



Édition de logiciels

Harvest

Un millésime prometteur

Mardi 12 Septembre 2006

Analyste :

Nicolas du Rivau

Tél : 01.44.70.20.70

ndurivau@euroland-finance.com

Données boursières

Capitalisation : 21,9 M€

Nombre de titres : 1 343 404 titres

Volume moyen / 6 mois : 188 titres

Extrêmes / 12 mois : 9,99 € / 19,00 €

Rotation du capital / 6 mois : 1,8 %

Flottant : 38,1 %

Code ISIN : FR0010207795

Actionnariat

Harvest Gestion : 56,1 %

Salariés : 5,8 %

Public : 38,1 %

Actualité

Harvest a publié ses résultats du premier semestre 2006. Le résultat d'exploitation croît de 17,1 % à 266 K€ (vs 227 K€ au 1S 2005).

Rappelons que le CA du premier semestre a progressé de 25,2 % à 4,6 M€ (13 % à périmètre comparable).

Commentaires

Au premier semestre, Harvest a principalement bénéficié du socle de contrats de maintenance et du succès l'offre de location de licences du logiciel BIG. En effet, ces contrats (à revenus mensuels) atténuent favorablement la saisonnalité de l'activité (en 2005, 55 % du CA global était réalisé au S2). Ainsi, la croissance du résultat est supérieure au CA. Néanmoins, la marge d'exploitation des activités de maintenance reste nettement inférieure aux ventes de licences (principalement au 2S).

A périmètre comparable (hors Quantix) la marge opérationnelle s'améliore de 20 points de base à 6,3 % (vs 6,1 au 1S 2005). Cette augmentation est une excellente nouvelle compte tenu des coûts supportés au 1S résultant :

- Des versements des primes Sarkozy (60 K€)
- De l'impact fiscal du franchissement de seuil du CA (+27 K€)
- Du recrutement de 3 personnes et de l'augmentation des salaires

La faible marge opérationnelle intégrant Quantix (5,7 %), s'explique par la forte contribution de Quantix au CA global (457 K€ au 1S 2006) et sa marge opérationnelle nulle. Néanmoins le groupe a pour objectif de porter la marge opérationnelle de l'activité Quantix entre 15 % et 20 %. Le redressement de la marge devrait commencer dès le deuxième semestre.

Au deuxième semestre la marge opérationnelle du groupe devrait



	2004	2005	2006p	2007p	2008p
CA (K€)	6 741	8 011	10 254	11 279	12 294
REX (K€)	413	1 564	2 128	2 358	2 706
RNPG (K€)	345	921	1 452	1 605	1 872
Var CA (%)	2,1%	18,8%	28,0%	10,0%	9,0%
Marge opérationnelle (%)	6,1%	19,5%	20,8%	20,9%	22,0%
Marge nette av. GW et Exp. (%)	4,4%	11,6%	14,2%	14,2%	15,2%
Gearing net (%)	-71,3%	-87,2%	-84,4%	-84,3%	-83,9%
VE / CA	2,68	2,26	1,76	1,60	1,47
VE / REX	43,8	11,6	8,5	7,7	6,7
PER av. GW et except.	ns	23,8	15,2	13,7	11,8

Source : Euroland Finance

dépasser les 33 % (vs 31% au 2S 2005). La forte saisonnalité de l'activité du groupe crée un effet rattrapage sur le deuxième semestre. En effet, compte tenu du modèle économique à coûts fixes, le CA additionnel généré au deuxième semestre créera mécaniquement de la marge opérationnelle. Les ventes du groupe sont historiquement plus élevées au deuxième semestre compte tenu des schémas budgétaires des grands groupes et des projets de lois de finance publiés en novembre. Comparativement au premier semestre, les charges d'exploitation seront réduites des primes salariales de l'exercice précédent payées au 1S et des opérations commerciales du 1S pour le logiciel « ClickImpôts » destiné aux particuliers.

•Guidance

En raison du 4T difficilement prévisible, la société ne donne pas de guidance, mais a précisé que maintenir un taux de marge opérationnelle proche de 19 % serait un excellent résultat.

La croissance du résultat d'exploitation au 1S, la montée en puissance de Quantix et le carnet de commandes du 2S nous amènent à penser que le groupe dépassera la marge opérationnelle de l'exercice précédent (19,5 % de MO). Ainsi, nous anticipons un résultat d'exploitation 2006 de 2,1 M€ (vs 1,6 M€ en 2005), soit une marge opérationnelle à 20,8 %.

•Stratégie

Le groupe continue de développer en interne de nouveaux produits. Les logiciels sont améliorés pour prendre en compte les nouvelles lois de finance et les changements juridiques. Ainsi Harvest commercialisera début 2007 un nouveau logiciel sur la gamme « Déclic » autour de l'entrée en vigueur « du devoir de conseil » des banques. Un vaste marché sur lequel le groupe voudrait rapidement s'imposer. Par ailleurs, le groupe n'écarte pas l'idée de développer sa gamme de produits par croissance externe.

•Une structure bilancielle saine

Le groupe dispose à ce jour d'une trésorerie nette de 5,7 M€ (après paiement des dividendes 2005 et achat d'un local d'une valeur de 280 K€ à Clermont Ferrand pour les équipes de Quantix). N'étant pas endetté, Harvest possède donc une capacité financière (dette + cash)suffisante pour d'éventuelles acquisitions.

•Une valeur de rendement

Comme l'année précédente, Harvest distribuera au mois d'octobre un acompte sur dividende de 0,1 € par action. Le groupe confirme ainsi sa politique de distribution (75 % du résultat net en 2005).

Recommandations ●

La stratégie du groupe, les opportunités de marché qui se profilent pour 2007 et la possibilité de croissance externe confirment notre opinion positive sur la valeur. Dans l'attente des résultats des ventes de licences du quatrième trimestre et d'éléments supplémentaires sur le CA additionnel 2007 généré par le nouveau logiciel de la gamme « Declic », nous maintenons notre fair value, issue d'une moyenne entre notre modèle DCF et les comparables, à 18,0 €.

COMPTES HISTORIQUES & PREVISIONNELS

En K€	2004	2005	2006p	2007p	2008p
Chiffre d'affaires	6 741	8 011	10 254	11 279	12 294
Résultat d'exploitation	413	1 564	2 128	2 358	2 706
Résultat financier	51	78	50	50	101
Résultat exceptionnel	45	- 6	0	0	0
RNPG av. goodwill et exceptionnel	300	927	1 452	1 605	1 872
Résultat net part du groupe	345	921	1 452	1 605	1 872
Actif immobilisé	396	723	735	745	760
<i>dont goodwill</i>	0	0	0	0	0
Actif circulant	1 693	2 421	3 147	3 430	3 741
Trésorerie	2 136	4 007	4 587	5 143	5 815
Total bilan	4 225	7 150	8 469	9 318	10 316
Capitaux propres	2 993	4 523	5 363	6 024	6 852
Emprunts et dettes financières	1	63	63	63	63
Dettes d'exploitation	1 222	2 555	3 021	3 196	3 353
Capacité d'autofinancement	453	1 051	1 603	1 764	2 030
Variation du BFR	133	- 605	260	109	154
Investissements opérationnels	- 522	295	150	155	160
Free Cash Flows opérationnels	842	1 362	1 193	1 500	1 715
Marge d'exploitation	6,1%	19,5%	20,8%	20,9%	22,0%
Marge nette avant goodwill	5,1%	11,5%	14,2%	14,2%	15,2%
Rentabilité des fonds propres	11,5%	20,4%	27,1%	26,6%	27,3%
Taux de rotation des actifs	7,9 x	13,8 x	12,2 x	11,9 x	11,2 x
Gearing net	-71,3%	-87,2%	-84,4%	-84,3%	-83,9%
Effectif	75	89	89	92	92
Charges de personnel / CA	66,6%	58,0%	57,0%	57,0%	56,5%
BNPA av. goodwill et excep. (en €)	0,22	0,69	1,09	1,20	1,40
BNPA (en €)	0,26	0,69	1,09	1,20	1,40

++

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

+

Une trésorerie nette en vue de financer d'éventuelles acquisitions

+

Une structure financière sans dette

-

Une faible croissance attendue de la marge opérationnelle

Source : Euroland Finance

COMPARABLES

	VE/CA 06	VE/CA 07	VE/CA 08	VE/REX 06	VE/REX 07	VE/REX 08	PER 06	PER 07	PER 08
Linedata	1,72	1,55	1,46	9,98	8,66	8,17	13,71	11,89	11,26
Cegid	1,41	1,34	1,26	11,15	9,56	9,37	15,60	12,91	11,83
Avanquest	0,96	0,83	0,72	7,30	2,58	4,90	12,21	10,00	8,25
Moyenne comparables	1,36	1,24	1,15	9,48	6,93	7,48	13,84	11,60	10,44
Harvest	1,76	1,60	1,47	8,50	7,67	6,68	15,18	13,73	11,77

Sources : 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	Oui

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 1993).