnement des partenaires, au lieu de juste servir à l'installation des produits de la société. Le rôle des partenaires consiste à augmenter la couverture commerciale et la capacité de services (intégration, infogérance, hébergement cloud, BPO) et apporter une expertise métier ou technologique.

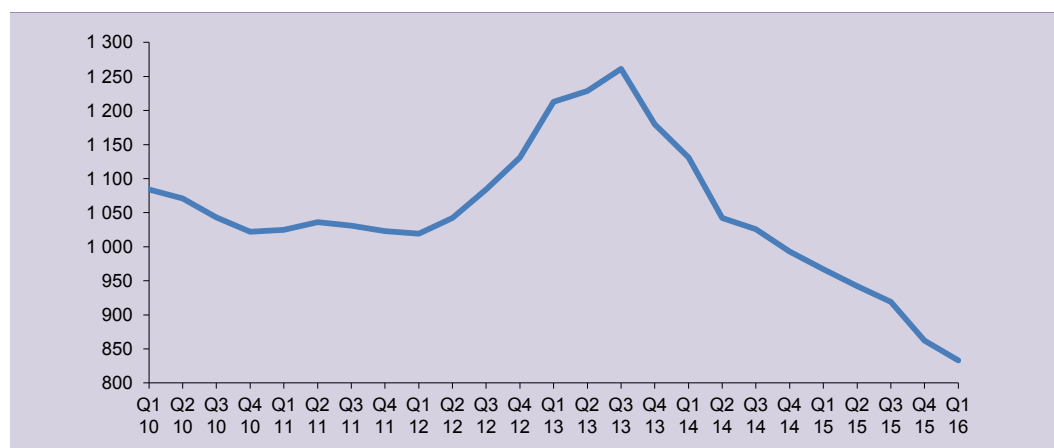
3. La stratégie porte ses fruits

3.1. Des résultats qui commencent à être probants

L'effectif commercial et marketing a fondu de 34% depuis le T2 2013 et de 16% depuis fin 2014.

Dès le départ, **Éric Duffaut** avait indiqué que la nouvelle approche commerciale ne produirait pas d'effet immédiat, et la performance d'un trimestre ne devait pas être extrapolable à l'année. La chute de 37% à scc des ventes de licences de la division DBP au T1 2015 montrait bien le temps nécessaire au retournement. Par ailleurs, même si ces licences étaient en croissance aux T2 2015, T4 2015 et T1 2016 (respectivement +3%, +17% et 7% à scc), celles-ci continuent d'être pénalisées par la réaffectation des rôles, la focalisation sur la productivité individuelle, le départ des *low performers* et le gel des recrutements de commerciaux. **L'objectif initialement était de faire mieux avec moins de ressources, et cet objectif a été atteint.** Comme l'illustre la Fig. 10, l'effectif commercial et marketing a fondu de 34% depuis son plus haut du T3 2013, et de 16% depuis fin 2014. La seconde étape, qui concernera le S2 2016 et au-delà, consistera à augmenter la couverture commerciale et les ressources.

Fig. 10: Evolution de l'effectif commercial et marketing (2010-2016)



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Des indicateurs très encourageants au niveau du nombre d'affaires supérieures à 1 M EUR, de la taille moyenne des affaires, de la productivité commerciale, du nombre de partenaires actifs, des prises de commandes cloud...

Désormais sur DBP la stratégie semble porter ses fruits, avec quelques chiffres à l'appui, comme indiqué Fig. 11. A fin 2015, la couverture du pipeline progressait de 18%, le nombre d'affaires de plus de 1 M EUR était en hausse de 53%, la taille moyenne des affaires augmentait de 14%, la productivité commerciale bondissait de 30% au T1 2016, alors que l'effectif commercial DBP était en chute de 11% sur 2015. Pour le moyen terme, d'autres indicateurs sont encourageants : les ventes de licences basées sur des cas d'utilisation progressaient de 31%, le nombre de partenaires actifs était en hausse de 60%, la part des ventes indirectes dans le CA étaient en hausse de 3 points, les prises de commandes cloud étaient en croissance à 3 chiffres, et plus de 60 clients ont souscrit un contrat « Premier Maintenance ».

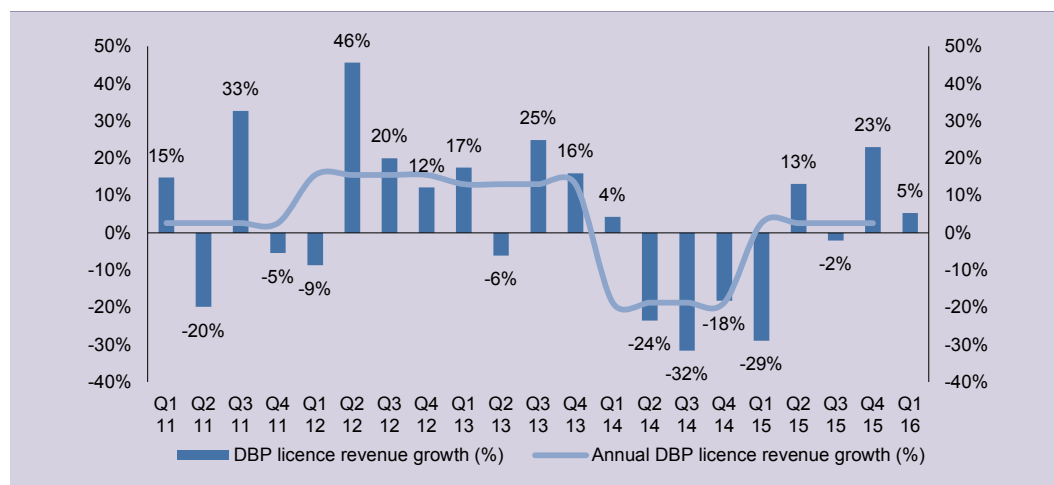
Fig. 11: Réalisations de la nouvelle stratégie commerciale à fin 2015

« Optimise to perform »	
Optimiser le processus de génération de la demande	Couverture du pipeline : +18% YoY Contribution marketing : 32%
Marque clairement reconnaissable	Nouveau logo bleu ciel Software AG
Segmentation de la force de vente	Part des licences DBP sur comptes stratégiques : +12 pts (CA licences +43%) Affaires DBP > 1 M EUR : +53%. Taille moyenne des affaires : +14% YoY.
Simplification des processus	Optimisation des effectifs : effectif commercial DBP -11% YoY. Equipes et processus centralisés. Systèmes standardisés.
Maximisation du CA maintenance	CA maintenance +3% (+7% sur DBP) Lancement de l'offre « Premier Maintenance », 40 clients (60+ fin mars 2016)
« Transform to outperform »	
Approche de vente basée sur des cas d'utilisation ou industriels	Ventes de licences DBP basées sur des cas d'utilisation : +31% YoY. 46 cas d'utilisation, plus de 100 actifs dans la Digital Marketplace.
Expansion de l'écosystème	Nombre de partenaires actifs : +60% YoY (+74 à 333) Part de ventes indirectes : +3 points YoY Plus de 600 nouveaux consultants externes formés
Services : vecteur de création de valeur	Plus de 70 projets où la valeur est supérieure à celle du cas initial 40 nouvelles références engagées
Acteur on-premise et cloud	Prises de commandes cloud 2015 : +131% YoY (+155% sur T1 2016) CA cloud 2015 : +75% YoY
Une seule équipe performante	Productivité commerciale DBP : +19% YoY (+30% sur T1 2016) (CA licences DBP / effectif DBP sur les licences)

Source: Company Data.

- **Retour en forte croissance des ventes de licences DBP.** Comme indiqué dans la Fig. 12, après quatre trimestres consécutifs de baisse à deux chiffres, les ventes de licences de la division DBP ont retrouvé une croissance modeste au T2 2015 (+3% à tcc). Le T3 2015 fut en baisse (-6% à tcc), mais le T4 2015 est ressorti en forte hausse (+17% à tcc). Au T3 2015 le nombre d'affaires DBP supérieures à 1 M EUR étaient en hausse de 35% (+10% par rapport à T1 et T2 2015) et de 53% au T4 2015 (+37% sur la totalité de l'année 2015). La taille moyenne des affaires DBP était en hausse de 14% sur 2015 (+36% sur le T4 2015) ;

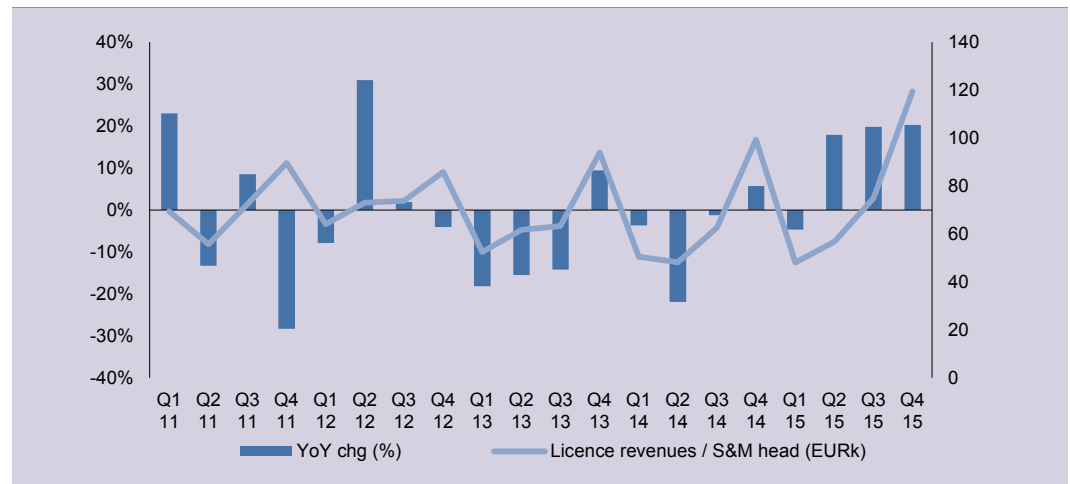
Fig. 12: Evolution trimestrielle des ventes de licences DBP (2011-2016) (%)



Source: Company Data.

- **Une productivité commerciale en nette augmentation.** La Fig. 13 montre l'augmentation de la productivité commerciale depuis le T2 2015. Selon Software AG, pour la division DBP, celle-ci a progressé de 12% à tcc au T2 2015, de 10% à tcc au T3 2015, de 40% à tcc au T4 2015 (+19% à tcc sur 2015), et de 30% à tcc au T1 2016. La couverture commerciale a progressé de 8% au T2 2015, de 17% au T3 2015 et de 18% au T4 2015 par rapport à fin 2014 ;

Fig. 13: Productivité commerciale: CA licence / effectif S&M (2011-2015)



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

- **Le développement de l'écosystème de partenaires.** Le nombre de partenaires a progressé de 5% au T1 2015, 15% au T2 2015, 23% au T3 2015 (514 consultants extérieurs YTD) et 60% au T4 2015 (plus de 600 consultants extérieurs fin 2015), et atteint désormais 333. En principe, les grands intégrateurs (Capgemini, Wipro, TCS, etc.) commercialisent la solution sous leur propre nom, alors que les petits intégrateurs mettent en avant la crédibilité de Software AG dans le digital. Toutefois, compte tenu des cycles de ventes doublés par rapport à des ventes directes (un an pour convaincre un partenaire, puis un an pour un partenaire de vendre la solution), **cet écosystème de partenaires ne produit pas encore d'effets positifs significatifs sur la croissance pour le moment, mais le passage de moins de 10% du CA généré en ventes indirectes à 25% à moyen terme serait clairement bénéfiques selon nous ;**

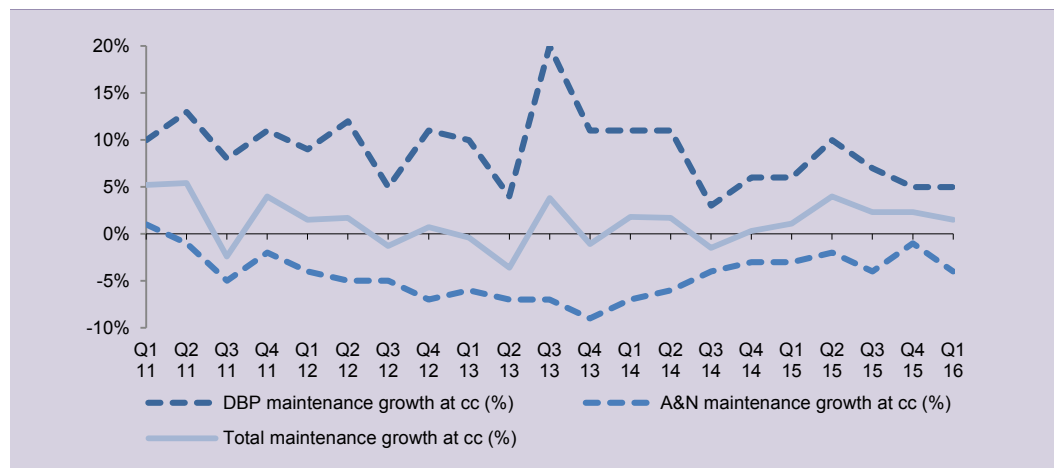
Fig. 14: Exemples de solutions de partenaires intégrant l'offre de Software AG

Partenaire	Nom de l'offre	Description de l'offre
Capgemini	Connected Service Experience	Software AG's big-data streaming and hybrid integration technology + Salesforce Service Cloud + Capgemini's digital transformation expertise.
Wipro	Wipro Looking Glass	Enabling discrete manufacturers to improve their services revenue and customer satisfaction and reduce their cost of service.
TCS	Global Operations Solutions	Connecting valuable applications to provide real time insights, facilitate seamless collaboration and quickly identify and act on exceptions.
Infosys	Smart Work Bench	Integrated planning and optimisation for outsourced manufacturing.
PwC	Continuous Assurance	Monitor business activity continuously and assure stakeholders of compliance at any moment through oversight and integrated reporting.
Cognizant	Intraday Liquidity Monitoring	Offers multinational banks global, entity and currency-level insights into payments and settlements as well as intraday liquidity in real time.
Sony	Media Backbone Conductor	Audio/video content management and workflow

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co.

- Le redressement du CA maintenance, grâce à la division A&N.** Le support « Premier Maintenance » sur DBP est désormais facturé 10% au-dessus du support Standard (22% du prix initial de la licence vs. 20%). En ce qui concerne A&N, grâce à l'augmentation de la valeur ajoutée du support (24/7, suivi spécifique...), le taux de renouvellement des contrats de maintenance est passé de 93% au T1 2014 à 97.3% au T1 2015. Le ralentissement de la croissance du CA maintenance au T1 2016 est lié au passage à la comptabilisation du CA maintenance annuelle de clients au Brésil à l'encaissement, tant sur A&N que sur DBP, compte tenu de la dégradation de la situation dans le pays - situation censée être inversée dès lors que Software AG aura encaissé. Sans cette comptabilisation à l'encaissement, le CA maintenance A&N aurait été au T1 2016, à sc, quasiment stable, au lieu d'une baisse de 4%. Aussi, à fin mars 2016, plus de 60 clients ont opté pour le support Premier, soit un rythme d'environ 20 nouveaux clients par trimestre.

Fig. 15: Croissance trimestrielle du CA maintenance à tcc (2011-2016)



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

- Le développement des ventes cloud.** Le cloud a enregistré des prises de commandes en hausse de 212% au T3 2015 (+255% YTD), de 56% au T4 2015 (+131% sur 2015) et de 155% au T1 2016. Toutefois, ces ventes ne représentent qu'un faible pourcentage du CA de Software AG.

L'amélioration n'est toutefois pas linéaire et reste soumise à l'incertitude des cycles de vente sur les grosses affaires et à la conjoncture économique.

Software AG reste cependant soumis à l'environnement économique et aux cycles de ventes difficiles à prévoir avec précision sur les grosses affaires.

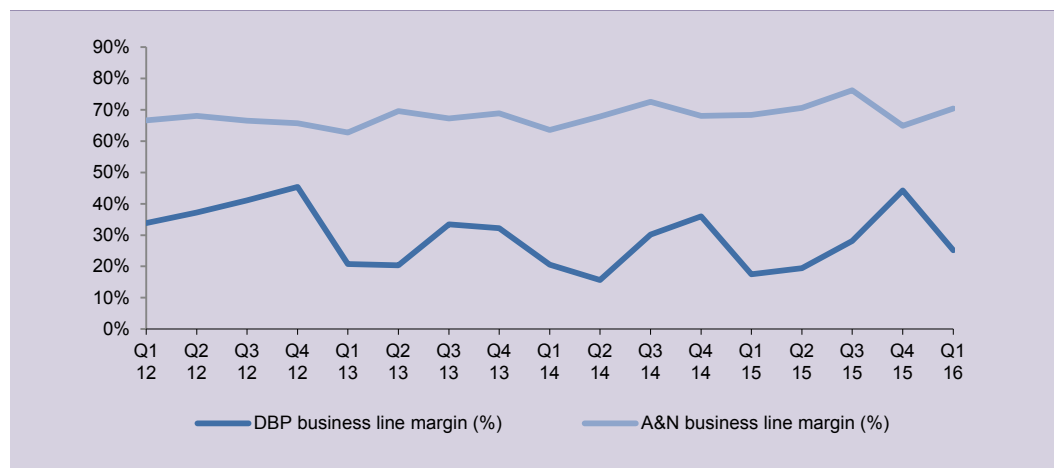
- Au T3 2015,** la division DBP a produit des ventes de licences en baisse de 6% à tcc, nettement en-dessous de l'objectif de croissance à deux chiffres que le management avait mentionné lors de la publication des résultats T2 2015. Cela résultait de 7 M EUR de licences non-signées, auquel cas Software AG aurait publié +10% à tcc en ventes de licences sur la division : 4 M EUR sur une affaire aux Etats-Unis finalement engrangée au T4 2015, 2 M EUR à cause de la conjoncture du Brésil, et 1 M EUR en raison de l'environnement chahuté en Asie-Pacifique lié à la Chine et ses principaux partenaires commerciaux sur la zone. Au T4 2015, retraitées de l'affaire de 4 M EUR décalée aux Etats-Unis, les ventes de licences seraient ressorties à +10% à tcc au lieu de +17% à tcc. Au total, hors effets négatifs de la conjoncture économique au Brésil et en Asie, le S2 2015 serait ressorti +11% à tcc sur les ventes de licences DBP au lieu des +8% à sc réellement publiés ;

- **Au T1 2016**, un client étatique en Afrique du Sud en train de développer des services électroniques a, pour des raisons internes, remis à plus tard un investissement de 3 M EUR de licences DBP et a réaffecté son budget à 3 M EUR de licences A&N afin de ne pas perdre son budget. Cette affaire DBP est toujours sur la table et pourrait, selon Software AG, être signée plus tard dans l'année. Ceci étant, si l'affaire avait été signée au T1, la croissance des ventes de licences DBP serait ressortie à plus de 17% à scc sur le trimestre au lieu des 7% publiés.

La marge des divisions DBP et A&N s'est nettement améliorée depuis 2013 grâce à l'amélioration de la productivité commerciale et une part croissante de R&D en offshore.

L'effectif commercial et marketing de Software AG a été réduit de 34% depuis son pic du T3 2013, avec la chute des ventes de licences sur A&N et la performance mitigée sur DBP, et un écrémage sur les effectifs commerciaux et marketing recrutés sur 2012 et 2013 - avec également un effet de la vente d'IDS Scheer Consulting en août 2013 et en avril 2014. Sur la même période, l'effectif R&D n'a été réduit que de 5% mais une part significative du travail est désormais effectuée en offshore (52% désormais, principalement en Inde, en Israël et en Bulgarie). Alors que les coûts de R&D d'Adabas & Natural ont baissé, à tcc, de 3% en 2013, de 4% en 2014 et de 19% en 2015, le management considère qu'il peut encore les tailler de 25-30% sans réduire l'effectif. De la même façon, les coûts de R&D de la DBP ont baissé de 7% à tcc en 2015, contre des hausses de 2% en 2014 et de 12% en 2013.

Fig. 16: DBP et A&N: marge divisionnaire (% du CA) (2012-2016)

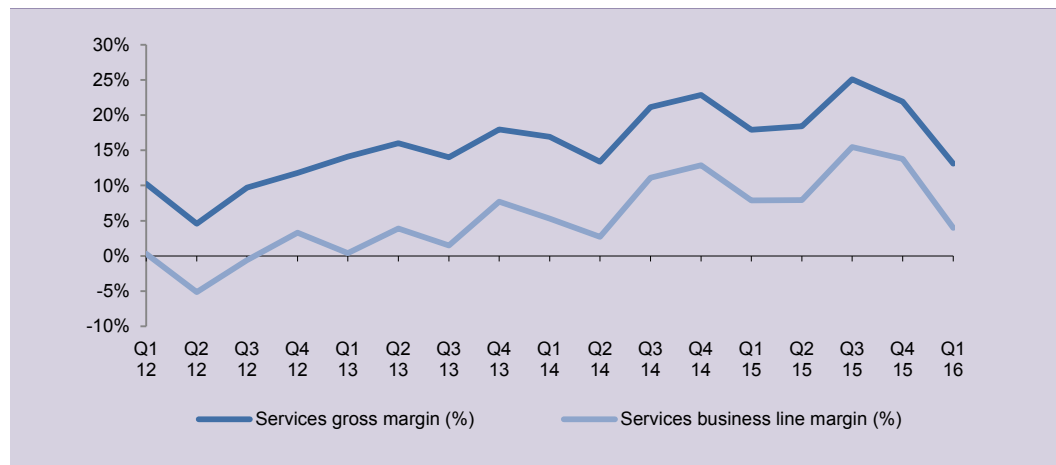


Source: Company Data.

La marge du Consulting s'est aussi nettement améliorée grâce au désengagement des activités à faible valeur ajoutée et à l'accent mis sur les offres à plus forte valeur ajoutée et l'accompagnement des clients en avant-vente.

Au niveau du Consulting, la marge divisionnaire a été considérablement améliorée depuis 2012 grâce au désengagement des activités à faibles rentabilité et valeur ajoutée, notamment IDS Scheer Consulting cédée « par appartements » entre juin 2011 et mai 2014. **Désormais l'offre de services de Software AG est centrée autour de ses propres produits et à l'accompagnement des clients en avant-vente, avec en outre une nette augmentation du taux d'activité.** La marge du Consulting est passée de -0.7% en 2012 à 3.4% en 2013 à 7.7% en 2014 et à 11.3% en 2015. Sur la même période, sa marge brute est passée de 8.9% en 2012 à 15.5% en 2013 à 18.4% en 2014 et 20.8% en 2015. **La baisse de la marge brute et de la marge du Consulting au T1 2016 n'est pas représentative** dans la mesure où elles embarquent 2 M EUR de coûts de restructuration. Retraitée de ce chiffre, nous estimons que la marge des services aurait été de 8% environ, au lieu des 4% publiés au T1 2016.

Fig. 17: Consulting: marge brute et marge divisionnaire (% du CA) (2012-2016)



Source: Company Data.

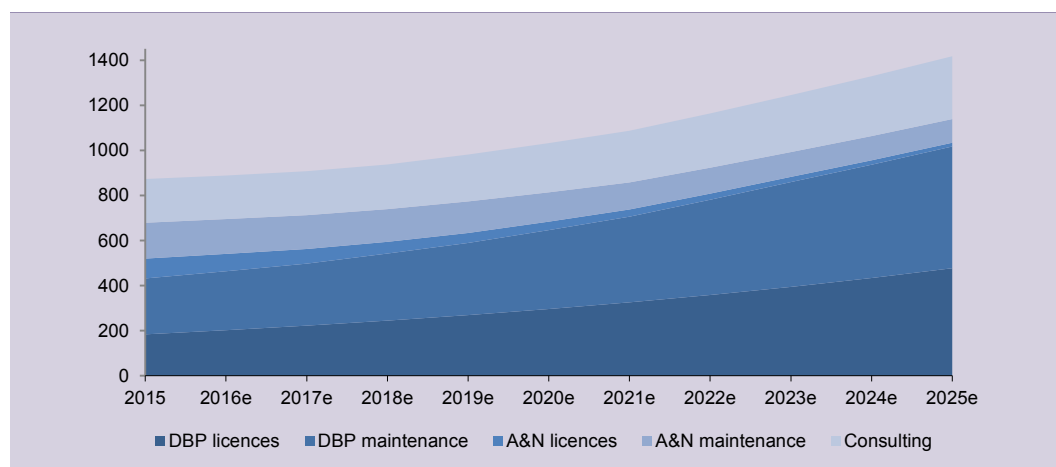
3.2. En route vers les 32-35% de marge

3.2.1. Le décollage de la croissance

Nous estimons qu'une croissance organique proche de 6% est envisageable à horizon 2020.

Nous pensons que Software AG doit être capable de générer une croissance organique positive de façon durable, et non plus sur un trimestre, compte tenu de l'amélioration visible de la productivité commerciale et de l'évolution du mix de CA entre les divisions DBP, A&N et Consulting, et à condition que l'environnement économique permette une accélération des recrutements de commerciaux. Nous démontrons dans les pages qui suivent que l'éditeur devrait être capable de passer le CA d'un léger retrait organique en 2015 (est. -1.7%) à une croissance organique proche de 6% d'ici 2020. Mieux encore : si l'on projette le modèle de CA jusqu'en 2025, nous calculons que la croissance organique pourrait monter jusqu'à 7%.

Fig. 18: Projection théorique du modèle de CA (2015-2025e) (M EUR)



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

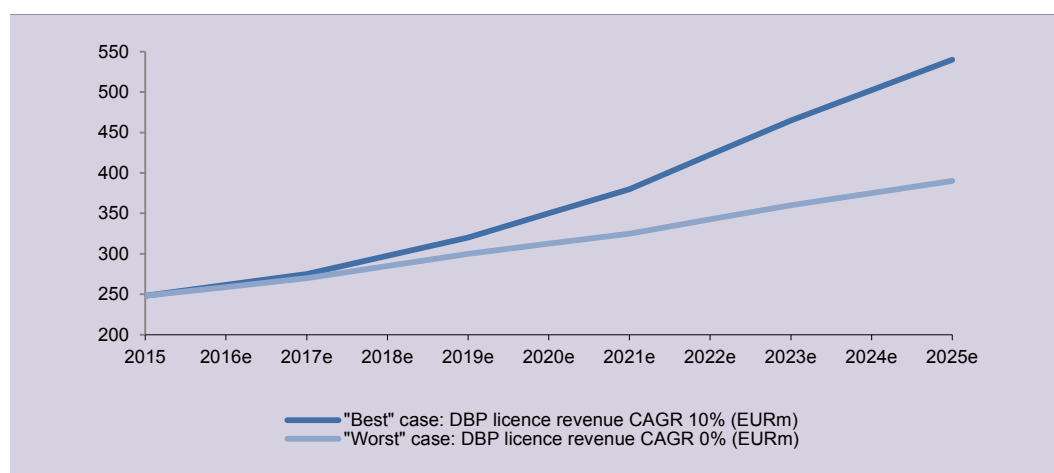
Sur la base de la projection théorique illustrée ci-dessus sur la Fig. 18, nous estimons que le mix de CA de Software évoluera de la façon suivante :

- En 2015, DBP 49%, A&N 28%, Consulting 22% ;
- En 2020, DBP 63%, A&N 16%, Consulting 21% ;
- En 2025, DBP 72%, A&N 9%, Consulting 20%.

Notre modèle théorique de CA est tiré d'hypothèses formulées par Software AG concernant l'évolution d'ici 2025 du CA maintenance et disponibles dans ses présentations investisseurs récentes. Celles-ci prennent deux scénarii de base concernant la croissance moyenne annuelle du CA licences DBP : l'un à +10% (scénario « best case »), l'autre à 0% (scénario « worst case »). Les autres hypothèses posées par Software AG sont les suivantes :

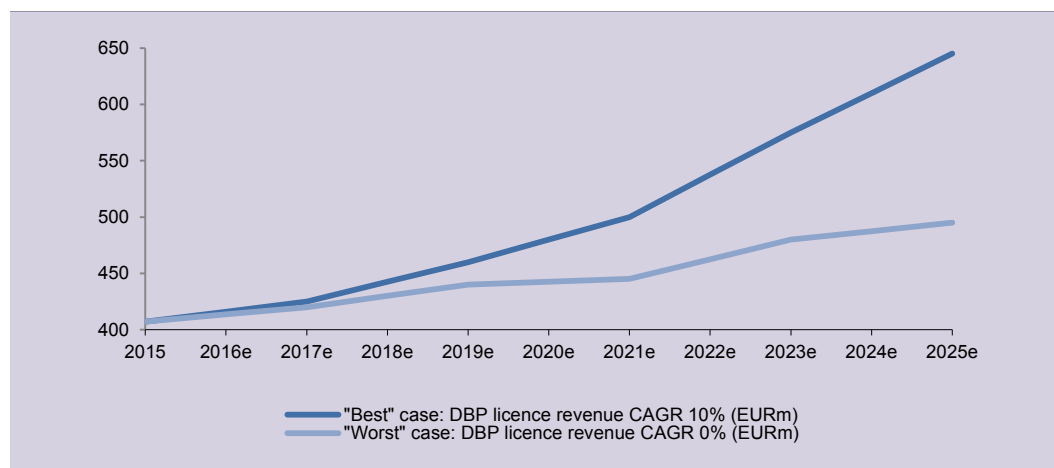
1). Sur DBP, un taux de renouvellement de la maintenance situé entre 93% (2015-2018) et 95% (2022-2025), et un tarif moyen de maintenance autour de 18% du prix initial de la licence (les nouveaux contrats sont en principe à 22%) ;

Fig. 19: Illustration de l'évolution du CA maintenance sur DBP (2015-2025e)



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 20: Illustration de l'évolution du CA maintenance groupe (2015-2025e)



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

2). Sur A&N, un taux d'attrition de 4% stable dans le temps. Ainsi, le modèle suggère que le CA maintenance sur DBP pourrait s'approcher de 300 M EUR d'ici 2018 (2019 si CA licences DBP stable), de 350 M EUR en 2020, et d'un peu moins de 550 M EUR d'ici 2025 (moins de 400 M EUR à cet horizon si le CA licences DBP est stable), et que le CA maintenance groupe approcherait 450 M EUR en 2019 (autour de 430 M EUR si le CA licences DBP est stable) et environ 650 M EUR d'ici 2025 (près de 500 M EUR si le CA licences DBP est stable).

Ces éléments nous amènent à modéliser de la façon suivante :

- **DBP** : une croissance organique qui passerait de 2% en 2015 à 8% en 2016, puis à 9% en 2017 et 10% en 2018-2020 et au-delà jusqu'en 2025 en prenant en compte un succès de l'approche commerciale. Ceci est construit sur des hypothèses de croissance à deux chiffres des ventes de licences sur 2015-2020 (+12%/+13%) puis +10% par an au-delà (2019-2025), et de croissance annuelle moyenne de la maintenance de 8% sur 2015-2025 ;
- **A&N** : une décroissance organique qui passerait de 5% en 2015 à -4% en 2016, et -6%/-7% en 2018-2020 avec une maintenance en légère décroissance organique et une baisse des ventes de licences (-9% en 2015, -4% en 2016, -15% en 2017-18, -20% en 2019-20, -15% par an au-delà jusqu'en 2025). Il est intéressant de noter que Software AG s'est engagé à assurer la maintenance d'Adabas et Natural jusqu'en 2050 au moins ;
- **Consulting** : une croissance modérée du CA compte tenu de l'accent mis sur les partenariats (+2 à 4% par an, avec possibilité selon nous de monter à 5% par an sur le moyen terme une fois le « rythme de croisière » obtenu).

3.2.2. La poursuite du décollage des marges

La marge opérationnelle non-IFRS de 2015 a été 1.2-2.2 pts supérieure aux attentes initiales grâce à un effet-mix favorable et une très bonne maîtrise des coûts.

En janvier 2015 le management annonçait son objectif de réaliser une marge opérationnelle non-IFRS de 32-35% d'ici 2020. Alors que pour 2015 il tablait initialement sur une marge de 27.5-28.5% à scc, puis 28-29% en octobre, l'éditeur a finalement réalisé 29.7% en hausse de 1.8 point par rapport à 2014. Cette marge 1.2 à 2.2 points supérieure aux attentes initiales résultait :

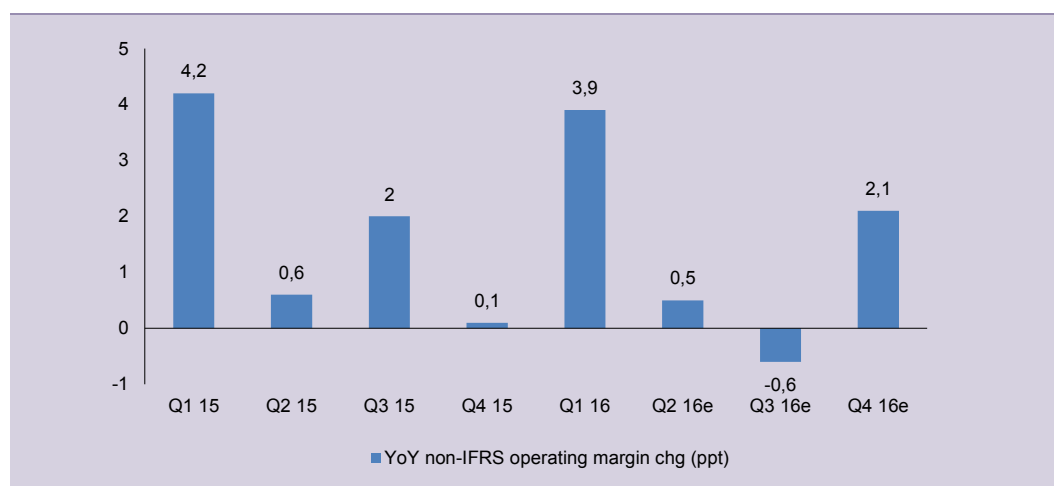
- **D'un effet-mix plus favorable qu'initialement prévu**, avec le CA A&N (ex-ETS) supérieur aux attentes (-5% à scc au lieu d'une guidance initiale de -14%/-8% à scc, avec un excellent T3 2015), et le CA DBP (ex-BPE) était inférieur aux attentes (+2% à scc au lieu d'une guidance initiale de +6%/+12% à scc, avec un mauvais T1 2015). Or A&N a généré une marge de 70%, contre 29% pour DBP. Au sein des divisions, les marges divisionnaires de DBP, A&N et Consulting ont respectivement progressé de 2.5 points, 1.8 point et 3.5 points ;
- **D'une très bonne maîtrise des coûts**, avec pour un CA en baisse de 4% à scc, des frais de R&D, de vente et marketing et généraux et administratifs en baisse respectivement de 8%, 4% et 9%. De son côté, la marge brute a progressé de 3.2 points en 2015. A noter dans ces chiffres, des frais de R&D et de vente et marketing en baisse de respectivement 7% et 2% à scc dans la division DBP grâce aux mesures d'augmentation de la productivité commerciale, et des frais de R&D en baisse de 19% à scc dans la division A&N grâce à l'offshore.

Compte tenu d'une marge opérationnelle non-IFRS en hausse de 3.9 points au T1 2016, nous estimons que la guidance de hausse de marge de 0.3-1.3 point pour 2016 est prudente car elle implique, en milieu de fourchette, une stabilité de celle-ci sur les 3 derniers trimestres de l'année.

Pour 2016, les dirigeants anticipent une marge opérationnelle non-IFRS de 30-31%, soit une hausse de 0.3-1.3 point. La progression proviendrait de 3 améliorations : 1). Celle de la productivité commerciale ; 2). Celle de la croissance du CA maintenance ; 3). Celle de la rentabilité des services.

- **Au T1 2016, la marge non-IFRS est ressortie en hausse de 3.9 pts à 28.7%**, pour les mêmes raisons que pour 2015, i.e. l'effet-mix et la maîtrise des coûts. La division DBP a vu sa marge bondir de 7.7 pts à 25.2% certes à partir d'une base favorable mais il convient de noter les frais de ventes et marketing en chute de 11% à scc en ligne avec la baisse des effectifs commerciaux. La division A&N a vu sa marge monter de 2 points à 70.4% malgré la hausse de 23% à scc des frais de ventes et marketing grâce à une baisse de 5% à scc du coût des ventes du fait des licences en progression de 79% à scc. En revanche, la marge du Consulting était à -4 points à 4% mais cette baisse résulte de 2 M EUR de coûts de restructuration - sinon elle aurait été stable ;
- **Pour atteindre le milieu de fourchette de marge non-IFRS de 30-31% pour 2016, Software AG devrait générer une marge stable sur les 3 derniers trimestres de l'année.** Nous estimons que pour atteindre le haut de la fourchette 2016 (31%), les 3 derniers trimestres devraient ressortir à 31.7%, soit une hausse de 0.7 point par rapport aux 31% publiés pour les 3 derniers trimestres de 2015. Le bas de la fourchette implique selon nous une marge sur les 3 derniers trimestres de 30.4% (-0.6 point). Notre scénario 2016 de marge non-IFRS à 31.1% (+1.4 point) fait ressortir une progression de 0.8 point sur les 3 derniers trimestres, comme illustré dans la Fig. 21. La hausse de 2.1 point que nous anticipons au T4 résulte de 5.4 M EUR de pertes de change au T4 2015 : retraitée des autres produits/charges, la marge serait en baisse de 0.3 point.

Fig. 21: Progression de la marge opérationnelle non-IFRS en base annuelle



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Le tableau Fig. 22 résume nos prévisions de CA et de marges non-IFRS. **Nous anticipons une hausse régulière de la marge opérationnelle non-IFRS à 31.7% en 2017 et de 32.4% en 2018, 33.5% en 2019 et 34.8% en 2020 - soit le haut de la fourchette 32-35% ambitionnée par le management.**

Fig. 22: Nos prévisions de marges (2015-2020e)

Software AG (EURm)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Revenues	873.1	887.7	917.6	959.8	1,008.8	1,066.9
o/w Licences	271.9	281.9	292.1	311.5	332.6	357.5
o/w Maintenance	406.9	412.1	428.0	445.3	465.6	489.4
o/w Services	193.4	192.9	196.9	202.3	209.9	219.3
o/w Other	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Gross profit	695.9	707.7	729.9	759.8	802.4	853.3
Gross margin (%)	79.7%	79.7%	79.5%	79.2%	79.5%	80.0%
Sales & marketing costs	(253.5)	(259.8)	(265.5)	(273.7)	(285.7)	(299.9)
% of revenues	29.0%	29.3%	28.9%	28.5%	28.3%	28.1%
R&D costs	(106.4)	(107.0)	(106.7)	(107.5)	(109.0)	(110.9)
% of revenues	12.2%	12.1%	11.6%	11.2%	10.8%	10.4%
G&A costs	(72.6)	(68.6)	(70.7)	(71.5)	(72.6)	(73.8)
% of revenues	8.3%	7.7%	7.7%	7.4%	7.2%	6.9%
Other gains and losses	(4.3)	4.4	4.0	4.0	3.0	3.0
Non-IFRS operating profit	259.1	276.3	291.1	311.1	338.1	371.8
Non-IFRS operating margin (%)	29.7%	31.1%	31.7%	32.4%	33.5%	34.8%

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Nous anticipons une marge opérationnelle non-IFRS de 31.1% en 2016 grâce au T1 meilleur que prévu sur A&N et à une bonne maîtrise des coûts et de la productivité commerciale.

Nous estimons que la division DBP devrait voir sa marge augmenter de 4.9 points à 33.9% pour 2016, puis monter de 3 points en 2017 (36.9%), 3.2 points en 2018 (40.1%), 2.8 points en 2019 (42.9%), et 3.5 points en 2020 (45.4%) avec l'accélération de la croissance organique des ventes de licences et l'augmentation de la productivité commerciale – avec en fin de période une accélération des ventes issues de l'écosystème de partenaires. Nous estimons que les frais de ventes et marketing seront stables à scd en 2016 grâce aux mesures d'amélioration de la productivité commerciale (conséquence de la réduction des effectifs de 2015-2016), puis progresser d'environ 5% par an en 2017 et 2018, puis de 6-6.5% par an en 2019 et 2020 si l'effectif commercial repart en croissance. Nous estimons que les frais de R&D croîtront de 2-3% par an grâce à la poursuite de l'utilisation de l'offshore.

Fig. 23: Nos prévisions de marges sur les produits DBP (2015-2020e)

DBP Product (EURm)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Revenues	431.5	460.7	502.2	552.2	608.3	669.3
o/w Licences	183.5	199.8	223.1	252.8	285.7	320.0
o/w Maintenance	248.0	260.9	279.1	299.4	322.6	349.3
Gross profit	403.6	428.6	468.4	517.1	571.5	631.5
Gross margin (%)	93.5%	93.0%	93.3%	93.6%	93.9%	94.3%
Sales & marketing costs	(192.7)	(185.8)	(195.1)	(205.8)	(218.2)	(232.4)
% of revenues	44.7%	40.3%	38.8%	37.3%	35.9%	34.7%
R&D costs	(85.7)	(86.5)	(88.2)	(89.9)	(92.2)	(94.9)
% of revenues	19.9%	18.8%	17.6%	16.3%	15.2%	14.2%
Business line result	125.2	156.2	185.2	221.4	261.2	304.1
Business line margin (%)	29.0%	33.9%	36.9%	40.1%	42.9%	45.4%

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

A horizon 2020, nous estimons que la marge de DBP devrait atteindre 45% et celle d'A&N restera proche de 70%...

Nous estimons que la marge de la division A&N devrait rester proche de 70% grâce à la part croissante de la maintenance dans le CA (79% en 2020 vs. 64% en 2015). Pour 2016 nous anticipons une baisse de 0.6 point à 69.4%, sachant que la hausse de 2 points du T1 peut être considérée comme exceptionnelle compte tenu de la hausse non moins exceptionnelle des ventes de licences. Nous attendons des marges de 69.7% (+0.3 point) pour 2017, 69.4% (-0.3 point) pour 2018, 69% (-0.4 point) pour 2019, et 68.7% (-0.3 point) pour 2020. Notre anticipation de hausse pour 2017 est basée sur une accélération de l'offshore en R&D (coûts de R&D en baisse de 10%, contre +1% à scc en 2016) et d'une baisse des coûts de ventes et marketing (est. -8% à scc contre est. -1% à scc pour 2016) après l'effet commissions de vente exceptionnel du T1 2016.

Fig. 24: Nos prévisions de marges sur les produits A&N (2015-2020e)

A&N Product (EURm)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Revenues	248.0	233.9	218.6	205.2	190.6	178.3
o/w Licences	88.4	82.1	69.0	58.6	46.9	37.5
o/w Maintenance	158.9	151.1	148.9	145.9	143.0	140.1
o/w Services & Other	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Gross profit	233.8	221.2	206.0	191.5	177.8	166.4
Gross margin (%)	94.3%	94.5%	94.3%	93.3%	93.3%	93.3%
Sales & marketing costs	(39.5)	(38.3)	(35.2)	(31.5)	(29.5)	(27.9)
% of revenues	15.9%	16.4%	16.1%	15.3%	15.5%	15.6%
R&D costs	(20.7)	(20.5)	(18.5)	(17.6)	(16.8)	(16.0)
% of revenues	8.4%	8.8%	8.5%	8.6%	8.8%	9.0%
Business line result	173.6	162.4	152.3	142.4	131.5	122.5
Business line margin (%)	70.0%	69.4%	69.7%	69.4%	69.0%	68.7%

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

...et autour de 14% pour le Consulting.

Dans le Consulting, nous estimons que la poursuite de l'amélioration de la marge d'opèrera grâce à la poursuite de l'augmentation de la valeur ajoutée des prestations. Nous estimons que d'ici 2020, la marge divisionnaire du Consulting atteindra 14.2% pour une marge brute de 22.8%.

Fig. 25: Nos prévisions de marges sur le Consulting (2015-2020e)

Consulting (EURm)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Revenues	193.6	193.0	196.9	202.3	209.9	219.3
Gross profit	40.3	36.7	41.8	44.1	46.8	50.0
Gross margin (%)	20.8%	19.0%	21.2%	21.8%	22.3%	22.8%
Sales & marketing costs	(18.4)	(17.3)	(16.8)	(17.2)	(18.0)	(18.8)
% of revenues	9.5%	9.0%	8.5%	8.5%	8.6%	8.6%
Business line result	21.8	19.4	25.0	26.9	28.8	31.2
Business line margin (%)	11.3%	10.0%	12.7%	13.3%	13.7%	14.2%

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

4. Comptes

4.1. Compte de résultat

EURm (FYE 31/12)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	CAGR 15-18e
Net revenue	1 047,3	972,7	857,8	873,1	887,7	917,6	959,8	3,2%
% change	-4,6%	-7,1%	-11,8%	1,8%	1,7%	3,4%	4,6%	
Gross Margin	707,6	720,2	663,4	695,9	707,3	729,9	759,8	
% of revenue	67,6%	74,0%	77,3%	79,7%	79,7%	79,5%	79,2%	
Research & Development	(101,1)	(107,9)	(109,1)	(106,4)	(107,0)	(106,7)	(107,5)	
% of revenue	9,7%	11,1%	12,7%	12,2%	12,1%	11,6%	11,2%	
Sales & Marketing	(243,9)	(287,5)	(253,9)	(253,5)	(259,8)	(265,5)	(273,7)	
% of revenue	23,3%	29,6%	29,6%	29,0%	29,3%	28,9%	28,5%	
General & Administrative	(67,9)	(73,9)	(62,3)	(72,6)	(68,6)	(70,7)	(71,5)	
% of revenue	6,5%	7,6%	7,3%	8,3%	7,7%	7,7%	7,4%	
Amortisation	(12,9)	(12,9)	(11,6)	(14,4)	(14,5)	(14,8)	(14,9)	
Net operating provisions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Adjusted EBIT	294,7	250,9	238,1	263,4	271,9	287,1	307,1	5,2%
% of revenue	28,1%	25,8%	27,8%	30,2%	30,6%	31,3%	32,0%	
Net restructuring charge	(3,0)	(12,6)	(9,1)	(15,3)	(8,0)	(6,0)	(4,0)	
Capital gains or losses	(0,6)	(1,7)	(2,7)	0,0	0,0	0,0	0,0	
Goodwill amortisation	(38,1)	(40,4)	(39,2)	(35,0)	(27,5)	(22,4)	(22,4)	
Stock-based compensation	(7,9)	0,7	(11,7)	3,1	(7,5)	(7,5)	(7,5)	
Other exceptional gains (losses)	3,2	8,6	0,7	(6,8)	4,4	4,0	4,0	
EBIT	248,3	205,5	176,0	209,4	233,3	255,2	277,2	9,8%
% of revenue	23,7%	21,1%	20,5%	24,0%	26,3%	27,8%	28,9%	
Cost of net debt	(8,8)	(8,4)	(9,2)	(2,9)	(5,0)	(2,2)	(0,3)	
Other financial gains (losses)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Profit before tax	239,5	197,1	166,8	206,5	228,3	253,0	276,9	10,3%
Income taxes	(74,8)	(63,1)	(56,3)	(66,9)	(74,2)	(82,2)	(90,0)	
Tax rate	31,2%	32,0%	33,7%	32,4%	32,5%	32,5%	32,5%	
Consolidated net profit	164,7	134,0	110,6	139,6	154,1	170,8	186,9	10,2%
% of revenue	15,7%	13,8%	12,9%	16,0%	17,4%	18,6%	19,5%	
Profit from associates	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Minority interests	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	
Attributable net profit	164,5	133,8	110,4	139,4	154,0	170,6	186,7	10,2%
Average nb of shares - basic (m)	86,9	86,9	86,9	79,0	79,0	79,0	79,0	
Average nb of shares - diluted (m)	88,8	88,7	88,7	80,7	80,7	80,7	80,7	
Basic EPS (EUR)	1,89	1,54	1,27	1,77	1,95	2,16	2,36	10,2%
% change	-7,1%	-18,7%	-17,5%	39,1%	10,4%	10,8%	9,4%	
Adjusted EPS (EUR)	2,36	2,01	1,87	2,33	2,35	2,48	2,66	4,6%
% change	-2,5%	-14,6%	-7,2%	24,9%	0,9%	5,5%	7,4%	

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

4.2. Bilan

EURm (FYE 31/12)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Goodwill	756,4	829,2	857,3	900,0	887,5	880,1	872,7
Intangible fixed assets	214,4	211,8	180,2	157,4	145,4	133,4	121,4
Tangible fixed assets	64,0	64,5	61,2	56,2	53,6	50,8	47,9
Fixed assets and goodwill	1 034,8	1 105,4	1 098,6	1 113,6	1 086,5	1 064,3	1 042,0
Investments	10,3	4,5	7,1	24,5	39,5	39,5	39,5
Deferred tax assets	16,7	16,3	10,9	11,0	11,0	11,0	11,0
Inventories	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Accounts receivables	341,3	323,2	298,6	307,7	309,7	313,7	318,3
Other short term assets	53,1	40,9	59,8	45,5	45,8	46,4	47,6
Current assets	394,4	364,2	358,5	353,2	355,5	360,1	365,9
Cash & cash equivalents	315,6	506,5	373,7	312,4	430,3	572,5	728,0
TOTAL ASSETS	1 771,9	1 996,9	1 848,9	1 814,8	1 922,8	2 047,4	2 186,4
Shareholders' equity	1 059,3	964,8	1 012,5	1 089,2	1 199,7	1 322,9	1 458,2
Minority interests	0,8	0,8	0,8	0,5	0,6	0,8	1,1
Consolidated equity	1 060,1	965,6	1 013,4	1 089,7	1 200,4	1 323,8	1 459,3
Long-term provisions	151,0	141,6	134,6	81,9	89,9	95,9	99,9
Deferred tax liabilities	26,8	22,6	17,1	16,7	16,7	16,7	16,7
Convertible bonds	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Long-term debt	213,4	410,5	340,5	213,2	213,2	213,2	213,2
Short-term debt	52,6	202,9	103,6	113,0	98,0	83,0	68,0
Debt	266,0	613,4	444,1	326,3	311,3	296,3	281,3
Accounts payable and accrued	48,1	36,1	32,6	33,1	33,0	34,1	35,7
Deferred revenues	111,9	108,0	112,1	123,8	125,9	130,1	136,1
Salary and income tax payable	30,7	38,5	32,6	28,6	29,1	30,1	31,5
Other liabilities	77,3	71,1	62,4	114,7	116,6	120,5	126,0
Current liabilities	267,9	253,7	239,7	300,2	304,5	314,8	329,2
TOTAL LIABILITIES	1 771,9	1 996,9	1 848,9	1 814,8	1 922,8	2 047,4	2 186,4

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

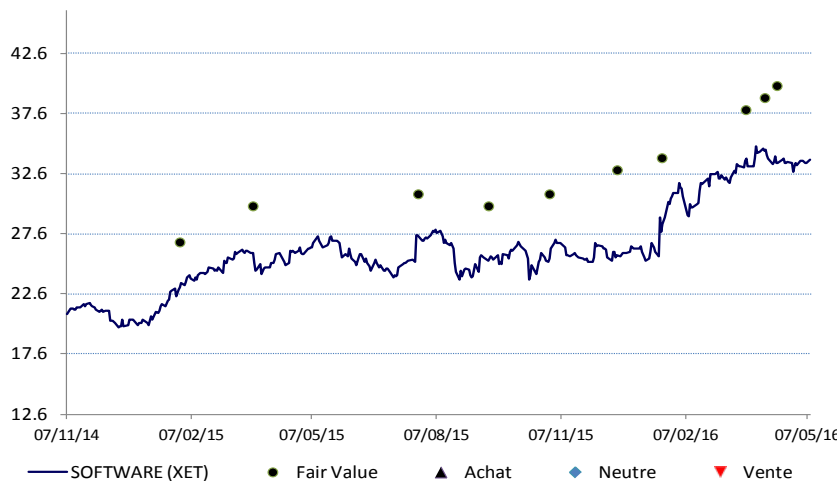
4.3. Tableau de financement

EURm (FYE 31/12)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Operating cash flow	214,4	192,8	146,7	180,1	203,6	214,4	229,3
Change in WCR	(29,9)	(21,0)	(3,5)	5,3	2,0	5,6	8,7
Capital expenditure	(13,3)	(13,8)	(10,9)	(12,1)	(12,0)	(12,0)	(12,0)
Disposals in fixed assets	0,6	1,2	2,9	2,4	0,1	0,0	0,0
Net capex	(12,6)	(12,7)	(8,0)	(9,8)	(11,9)	(12,0)	(12,0)
Free cash flow	171,8	159,1	135,2	175,7	193,7	208,0	226,0
Investments	(1,4)	(57,2)	(33,4)	(6,0)	(15,0)	0,0	0,0
Disposals in investments	0,3	0,6	32,1	49,5	0,1	0,0	0,0
Acquisitions (goodwill)	(18,0)	(106,4)	14,4	(1,5)	0,0	0,0	0,0
Cash flow after investing activity	152,8	(3,8)	148,3	217,7	178,8	208,0	226,0
Dividends paid	(40,1)	(38,3)	(36,4)	(39,6)	(43,5)	(47,4)	(51,4)
Issuance of shares	2,6	(153,7)	(69,2)	(69,4)	0,0	0,0	0,0
Cap. Incr. for minority interests	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Incr. cash bef. loan repayments	115,3	(195,9)	42,7	108,7	135,4	160,6	174,7
Repayment of loans	(16,2)	330,2	(174,3)	(126,5)	(17,5)	(18,4)	(19,1)
Net increase in cash	99,2	134,3	(131,6)	(17,8)	117,9	142,2	155,6

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Price Chart and Rating History

Software AG



Ratings Date	Ratings	Price
29/10/14	BUY	EUR18.69
16/07/14	NEUTRAL	EUR20
19/07/13	BUY	EUR25.82

Target Price Date	Target price
14/04/16	EUR40
05/04/16	EUR39
22/03/16	EUR38
20/01/16	EUR34
18/12/15	EUR33
29/10/15	EUR31
14/09/15	EUR30
24/07/15	EUR31
24/03/15	EUR30
29/01/15	EUR27
30/10/14	EUR24
16/07/14	EUR23
15/07/14	Under review
10/01/14	EUR34
25/10/13	EUR32
26/07/13	EUR30
19/07/13	EUR32
26/04/13	EUR28
30/01/13	EUR30

Bryan Garnier stock rating system

For the purposes of this Report, the Bryan Garnier stock rating system is defined as follows:

Stock rating

BUY	Positive opinion for a stock where we expect a favourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential upside based on valuation), but also takes into account a number of elements that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
NEUTRAL	Opinion recommending not to trade in a stock short-term, neither as a BUYER or a SELLER, due to a specific set of factors. This view is intended to be temporary. It may reflect different situations, but in particular those where a fair value shows no significant potential or where an upcoming binary event constitutes a high-risk that is difficult to quantify. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
SELL	Negative opinion for a stock where we expect an unfavourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential downside based on valuation), but also takes into account a number of elements that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.

Distribution of stock ratings

BUY ratings 57,9%

NEUTRAL ratings 33,6%

SELL ratings 8,6%

Research Disclosure Legend

1	Bryan Garnier shareholding in Issuer	Bryan Garnier & Co Limited or another company in its group (together, the "Bryan Garnier Group") has a shareholding that, individually or combined, exceeds 5% of the paid up and issued share capital of a company that is the subject of this Report (the "Issuer").	No
2	Issuer shareholding in Bryan Garnier	The Issuer has a shareholding that exceeds 5% of the paid up and issued share capital of one or more members of the Bryan Garnier Group.	No
3	Financial interest	A member of the Bryan Garnier Group holds one or more financial interests in relation to the Issuer which are significant in relation to this report	No
4	Market maker or liquidity provider	A member of the Bryan Garnier Group is a market maker or liquidity provider in the securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
5	Lead/co-lead manager	In the past twelve months, a member of the Bryan Garnier Group has been lead manager or co-lead manager of one or more publicly disclosed offers of securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
6	Investment banking agreement	A member of the Bryan Garnier Group is or has in the past twelve months been party to an agreement with the Issuer relating to the provision of investment banking services, or has in that period received payment or been promised payment in respect of such services.	No
7	Research agreement	A member of the Bryan Garnier Group is party to an agreement with the Issuer relating to the production of this Report.	No
8	Analyst receipt or purchase of shares in Issuer	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has received or purchased shares of the Issuer prior to a public offering of those shares.	No
9	Remuneration of analyst	The remuneration of the investment analyst or other persons involved in the preparation of this Report is tied to investment banking transactions performed by the Bryan Garnier Group.	No
10	Corporate finance client	In the past twelve months a member of the Bryan Garnier Group has been remunerated for providing corporate finance services to the issuer or may expect to receive or intend to seek remuneration for corporate finance services from the Issuer in the next six months.	No
11	Analyst has short position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a short position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
12	Analyst has long position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a long position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
13	Bryan Garnier executive is an officer	A partner, director, officer, employee or agent of the Bryan Garnier Group, or a member of such person's household, is a partner, director, officer or an employee of, or adviser to, the Issuer or one of its parents or subsidiaries. The name of such person or persons is disclosed above.	No
14	Analyst disclosure	The analyst hereby certifies that neither the views expressed in the research, nor the timing of the publication of the research has been influenced by any knowledge of clients positions and that the views expressed in the report accurately reflect his/her personal views about the investment and issuer to which the report relates and that no part of his/her remuneration was, is or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.	Yes
15	Other disclosures	Other specific disclosures: Report sent to Issuer to verify factual accuracy (with the recommendation/rating, price target/spread and summary of conclusions removed).	No

Summary of Investment Research Conflict Management Policy is available www.bryangarnier.com



BRYAN, GARNIER & CO

London	Paris	New York	Munich	New Delhi
Beaufort House 15 St. Botolph Street London EC3A 7BB Tel: +44 (0) 207 332 2500 Fax: +44 (0) 207 332 2559 Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (FCA)	26 Avenue des Champs Elysées 75008 Paris Tel: +33 (0) 1 56 68 75 00 Fax: +33 (0) 1 56 68 75 01 Regulated by the Financial Conduct Authority (FCA) and the Autorité de Contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)	750 Lexington Avenue New York, NY 10022 Tel: +1 (0) 212 337 7000 Fax: +1 (0) 212 337 7002 FINRA and SIPC member	Widenmayerstrass e 29 80538 Munich Germany +49 89 2422 62 11	The Imperial Hotel Janpath New Delhi 110 001 Tel +91 11 4132 6062 +91 98 1111 5119 Fax +91 11 2621 9062 Geneva rue de Grenus 7 CP 2113 Genève 1, CH 1211 Tel +4122 731 3263 Fax+4122731 3243 Regulated by the FINMA

Important information

This document is classified under the FCA Handbook as being investment research (independent research). Bryan Garnier & Co Limited has in place the measures and arrangements required for investment research as set out in the FCA's Conduct of Business Sourcebook.

This report is prepared by Bryan Garnier & Co Limited, registered in England Number 03034095 and its MIFID branch registered in France Number 452 605 512. Bryan Garnier & Co Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (Firm Reference Number 178733) and is a member of the London Stock Exchange. Registered address: Beaufort House 15 St. Botolph Street, London EC3A 7BB, United Kingdom

This Report is provided for information purposes only and does not constitute an offer, or a solicitation of an offer, to buy or sell relevant securities, including securities mentioned in this Report and options, warrants or rights to or interests in any such securities. This Report is for general circulation to clients of the Firm and as such is not, and should not be construed as, investment advice or a personal recommendation. No account is taken of the investment objectives, financial situation or particular needs of any person.

The information and opinions contained in this Report have been compiled from and are based upon generally available information which the Firm believes to be reliable but the accuracy of which cannot be guaranteed. All components and estimates given are statements of the Firm, or an associated company's, opinion only and no express representation or warranty is given or should be implied from such statements. All opinions expressed in this Report are subject to change without notice. To the fullest extent permitted by law neither the Firm nor any associated company accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from the use of this Report. Information may be available to the Firm and/or associated companies which are not reflected in this Report. The Firm or an associated company may have a consulting relationship with a company which is the subject of this Report.

This Report may not be reproduced, distributed or published by you for any purpose except with the Firm's prior written permission. The Firm reserves all rights in relation to this Report.

Past performance information contained in this Report is not an indication of future performance. The information in this report has not been audited or verified by an independent party and should not be seen as an indication of returns which might be received by investors. Similarly, where projections, forecasts, targeted or illustrative returns or related statements or expressions of opinion are given ("Forward Looking Information") they should not be regarded as a guarantee, prediction or definitive statement of fact or probability. Actual events and circumstances are difficult or impossible to predict and will differ from assumptions. A number of factors, in addition to the risk factors stated in this Report, could cause actual results to differ materially from those in any Forward Looking Information.

Disclosures specific to clients in the United Kingdom

This Report has not been approved by Bryan Garnier & Co Limited for the purposes of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 because it is being distributed in the United Kingdom only to persons who have been classified by Bryan Garnier & Co Limited as professional clients or eligible counterparties. Any recipient who is not such a person should return the Report to Bryan Garnier & Co Limited immediately and should not rely on it for any purposes whatsoever.

Notice to US investors

This research report (the "Report") was prepared by Bryan Garnier & Co Limited for information purposes only. The Report is intended for distribution in the United States to "Major US Institutional Investors" as defined in SEC Rule 15a-6 and may not be furnished to any other person in the United States. Each Major US Institutional Investor which receives a copy of this Report by its acceptance hereof represents and agrees that it shall not distribute or provide this Report to any other person. Any US person that desires to effect transactions in any security discussed in this Report should call or write to our US affiliated broker, Bryan Garnier Securities, LLC, 750 Lexington Avenue, New York NY 10022. Telephone: 1-212-337-7000.

This Report is based on information obtained from sources that Bryan Garnier & Co Limited believes to be reliable and, to the best of its knowledge, contains no misleading, untrue or false statements but which it has not independently verified. Neither Bryan Garnier & Co Limited and/or Bryan Garnier Securities LLC make no guarantee, representation or warranty as to its accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. This Report is not an offer to buy or sell any security.

Bryan Garnier Securities, LLC and/or its affiliate, Bryan Garnier & Co Limited may own more than 1% of the securities of the company(ies) which is (are) the subject matter of this Report, may act as a market maker in the securities of the company(ies) discussed herein, may manage or co-manage a public offering of securities for the subject company(ies), may sell such securities to or buy them from customers on a principal basis and may also perform or seek to perform investment banking services for the company(ies).

Bryan Garnier Securities, LLC and/or Bryan Garnier & Co Limited are unaware of any actual, material conflict of interest of the research analyst who prepared this Report and are also not aware that the research analyst knew or had reason to know of any actual, material conflict of interest at the time this Report is distributed or made available.