

Neutre	Potentiel	-10%
Objectif de cours	2,70 € (vs 2,40 €)	
Cours au 04/04/2012 (c)		3,00 €
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALEZV FP / ALEZV.PA	

EasyVista (ex Staff & Line)

Edition de logiciels

Résultats légèrement positifs au S2

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	18,1%	0,0%	18,1%	20,0%
Perf Small 90	14,2%	-1,7%	13,0%	-17,0%

Informations boursières (en M€)

Capitalisation (M€)		4,7
Nb de titres (en millions)		1,56
Flottant		21%
Volume 6 mois (titres)		199
Extrêmes 12 mois	2,09 €	3,02 €

Données financières (en M€)

	au 31/12	2010	2011	2012e	2013e
CA		9,2	10,0	11,5	12,9
var %		-12,8%	8,9%	15,3%	12,0%
EBE		-1,2	-0,8	-0,2	0,8
% CA		-12,6%	-8,4%	-1,6%	6,2%
ROC		-1,3	-1,1	-0,4	0,5
% CA		-14,3%	-11,2%	-3,8%	3,9%
RN		-1,3	-1,3	-0,5	0,5
% CA		-14,2%	-13,0%	-4,2%	3,6%
Bnpa (€)		-0,8	-0,8	-0,3	0,3
Gearing (%)		-15%	-45%	-27%	-59%
ROCE (%)		-68%	-73%	-35%	48%
ROE (%)		-43%	-73%	-37%	26%
Dette nette 2011		-0,8			
Dividende n (€)		-			
Yield (%)		-			

Ratios

	2010	2011	2012e	2013e
VE/CA (x)	0,4	0,4	0,3	0,3
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	4,9
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	7,8
PE (x)	ns	ns	ns	10,3

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

Publication des résultats annuels 2011

Après avoir annoncé une croissance de 8,9% en 2011 pour un CA de 10,0 M€, EasyVista publie des résultats annuels légèrement supérieurs à nos prévisions. Le ROC progresse de 0,2 M€ par rapport à 2010 et ressort à -1,1 M€ (vs -1,2 M€ attendu). Le RNPG est stable à -1,3 M€.

Commentaires

Alors que nous attendions un S2 tout juste à l'équilibre, celui-ci ressort légèrement positif grâce à la bonne performance du CA sur le S2 (+12% à 5,6 M€). Sur l'année, les charges progressent modérément de 5,7% avec une augmentation plus marquée de la masse salariale (+8,4%) suite au renforcement de l'équipe aux USA. Aujourd'hui, cette filiale comprend une dizaine de personnes mais devrait être de nouveau renforcée en 2012 afin de soutenir la croissance quitte à sacrifier les marges à court terme.

Etant donné qu'EasyVista n'a pas mené de R&D en 2011, aucun CIR n'a été comptabilisé, d'où la stabilité du RNPG par rapport à 2010. Néanmoins, le groupe devrait reprendre ses activités de R&D dès 2012 (environ 1,0 M€) afin de s'adapter aux problématiques des utilisateurs finaux. Ainsi, EasyVista s'engage à renouveler régulièrement son offre en lançant 2 nouvelles versions par an, apportant toujours plus de valeur ajoutée, de simplicité, et de fonctionnalités.

La transition du business model vers une récurrence des revenus de plus en plus importante (SaaS + maintenance : 55% du CA vs 45%) entraîne une variation favorable du BFR et donc du cash flow opérationnel (0,5 M€ vs 0,4M€). La trésorerie nette ressort à 0,8 M€ vs 0,5 M€ l'année dernière, pour des fonds propres de 1,8 M€, fragilisés par la nouvelle perte de l'exercice.

Comme nous l'expliquions dans la note précédente, les relais de croissance du groupe résident dans le SaaS en Europe et dans le mix produit SaaS/Licences aux USA. C'est la raison pour laquelle le management s'attache désormais à faire monter en puissance sa filiale américaine au moyen d'une équipe renforcée afin de mieux concurrencer les géants américains du secteur de l'ITSM mid-market (IT service management). Le numéro 1 étant BMC Software qui a d'ailleurs racheté dernièrement Numara pour 350 M€ soit 4,5 fois le CA. EasyVista se retrouve à la 10^{ème} place derrière Oracle et Landesk d'après le classement Gartner (80 acteurs), un gage de qualité pour le groupe.

Le management vise une croissance de 20% pour atteindre un CA de 12 M€ et des résultats à l'équilibre en 2012. Nous concernant, nous conservons notre objectif de croissance de 15,3% pour un CA estimé à 11,5 M€. Notre réserve affichée face à la guidance provient de prévisions moins favorables sur les ventes de licences. Nous pensons en effet que la baisse devrait se poursuivre en Europe (en faveur du SaaS). Notre ROC prévisionnel s'établit à -0,4 M€ contre 0,2 M€ afin de prendre en compte la guidance en terme d'investissements (coûts additionnels évalués à 0,7 M€, essentiellement des charges de personnel). Pour 2013, nous tablons sur une croissance de 12% et un ROC de 0,5 M€.

Recommandation

Suite à cette publication et aux ajustements sur les perspectives, mentionnés ci-dessus, notre objectif de cours, issu de la moyenne des comparables et DCF, passe de 2,40 € à 2,70 €. La valorisation par les DCF ressort à 3,60 € (CMPC de 13,6%, marge opérationnelle normative de 6,0% et

taux de croissance à l'infini de 2,0%). La valorisation par les comparables ressort à 1,70 € (échantillon d'éditeurs de logiciels SaaS et licences). La hausse de notre objectif de cours provient de la prise en compte : 1/ d'un niveau de cash supérieur, 2/ d'une prime de risque de marché actions de 6,4% vs 7,0% précédemment. Au vu de la valorisation actuelle du marché, nous maintenons notre recommandation à Neutre.

Prochain évènement : Publication du CA T1 le mercredi 25 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 : du 05/04/2011 au 28/04/2011

Neutre : depuis le 29/04/2011

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