

Neutre	Potentiel	-13%
Objectif de cours	5,20 € (vs 4,00 €)	
Cours au 20/02/2013 (c)		6,00 €
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALEZV FP / ALEZV.PA	

EasyVista (ex Staff & Line)

Edition de logiciels

2013 : des investissements pour gagner des parts de marché

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	40,5%	27,7%	55,8%	119,0%
Perf Small 90	8,7%	2,4%	17,2%	2,6%

Informations boursières (en M€)

Capitalisation (M€)		9,4
Nb de titres (en millions)		1,56
Volume moyen 12 mois (titres)		1 980
Extrêmes 12 mois	2,60 €	6,11 €
Flottant		22%
Dirigeants		46%
Autres personnes morales		32%

Données financières (en M€)

au 31/12	2010	2011	2012e	2013e
CA	9,2	10,0	12,0	13,8
var %	-12,8%	8,9%	20,3%	15,0%
EBE	-1,2	-1,1	0,0	0,6
% CA	-12,6%	-11,0%	-0,2%	4,5%
ROC	-1,3	-1,1	-0,3	0,3
% CA	-14,3%	-11,2%	-2,5%	2,3%
RN	-1,3	-1,3	-0,3	0,3
% CA	-14,2%	-12,8%	-2,8%	2,0%
Bnpa (€)	-0,83	-0,81	-0,21	0,18
Gearing (%)	-15%	-49%	-69%	-89%
ROCE (%)	-31%	-64%	-27%	42%
ROE (%)	-43%	-75%	-23%	16%
Dettes nettes 2011	-0,8			
Dividende n (€)	-			
Yield (%)	-			

Ratios

	2010	2011	2012e	2013e
VE/CA (x)	0,9	0,8	0,7	0,6
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	13,4
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	26,8
PE (x)	ns	ns	ns	33,7

Analyste :

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

Publication du CA T4 2012

Après 3 trimestres en très forte croissance (CA 9m +27%), celle-ci ralentit au T4 et s'établit à +6,0% pour un CA de 3,5 M€. Le CA annuel ressort ainsi à 12,0 M€ en progression de 20,0%. Ces chiffres sont globalement en ligne avec nos estimations.

Commentaires

Le ralentissement de la croissance au T4 est liée à 2 effets de base défavorables : 1/ la mutation du business model vers le SaaS entraînant ainsi une baisse des licences (-37%) compensée par une croissance du SaaS de +80% à 1,0 M€ et 2/ cet effet est accentué par la saisonnalité historique du T4 (~34% du CA 2010 et 2011) qui se réduit inéluctablement (~T4 2012 à 29%) mais qui se reflète désormais dans le backlog SaaS cumulé en fin d'année. En effet, ce dernier ressort à 8,2 M€ et a progressé de 2,3 M€ en un an dont 1,2 M€ sur les 3 derniers mois. Toutes les zones géographiques (USA, France et Europe du Sud) contribuent à la croissance du SaaS.

Sur l'année, les revenus de licences reculent de 7% à 2,6 M€ vs 2,8 M€, une baisse limitée par les bonnes ventes opérées aux T2 et T3 en Amérique du Nord. Les revenus de maintenance ressortent en hausse de 5% sur 2012, portés par la base installée en licences et les nouveaux contrats signés sur l'année. Les revenus de services d'intégration, activité non stratégique, ressortent à 1,8 M€ en progression de 6%. Quant au SaaS, le CA annuel fait plus que doubler et s'établit à 3,2 M€ vs 1,3 M€ en 2011, bénéficiant de la forte demande et de la montée en puissance du backlog.

Par zone géographique, la croissance s'établit à +12% en Europe du Sud dont +24% en Espagne, +18% en France et +58% aux USA dont le CA s'établit à 1,2 M€ vs 0,8 M€.

La qualité de la publication démontre qu'EasyVista a réussi son repositionnement dans le SaaS. En outre, cette stratégie engagée fin 2009 s'est accompagnée de la conquête des Etats-Unis démarrée en 2011 avec une équipe de 4 personnes qui qui devrait avoir atteint, selon nous, ~12 personnes à fin 2012. Aujourd'hui, EasyVista entend poursuivre ses investissements outre-atlantique afin de soutenir la croissance et gagner des parts de marché sur ses concurrents, en dépit d'une rentabilité immédiate sur la filiale. L'Europe devrait demeurer un vecteur de croissance avec une France et une Europe du Sud particulièrement dynamiques dans le SaaS. En outre, EasyVista part à la conquête du marché allemand avec l'ouverture récente d'une filiale sous l'égide d'un ancien commercial de ServiceNow, BMC et EMC. Le marché allemand est une nouvelle porte d'entrée pour le groupe vers 10 000 ETI.

Comme attendu, les résultats devraient être négatifs en 2012 mais en sensible amélioration par rapport à l'an passé. Pour 2013, nous maintenons notre objectif de croissance à 15,0% mais ajustons le ROC à 0,3 M€ vs 0,8 M€ précédemment, prenant en compte une nouvelle hausse à venir des investissements en Amérique du Nord (renforcement des équipes commerciales, frais de communication et marketing) et le tout récent développement de la filiale Allemande.

Recommandation

Suite à cette publication, nous effectuons une révision de notre modèle de valorisation afin de prendre en compte la transformation du business model d'EasyVista. Notre échantillon de comparables français est désormais composé de Harvest, Caméléon Software et Sidetrade, les 2 premiers connaissant une forte croissance dans le SaaS et une récurrence importante des revenus, et le 3^{ème} étant un pure player du SaaS. L'échantillon fait ressortir des multiples 2013 de 1,4x le CA, 10,0x l'EBIT et 16,9x le PE. La taille du concurrent américain ServiceNow (capi. de 4,2 Mds\$ / 9,8x le CA 2013) nous amène à l'écartier de notre échantillon. Ainsi, par les comparables, la valorisation d'EasyVista ressort à 4,90 €. Sur la base : 1/ d'un TCAM de 6,0% entre 2013 et 2022, 2/ d'une marge opérationnelle normative conservatrice de 6,0% à partir de 2015, 3/ d'une croissance à l'infini de 2,0% et 4/ d'un CMPC de 12,4%, notre modèle DCF fait ressortir une valorisation par action à 5,60 €.

Ainsi, la moyenne des 2 méthodes de valorisation fait ressortir un objectif de cours à 5,20 € vs 4,00 € précédemment. La valeur actuelle du titre (6.00 € à la clôture du 20.02.2013 et perf ytd de +41%) intègre déjà la transformation d'EasyVista mais est selon nous fortement spéculative au regard de la lente recovery des marges. Notre recommandation est maintenue à Neutre.

Prochain évènement : Publication des résultats annuels le mardi 02 avril 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 : (-)

Neutre : depuis le 20/02/2012

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 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