

Achat	Potentiel	15%
Objectif de cours		33,00 €
Cours au 13/09/2013(c)		28,68 €
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALHVS PA / ALHVS FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	11,6%	0,7%	8,4%	27,5%
Perf Small 90	12,8%	3,5%	7,7%	15,8%

Informations boursières

Capitalisation (M€)		39,6
Nb de titres (en millions)		1,38
Volume moyen 12 mois (titres)		168
Extrêmes 12 mois	22,48 €	28,68 €

Actionnariat

Flottant	14%
Institutionnels	24%
Dirigeants & Fondateurs	55%
Salariés	6%

Données financières (en M€)

au 31/12	2011	2012	2013e	2014e
CA	15,4	16,3	21,1	22,2
var %	13,3%	6,0%	29,3%	5,0%
EBE	2,9	3,4	4,6	4,9
% CA	18,7%	21,1%	21,8%	22,1%
ROC	2,6	3,1	4,3	4,6
% CA	16,6%	18,9%	20,2%	20,8%
RN	1,8	2,0	2,4	2,6
% CA	11,4%	12,3%	11,3%	11,7%
Bnpa (€)	1,3	1,5	1,7	1,9
Gearing (%)	-42%	17%	-5%	-20%
ROCE (%)	35%	20%	30%	35%
ROE (%)	21%	22%	24%	24%
Dette nette 2012	1,6			
Dividende n (€)	1,00			
Yield (%)	3,5%			

Ratios

	2011	2012	2013e	2014e
VE/CA (x)	2,7	2,5	2,0	1,9
VE/EBE (x)	14,3	12,0	9,0	8,4
VE/ROC (x)	16,1	13,3	9,6	8,9
PE (x)	22,5	19,7	16,6	15,2

Analyste :

Laure Pédurand
01 44 70 20 78
lpedurand@elcorp.com

Harvest

Edition de logiciels

Nouvelle hausse des résultats – intégration d'Issos réussie**Publication des résultats S1 2013**

Harvest publie pour la 1^{ère} fois des résultats semestriels consolidés avec Issos. Ceux-ci sont en hausse et de bon augure, y compris sur le périmètre historique. Pour un CA de 10,1 M€ (+26% dont +6% organique) le ROC ressort à 1,6 M€ en progression de 59%, soit une MOC de 15,5% contre 12,3% un an plus tôt (+3,2 pts). Après amortissement des écarts d'acquisition, le RNPG ressort à 0,9 M€.

Commentaires

Sur le périmètre historique, Harvest affiche une progression du ROC de +26% à près de 1,3 M€, soit une MOC de 14,7% (vs 12,3%), témoignant d'une bonne maîtrise des charges opérationnelles (+3,5%) alors que l'activité est en croissance de +6% à effectif quasi constant. En intégrant Issos, le groupe affiche une MOC de 15,5%, une performance réalisée grâce aux synergies de coûts : départ de 2 dirigeants (contre 1 initialement prévu), fermeture d'un bureau, rationalisation de certaines charges, etc. Ainsi, l'acquisition d'Issos a été immédiatement relative, confortant notre opinion quant à la pertinence de l'opération.

Le goodwill est amorti sur 15 ans, celui-ci étant comptabilisé en actif à 5,4 M€ en valeur brute (dont 4,7 M€ pour Issos et 0,7 M€ pour O2S acquis en 2011). Ainsi, une charge d'amortissement (pas d'impact cash) de 180 K€ sur le semestre, et de 360 K€ chaque année vient grever le RNPG. Celui-ci ressort à 0,9 M€ sur le S1.

Au 30 juin 2013, la trésorerie du groupe ressort à 8,1 M€ (5,1 M€ nette des dettes financières) nettement renforcée depuis décembre 2012 : 1/ par la forte progression des résultats, 2/ par une saisonnalité favorable en termes de BFR compte tenu de l'encaissement des factures de la maintenance intervenant au S1 et 3/ par l'apport de cash par le biais de l'intégration d'Issos qui selon nous s'élevait autour de 2,5 M€ nets à fin décembre 2012. Compte tenu d'une situation de cash favorable, la société n'a pas tiré de nouvelle ligne de crédit, d'où une dette financière de 3,0 M€, nettement inférieure à la situation de décembre (6,0 M€). En outre, Harvest poursuit sa politique de distribution de dividendes en versant un acompte de 0,20 € (sur 1,00 € de dividende par action en annuel) le 15 octobre prochain.

En termes de perspectives, le discours du management est rassurant compte tenu d'un carnet de commandes solide et en croissance à 19,2 M€ vs 15,0 M€ l'année dernière, intégrant Harvest Sophia (ex Issos) pour 3,2 M€. Pour maintenir la dynamique commerciale, le groupe a renforcé ses équipes et réorganisé le process commercial en mettant l'accent sur l'accompagnement du client. Si la gamme BIG représente encore 36% du CA, la gamme OAV (outils d'aide à la vente), renforcée suite à l'intégration d'Issos, représente désormais 31% de l'activité et constitue un sérieux relais de croissance, notamment auprès du secteur banques, assurances et mutuelles.

Suite à cette publication, nous ajustons nos prévisions pour 2013 et tablons désormais sur un ROC de 4,3 M€ vs 4,0 M€, soit une MOC attendue à 20,2%. En revanche, notre RNPG ressort à 2,4 M€ vs 2,5 M€ prérant en compte désormais l'amortissement des écarts d'acquisition.

Recommandation

Suite à cette publication et au changement de nos estimations, notre modèle de valorisation fait ressortir un objectif de cours inchangé à 33,00 €. Nous maintenons notre recommandation Achat.

Prochain évènement : publication du CA T3 le mardi 15 octobre 2013

Système de recommandations (à compter du 04 septembre):

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les 12 prochains mois et sont définies comme suit :

- Achat** : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.
Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.
Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.
Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.
Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations à compter du 04/09/2013

- Achat** : depuis le 04/09/2013
Accumuler : (-)
Alléger : (-)
Vente : (-)
Sous revue : (-)

Historique des recommandations sur les 12 derniers mois :

- Achat** : du 16/09/2012 au 15/10/2012 ; du 19/11/2012 au 27/02/2013
Neutre : du 16/10/2012 au 18/11/2012 et du 28/02/2013 au 03/09/2013
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