

<b>Neutre</b>	Potentiel	-5%
<b>Objectif de cours</b>	<b>6,20 € (vs 5,20 €)</b>	
Cours au 03/04/2013 (c)		6,50 €
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALEZV FP / ALEZV.PA	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	52,2%	10,9%	49,4%	116,7%
Perf Small 90	4,2%	-2,0%	1,6%	-0,5%

**Informations boursières**

Capitalisation (M€)		10,2
Nb de titres (en millions)		1,56
Volume moyen 12 mois (titres)		2 033
Extrêmes 12 mois	2,60 €	6,46 €

**Actionnariat**

Flottant	22%
Dirigeants	46%
Autres personnes morales	32%

**Données financières (en M€)**

au 31/12	2011	2012	2013e	2014e
CA	10,0	12,0	13,9	15,9
var %	8,9%	20,3%	16,0%	14,5%
EBE	-1,1	-0,5	-0,1	0,5
% CA	-11,0%	-4,4%	-1,1%	3,2%
ROC	-1,1	-0,6	-0,5	0,2
% CA	-11,2%	-5,1%	-3,3%	1,3%
RN	-1,3	-0,7	-0,5	0,1
% CA	-12,8%	-5,7%	-3,8%	0,4%
Bnpa (€)	-0,81	-0,44	-0,34	0,04
Gearing (%)	-49%	-83%	ns	ns
ROCE (%)	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	ns	ns	ns	9%
Dette nette 2012	-0,9			
Dividende n (€)	-			
Yield (%)	-			

**Ratios**

	2011	2012	2013e	2014e
VE/CA (x)	0,9	0,8	0,7	0,6
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	18,0
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	45,3
PE (x)	ns	ns	ns	ns

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

# EasyVista (ex Staff & Line)

Edition de logiciels

## Retour à la rentabilité en Europe mais les investissements aux USA pèsent sur les résultats

### Publication des résultats annuels 2012

Après avoir publié un CA en hausse de 20% à 12,0 M€, EasyVista annonce une réduction des pertes de près de moitié par rapport à 2011. Cependant, les chiffres publiés sont inférieurs à nos attentes. Le ROC ressort à -0,6 M€ (vs -0,3 M€ estimé) et le RN à -0,7 M€ (vs -0,3 M€ estimé).

### Commentaires

Les investissements aux Etats-Unis ont pesé sur les résultats mais plus lourdement qu'escompté puisque la filiale compte désormais un effectif de 17 personnes (versus 4 en 2011) alors que nous en attendions une douzaine à fin 2012. Le management a en effet accéléré ses recrutements outre-atlantique afin de renforcer les équipes commerciales et marketing et d'être en mesure de répondre à la croissance de la demande. Le phénomène devrait se poursuivre en 2013, le management souhaitant disposer d'un effectif autour de 30 personnes d'ici fin 2013. La filiale américaine affiche ainsi en 2012 un ROC de -0,9 M€ pour un CA de 1,2 M€ (+58%).

Après 5 années d'investissements, le business model d'EasyVista est désormais rentable en Europe affichant un ROC de 0,3 M€ pour un CA de 10,7 M€ (+17%) soit une MOC de 2,8%. Le business model bénéficie désormais d'un effet de levier important sur sa rentabilité puisque nous attendons la poursuite de la croissance de l'activité et la relative maîtrise des charges. En outre, le cash généré permet de financer les investissements aux Etats-Unis et Canada.

Malgré la montée en puissance des investissements, la structure bilancielle de la société demeure solide avec une trésorerie nette de 0,9 M€ (vs 0,8 M€ au 31.12.2011) grâce une variation favorable du BFR.

Lors de la réunion de présentation des résultats, le management a indiqué qu'il continuerait à investir massivement aux Etats-Unis en 2013 afin de soutenir le développement dans un contexte de forte croissance de la demande. Des recrutements aux campagnes de communication, le budget alloué devrait être multiplié par 2. En Europe, la croissance devrait rester soutenue et permettre une nouvelle amélioration de la rentabilité. A horizon 2015, le management ambitionne de réaliser un CA de 20,0 M€ soit une croissance annuelle de 20% en moyenne.

Suite à cette publication, nous revoyons nos estimations 2013 afin de prendre en compte un budget de dépenses plus élevé aux Etats-Unis qui devraient peser de nouveau sur les résultats mais nourrir la croissance. Ainsi nous tablons désormais sur une croissance de 16% (vs +15% précédemment) soit un CA de 13,9 M€ et un ROC de -0,5 M€ (vs 0,3 M€ précédemment). A horizon 2015, nous tablons sur un CA de 18,0 M€ et un ROC de 1,5 M€ (8,1% du CA).

### Recommandation

**Suite à cette publication, au changement de nos estimations et à la prise en compte dans notre modèle DCF d'une MOC normative de 10,0% (vs une MOC de 6,0% que nous jugeons trop conservatrice compte tenu de l'effet de levier important sur les marges), notre objectif de cours ressort désormais à 6,20 € vs 5,20 € précédemment. Notre recommandation est maintenue à Neutre.**

Prochain évènement : Publication du CA T1 le mardi 23 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 04/04/2012

**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