



## Édition de logiciels

## Harvest

## Des perspectives prometteuses

Jeudi 30 mars 2006

## Analyste :

Olivier THIBERT

Tél : 01.44.70.20.70

othibert@euroland-finance.com

## Données boursières

Capitalisation : 24,4 M€

Nombre de titres : 1 335 374 titres

Volume moyen / 6 mois : 1396 titres

Extrêmes / 12 mois : 9,99 € / 19,00 €

Rotation du capital / 6 mois : 13,6 %

Flottant : 38,1 %

Code ISIN : FR0010207795

## Actionnariat

Harvest Gestion : 56,1 %

Salariés : 5,8 %

Public : 38,1 %

## Actualité

Harvest a publié des résultats annuels 2005 en croissance de 18,8 % en 2005. La dynamique de l'activité reste portée majoritairement par 1/ la croissance de 13,02 % de l'activité maintenance (52,3 % du CA soit 4,2M€) 2/ les signatures de nouvelles licences (LCL, HSBC..) + 24,1 % à 2,5 M€ soit 31,3 % de l'activité.

Les prestations de location de logiciels et de formation moins contributrices en terme d'activité, bénéficient des plus fortes croissances + 54,6 % et + 30,9 % pour des contributions au CA respectives de 6,1 % et 8,5 %. Les seules activités en décroissances sont le pôle de prestations au forfait et les autres activités (-19,34% et -16,83%).

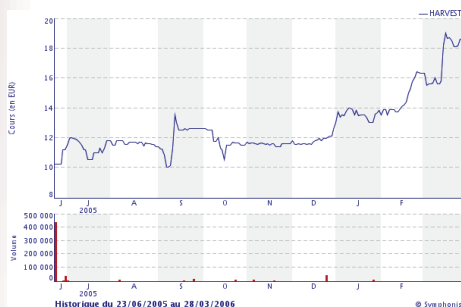
La gamme BIG reste encore fortement prépondérante dans le développement de l'activité et croit à un rythme soutenu (+19,1%) soit 56,04 % du CA total et 4,5 M€ mais bénéficie d'un dynamisme plus faible que celui de l'Offre DECLIC +41,0 %.

Seule la gamme de simulateurs ClickImpôts Pro n'a pas eu le succès escompté avec une baisse de l'activité de 4,70% à 1,1M€. Cependant le management a confirmé que le développement de la nouvelle gamme destinée aux 18 000 experts comptables devrait entraîner un retour à la croissance dès 2006.

L'éditeur a par ailleurs publié un résultat d'exploitation en hausse de 239 % à 1,6 M€ vs 0,5 M€ en 2004. Ces résultats s'expliquent par une augmentation de seulement 3,9 % des charges d'exploitation pour une croissance de l'activité de 19 %. En effet, les effectifs sont restés relativement stables et les charges de personnel n'ont progressé que de 4,7 %.

La forte augmentation de la participation des salariés +208 % vient diminuer le RN qui s'établit néanmoins à 0,9 M€ soit 2,7 fois celui de l'exercice précédent.

Enfin le groupe proposera le 28 avril, le versement d'un dividende de 0,50 € par action (un acompte de 0,1€ par action a été versé au 2S 2005) en hausse de 79 % par rapport à 2004.



	2003	2004	2005p	2006p	2007p
<b>CA (K€)</b>	6 603	6 741	8 011	10 254	11 074
<b>REX (K€)</b>	521	413	1 387	1 893	2 118
<b>RNPG (K€)</b>	419	345	921	1 295	1 445
<b>Var CA (%)</b>	8,7%	2,1%	18,8%	28,0%	8,0%
<b>Marge opérationnelle (%)</b>	7,9%	6,1%	17,3%	18,5%	19,1%
<b>Marge nette av. GW et except. (%)</b>	5,2%	4,4%	11,6%	12,6%	13,1%
<b>Gearing net (%)</b>	-55,4%	-71,3%	-85,1%	-83,8%	-83,8%
<b>VE / CA</b>	3,12	3,05	2,57	2,01	1,86
<b>VE / REX</b>	39,5	49,8	14,8	10,9	9,7
<b>PER av. GW et except.</b>	ns	ns	26,4	18,9	16,9

Source : Euroland Finance

Outre l'accélération tant en terme de croissance que de rentabilité, l'exercice 2005 a été celui de la croissance externe. La société a réalisé pour 0,2 M€ l'acquisition des actifs de la société Quantix Finances. Cet éditeur est spécialisé dans 1/ le web banking (simulateurs pour les particuliers) 2 / les simulations destinées aux commerciaux des groupes bancaires 3/ les applications scénarisées concurrentes directes d'eDeclic (version web de DECLIC). Des synergies sont à escompter de l'opération dès 2006. Le mix produit optimisé devrait par ailleurs entraîner 1 M€ de revenus supplémentaires. La mutualisation des équipes contribuera également à d'importantes économies de coûts de développement et de commercialisation. L'activité devrait être portée par 1/ une évolution récente du cadre réglementaire (rapport Delmas-Marsalet) imposant la mise en place d'outils d'aide au conseil comme DECLIC pour les conseillers vendeurs 2/ la volonté d'imposer le logiciel BIG comme la référence unique en France en terme de conseil patrimonial 3/ l'accélération du déploiement de l'offre Click Impôts pour le marché des indépendants.

Fort de son développement externe, le management reste particulièrement confiant sur une croissance à deux chiffres de l'activité. L'accélération des ventes combinée aux perspectives prometteuses des relais de croissances (télédéclaration) nous amènent à tabler sur une croissance de 15,5 % en organique. Enfin l'intégration de Quantix devrait faire passer le niveau d'activité total à 10,3 M€ (contribution de 1 M€ pour l'acquisition), soit une croissance attendue de 28,0 %.

La rentabilité opérationnelle devrait bénéficier d'un double effet volume et prix (+ 4% indexé sur le Syntec). Nous tablons ainsi sur un résultat d'exploitation proche de 1,9 M€ soit une marge opérationnelle de 18,40 % (+36,6 % vs 2005) après intégration de la participation aux salariés. En effet le management a indiqué que le niveau de marge opérationnelle atteint en 2005 ne sera amélioré qu'à la marge. Le niveau optimal de MOP se situe ainsi proche de 20 %. Nous comptons également sur une rentabilité nette de 1,3 M€ en année pleine soit une marge nette de 12,63 %.

### Recommandations ●

---

La dynamique commerciale instaurée par le management nous semble des plus pertinentes et valide notre scénario d'une croissance forte sur la période 2006-2010. L'évolution progressive du modèle de seul éditeur de logiciels patrimoniaux à celui, plus large, de fournisseur de contenus d'optimisation patrimoniale, commerciale et financière devrait avoir un impact positif sur la récurrence et le niveau d'activité.

Considérant l'ensemble de ces éléments, notre valorisation issue d'une moyenne entre notre modèle DCF et les comparables, fait ressortir une fair value de 16,97 € (vs 13,6 € précédemment). Nous pouvons également envisager une certaine prime liée à la trésorerie nette disponible qui pourrait, utilisé dans le cas d'une croissance externe, entraîner un effet relatif sur la valeur.

Au cours actuel le titre nous semble correctement valorisé sans toutefois présenter de risques majeurs, ce qui motive notre opinion conserver.

## COMPTES HISTORIQUES &amp; PREVISIONNELS

En K€	2003	2004	2005p	2006p	2007p
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>6 603</b>	<b>6 741</b>	<b>8 011</b>	<b>10 254</b>	<b>11 074</b>
Résultat d'exploitation	521	413	1 387	1 893	2 118
Résultat financier	47	51	78	50	50
Résultat exceptionnel	78	45	- 6	0	0
<b>RNPG av. goodwill et exceptionnel</b>	<b>341</b>	<b>300</b>	<b>927</b>	<b>1 295</b>	<b>1 445</b>
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>419</b>	<b>345</b>	<b>921</b>	<b>1 295</b>	<b>1 445</b>
Actif immobilisé	1 009	396	720	732	742
<i>dont goodwill</i>	0	0	0	0	0
Actif circulant	1 682	1 693	2 517	3 147	3 367
Trésorerie	1 672	2 136	3 914	4 427	4 929
<b>Total bilan</b>	<b>4 363</b>	<b>4 225</b>	<b>7 151</b>	<b>8 305</b>	<b>9 039</b>
Capitaux propres	3 017	2 993	4 524	5 206	5 809
Emprunts et dettes financières	1	1	63	63	63
Dettes d'exploitation	1 330	1 222	2 555	3 015	3 131
Capacité d'autofinancement	487	453	1 064	1 446	1 604
Variation du BFR	280	133	- 509	170	104
Investissements opérationnels	123	- 522	295	150	155
<b>Free Cash Flows opérationnels</b>	<b>84</b>	<b>842</b>	<b>1 278</b>	<b>1 126</b>	<b>1 344</b>
Marge d'exploitation	7,9%	6,1%	17,3%	18,5%	19,1%
Marge nette avant goodwill	6,3%	5,1%	11,5%	12,6%	13,1%
<b>Rentabilité des fonds propres</b>	<b>13,9%</b>	<b>11,5%</b>	<b>20,4%</b>	<b>24,9%</b>	<b>24,9%</b>
Taux de rotation des actifs	4,9 x	7,9 x	11,9 x	12,2 x	11,7 x
Gearing net	-55,4%	-71,3%	-85,1%	-83,8%	-83,8%
Effectif	72	75	89	89	92
Charges de personnel / CA	64,6%	66,6%	60,6%	59,0%	58,4%
<b>BNPA av. goodwill et excep. (en €)</b>	<b>0,26</b>	<b>0,22</b>	<b>0,69</b>	<b>0,97</b>	<b>1,08</b>
<b>BNPA (en €)</b>	<b>0,31</b>	<b>0,26</b>	<b>0,69</b>	<b>0,97</b>	<b>1,08</b>

++

Une croissance de 28,0 % des ventes soutenues par l'acquisition de Quantix Finance

+

Une trésorerie nette importante

++

Une structure financière sans dettes

+

Une progression continue de la marge pour atteindre des niveaux optimaux de 20 %

Source : Euroland Finance

## COMPARABLES

	VE/CA 06	VE/CA 07	VE/REX 06	VE/REX 07	PER 06	PER 07
Linedata	2,08	1,88	11,9	9,6	17,5	13,9
Cegid	1,57	1,51	13,2	10,6	21,6	18,0
Itesoftware	0,40	nc	ns	10,4	ns	ns
Coheris	0,83	nc	11,6	nc	18,0	14,0
Avanquest	1,65	1,47	11,6	10,2	20,5	17,9
<b>Moyenne comparables</b>	<b>1,31</b>	<b>1,62</b>	<b>12,1</b>	<b>10,2</b>	<b>19,4</b>	<b>16,0</b>
<b>Harvest</b>	<b>2,01</b>	<b>1,86</b>	<b>10,9</b>	<b>9,7</b>	<b>18,9</b>	<b>16,9</b>

Source : JCF, Euroland Finance



## DETECTION POTENTIELLE DE CONFLITS D'INTERETS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrats de liquidité
Listing Sponsor et Conseil lors de l'admission sur Alternext	Non	Non	Non	Non

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Finance s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Finance, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre.

Il est important de noter qu'EuroLand Finance conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Finance à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

EuroLand Finance attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la société objet de la présente étude, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Finance dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la société mentionnée dans la présente étude, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Finance, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Finance. Ce document ne peut être distribué au Royaume-Uni qu'aux seules personnes autorisées ou exemptées au sens du UK Financial Services Act 186 ou aux personnes du type décrit à l'article 11(3) du Financial Services Act. La transmission, l'envoi ou la distribution de ce document sont interdits aux Etats-Unis ou à un quelconque ressortissant des Etats-Unis d'Amérique (au sens de la règle « S » du U.S. Securities Act de 1933).