



## Édition de logiciels

## Harvest

Résultats S1 2009

## Bonne orientation de l'activité

Date de 1ere diffusion :

Vendredi 11 septembre 2009

## Analyste :

Nicolas du Rivau

Tél : 01.44.70.20.70

ndurivau@euroland-finance.com

## Données boursières

Capitalisation : 24,2 M€

Nombre de titres : 1 381 034 titres

Volume moyen / 6 mois : 350 titres

Extrêmes / 6 mois : 16,50 € / 18,50 €

Rotation du capital / 6 mois : 3,3%

Flottant : 38,1 %

Code ISIN : FR0010207795

Code Reuters : ALHVS PA

## Actionnariat

Dirigeants : 56,1%

Salariés : 5,8%

Public : 38,1%

## Actualité

L'éditeur de logiciels spécialisé dans les métiers du conseil en patrimoine, Harvest, publie des résultats S1 09 de bonne facture. La croissance organique du CA S1 09 (6,1 M€) ressort à 3,0%. Le résultat d'exploitation reste stable à 1,1 M€ et le résultat net ressort à 0,7 M€. Ces chiffres sont en ligne avec notre prévision initiale de CA 2009e à 12,7 M€, néanmoins, la bonne orientation de l'activité au S2 09 nous amène à relever de 0,3 M€ le CA S2 09 attendu.

**Notre Target Price issu de nos modèles DCF et des comparables boursiers ressort à 23,00 €. En conséquence, nous réitérons notre recommandation d'Achat.**

## Commentaires

## • Un S2 09 bien orienté...

Malgré un contexte économique difficile au S1 09, l'activité du groupe Harvest poursuit son développement avec une croissance organique de 3% sur la période. Au T2 09, le CA progresse de 4,9% à 3,2 M€. En effet, en dépit des difficultés rencontrées chez les CGPI, l'activité de location de logiciels progresse de 2,2% au S1 09. Ces bons chiffres s'expliquent principalement par la conquête de nouveaux clients sur la période. Les ventes de licences destinées aux grands comptes continuent également de croître à 1,4 M€ de CA au S1 09. Enfin, avec une hausse de plus de 18% à 3,4 M€, l'activité de maintenance est le principal soutien de la croissance du CA S1 09 du groupe.

D'après le carnet commande actuel et la reprise de la demande du secteur bancaire (augmentation du nombre d'appels d'offre), le dynamisme de l'activité observé au S1 09 devrait, selon nous, s'accélérer au S2 09. Nous tablons sur une croissance de l'ordre de 10% de l'activité au S2 09. En conséquence, nous ajustons à la hausse notre prévision de CA 2009 à 13,0 M€.



	2007	2008	2009e*	2010p*
CA (K€)	11 277	12 228	13 023	14 065
REX (K€)	2 598	2 850	3 040	3 650
RNPG (K€)	1 975	1 915	1 707	2 271
Var CA (%)	9,5%	8,4%	6,5%	8,0%
Marge opérationnelle (%)	23,0%	23,3%	23,3%	25,9%
Marge nette (%)	11,9%	15,4%	14,0%	16,1%
VE / CA	1,6	1,5	1,4	1,3
VE / REX	7,0	6,3	6,0	5,0
PER	12,5	12,8	14,4	10,8

\*Prévisions avant intégration d'O2S  
Source : Euroland Finance



• **Une marge d'exploitation maintenue.**

Malgré une augmentation de 8,6% des charges de personnel au S1 09, liée au recrutement de 10 nouveaux collaborateurs, Harvest publie un résultat d'exploitation supérieur à 1,1 M€. La marge d'exploitation ressort ainsi au S1 09 à 17,9% en repli par rapport au S1 08. Néanmoins, compte tenu 1/ de la saisonnalité de l'activité prépondérante au S2 et 2/ de la forte croissance au S2 09 (+10% attendu), le niveau de marge opérationnelle devrait rester stable à 23,3% par rapport à l'exercice précédent. Ainsi, nous tablons sur un résultat d'exploitation de l'ordre de 3,0 M€ en 2009.

En revanche, compte tenu d'une diminution significative des taux de rémunération de la trésorerie du groupe, la marge nette 2009 devrait mécaniquement baisser par rapport à 2008. A cela, s'ajoute un charge exceptionnelle de 0,1 M€ liée au rachat anticipé de sa filiale O2S. En conséquence, nous tablons sur une marge nette de l'ordre de 14,0% en 2009 vs 15,4% en 2008.

• **Un bilan sain... et une valeur de rendement.**

Au 30 juin 2009, le groupe affiche un bilan solide. Les capitaux propres d'Harvest s'élèvent à 6,5 M€ et le groupe dispose d'une trésorerie nette de 6,5 M€. Ainsi, comme en 2008, le groupe a décidé de verser un acompte sur dividende de 0,15 € par action (paiement prévu au mois d'octobre 2009), et devrait par la suite distribuer au minimum un complément de dividende de l'ordre de 0,65 € par action. Aux cours actuels, Harvest affiche un rendement de 4,5%.

**Recommandations** ●

Cette publication de bonne facture démontre, selon nous, une nouvelle fois la bonne orientation de l'activité d'Harvest et sa résistance dans un contexte économique difficile. A cela s'ajoute le bilan solide du groupe qui renforce notre opinion positive sur le dossier.

Aux cours actuels, le titre présente selon nous un potentiel de plus de 31%. En conséquence, nous recommandons le titre à l'Achat.

**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.

**HISTORIQUE DES RECOMMANDATIONS SUR 12 MOIS.**

- Achat :** du 10/09/08 au 10/09/09.  
**Neutre :** (-).  
**Vendre :** (-).  
**Suspendue :** (-).

**Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :**

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

**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.



## EuroLand Finance



### CONTACT ANALYSE :

Nicolas du Rivau : 01 44 70 20 70  
Benjamin Le Guillou : 01 44 70 20 74

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.

EuroLand Finance est réglementée par le CECEI, la Commission bancaire et l'Autorité des marchés financiers et a mis dans ce cadre en place des procédures appropriées de séparations des activités visant en particulier à prévenir les conflits d'intérêt entre ses activités de Recherche et ses autres activités. Ces « Murailles de Chine » peuvent être détaillées sur demande auprès du Responsable de la conformité. A la date de cette publication, EuroLand Finance peut être en conflit d'intérêt avec l'émetteur mentionné. En particulier, il se peut ainsi que EuroLand Finance ou toute personne morale ou physique liée, leurs dirigeants, leurs représentants légaux ou leurs salariés aient investi pour leur propre compte ou agissent ou envisagent d'agir, dans les douze mois à venir, en tant que conseiller, apporteur de liquidité, teneur de marché d'une des sociétés mentionnées dans cette publication.

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).

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).