



Édition de logiciels

Harvest

Résultats 2008

Une valeur de rendement

Date de 1ere diffusion :

Mercredi 11 Mars 2009

Analyste :

Nicolas du Rivau

Tél : 01.44.70.20.70

ndurivau@euroland-finance.com

Données boursières

Capitalisation : 25,3 M€

Nombre de titres : 1 381 034 titres

Volume moyen / 6 mois : 205 titres

Extrêmes / 6 mois : 17,50 € / 19,57 €

Rotation du capital / 6 mois : 1,9%

Flottant : 38,1 %

Code ISIN : FR0010207795

Code Reuters : ALHVS PA

Code Bloomberg : ALHVS FP

Actionariat

Dirigeants : 56,1%

Salariés : 5,8%

Public : 38,1%

Actualité

L'éditeur de logiciels spécialisé dans les métiers du conseil en patrimoine, Harvest, a publié des résultats annuels en forte croissance. Malgré un contexte économique difficile au S2 2008, le CA 2008 ressort en croissance de 8,5% à 12,2 M€. Le résultat d'exploitation croît de 9,7% à 2,8 M€. Néanmoins, compte tenu d'un effet de base défavorable lié à un produit exceptionnel en 2007 de 0,6 M€, le résultat net ressort en repli de 3% à 1,9 M€.

Ces chiffres sont en ligne avec nos prévisions annuelles (2,8 M€ de ROP 2008e et un résultat net 2008e de 2,0 M€) et supérieurs à l'objectif de 20% de marge opérationnelle fixé par le management en début d'année 2008. En conséquence, nous maintenons inchangées nos prévisions pour les exercices futurs. Notre Target price ressort à 24,00 €. Nous réitérons ainsi notre recommandation d'**Achat**.

Commentaires

• Constante amélioration des marges.

Depuis 2004, la marge d'exploitation du groupe ne cesse de s'améliorer. En 2008, grâce à l'augmentation du volume d'affaires et à la maîtrise des charges d'exploitation, la marge opérationnelle progresse de 300 points de base à 23,3%. Cette tendance s'explique principalement par la bonne maîtrise de la structure de coûts. En effet, les charges de personnels, qui représentent 70% des charges d'exploitation, ont augmenté de 6,6% en 2008 vs une croissance de 8,5% du CA.

En 2009, avec la prise en compte d'un maintien des ventes de nouvelles licences et une croissance à 2 chiffres des locations de logiciels nous tablons sur une croissance organique de 8% du CA à 13,2 M€. En conséquence, avec un niveau de charges de personnel en croissance de 6% en 2009, nous tablons sur une amélioration de la marge d'exploitation à 23,9%. Ces chiffres n'intègrent pas la filiale



	2007	2008	2009e	2010p
CA (K€)	11 277	12 228	13 206	14 263
REX (K€)	2 598	2 850	3 155	3 778
RNPG (K€)	1 975	1 915	1 892	2 362
Var CA (%)	9,5%	8,4%	8,0%	8,0%
Marge opérationnelle (%)	23,0%	23,3%	23,9%	26,5%
Marge nette av. GW et Exp. (%)	11,9%	15,4%	14,3%	16,6%
Gearing net (%)	-92,9%	-54,5%	-79,6%	-79,1%
VE / CA	1,9	1,8	1,7	1,5
VE / REX	8,5	7,7	7,0	5,8
PER av. GW et except.	18,9	13,4	13,4	10,7

Source : Euroland Finance.



O2S détenue à 85% par Harvest depuis le mois décembre 2008. O2S, qui a réalisé un CA 2008 de 0,2 M€ et une perte d'exploitation de 0,4 M€, constitue, selon nous, un important relais de croissance pour le groupe à terme. Le management vise l'équilibre d'ici la fin d'année 2009. Concernant la consolidation de la société, Harvest n'a pas encore pris sa décision.

● **Harvest est généreux avec ses actionnaires.**

Au 31 décembre 2008, compte tenu du remboursement de la prime d'émission au mois d'octobre dernier, le montant des fonds propres du groupe ressort à 6,1 M€ vs 6,4 M€ en 2007 et la trésorerie à 3,4 M€. Harvest a été particulièrement généreux avec ses actionnaires en 2008 avec le remboursement de la prime d'émission sur la base de 0,80 € par action et le versement d'un dividende de 0,80 € par action.

Néanmoins, Harvest conserve une structure financière solide et a, selon nous, les moyens de financer le développement de ses nouveaux produits O2S et d'éventuelles nouvelles opérations de croissance externe en 2009.

Recommandations ●

Cette publication de bonne facture démontre une nouvelle fois la pérennité du business model d'Harvest dans un contexte économique détérioré et sa capacité à améliorer ses marges. En 2009, malgré les difficultés rencontrées par les établissements bancaires et les CGP indépendants, Harvest devrait maintenir son trend de croissance.

Ces derniers mois, le parcours boursier d'Harvest semble d'avantage entraîné par la baisse des boursiers, que par les bons résultats du groupe. Selon nous, le cours actuel ne valorise pas la constance des bonnes publications et présente un potentiel de plus de 31%.

Cette publication devrait être un bon catalyseur pour le titre à court terme, qui devrait également bénéficier du bon newsflow attendu au T1 2009. En conséquence, nous réitérons notre recommandation d'Achat.

● **A suivre...**

Publication du CA T1 2009, le 16 avril 2009.



Comptes Historiques

En K€	2007	2008	2009e	2010p
Chiffre d'affaires	11 277	12 228	13 206	14 263
Résultat d'exploitation	2 598	2 850	3 155	3 778
Résultat financier	262	298	132	213
Résultat exceptionnel	636	31	1	2
RNPG av. goodwill et exceptionnel	1 339	1 884	1 891	2 360
Résultat net part du groupe	1 975	1 915	1 892	2 362
Actif immobilisé	1 610	2 788	2 803	2 817
<i>dont goodwill</i>	0	0	0	0
Actif circulant	1 481	2 072	2 224	2 379
Trésorerie	6 015	3 353	5 383	4 749
Total bilan	9 106	8 213	10 410	9 945
Capitaux propres	6 409	6 034	6 681	5 922
Emprunts et dettes financières	63	63	63	63
Dettes d'exploitation	2 599	2 069	3 604	3 883
Capacité d'autofinancement	2 133	2 072	2 052	2 522
Variation du BFR	- 643	1 311	-1 382	- 125
Investissements opérationnels	755	1 323	160	159
Free Cash Flows opérationnels	2 022	- 562	3 274	2 489
Marge d'exploitation	23,0%	23,3%	23,9%	26,5%
Marge nette avant goodwill	17,5%	15,7%	14,3%	16,6%
Rentabilité des fonds propres	30,8%	31,7%	28,3%	39,9%
Taux de rotation des actifs	24,7 x	4,5 x	9,7 x	11,5 x
Gearing net	-92,9%	-54,5%	-79,6%	-79,1%
Effectif	92	92	93	94
Charges de personnel / CA	55,6%	54,7%	54,2%	52,2%
BNPA av. goodwill et excep. (en €)	0,97	1,36	1,37	1,71
BNPA (en €)	1,43	1,39	1,37	1,71

Source : EuroLand Finance

++
Une croissance organique supérieure à 8%

+
Une trésorerie de 3,4 M€

+
Une marge opérationnelle supérieure à 23%.

Comparables boursiers

	VE/CA 09	VE/CA 10	VE/REX 09	VE/REX 10	PER 09	PER 10
Linedata	0,4	0,4	4,4	3,7	5,0	4,2
Cegid	0,6	0,6	5,7	5,2	5,1	4,1
Coheris	0,2	0,2	2,6	2,2	5,0	4,3
Avanquest	0,3	0,3	6,6	6,8	7,7	6,4
Moyenne comparables	0,4	0,4	4,8	4,5	5,7	4,7
Harvest	1,7	1,5	7,0	5,8	13,4	10,7

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 20% par rapport au marché assorti d'une qualité des fondamentaux.
 Neutre : Potentiel de hausse ou de baisse de moins de 20% par rapport au marché.
 Vendre : Potentiel de baisse supérieur à 20% 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	Listing Sponsor et Conseil lors de l'admission sur Alternext	non	non	non	oui	oui

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

HISTORIQUE DES RECOMMANDATIONS SUR 12 MOIS.

Achat : du 11/03/08 au 11/03/09.
Neutre : (-).
Vendre : (-).
Suspendue : (-).

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'Autorités des Marchés Financiers (AMF).