



## Édition de logiciels

Alternext

## Harvest

Résultats 2010

## Résultats annuels en ligne

Date de 1ere diffusion :

Jeudi 10 Mars 2011

## Analyste :

Benjamin Le Guillou

Tél : 01.44.70.20.78

bleguillou@euroland-finance.com

## Actualité

Après avoir annoncé un CA 2010 de 15,0 M€, en hausse de 13,3 % Harvest a publié des résultats de bonne facture. Le REX ressort à 3,1 M€, en ligne avec nos prévisions. La marge opérationnelle ressort ainsi à 20,9 %. Suite à la comptabilisation d'un IS plus élevé que prévu, le RN s'enregistre à 1,9 M€ contre 2,2 M€ attendu.

## Commentaires

## Amélioration de la rentabilité opérationnelle

Malgré l'intégration d'O2S fin 2009 dans les comptes et le maintien d'une politique de recrutement, le REX s'améliore de 15,3 % grâce à une maîtrise globale des charges et un impact positif de la hausse des ventes en mode SaaS (+33,3 %).

La marge nette recule de 4,8 pts à 12,8%, impactée par : 1/ des amortissements exceptionnels de 150 K€ suite à l'acquisition d'un siège social, 2/ une participation des salariés réévaluée à 12,9 % du RAI contre 10,7 % et 3/ une forte hausse de la charge d'impôt. En effet, en 2009 Harvest avait bénéficié du report déficitaire de 0,8 M€ d'O2S suite à son intégration et d'un CIR de 0,5 M€. En 2010, le groupe ne bénéficie plus que d'un CIR de 0,2 M€ (40% des dépenses éligibles au CIR).

L'activité O2S a atteint l'équilibre opérationnel fin 2010. Sur 2011, nous anticipons une contribution positive d'O2S de 0,1 M€ sur le REX. Nos prévisions intègrent également : 1/ l'économie réalisée de 120 K€ sur les loyers et 2/ le maintien d'une politique de recrutement et de fidélisation des salariés. Ainsi, nous tablons sur un REX 2011 de 3,7 M€, soit une marge opérationnelle de 22,1 %.

La récurrence des revenus (64 % du CA) combinée à la maîtrise des charges conforte notre vision sur la capacité du groupe à améliorer sa rentabilité.

Après prise en compte d'une participation des salariés de 13% et un taux d'IS normatif de 24% contre 20 % auparavant, nous abaïssons . de 6 pts notre objectif de marge nette 2011.

## Données boursières

Capitalisation : 35,2 M€

Nombre de titres : 1 381 034 titres

Volume moyen / 6 mois : 486 titres

Extrêmes / 6 mois : 24,15 € / 28,90 €

Rotation du capital / 6 mois : 4,57 %

Flottant : 21,7 %

Code ISIN : FR0010207795

Code Reuters : ALHVS PA

Code Bloomberg : ALHVS FP

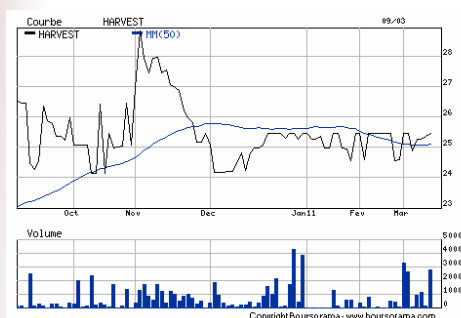
## Actionariat

Dirigeants : 56,1%

Institutionnels : 16,4%

Salariés : 5,8 %

Public : 21,7%



	2009	2010	2011e	2012p
CA (K€)	13 239	15 005	16 545	17 919
REX (K€)	2 720	3 135	3 659	4 084
RNPG (K€)	2 326	1 925	2 353	2 659
Var CA (%)	8,3%	13,3%	10,3%	8,3%
Marge opérationnelle (%)	20,5%	20,9%	22,1%	22,8%
Marge nette (%)	17,6%	12,8%	14,2%	14,8%
VE / CA	2,5	2,2	2,0	1,8
VE / REX	12,0	10,4	9,0	8,0
PER	15,1	18,3	15,0	13,2

Source : Euroland Finance.



## **Structure bilancielle saine**

A fin 2010, les fonds propres du groupe ressortent à 8,0 M€. La trésorerie nette est de 2,5 M€ vs 3,3 M€ fin 2009. La diminution de la trésorerie est liée à l'acquisition du siège social pour 2,9 M€ (locaux + travaux) entièrement autofinancée et à la distribution d'un dividende au titre de l'exercice 2009 pour 1,3 M€. L'impact sur la trésorerie a été cependant limité par un cash flow opérationnel positif de 3,6 M€ vs 1,6 M€.

## **Proposition d'un dividende de 1,00 €**

Le management proposera à l'AG du 4 mai 2011 la distribution d'un dividende de 1,00 € par action vs 0,88 € en 2009, soit un rendement de 3,9 % par rapport au cours de clôture du 08 mars (25,40 €).

## **Perspectives**

Avec un carnet de commandes en hausse de 16% à 12,1 M€, le management aborde l'année 2011 avec confiance. La croissance devrait être tirée notamment par les gammes Declic et Quantix pour lesquelles des projets d'amélioration et d'élargissement des champs d'action sont en cours.

## **Recommandations**

Cette publication confirme la capacité de Harvest à générer du cash. Harvest demeure une valeur de rendement en 2010. Ces éléments sont, selon nous, catalyseurs pour le titre.

**L'actualisation de notre modèle de valorisation (DCF + comparables) fait ressortir un target price à 31,00 € vs 30,00 €. En conséquence nous réitérons notre recommandation 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 :** depuis le 09/03/2010  
**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).

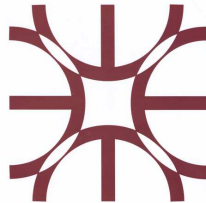
7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir 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 :

**Benjamin Le Guillou : 01 44 70 20 74**  
*Avec la participation de Laure Pédurand*

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).