



Harvest

Amélioration des marges

Mardi 11 Septembre 2007

Analyste :Nicolas du Rivau
Tél : 01.44.70.20.70
ndurivau@euroland-finance.com**Données boursières**Capitalisation : 27,9 M€
Nombre de titres : 1 351 434 titres
Volume moyen / 6 mois : 257 titres
Extrêmes / 6 mois : 16,01 € / 26,50 €
Rotation du capital / 6 mois : 2,5%
Flottant : 38,1 %
Code ISIN : FR0010207795**Actionnariat**Dirigeants : 56,1%
Salariés : 5,8%
Public : 38,1%**Actualité**

Harvest a publié des résultats semestriels en forte hausse. Le résultat d'exploitation croît de 194% à 0,8 M€ vs 0,2 M€ au S1 06, et le résultat net progresse de 238% à 1,0 M€.

Pour rappel, le groupe avait publié un CA S1 07 en hausse de 12% à 5,2 M€.

Ces chiffres sont en ligne avec nos prévisions annuelles (de croissance de l'activité à 12% et MOP 2007e : 21%). En conséquence nous maintenons nos prévisions (CA 2007 à 11,5 M€ et ROP 2007 à 2,4 M€). Notre objectif de cours ressort désormais à 23,00 € vs 22,00 € précédemment et notre recommandation de Neutre à Achat.

Commentaires**Maîtrise des charges d'exploitation**

L'amélioration significative de la marge opérationnelle à 15,0% vs 5,8% au S1 06, s'explique principalement par la maîtrise des charges d'exploitation du groupe. Au premier semestre, avec un effectif quasi stable (93 personnes vs 89 au 31 décembre 2006), les charges d'exploitation ressortent en hausse de 2,6% vs 12% de croissance du CA. Les effectifs d'Harvest ont donc amélioré leur productivité au premier semestre. A cela s'ajoute, la croissance des activités à forte marge : ventes et locations de licences (+40%).

Au deuxième semestre, la forte saisonnalité de l'activité l'année dernière, provoquera un effet de base défavorable. Ainsi, malgré une croissance supérieure à ses guidances au S1 07, le groupe maintient son objectif d'un taux de croissance de l'activité en 2007 à 10% et d'une marge d'exploitation de près de 20%.

Néanmoins, nous estimons que le groupe devrait poursuivre son dynamisme (+12% de croissance) au S2, avec notamment la vente de nouvelles applications pour ses logiciels dans le cadre des nouvelles directives sur le devoir de conseil. La forte saisonnalité de l'activité, devrait également permettre d'améliorer significativement la



	2005	2006	2007p	2008p
CA (K€)	8 011	10 303	11 540	12 694
REX (K€)	1 564	2 018	2 421	2 805
RNPG (K€)	921	1 208	1 647	1 933
Var CA (%)	18,8%	28,6%	12,0%	10,0%
Marge opérationnelle (%)	19,5%	19,6%	21,0%	22,1%
Marge nette av. GW et Exp. (%)	11,6%	12,2%	14,3%	15,2%
Gearing net (%)	-87,2%	-90,2%	-79,7%	-79,9%
VE / CA	ns	2,0	1,8	1,6
VE / REX	ns	10,2	8,5	7,3
PER av. GW et except.	ns	22,2	16,9	14,4

Source : Euroland Finance.



marge sur l'ensemble de l'année. Ainsi, nous maintenons notre prévision de marge d'exploitation à 21,0%, au-dessus de la guidance du groupe.

Une trésorerie nette de 7,4 M€

Au 30 juin 2007, la trésorerie nette du groupe ressort à 7,4 M€ vs 4,6 M€ au 31 décembre 2006. Ce cash qui devait en partie être utilisé pour l'acquisition de PMT, devrait permettre au groupe de financer une nouvelle acquisition et le développement de nouveaux produits.

Par ailleurs, le groupe poursuit sa politique de distribution de dividendes. Harvest a décidé de verser un acompte sur dividende de 0,15 € par action, soit 50% de plus que l'an dernier (versement effectif le 11 octobre).

Recommandations

La croissance de l'activité et l'amélioration de la rentabilité d'Harvest, sans événement majeur au S1, démontre une nouvelle fois le bon positionnement des produits vendus par le groupe. Dans un contexte de marché favorable au S2, nous pensons qu'Harvest devrait continuer à afficher un bon dynamisme de son activité et à améliorer ses marges.

A prévisions inchangées, l'augmentation significative de la trésorerie au 30 juin 2007 (qui démontre la capacité du groupe à générer des cash flow) relève mécaniquement, d'après la méthode des DCF, notre valorisation d'Harvest. Notre objectif de cours ressort désormais à 23,00 € par action vs 22,00 € précédemment, soit au cours actuel un potentiel de près de 11%. En conséquence, nous changeons notre recommandation de Neutre à Achat.



COMPTES HISTORIQUES & PREVISIONNELS

En K€	2005	2006	2007e	2008p	2009p
Chiffre d'affaires	8 011	10 303	11 540	12 694	13 836
Résultat d'exploitation	1 564	2 018	2 421	2 805	3 070
Résultat financier	78	143	50	95	109
Résultat exceptionnel	- 6	- 50	0	0	1
RNPG av. goodwill et exceptionnel	927	1 258	1 647	1 933	2 119
Résultat net part du groupe	921	1 208	1 647	1 933	2 120
Actif immobilisé	723	1 000	1 010	1 025	1 040
<i>dont goodwill</i>	0	0	0	0	0
Actif circulant	2 421	1 747	3 509	3 863	4 212
Trésorerie	4 007	4 679	4 830	5 528	6 354
Total bilan	7 150	7 426	9 348	10 416	11 607
Capitaux propres	4 523	5 119	5 981	6 843	7 707
Emprunts et dettes financières	63	63	63	63	63
Dettes d'exploitation	2 555	2 222	3 269	3 462	3 773
Capacité d'autofinancement	1 051	1 359	1 806	2 091	2 280
Variation du BFR	- 605	- 340	714	162	38
Investissements opérationnels	295	150	155	160	160
Free Cash Flows opérationnels	1 362	1 550	936	1 770	2 083
Marge d'exploitation	19,5%	19,6%	21,0%	22,1%	22,2%
Marge nette avant goodwill	11,5%	11,7%	14,3%	15,2%	15,3%
Rentabilité des fonds propres	20,4%	23,6%	27,5%	28,2%	27,5%
Taux de rotation des actifs	13,8 x	20,5 x	9,5 x	9,2 x	9,8 x
Gearing net	-87,2%	-90,2%	-79,7%	-79,9%	-81,6%
Effectif	89	89	92	92	93
Charges de personnel / CA	58,0%	57,9%	57,0%	56,5%	56,5%
BNPA av. goodwill et excep. (en €)	0,69	0,93	1,22	1,43	1,57
BNPA (en €)	0,68	0,89	1,22	1,43	1,57

Source : Euroland Finance.

++
Une croissance estimée de 12,0 % des ventes.

+
Une trésorerie nette en vue de financer de nouvelles acquisitions

+
Une structure financière sans dette

COMPARABLES

	VE/CA 07	VE/CA 08	VE/REX 07	VE/REX 08	PER 07*	PER 07*
Linedata	1,2	1,1	7,1	6,6	9,4	8,1
Cegid	1,8	1,8	13,3	11,9	20,3	17,2
Cohervis	0,9	0,8	9,9	9,2	11,5	10,6
Avanquest	0,9	0,8	8,6	7,1	14,4	12,1
Moyenne comparables	1,2	1,1	9,7	8,7	13,9	12,0
Harvest	1,8	1,6	8,5	7,3	16,9	14,4

* PER retraité

Sources : Euroland Finance, JCF.



SYSTEME DE RECOMMANDATION

Les recommandations d'EuroLand Finance portent sur les six prochains mois et sont définies comme suit :

- Achat :** Potentiel de hausse supérieur à 10% par rapport au marché assorti d'une qualité des fondamentaux.
Neutre : Potentiel de hausse ou de baisse de moins de 10% par rapport au marché.
Vendre : Potentiel de baisse supérieur à 10% et/ou risques élevés sur les fondamentaux industriels et financiers.

DETECTION POTENTIELLE DE CONFLITS D'INTERETS

Société	Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrats de liquidité	Contrat Eurovalue*
Harvest	Conseil et Listing sponsor lors de l'IPO sur Alternext	non	non	oui	non	oui

DISCLAIMER

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).

EuroLand Finance est une entreprise d'investissement agréée par le Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement (CECEI). En outre l'activité d'EuroLand Finance est soumise à la réglementation de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).