

<b>Achat (vs Neutre)</b>	Potentiel	20%
<b>Objectif de cours</b>	<b>31,00€ (vs 27,00 €)</b>	
Cours au 16/11/2012 (c)	25,90 €	
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALHVS PA / ALHVS FP	

# Harvest

Edition de logiciels

## Acquisition immédiatement relative

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	12,6 %	10,6%	17,0%	29,5%
Perf Small 90	0,4%	-4,3%	-2,7%	-1,8%

Informations boursières (en M€)	
Capitalisation (M€)	35,8
Nb de titres (en millions)	1,38
Flottant	22%
Volume moyen 6 mois (titres)	176
Extrêmes 12 mois	18,42 € 25,74 €

Données financières (en M€)					
	au 31/12	2010	2011	2012e	2013e
CA		15,0	15,4	16,5	22,5
var %		13,3%	2,5%	7,0%	36,4%
EBE		3,4	2,9	3,4	4,6
% CA		22,6%	18,7%	20,6%	20,6%
ROC		3,1	2,6	2,9	4,3
% CA		20,9%	16,6%	17,8%	19,0%
RN		1,9	1,8	1,8	2,7
% CA		12,8%	11,4%	11,2%	12,1%
Bnpa (€)		1,4	1,3	1,3	2,0
Gearing (%)		-31%	-42%	4%	-17%
ROCE (%)		39%	36%	90%	182%
ROE (%)		24%	21%	21%	27%
Dette nette 2011		0,3			
Dividende n (€)		1,00			
Yield (%)		3,9%			

Ratios				
	2010	2011	2012e	2013e
VE/CA (x)	2,4	2,3	2,2	1,6
VE/EBE (x)	10,7	12,5	10,7	7,8
VE/ROC (x)	11,5	14,1	12,3	8,4
PE (x)	18,6	20,3	19,4	13,1

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

## Acquisition d'Issos

Harvest a annoncé avoir procédé à l'acquisition d'Issos, éditeur de progiciels d'aide à la vente dédiés aux réseaux commerciaux des banques et assurances. Basée à Sophia Antipolis, elle comprend 35 collaborateurs et a réalisé en 2011 un CA de 5,2 M€ (+27%) et une MOC de 19,1%. Moyennant un prix de 0,8x le CA, la transaction sera financée partiellement par emprunt et le reste via la trésorerie de Harvest.

## Commentaires

Harvest fait ainsi l'acquisition de l'un de ses principaux concurrents sur le marché des outils d'aide à la vente (OAV). Issos dispose de 2 gammes de produits supportant, comme les solutions de Harvest, une distribution multi-canal (agences, apporteurs, internautes, postes nomades, smartphones, tablettes). La gamme Convergence (~50% du CA) offre des outils de diagnostic et de simulation pour l'aide à la vente de produits d'épargne et de prévoyance. Elle est en outre complémentaire aux gammes Declic et Quantix (~20% du CA) de Harvest, en termes de fonctionnalités produit et de portefeuille clients. Harvest va également se positionner sur un nouveau créneau avec la gamme Perspective (~50% du CA) qui propose des solutions de pilotage d'offre de crédit, destinées notamment aux établissements bancaires de petite et moyenne taille. Relativement peu d'acteurs logiciels sont positionnés sur ce marché, ces solutions étant souvent développées en interne ou via les SSII pour les grands réseaux bancaires.

Outre la complémentarité des produits et gains de parts de marché, cette acquisition présente aussi l'avantage d'être immédiatement relative. En effet, Issos affiche une marge opérationnelle plus élevée que celle de Harvest, autour de 19,0% (19,2% en 2010 pour un CA de 4,1 M€ et 19,1% en 2011 pour un CA de 5,2 M€) vs 17,8% pour Harvest en 2012e. En 2012, le CA d'Issos devrait être légèrement inférieur à 2011 en raison d'un effet de base défavorable, 2011 ayant connu des contrats exceptionnels. La société présente un bilan particulièrement sain et disposait au 30.06.2012 d'une trésorerie nette de 3,4 M€, un niveau élevé que nous mettons sur le compte de l'effet saisonnalité comme Harvest (trésorerie au 30.06.2012 de 7,1 M€ vs 3,5 M€ au 31.12.2011). Le business model est similaire à celui de Harvest avec licences, maintenance et services et une récurrence des revenus de l'ordre de 30% (liée à la maintenance).

Le management indique que l'opération a été réalisée sur la base d'un multiple de 0,8x le CA 2011, soit une VE de 4,2 M€ et un prix d'acquisition de 6,7 M€ dans l'hypothèse d'un endettement net normatif de -2,5 M€ (estimation Euroland). Ces chiffres font ressortir des ratios de transaction de 4,2x l'EBIT et un PE de 10,0x, soit près de 2 fois inférieurs à ceux de Harvest. Le prix payé est, selon nous, raisonnable au regard de la qualité du dossier : positionnement de niche, complémentarité produit, marges élevées, BM générateur de cash. Si le départ à la retraite du président fondateur d'Issos peut être un élément compromettant la bonne intégration au sein de Harvest, nous notons que son associé qui codirige Issos depuis 10 ans reste aux commandes de son équipe (tous les collaborateurs Issos seront conservés). En outre, nous avons pleinement confiance en la capacité de Harvest à réussir l'intégration du personnel, à l'image de Quantix et O2S.

Harvest va financer l'opération via un emprunt de ~4,5 M€ et le restant via le cash issu de la cession du siège en leaseback (~2,2 M€). Ce mode de financement permet à la société de conserver sa trésorerie et de la placer à des taux supérieurs aux taux d'emprunt actuels. La cession du siège en leaseback impliquera donc le versement d'un loyer annuel que nous estimons autour de 150

K€. Malgré l'emprunt, Harvest devrait conserver une structure financière saine.

La société sera probablement consolidée dans les comptes de Harvest à compter de janvier 2013. Nous intégrons donc Issos dans nos prévisions à partir de 2013 et émettons des hypothèses de comptes pro forma pour 2012. Nous laissons inchangées nos hypothèses sur le périmètre historique de Harvest.

Compte tenu de la baisse du CA attendue sur Issos en 2012, nous tablons sur un léger tassement de la MOC à 18,0% vs 19,1% en 2011. Nos estimations font apparaître un CA 2012 proforma de l'ordre de 21,0 M€, contre 16,5 M€ pour Harvest stand alone. Pour 2013, nous intégrons une croissance conservatrice de 5,0% et une MOC de 18,5%. En consolidé, des synergies de coûts sont attendues, notamment liées au départ à la retraite du fondateur d'Ipsos. Nous intégrons cependant la charge de loyer liée au siège de Harvest cédé en leaseback. Au final, nous tablons désormais sur un CA 2013 de 22,5 M€ en croissance de 36,4% dont +7,7% organique et une MOC de 19,0% contre 18,6% pour Harvest en stand alone. Ces nouvelles estimations font apparaître une relation de l'ordre de 30% sur nos Bnpa 2013.

en M€	2012e			2013e
	Harvest	Issos	Harvest + Issos pro forma	Consolidé
Chiffre d'affaires	16,5	4,5	21,0	22,5
% var	7,0%	-14,5%	36,3%	36,4%
Résultat opérationnel courant en % du CA	2,9 17,8%	0,8 18,0%	3,7 17,9%	4,3 19,0%
Résultat net en % du CA	1,8 11,2%	0,5 12,0%	2,4 11,4%	2,7 12,1%
Bnpa (€)	1,33	na	na	1,98

source: Euroland

### Recommandation

**Compte tenu de la position forte de cash de Harvest et de la nécessité de trouver des relais de croissance au marché de BIG arrivé à maturité, nous attendions une telle annonce avec impatience. Par cette opération, Harvest confirme sa place de leader sur le marché du logiciel d'aide à la décision financière, patrimoniale et fiscale. L'intégration de nos nouvelles estimations et l'actualisation de notre modèle de valorisation font ressortir un objectif de cours à 31,00 € vs 27,00 €. Compte tenu de la valorisation actuelle du titre, notre recommandation passe à Achat vs Neutre.**

*Prochain évènement : Publication du CA annuel le jeudi 21 février 2013*

**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 19/10/2011

**Neutre :** du 16/10/2012 au 18/11/2012.

**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

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 États-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