

<b>Neutre (vs Accumuler)</b>	<i>Potentiel</i>	2%
<b>Objectif de cours</b>	<b>46,80 € (vs 47,00 €)</b>	
Cours au 08/09/2016 (c)		46,00 €
Alternext Paris		
Reuters / Bloomberg	ALHVS PA / ALHVS FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	17,9%	-7,1%	7,0%	22,5%
Perf CAC Small	12%	3,6%	3,9%	7,6%

**Informations boursières**

Capitalisation (M€)		64,7
Nb de titres (en millions)		1,4
Volume moyen 12 mois (titres)		169
Extrêmes 12 mois	36,01€	50,00€

**Actionnariat**

Flottant	34%
Dirigeants & Fondateurs	57%
Salariés	8%
Autocontrôle	1%

**Données financières (en M €)**

	au 31/12	2015	2016e	2017e	2018e
CA		23,2	24,6	26,1	27,3
var %		7,8%	5,9%	6,0%	4,9%
EBE		5,5	4,6	5,4	6,1
%CA		23,7%	18,8%	20,7%	22,3%
ROC		5,3	4,3	5,1	5,8
%CA		22,7%	17,4%	19,5%	21,4%
RN		3,6	2,8	3,4	3,9
%CA		15,6%	11,5%	13,0%	14,3%
Bnpa (€)		2,6	2,0	2,4	2,8
ROCE (%)		51%	47%	59%	72%
ROE (%)		27%	20%	22%	23%
Dette nette		-6,5	-8,1	-9,7	-11,7
Gearing (%)		-49%	-57%	-63%	-69%
Dividende n (€)		1,50			
Yield (%)		3,3%			

**Ratios**

	2015	2016e	2017e	2018e
VE/CA (x)	1,9	2,3	2,1	1,9
VE/EBE (x)	7,9	12,2	10,2	8,6
VE/ROC (x)	8,2	13,2	10,8	9,0
PE (x)	17,9	22,8	19,1	16,6

**Analyste :**

Eric Secler  
01 44 70 20 78  
esecler@elcorp.com

# Harvest

Édition de logiciels

**Repli temporaire de la marge au S1****Publication du résultat S1 2016**

Comme annoncé lors de la publication du CA S1, la rentabilité du Groupe accuse une baisse notable sur la première partie de l'exercice. Le ROC atteint 1,6 M€ (-22,1%), faisant ressortir une marge à 13,0% (vs 17,7% au S1 2015). De son côté, le RN affiche une baisse moins marquée (-9,8%) en raison du recul de la participation des salariés. Alors que le S2 s'annonce meilleur du point de vue de la rentabilité, nous restons confiants dans la capacité du Groupe à redresser ses marges dès 2017.

**Commentaires**

En dépit d'une activité solide au S1 (+6,1% à 12,2 M€), Harvest enregistre une baisse de son ROC sur la période. Ce recul temporaire de la marge était attendu et s'explique essentiellement par l'augmentation des charges de personnel (+13,9%) alors que le Groupe travaille sur le lancement d'un nouveau produit ainsi que sur la montée en puissance du Portail patrimonial. Ainsi, une vingtaine de collaborateurs ont été recrutés, principalement dans la R&D, faisant passer l'effectif total de 206 personnes au 1<sup>er</sup> janvier à 224 au 30 juin. Si l'effort a été important au S1, nous comprenons que les investissements devraient se ralentir au S2, permettant à Harvest de limiter l'impact sur la marge en année pleine.

Ce nouveau projet, dont la commercialisation débutera au T4 2016, constitue un nouveau relais de croissance dans un contexte réglementaire en pleine mutation dans le secteur bancaire (directive DSP2). Inspirée directement d'O2S, cette solution B to B to C permettra aux particuliers d'agréger leurs données de finances personnelles (données bancaires, contrats d'assurance-vie, PEA, PERP, etc...) et de faciliter le rôle de conseil des institutions financières. Disponible en SaaS, sa montée en puissance devrait se traduire par une hausse des revenus récurrents sur les prochains trimestres (70% au S1 2016).

Côté bilanciel, Harvest conserve une situation financière confortable avec au 30 juin une trésorerie nette de 10,6 M€ pour des fonds propres de 13,1 M€. Cette excellente santé financière permet à la société de confirmer sur le long terme sa politique de distribution (rendement de 3,3%).

Compte tenu de ces éléments, nous maintenons notre objectif de CA 2016 de à 24,6 M€ mais ajustons notre ROC à 4,3 M€ (vs 4,8 M€ précédemment), soit une MOC de 17,4%. Pour 2017, nous tablons sur une MOC en hausse de 2,1 pts à 19,5%. À terme, nous restons confiants dans la capacité d'Harvest à retrouver un niveau de marge durablement supérieur à 20,0%.

**Recommandation**

**Suite à cette publication et à l'actualisation de notre modèle, notre objectif de cours ressort à 46,80 € (vs 47,00 €). En raison d'un upside limité à court terme et même si nous demeurons positif sur le dossier, notre recommandation passe à Neutre (vs Accumuler).**

*Prochain évènement : CA T3 le jeudi 13 octobre 2016*

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
Chiffre d'affaires	21,6	23,2	24,6	26,1	27,3
Excédent brut d'exploitation	4,3	5,5	4,6	5,4	6,1
Résultat opérationnel courant	4,1	5,3	4,3	5,1	5,8
Résultat opérationnel	4,1	5,3	4,3	5,1	5,8
Résultat financier	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2
Impôts	1,0	1,2	1,0	1,3	1,5
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	2,7	3,6	2,8	3,4	3,9
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
Actifs non courants	7,9	8,9	8,7	8,5	8,4
<i>dont goodwill</i>	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	-1,6	-2,1	-2,7	-2,8	-2,9
Disponibilités + VMP	7,4	7,5	9,1	10,5	12,2
Capitaux propres	10,3	13,4	14,1	15,3	17,1
Emprunts et dettes financières	3,2	1,0	1,0	0,8	0,5
Total Bilan	19,4	20,5	21,2	22,7	24,5
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
Marge Brute d'autofinancement	3,4	3,8	3,3	3,8	4,3
Variation de BFR	0,5	-1,0	-0,6	-0,1	-0,1
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	2,9	4,8	3,9	4,0	4,4
Investissements opérationnels nets	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-1,3	-2,2	0,0	-0,2	-0,3
Dividendes versés	-1,5	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1
Flux nets de trésorerie liés au financement	-2,8	-4,3	-2,1	-2,3	-2,4
Variation de l'endettement financier net	0,0	0,2	1,6	1,4	1,7
<b>Ratios (%)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
Variation chiffre d'affaires	6,6%	7,8%	5,9%	6,0%	4,9%
Marge EBE	20,1%	23,7%	18,8%	20,7%	22,3%
Marge opérationnelle courante	18,9%	22,7%	17,4%	19,5%	21,4%
Marge opérationnelle	18,9%	22,7%	17,4%	19,5%	21,4%
Marge nette	12,7%	15,6%	11,5%	13,0%	14,3%
Investissements opérationnels nets/CA	-1,0%	-1,3%	-1,1%	-1,0%	-1,0%
BFR/CA	-7,6%	-8,9%	-10,8%	-10,8%	-10,8%
ROCE	43,5%	51,1%	47,2%	59,5%	71,9%
ROCE hors GW	43,5%	51,1%	47,2%	59,5%	71,9%
ROE	26,7%	27,1%	20,2%	22,1%	22,8%
Payout	64,5%	77,0%	58,2%	74,4%	62,3%
Dividend yield	3,3%	4,2%	3,3%	3,3%	3,3%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
Gearing (%)	-41%	-49%	-57%	-63%	-69%
Dettes nette/EBE	-1,0	-1,2	-1,7	-1,8	-1,9
EBE/charges financières	-22,3	-37,4	-37,2	-36,7	-35,8
<b>Valorisation</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
Nombre d'actions (en millions)	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Nombre d'actions moyen (en millions)	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Cours (moyenne annuelle en euros)	32,0	35,8	46,0	46,0	46,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	44,9	50,3	64,7	64,7	64,7
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	-4,2	-6,5	-8,1	-9,7	-11,7
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	40,6	43,5	56,4	54,8	52,7
PER	16,4	13,9	22,8	19,1	16,6
VE / EBE	9,4	7,9	12,2	10,2	8,6
VE / ROC	10,0	8,2	13,2	10,8	9,0
VE / CA	1,9	1,9	2,3	2,1	1,9
P/B	4,4	3,8	4,6	4,2	3,8
<b>Données par action (€)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
Brpa	1,95	2,58	2,02	2,41	2,78
Book value/action	7,3	9,5	10,0	10,9	12,2
Dividende /action	1,05	1,50	1,50	1,50	1,50

**Système de recommandations :**

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze 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 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Neutre** : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

**Alléger** : Potentiel de baisse du titre compris entre 5% 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 sur les 12 derniers mois :**

**Achat** : du 09/09/2015 au 18/02/2016 du 14/03/2016 au 28/07/2016

**Accumuler** : du 19/02/2016 au 13/03/2016 et du 29/07/2016 au 08/09/2016

**Neutre** : et depuis le 09/09/2016

**Alléger** : (-)

**Vente** : (-)

**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