

<b>Achat</b>	Potentiel	28%
<b>Objectif de cours</b>		<b>28,00 €</b>
Cours au 08/03/2012 (c)		21,90 €
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALHVS PA / ALHVS FP	

# Harvest

Edition de logiciels

## Cap sur une rentabilité opérationnelle de 20%

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-4,8%	10,6%	10,6%	-14,1%
Perf Small 90	15,4%	-0,5%	15,6%	-14,5%

### Informations boursières (en M€)

Capitalisation (M€)		30,2
Nb de titres (en millions)		1,38
Flottant		22%
Volume moyen 6 mois (titres)		127
Extrêmes 12 mois	18,40 €	25,50 €

### Données financières (en M€)

	au 31/12	2010	2011	2012e	2013e
CA		15,0	15,4	17,2	18,6
var %		13,3%	2,5%	12,0%	8,0%
EBE		3,4	2,9	4,0	4,4
% CA		22,6%	18,8%	23,2%	23,7%
ROC		3,1	2,6	3,5	3,9
% CA		20,9%	16,6%	20,6%	21,1%
RN		1,9	1,8	2,3	2,5
% CA		12,8%	11,4%	13,4%	13,7%
Bnpa (€)		1,4	1,3	1,7	1,8
Gearing (%)		-31%	-43%	-52%	-60%
ROCE (%)		44%	43%	63%	74%
ROE (%)		24%	24%	21%	25%
Dette nette 2011		-3,6			
Dividende n (€)		1,00			
Yield (%)		4,6%			

### Ratios

	2010	2011	2012e	2013e
VE/CA (x)	1,8	1,7	1,5	1,4
VE/EBE (x)	7,9	9,2	6,7	6,0
VE/ROC (x)	8,5	10,4	7,5	6,8
PE (x)	15,7	17,2	13,1	11,9

**Analyste :**  
Laure Pédurand  
01 44 70 20 78  
[lpedurand@euroland-finance.com](mailto:lpedurand@euroland-finance.com)

### Publication des résultats annuels 2011

Après avoir publié un CA annuel de 15,4 M€ en hausse de 2,5%, Harvest annonce un résultat opérationnel courant de 2,6 M€ en baisse de 18,4%, faisant ressortir une MOC à 16,6% contre 20,9% en 2010. Le résultat net s'affiche à 1,8 M€ en retrait de 8,6% pour une marge nette de 11,4% contre 12,8% l'année dernière. Ces chiffres sont en ligne avec nos prévisions.

### Commentaires

Cette publication reflète l'impact du ralentissement de l'activité au S2 sur les marges du groupe. Alors que le CA ne progresse que de 2,5% sur l'année, avec une baisse de 4% au S2, les charges d'exploitation, majoritairement fixes, ont augmenté de 7% en 2011. Cette hausse reflète, entre autres, la progression des effectifs de 123 à 132 personnes à fin décembre 2011 et donc de la masse salariale. Cette politique de recrutement permet à Harvest de rester dynamique sur le marché et de s'armer pour le retour à une croissance plus forte.

Le RN, moins impacté que le ROC, bénéficie d'un résultat financier et d'un résultat exceptionnel en hausse, issus respectivement des placements de trésorerie excédentaire et d'une plus-value de cession de locaux.

La récurrence des revenus, la progression des revenus SaaS couplés à une maîtrise des charges opérationnelles font de Harvest un business model fortement générateur de cash, confirmé par un cash flow opérationnel de 2,4 M€. Après distribution de dividendes (1,4M€), la trésorerie nette ressort à 3,5 M€ à fin décembre contre 2,5 M€ un an plus tôt. Fidèle à sa politique de rémunération des actionnaires, le management proposera à l'AG un dividende de 1,00 € par action, stable par rapport à l'année dernière malgré la baisse du RN (taux de distribution de 78%).

Après un gel des investissements des grands comptes au S2, les signes de reprise observés à la fin de l'année 2011 se sont confirmés ces dernières semaines avec un carnet de commandes en hausse de 11%. Le management se montre serein pour 2012 et vise une progression de la marge opérationnelle autour de 20%. Le groupe devrait bénéficier en 2012 : 1/ d'une meilleure visibilité auprès des CGP grâce à l'intensification de sa démarche commerciale (création d'un back office commercial de 4 personnes), 2/ la poursuite de l'ascension d'O2S et 3/ de la reprise de la demande grands comptes sur Declic et Quantix.

La guidance du management pour une marge opérationnelle autour de 20% nous amène à revoir légèrement à la baisse nos perspectives 2012. Nous tablons désormais sur une croissance de 12,0% contre 13,1% précédemment pour un CA estimé à 17,2 M€. Notre objectif de marge opérationnelle ressort à 20,6% contre 21,2%. Nous sommes confiant dans la capacité du groupe à générer de la croissance assortie d'une amélioration de la rentabilité.

### Recommandation

**Nos ajustements ayant peu d'impact sur notre modèle de valorisation, notre objectif de cours demeure inchangé à 28,00 €. Nous maintenons notre recommandation à Achat.**

Prochain évènement : Publication du CA T1 le 17 avril 2012

**Système de recommandations :**

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

**Achat :** Potentiel de hausse du titre supérieur à 20% en absolu, fondamentaux satisfaisants à excellents.

**Neutre :** Potentiel du titre compris entre -20% et +20% en absolu par rapport au cours actuel.

**Vendre :** Potentiel de baisse du titre supérieur à 20% en absolu, fondamentaux dégradés ou valorisation excessive.

**Sous revue :** La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), un changement d'analyste ou une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

**Historique des recommandations sur les 12 derniers mois :**

**Achat :** depuis le 09/03/2011

**Neutre :** (-).

**Vendre :** (-).

**Sous revue :** (-).

**Méthodes d'évaluation :**

**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 DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS**

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Non	Non	Oui

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

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 Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, 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 Corporate 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 Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

EuroLand Corporate 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 Corporate 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 Corporate, 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 Corporate. Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme « personnes autorisées ou exemptées » selon le « Financial Services Act 1986 » du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du « Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997 » peuvent avoir accès à ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des Etats-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

**EuroLand Corporate**  
17 avenue George V  
75008 Paris  
01 44 70 20 80