

Alléger	-2%
Objectif de cours	30,00 € (vs 33,00 €)
Cours au 14/10/2015 (c)	30,50 €
NYSE Altemext	
Reuters / Bloomberg	ALEZV FP / ALEZV.PA

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-22,5%	-8,7%	-16,2%	3,0%
Perf CAC Small	19,2%	0,8%	-4,5%	30,1%

Informations boursières

Capitalisation (M€)	47,7
Nb de titres (en millions)	156
Volume moyen 12 mois (titres)	65
Extrêmes 12 mois	28,43 € / 41,50 €

Actionnariat

Flottant	22%
Dirigeants	46%
Autres personnes morales	32%

Données financières (en M€)

	au 31/12	2014	2015e	2016e	2017e
CA		19,4	20,6	24,6	28,3
var %		31,7%	6,2%	19,8%	15,1%
EBE		0,0	-1,0	0,4	2,1
%CA		-0,1%	-4,7%	1,7%	7,4%
ROC		-0,3	-1,5	-0,2	1,4
%CA		-1,7%	-7,1%	-0,7%	5,0%
RN		0,9	-1,0	-0,1	1,5
%CA		4,6%	-4,6%	-0,2%	5,2%
Bnpa (€)		0,57	-0,61	-0,04	0,93
Gearing (%)		37%	ns	20%	-31%
ROCE (%)		ns	ns	ns	ns
ROE (%)		ns	ns	ns	ns
Dette nette 2014		0,1			
Dividende n (€)		-			
Yield (%)		-			

Ratios

	2014	2015e	2016e	2017e
VE/CA (x)	2,3	2,6	2,1	1,8
VE/EBE (x)	ns	ns	122,0	23,8
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	35,2
PE (x)	49,6	ns	ns	36,0

Analyste :

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

EasyVista

Édition de logiciels

Les licences pèsent sur la croissance au T3**Publication du CA T3 2015**

Après un CA S1 en croissance de 12% à 10,0 M€, le T3 marque le pas avec une activité en recul de 6,2% à 4,8 M€. Sur les neuf premiers mois de l'exercice, le CA s'établit à 14,8 M€, en hausse limitée de 5,4%. Cette publication, en dessous de nos attentes, nous conduit à abaisser nos prévisions pour 2015 et 2016.

Commentaires

Sur le trimestre écoulé, le recul des ventes de licences s'est accéléré avec une forte baisse de 71% à 0,4 M€ après un S1 en repli de 19%. L'amplification de la baisse s'explique en grande partie par un effet de base exigeant (T3 2014 à +65%), mais également par une tendance de fond en faveur du SaaS plus importante que prévue. Par conséquent, sur 9 mois, les licences sont en retrait de 42% à 1,8 M€.

A l'inverse, le SaaS a poursuivi sa bonne dynamique avec une progression de 23% au T3, affichant un CA de 6,8 M€ (+27%) depuis le début de l'exercice. Cette tendance positive se traduit dans l'ensemble des pays adressés par le Groupe et notamment en Amérique du Nord où les ventes SaaS (+75% sur 9 mois) représentent la grande majorité des nouvelles signatures. Comparé au 30 juin 2015, le backlog recule légèrement à 15,8 M€ (vs 16,4 M€), traduisant l'arrivée à échéance de certains contrats dont la majeure partie (95%) a d'ores et déjà été renouvelée.

La maintenance et les services ont également maintenu un rythme de croissance à deux chiffres et progressent de 12% chacun au T3. Sur 9 mois les revenus de maintenance atteignent 3,6 M€ (+13%) et les services 2,6 M€ (+10%).

Pour la suite de l'exercice, EasyVista maintient son objectif d'une croissance de 30% sur le SaaS. Dans ce contexte et compte tenu du mouvement de bascule vers le SaaS aux dépens des licences, nous ajustons à la baisse nos prévisions 2015 et 2016 avec un CA respectivement attendu à 20,6 M€ (vs 21,9 M€) et 24,6 M€ (vs 26,9 M€). Pour 2015, nous anticipons désormais un ROC de -1,5 M€ (vs -0,9 M€) et de -0,2 M€ en 2016 (vs 1,5 M€). Si à ce stade, nous n'attendons pas de rentabilité avant 2017, notre opinion reste positive à moyen terme. En effet, l'accélération du mix produit en faveur du SaaS conjuguée à un churn faible devraient se traduire positivement sur la rentabilité à terme.

Recommandation

Suite à la publication et à la mise à jour de notre modèle, notre objectif de cours passe à 30,00 € vs 33,00 €. Notre recommandation est maintenue à Alléger.

Compte de résultat (M€)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Chiffre d'affaires	12,0	14,7	19,4	20,6	24,6	28,3
Excédent brut d'exploitation	-0,5	-0,8	0,0	-1,0	0,4	2,1
Résultat opérationnel courant	-0,6	-1,0	-0,3	-1,5	-0,2	1,4
Résultat opérationnel	-0,6	-1,0	-0,3	-1,5	-0,2	1,4
Résultat financier	-0,1	-0,2	0,7	0,5	0,0	0,0
Impôts	-0,1	-0,1	-0,8	-0,1	-0,1	0,0
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-0,7	-0,9	0,9	-1,0	-0,1	1,5
Bilan (M€)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Actifs non courants	2,0	2,8	4,0	3,8	3,7	3,5
<i>dont goodwill</i>	<i>0,7</i>	<i>0,5</i>	<i>0,3</i>	<i>0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
BFR	-1,3	-2,6	-2,6	-3,2	-3,5	-4,2
Disponibilités + VMP	1,8	2,0	2,2	1,9	2,2	4,3
Capitaux propres	1,0	0,1	0,3	-0,7	-0,7	0,7
Emprunts et dettes financières	0,9	1,3	2,3	2,2	2,1	2,0
Total Bilan	9,5	10,3	12,3	12,2	13,6	16,7
Tableau de flux (M€)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Marge Brute d'autofinancement	-0,4	-0,7	0,6	-0,5	0,3	1,9
Variation de BFR	-0,7	-1,4	0,7	-0,6	-0,3	-0,6
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	0,3	0,7	-0,1	0,0	0,6	2,5
Investissements opérationnels nets	-0,3	-0,8	-0,9	-0,3	-0,3	-0,3
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-0,3	-0,8	-0,9	-0,3	-0,3	-0,3
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	0,4	0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	0,0	0,5	0,4	-0,1	-0,1	-0,1
Variation de l'endettement financier net	0,1	0,3	-0,6	-0,4	0,2	2,1
Ratios (%)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Variation chiffre d'affaires	19,9%	22,9%	31,7%	6,2%	19,8%	15,1%
Marge EBE	-4%	-5%	0%	-5%	2%	7%
Marge opérationnelle courante	-5%	-7%	-2%	-7%	-1%	5%
Marge opérationnelle	-5%	-7%	-2%	-7%	-1%	5%
Marge nette	-6%	-6%	5%	-5%	0%	5%
Investissements opérationnels nets/CA	-2%	-6%	-4%	-1%	-1%	-1%
BFR/CA	-11%	-18%	-14%	-16%	-14%	-15%
ROCE	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROCE hors GW	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ratios d'endettement	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Gearing (%)	-88%	-860%	37%	-42%	20%	-318%
Dettes nette/EBE	1,8	1,0	-4,1	-0,3	-0,3	-1,1
EBE/charges financières	-8,3	-3,8	0,0	2,0	35,6	212,0
Valorisation	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Nombre d'actions (en millions)	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Nombre d'actions moyen (en millions)		1,5	1,6	1,6	1,6	1,6
Cours (moyenne annuelle en euros)	3,1	10,2	28,2	30,5	30,5	30,5
(1) Capitalisation boursière moyenne	0,0	15,9	44,2	47,8	47,7	47,7
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-0,9	-0,8	0,1	0,3	-0,1	-2,4
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	-1,1	14,9	44,1	47,8	47,3	45,1
PER	0,0	ns	49,6	ns	ns	32,6
VE / EBE	2,3	ns	ns	ns	110,5	21,5
VE / ROC	1,7	ns	ns	ns	ns	31,7
VE / CA	-0,1	1,0	2,3	2,3	1,9	1,6
P/B	0,0	176,3	153,4	-71,6	-66,1	64,5
Données par action (€)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Bnpa	-0,48	-0,60	0,57	-0,61	-0,04	0,93
Book value/action	0,6	0,1	0,2	-0,4	-0,5	0,5
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

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 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'analyse ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations :

Achat : (-)

Accumuler : du 15/10/2014 au 11/02/2015 et du 02/04/2015 au 16/09/2015

Alléger : du 12/02/2015 au 01/04/2015 et depuis le 17/09/2015

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