

<b>Accumuler</b>	9%
<b>Objectif de cours</b>	<b>23,30 €</b>
Cours au 19/01/2017(c)	21,42 €
Alternext Paris	
Reuters / Bloomberg	ALVIV.PA / ALVIV.FP

## Visiativ

Services Informatiques

### En route vers NEXT100

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	21,1%	17,9%	21,6%	13,1%
Perf Cac Small	1,7%	5,6%	10,5%	23,0%

Informations boursières	
Capitalisation (M€)	75,3
Nb de titres (en millions)	3,52
Volume moyen 12 mois (titres)	7 375
Extrêmes 12 mois	9,00 € 22,00 €

Actionnariat	
Flottant	47%
Fondateurs	30%
Investisseurs institutionnels (concert)	23%

Données financières (en M €)				
au 31/12	2015	2016e	2017e	2018e
CA	82,7	105,7	123,5	131,9
var %	66,5%	27,8%	16,8%	6,8%
EBE	4,3	5,5	8,2	10,6
%CA	5,2%	5,2%	6,7%	8,1%
ROC	2,5	4,0	6,5	8,7
%CA	3,0%	3,8%	5,3%	6,6%
RNPG	0,4	3,4	5,2	7,0
%CA	0,5%	3,2%	4,2%	5,3%
Bnpa (€)	0,14	0,97	1,47	2,00
ROCE (%)	61%	15%	23%	28%
ROE (%)	7%	22%	25%	25%
Gearing (%)	-76%	5%	-15%	-30%
Dette nette	-4,6	0,7	-3,1	-8,3
Dividende n (€)	0,00			
Yield (%)	0,0%			

Ratios				
	2015	2016e	2017e	2018e
VE/CA (x)	0,2	0,7	0,6	0,5
VE/EBE (x)	4,0	13,6	8,5	6,0
VE/ROC (x)	6,8	18,6	10,8	7,3
PE (x)	55,5	22,0	14,5	10,7

**Analyste :**  
Eric Seclet  
01 44 70 20 78  
eseclat@elcorp.com

- A la fois numéro 1 européen dans l'intégration du logiciel **SOLIDWORKS** de Dassault Systèmes et éditeur de logiciels collaboratifs (*Moovapps, myCADservices*), Visiativ a réalisé un CA de 82,7 M€ en 2015 (+18,0% organique). S'appuyant sur un capital de plus de 13 000 clients, le Groupe entend poursuivre sa conquête de parts de marché (80% de pdm en France) tout en bénéficiant d'un redressement important de la MOC d'ici 2018 (+3,6 pts à 6,6%e). Au cours actuel (0,6x le CA 2017e), le titre présente selon nous un potentiel de revalorisation attractif.
- Alors qu'il franchira la barre des 100 M€ de revenus un an avant le terme du plan AUDEO2017, le Groupe affiche des ambitions fortes à travers le plan NEXT100 dont l'objectif est le dépassement des 200 M€ CA à horizon 2020. Ce dernier reposera sur une croissance organique soutenue (2 chiffres) ainsi que sur une politique d'acquisitions offensive dans ses deux métiers.
- Le positionnement de Visiativ lui permet aujourd'hui de bénéficier d'une forte résilience de ses revenus. En constante progression depuis 2011, le taux de récurrence atteint 58% du CA 2015 (vs 36% en 2011) dont 59% dans l'intégration et 50% dans l'édition. La montée en puissance du modèle SaaS ainsi que l'augmentation des revenus de maintenance permettront d'accroître davantage la visibilité.
- La forte croissance attendue sur les prochains exercices permettra une amélioration notable de la rentabilité compte tenu : 1/ d'un mix-produit plus favorable à la marge brute, 2/ de l'atteinte du point mort du pôle Edition dès 2017 et 3/ de l'amélioration graduelle de la marge opérationnelle du pôle Intégration. Pour 2016, nous tablons sur une MOC à 3,8% (+0,8 pts).
- En parallèle, nous anticipons une génération de cash-flow opérationnel importante sur la période 2016-18 (19,3 M€e cumulés), qui permettra au Groupe de financer ses investissements et de conserver une structure financière solide.
- **Nous initions la couverture avec une opinion à Accumuler et un objectif de cours de 23,30 € issu de la moyenne des valorisations par DCF (24,21 €) et comparables boursiers (22,46 €).**



# Sommaire

<b>ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT</b>	<b>5</b>
<b>SWOT</b>	<b>7</b>
<b>VISIATIV : UNE HISTOIRE DE CROISSANCE FORTE</b>	<b>8</b>
UNE POLITIQUE D'ACQUISITION AGRESSIVE	10
LE PLAN AUDEO2017 ATTEINT AVEC UN AN D'AVANCE	11
<b>PÔLE INTÉGRATION : LE LEADER EUROPÉEN DANS L'INTÉGRATION DE SOLUTIONS DASSAULT SYSTÈMES</b>	<b>13</b>
UN PARTENAIRE HISTORIQUE DE DASSAULT SYSTÈMES	13
UNE APPROCHE COMMERCIALE PAR SEGMENT DE MARCHÉ	15
UN BUSINESS MODEL RÉSILIENT	16
<b>PÔLE ÉDITION : UN RELAIS DE CROISSANCE EN DEVENIR</b>	<b>17</b>
CAP SUR LES OUTILS COLLABORATIFS	17
LA R&D : CLÉ DE VOÛTE DE L'ACTIVITÉ ÉDITION	21
UNE ACTIVITÉ EN PHASE D'INVESTISSEMENT	22
<b>L'INDUSTRIE LOGICIELLE FACE À L'ESSOR DU COLLABORATIF</b>	<b>23</b>
LES DÉPENSES EN LOGICIELS TIRENT LA CROISSANCE SECTEUR NUMÉRIQUE	23
LE PLM, UN MARCHÉ DE 24 MDS\$	25
<b>PERSPECTIVES STRATÉGIQUES ET FINANCIÈRES</b>	<b>27</b>
CAP VERS NEXT100	27
UN LEVIER IMPORTANT SUR LA MARGE OPÉRATIONNELLE	29
UNE STRUCTURE FINANCIÈRE SOLIDE À LA HAUTEUR DE SES AMBITIONS	30
<b>VALORISATION DE VISIATIV</b>	<b>32</b>
VALORISATION PAR LES DCF	32
VALORISATION PAR LES COMPARABLES BOURSIERS	34
CONCLUSION	36



## Argumentaire d'investissement

Au cours actuel, Visiativ présente une décote d'environ 25% par rapport à son comparable le plus proche, Cenit. Compte tenu du potentiel d'amélioration des marges et de la qualité des fondamentaux de Visiativ (position dominante, récurrence du CA, croissance organique, etc.), cet écart ne nous paraît pas justifié. Nous initions donc la couverture avec une opinion à l'Accumuler et un objectif de cours à 23,30 €.

### Un acteur atypique du numérique

Disposant d'un savoir-faire reconnu en matière d'intégration, le Groupe est aujourd'hui le n° 1 européen des intégrateurs de logiciels CAO et de PLM de Dassault Systèmes. En parallèle, Visiativ a développé une expertise forte dans l'édition de logiciels collaboratifs grâce à un effort de R&D soutenu ainsi qu'à une politique de croissance externe opportuniste. Organisé autour de ces deux pôles complémentaires, le Groupe a généré un CA 9 mois 2016 en croissance de +46% (+10% en organique) à 64,6 M€ auprès de ses 13 000 clients.

### Un plan NEXT100 ambitieux

S'appuyant sur une stratégie claire, le plan NEXT100, dont l'objectif est le dépassement des 200 M€ CA à l'horizon 2020, repose sur de multiples relais de croissance : 1/ la poursuite du cross-selling entre ses deux pôles, 2/ l'up-selling dans l'Édition et l'Intégration et 3/ le renforcement de son expertise au travers d'acquisitions structurantes. Si le plan apparaît ambitieux (TCAM du CA organique 2016-20 d'environ 10%), il n'en reste pas moins atteignable au regard du track-record de la société depuis sa création.

### Un *business model* solide

Eu égard à son activité hybride (intégration/édition), Visiativ se caractérise par un *business model* particulièrement résilient. Représentant 58% du CA 2015 (vs 36% en 2011), les revenus récurrents sont essentiellement issus de la maintenance associée aux licences et aux ventes de logiciels en SaaS (*Moovapps*, *myCADservices*), dont l'évolution est attendue positive sur les prochains exercices.

### Vers une forte progression des résultats

Parallèlement à une croissance rapide de son activité, Visiativ enregistrera une amélioration sensible de sa marge opérationnelle grâce à : 1/ un mix-produit plus favorable aux logiciels qui permettra d'améliorer le taux de marge brute malgré le développement de la **3DEXPERIENCE**, 2/ l'atteinte du point mort du pôle Édition dès 2017 conformément aux attentes du management et 3/ l'amélioration graduelle de la marge opérationnelle du pôle Intégration avec un retour sur des niveaux plus normatifs (8% environ). Sur l'exercice en cours, nous anticipons une amélioration de la MOC à 3,8% (+0,8 pts) et attendons 6,6% à horizon 2018.

Compte tenu d'une activité peu capitalistique, le Groupe affichera une génération de cash-flow opérationnel importante d'ici 2018 (19,3 M€e cumulés), qui permettra à la fois de financer les dépenses de R&D et les acquisitions futures.



## SWOT

### Forces

- 1<sup>er</sup> intégrateur *SOLIDWORKS* en Europe et 3<sup>ème</sup> dans le monde
- Récurrence de l'activité (58% du CA 2015)
- Solide track record en matière de M&A
- Un tissu de clients important (13 000 en 2015)
- Communauté de plus de 40 000 utilisateurs sur *myCADservices*

### Faiblesses

- Dépendance élevée à Dassault Systèmes
- Présence à l'international faible (91% du CA en France)
- Forte exposition au secteur industriel (80% du CA environ)
- Positionnement sur les ETI encore limité

### Opportunités

- Montée en puissance de *3DEXPERIENCE* et des logiciels en propre (*Moovapps*, *myCADservices*)
- Réalisation d'acquisitions structurantes
- Accord de distribution avec un nouvel éditeur de logiciels complémentaire

### Menaces

- Apparition de nouveaux concurrents de taille plus importante sur l'activité Edition
- Révision de la politique tarifaire de Dassault Systèmes

## Visiativ : une histoire de croissance forte

Fondée en 1987, Visiativ se positionne comme un partenaire privilégié des PME et ETI faisant face au défi de la transformation numérique. Disposant d'un savoir-faire reconnu en matière d'intégration, le Groupe est aujourd'hui le numéro 1 européen des intégrateurs de logiciels de conception (CAO) et de gestion du cycle de vie (PLM) de Dassault Systèmes. En parallèle de cette activité historique, Visiativ a développé une expertise forte dans l'édition de logiciels collaboratifs grâce à un effort de R&D soutenu ainsi qu'à une politique de croissance externe opportuniste.

Organisé autour de ces deux pôles complémentaires, le Groupe a généré un CA 2015 en croissance de +66,5% (+18,0% en organique) à 82,7 M€ auprès de ses 13 000 clients.

### Offre commerciale de Visiativ



sources : société, Euroland Corporate  
\*y compris Catia et Enovia

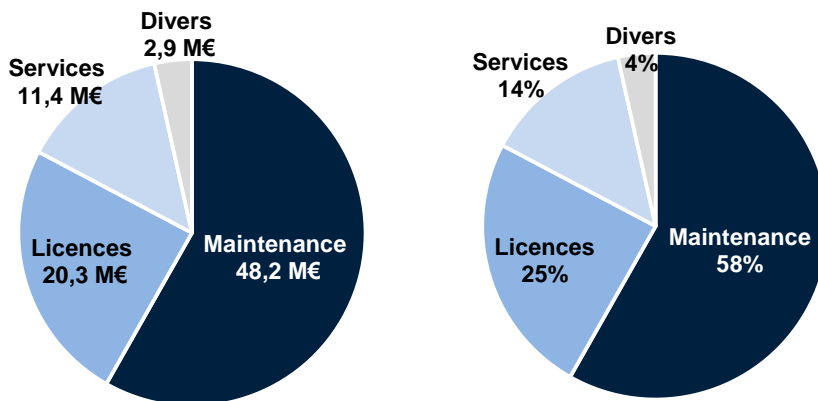
Cotée depuis 2014 sur Alternext, Visiativ s'est aussi bien développée par croissance organique que par croissance externe (une vingtaine acquisitions depuis sa création).

Solidement implantée dans l'Hexagone à travers ses 15 agences ainsi qu'à l'international en Suisse et au Maroc (2 plateformes offshore), Visiativ emploie 489 collaborateurs à fin 2015, dont 74 dédiés à la R&D. Axe majeur de la stratégie, le pôle édition de logiciels investit en moyenne 38% de son CA depuis 3 ans dans le développement de nouvelles briques logicielles.

Alors qu'il atteindra avec un an d'avance son plan AUDEO2017 qui prévoyait un CA de 100 M€ d'ici 2017 (guidance de CA > 105 M€ en 2016), le Groupe se fixe désormais comme objectif de dépasser 200 M€ de CA à horizon 2020 à travers son plan NEXT100. Grâce aux 7,5 M€ levés en juin 2016 dans le cadre d'un placement privé et à la signature d'un crédit syndiqué de 22,0 M€ en décembre 2016, Visiativ dispose des moyens financiers nécessaires pour poursuivre sa croissance, tant sur le plan organique qu'externe.



## Répartition du CA par nature - 2015

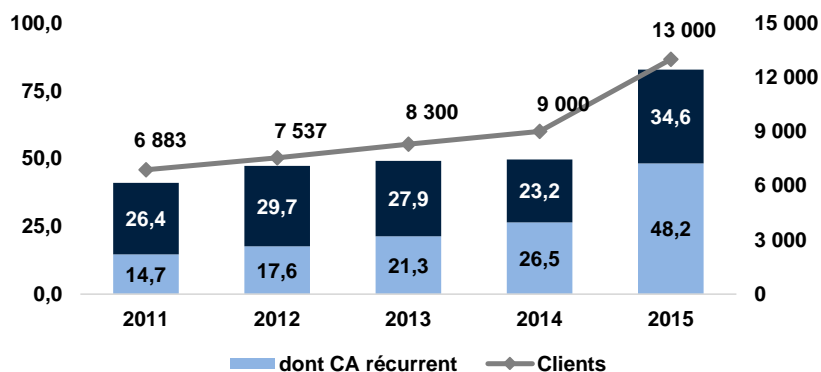


source : société

A la fois un intégrateur et un éditeur de logiciels, Visiativ tire ses revenus de 4 sources :

- la maintenance : comprend la maintenance des logiciels et le SaaS,
- les licences : vente de solutions Dassault Systèmes et Visiativ Software,
- les services : formation et service pack,
- les ventes diverses : vente de matériels principalement.

## Évolution du CA de Visiativ et du nombre de clients depuis 2011



source : société

Le positionnement de Visiativ lui permet aujourd'hui de bénéficier d'une forte résilience de ses revenus. En constante progression depuis 2011, le taux de récurrence atteint 58% des revenus 2015 (vs 36% en 2011) dont 59% dans l'intégration et 50% dans l'édition.

## Une politique d'acquisitions agressive

Partie intégrante de la stratégie, la croissance externe a permis à Visiativ d'atteindre rapidement une taille critique. Depuis sa création, elle a ainsi procédé à près d'une vingtaine d'acquisitions dans ses deux activités, avec un rythme de 2 à 3 transactions chaque année. Grâce à cette stratégie agressive, le Groupe devrait afficher un CA supérieur à 105 M€ en 2016 d'après le management contre 37,1 M€ en 2010. Outre cette logique de taille, elle lui a permis d'accroître significativement sa base de clients (13 000 en 2015 vs 9 500 en 2014) et de prendre des positions sur le segment des Grands Comptes.

	Intégration			
	Année d'acquisition	Société	Activité	CA (M€)
	2001	Espace DAO	Intégrateur CAO	nc
	2008	Esystem	Intégrateur SOLIDWORKS pour la Suisse	nc
	2011	Mhac Technologies	nc	nc
	2012	Resomatic	nc	nc
	2013	Isoflex	nc	nc
	2013	Cadsoft	Fonds de commerce PLM	nc
	2015	Imalia (Cadware, ldevia)	Intégrateur CAO 3D PLM PDM	20,0
	2015	Tata Technologies	Fonds de commerce PLM France	10,0
	2015	Kalista	Intégrateur de solutions PLM pour le retail	1,0
	2016	NC2	Spécialiste de l'hébergement	5,5

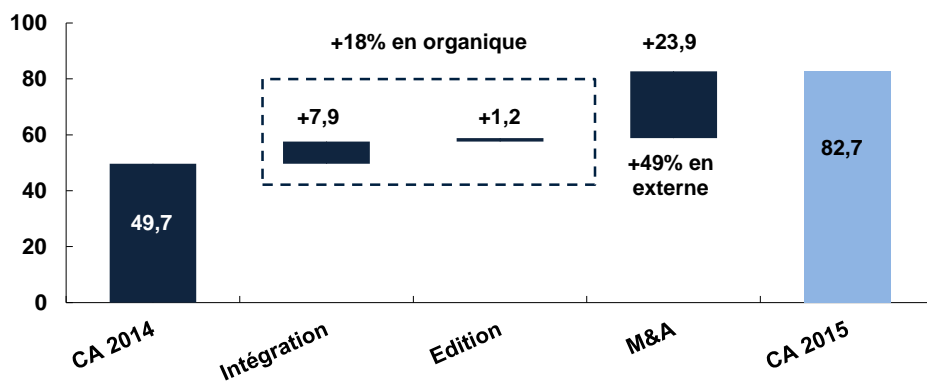
	Edition			
	Année d'acquisition	Société	Activité	CA (M€)
	2001	In Sigma	Editeur de logiciel BPM	nc
	2001	Adequad	Editeur de solutions collaboratives	nc
	2008	Mindeex	Plateforme de diffusion e-Learning	nc
	2009	Aspresso	Site internet à la demande	nc
	2009	Qeex	Service de communication et collaboration alternatif à l'email	nc
	2011	Isotools	Editeur de plateforme e-commerce	nc
	2012	Novaxel	Editeur de logiciels de GED	nc
	2016	iPorta	Editeur et intégrateur de solutions pour les métiers de l'immobilier	3,0
	2016	Solo Solution	Editeur de solutions CRM - marque Aquarelle	3,5

sources : société, Euroland Corporate

Visiativ est aujourd'hui un acteur incontournable de la consolidation du secteur, lui permettant de racheter des cibles de plus en plus significatives. Les dernières en date sont :

- **NC2** : hébergeur lyonnais propriétaire de 3 centres d'hébergement réalisant un CA de 5,5 M€ en 2015 (MOC à 8%). Avec son rachat, Visiativ va non seulement pouvoir accompagner ses clients dans leur mutation vers le SaaS mais aussi réduire ses coûts fixes en internalisant l'hébergement de sa plateforme *Moovapps*,
- **iPorta** : éditeur/intégrateur de solutions métiers en mode SaaS pour l'immobilier comptant une vingtaine de collaborateurs pour un CA 2015 de 3,0 M€. Cette opération permet au Groupe de pénétrer davantage le segment Grands Comptes tout en diversifiant son exposition sectorielle (facility management).
- **Solo Solution** : éditeur de solutions CRM comptant 30 collaborateurs et 300 clients. La société réalise en 2015 un CA de 3,5 M€ pour une MOC proche de 30%.

## Répartition entre croissance organique et externe en 2015 (en M€)



sources : société, Euroland Corporate

Si la croissance externe a fortement contribué à la progression du CA en 2015 (23,9 M€), la dynamique interne est restée soutenue (+18%), traduisant la capacité de Visiativ à intégrer de nouvelles cibles sans pour autant sacrifier la croissance organique. Par conséquent, le Groupe devrait naturellement poursuivre dans cette voie, que ce soit dans l'intégration avec le rachat de concurrents ou dans les logiciels avec la recherche de nouvelles briques complémentaires.

## Le plan AUDEO2017 atteint avec un an d'avance

### Des objectifs remplis...

Fin 2015, Visiativ pose les jalons de sa nouvelle stratégie avec son plan AUDEO2017. Son objectif principal était d'atteindre un CA 100 M€ d'ici 2017 et un résultat d'exploitation positif (vs -1,3 M€ en 2014). Pour ce faire, elle définit 3 priorités :

- renforcer le leadership dans l'intégration de **SOLIDWORKS**,
- pénétrer davantage le marché de la **3DEXPERIENCE**,
- atteindre une taille critique.

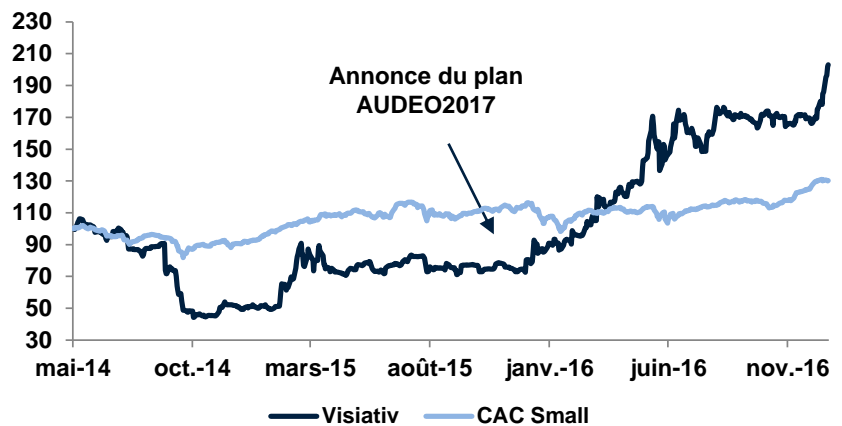
Grâce aux acquisitions successives, Visiativ a parfaitement rempli ses objectifs en consolidant ses positions et est devenue le 1<sup>er</sup> intégrateur européen pour **SOLIDWORKS** (dont 80% de pdm en France) et le 2<sup>ème</sup> en France pour la plateforme **3DEXPERIENCE**. Aussi, les efforts réalisés sur la structure de coûts ont permis de retrouver le chemin de la rentabilité dès 2015 (ROC à 2,5 M€). Fort de cette réussite, le Groupe annonce qu'il dépassera la barre des 100 M€ de revenus dès 2016 (>105 M€), soit un an avant la date butoir du plan. Compte tenu de la forte amélioration des résultats observée au S1 (ROC à -0,4 M€ vs -1,2 M€ un an auparavant), 2016 s'annonce d'ores et déjà comme un nouvel exercice de progression des résultats.

**...et un parcours boursier (presque) sans faute depuis l'introduction**

Visiativ s'est introduit en bourse le 28/05/2014 au prix de 10,86 € par action, lui permettant de lever 6 M€ nets. Très vite, l'action enregistre une forte chute (près de 60% de baisse) suite à un exercice 2014 caractérisé par un ralentissement de la croissance et un résultat d'exploitation dans le rouge (-1,3 M€ vs 2,3 M€ en 2013). Toutefois, plusieurs catalyseurs, avec en tête le plan AUDEO2017, ont permis au cours de se redresser progressivement. Ainsi, depuis son lancement, le titre a plus que doublé, passant de 7,91 € le 18/11/2015 à 21,42 € le 19/01/2017(c).

**Évolution du cours de bourse depuis l'introduction vs CAC Small (base 100)**

*Depuis sa cotation,  
l'action Visiativ affiche  
une surperformance  
de 72,8% vs le CAC  
Small*



sources : Factset au 19/01/2017, Euroland Corporate

## Pôle Intégration : Le leader européen dans l'intégration de solutions Dassault Systèmes

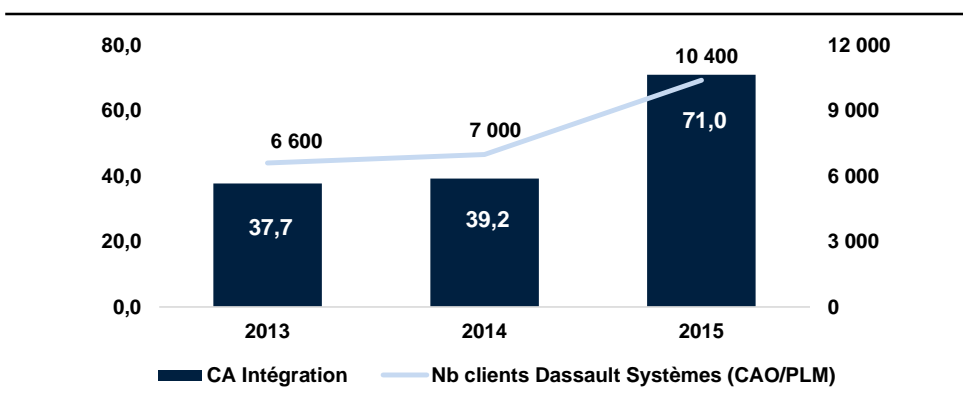
Cœur de métier historique de Visiativ, le pôle intégration représente 86% du CA 2015 (71,0 M€) et compte près de 300 collaborateurs. Cette activité consiste à distribuer puis à intégrer pour le compte d'une clientèle industrielle des solutions de CAO et PLM de Dassault Systèmes. Le pôle contribue également à la commercialisation des logiciels conçus par le pôle Edition (*Moovapps*, *myCADservices*).

### Un partenaire historique de Dassault Systèmes

#### Le spécialiste des solutions CAO/PLM

Partenaire de l'entreprise californienne *SOLIDWORKS* avant son rachat en 1997 par Dassault Systèmes, Visiativ figure aujourd'hui dans le Top 3 mondial dans la distribution et l'intégration de la solution éponyme. Également leader en Europe et en France (80% de pdm), elle capitalise sur une base de plus de 13 000 clients (TPE, PME, ETI) qui croît de manière constante année après année.

#### Évolution du CA Intégration (M€) / nombre de clients Dassault Systèmes depuis 2010



source : société

S'appuyant sur une connaissance fine des solutions et des problématiques métiers de ses clients, Visiativ s'est lancée depuis 2013 dans l'intégration de la plateforme **3DEXPERIENCE** (PLM) éditée par Dassault Systèmes. Ce mouvement logique et pertinent lui permet de pénétrer le marché des Grands Comptes industriels (automobile, aéronautique, etc.), d'accompagner ses clients en forte croissance, mais aussi de diversifier son offre commerciale. Articulée autour des produits *CATIA* et *ENOVIA*, elle regroupe les principaux logiciels de Dassault Systèmes.

Sur le plan technique, Visiativ délivre des prestations allant de l'audit à l'assistance à maîtrise d'ouvrage (AMO), en passant par l'intégration et la maintenance (TMA). De même, elle est en mesure de réaliser des développements spécifiques pour le compte de ses clients. C'est ainsi qu'elle a développé, à partir de *SOLIDWORKS* et grâce à son expertise, une offre packagée pour le marché Suisse de l'horlogerie baptisée *SolidWatch*.

Reconduit chaque année depuis près de 30 ans, le partenariat qui lie Dassault Systèmes à Visiativ traduit d'une part la relation de confiance entre les deux groupes et d'autre part, la légitimité de la société sur ce marché. Aussi, si la dépendance est élevée (56% des achats 2015), le risque de non reconduction est aujourd'hui faible compte tenu du savoir-faire et du portefeuille clients de Visiativ.

### Plateforme **3DEXPERIENCE** de Dassault Systèmes



sources : Dassault Systèmes, Euroland Corporate

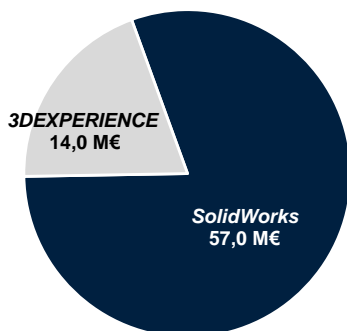
### ...dont la croissance soutenue se confirme

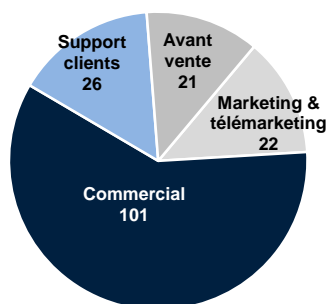
Après avoir enregistré une forte hausse de son activité en 2015 (+ 81% dont +20% en organique à 71,0 M€), la tendance s'est confirmée sur les 9 premiers mois de l'exercice 2016. Ainsi, le CA a atteint 64,6 M€ (+46% dont +10% en organique), profitant aussi bien des ventes *SOLIDWORKS* que de la montée en puissance de la plateforme **3DEXPERIENCE**, qui confirme son statut de relais de croissance trimestre après trimestre.

Parmi les facteurs explicatifs de cette dynamique on trouve :

- **Dassault Systèmes** : l'éditeur a su rendre ses produits accessibles à tous (y.c. aux non-initiés), assurant des débouchés plus importants,
- **les bureaux d'études** : toujours localisés en France, ils continuent de concevoir de nouveaux produits,
- **les start-ups** : un nombre croissant utilisent des produits de CAO pour concevoir des produits (exemple : objets connectés).

### CA 2015 Intégration par produit



**Force commerciale  
Intégration à fin 2015****Une approche commerciale par segment de marché****Une organisation commerciale structurée**

S'adressant à des typologies de clients ayant des besoins différents, Visiativ a fait le choix d'attaquer son marché à travers 3 marques fortes. Axemble et Cadware se positionnent auprès d'une clientèle TPE/PME (80% du CA Intégration 2015) avec des solutions packagées de CAO. Créée en 2011, Visiativ Solutions cible quant à elle les ETI (20% du CA Intégration 2015) avec des prestations d'intégration sur mesure de solutions de PLM, les Grands Comptes étant adressés directement par Dassault Systèmes.

Les cycles de ventes étant relativement différents selon la solution retenue (0-2 mois pour *SOLIDWORKS* vs 6-9 mois pour la plateforme *3DEXPERIENCE*), cette double approche paraît pertinente, et ce d'autant plus que les problématiques métiers ne sont pas les mêmes entre ces deux segments. Au total, 42 collaborateurs assurent le développement commercial des offres du pôle intégration à fin 2015.

**Approche commerciale du pôle Intégration**

TYPLOGIE DE CLIENTS	BUSINESS UNITS	SOLUTIONS	EXEMPLES CLIENTS
TPE / PME	Cadware	<i>SOLIDWORKS</i> <i>myCADservices</i>	innate pharma
	Axemble	<i>moovapps</i>	<i>ROLLOMATIC</i>
ETI	Visiativ Solutions	<i>CATIA</i> <i>ENOVIA</i> <i>3DEXPERIENCE</i> <i>myCADservices</i> <i>moovapps</i>	<i>faurecia</i> <i>BIC</i> <i>LATECOERE</i>

source : Euroland Corporate

**Un virage stratégique vers les ETI**

En créant une *business unit* dédiée aux ETI dès 2011 (renforcée en 2015 avec le rachat d'Idevia via Imalia), Visiativ opère un mouvement stratégique majeur lui permettant d'accroître significativement ses perspectives de croissance. En effet, alors que le contrat moyen auprès des TPE/PME est de l'ordre de 10 K€, il avoisine les 100 K€ avec les ETI.

Cette différence s'explique par 2 facteurs : 1/ un prix de base plus élevé pour le PLM et 2/ un nombre d'utilisateurs plus important (le PLM ne se cantonne pas au bureau d'études au sein d'une entreprise mais s'étend à l'ensemble des fonctions stratégiques).

Sur les prochaines années, tout l'enjeu sera d'accroître la base clients ETI, qui constitue un véritable réservoir de croissance, et d'augmenter le panier moyen. Actuellement 2<sup>ème</sup> intégrateur en France de la plateforme **3DEXPERIENCE**, le Groupe dispose selon nous du savoir-faire nécessaire ainsi que d'une taille suffisante (20 M€ dans le PLM) pour asseoir sa position sur ce segment de clientèle.

### Un *business model* résilient

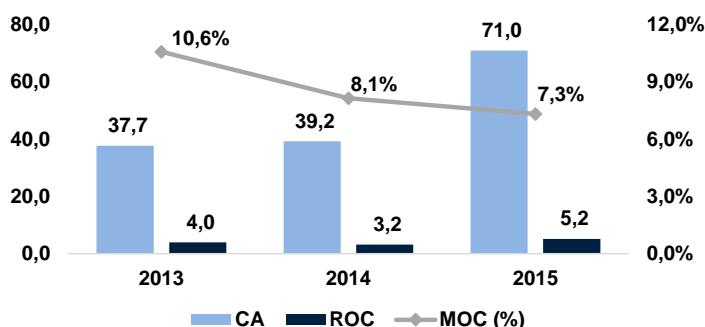
Historiquement rentable, le pôle intégration a vu sa marge reculer depuis 3 exercices, passant de 10,6% en 2013 à 7,3% en 2015.

Cette baisse notable s'explique par trois éléments conjoncturels :

- le développement de l'offre **3DEXPERIENCE** dont le taux de marge brute est plus faible que **SOLIDWORKS** (35% vs 45%) compte tenu d'une politique tarifaire plus agressive de Dassault Systèmes sur cette nouvelle offre,
- des investissements commerciaux importants dans le PLM (coût d'acquisition client supérieur) dans un contexte de prise de parts de marché,
- un effet dilutif lié aux acquisitions réalisées au cours des 2 derniers exercices.

### Évolution de la MOC depuis 2013

*En 2015, les revenus récurrents représentent 59% du CA du pôle*



source : société

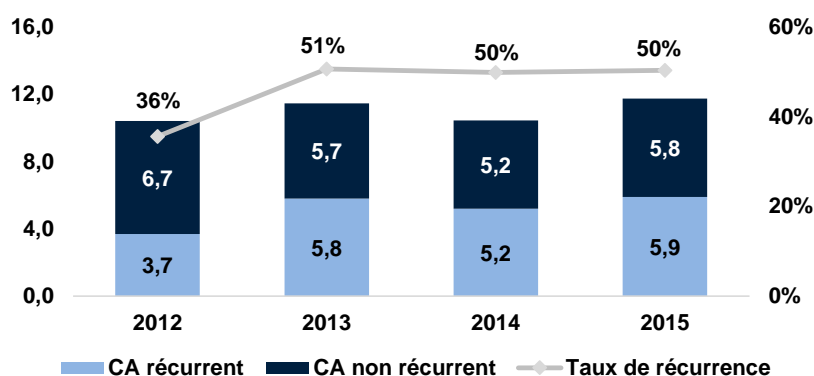
Malgré tout, cette activité présente une structure de revenus fortement récurrente qui représente 59% de son CA 2015, lui garantissant une visibilité sur le long terme. En effet, l'importance de sa base installée lui permet de s'assurer un socle de revenus de maintenance en croissance grâce à : 1/ un *churn* faible (5% sur la base d'un renouvellement annuel) et 2/ des ventes de nouvelles licences issues à 50% de la base installée qui alimentent la maintenance chaque année (20% du prix de la licence en n+1). Passées la phase d'intégration et d'investissement, nous pensons que Visiativ devrait être en mesure de retrouver un niveau de marge opérationnelle proche de 8,0% dans cette activité à terme.



## Pôle Edition : Un relai de croissance en devenir

Second métier de Visiativ, l'édition de logiciels représente 14% de son activité sur l'exercice 2015 (11,7 M€) et compte plus de 4 000 entreprises clientes. Actuellement en pleine phase de développement (38% du CA consacrés à la R&D depuis 3 ans), cette activité se positionne sur le marché des solutions collaboratives (*Moovapps*, *myCADservices*) et présente des synergies commerciales fortes avec le métier d'intégrateur.

### Évolution du CA Edition depuis 2012



source : société

## Cap sur les outils collaboratifs

### *Moovapps* : la plateforme collaborative

Présent depuis 1997 dans l'édition de logiciels avec sa suite *VDoc* (GED), Visiativ a développé une plateforme collaborative sous la marque *Moovapps* depuis 2014. Combinant son savoir-faire technologique en matière de GED et son expertise métier, le Groupe commercialise cette plateforme selon le mode SaaS (21% du CA 2015) et licence (affaire moyenne entre 30 K€ et 50 K€) avec une approche directe et indirecte via un réseau d'une cinquantaine de partenaires.

Offrant des solutions packagées et verticalisées, elle intègre des briques pouvant fonctionner indépendamment les unes des autres dans les domaines de la GED, de la gestion de la qualité, du social learning ou encore de l'automatisation de processus (BPM), le tout en garantissant une parfaite interopérabilité avec l'ERP du client. Disponible sur tout type de support (PC, tablette, smartphone), elle répond aux enjeux de la mobilité et du collaboratif s'inscrivant dans le phénomène des SMACS (*Social, Mobility, Analytics, Cloud, Security*).

### Évolution du nombre de clients *Moovapps*

Année	Nb clients <i>Moovapps</i>	(var %)
2013	2 400	ns
2014	2 500	4%
2015	2 700	8%

source : société

Principalement dédiée au PME/ETI, *Moovapps* présente de fortes synergies commerciales avec son activité historique, qui reste son principal vivier de clients (cf. approche commerciale du pôle intégration). En effet, grâce à cette stratégie consistant à mettre un pied chez le client via le pôle intégration, Visiativ s'assure à la fois un coût d'acquisition plus faible mais également une fidélité plus importante de ses clients en leur offrant une prestation de bout en bout. Cependant, comme le démontrent les exemples ci-dessous, son public ne se limite pas uniquement à des sociétés industrielles.

#### *Accompagnement de Canal + dans sa gestion des distributeurs*



Avec sa plateforme *Moovapps*, Visiativ a conçu pour le groupe Canal + un extranet permettant la dématérialisation de la gestion des relations avec les distributeurs. Elle a ainsi permis d'améliorer la qualité de la relation clients avec les distributeurs et de piloter efficacement le lancement des nouvelles offres du Groupe. Plusieurs « blocs métiers » ont été mis en place, facilitant la gestion documentaire et l'automatisation des processus au travers d'un portail intra/extranet dédié. En outre, elle a rendu possible :

- l'automatisation de la gestion du cycle de vie global des abonnements,
- la traçabilité des informations et l'optimisation du support commercial,
- l'amélioration de la relation client / distributeur.

#### *Accompagnement de Chantelle dans le suivi de ses flux*



Visiativ a conçu pour le Groupe Chantelle une solution de suivi entre ses boutiques, ses entrepôts et les transporteurs, mais également une solution de gestion des processus RH. Le « bloc métier » proposé au sein de *Moovapps* fût l'automatisation des processus dont l'implémentation a permis :

- d'optimiser la charge administrative et le coût des échanges entre les boutiques et le Siège,
- d'améliorer la fiabilité des échanges de données relatives aux livraisons entre les acteurs,
- d'accélérer le traitement des anomalies,
- de tracer les colis.

De manière générale, *Moovapps* permet de décloisonner les flux entre les directions métiers en favorisant la collaboration entre les équipes. A titre d'exemple, *Moovapps* permet aux commerciaux de réaliser une vente sur tablette, d'envoyer la commande au bureau d'étude pour personnalisation, puis à la fabrication, pour finalement autoriser la livraison du produit fini, le tout en dématérialisant et automatisant les documents, processus et transactions.

**Cartographie de l'offre Moovapps**

BRQUES LOGICIELLES	BUSINESS SUITES					SECTEURS ADRESSÉS		
	Engineering Suite	Customer Service Suite	Sales Suite	Quality & Security Suite	HR & Finance Suite	Industrie	Retail	Services
<b>EDPM Collaboration</b> Publication documentaire technique								
<b>SmartPart</b> Consultation des catalogues de machines, de nomenclatures et de pièces								
<b>Quality Process</b> Gestion des processus qualité								
<b>Quality Document</b> Gestion électronique des documents pour la qualité								
<b>SmartRep</b> Application mobile de vente terrain								
<b>BroB Commerce</b> Consultation des catalogues et prise de commandes								
<b>Reseller Community</b> Animation de la communauté des distributeurs / revendeurs								
<b>Security Management</b> Gestion de la santé et de la sécurité au sein de l'organisation								
<b>HR &amp; Finance Portal</b> Portail intranet RH et Finance de l'entreprise								
<b>HR Process</b> Gestion des processus RH : recrutement, congés, campagne d'entretiens individuels, ...								
<b>Finance Process</b> Gestion des processus Finance / Achat : factures, notes de frais, ...								
<b>Supplier Document</b> Gestion des dossiers fournisseurs								
<b>Employee Document</b> Gestion des dossiers collaborateurs								
<b>Customer Service Portal</b> Portail de gestion des processus, des doc. techniques et du suivi des dossiers clients								
<b>Customer Document</b> Gestion des dossiers clients et des affaires								

source : EuroLand Corporate

### **myCADservices : une pépite sur le marché de la CAO**

Capitalisant sur son expertise métier et sa connaissance des produits de Dassault Systèmes, Visiativ a développé une solution complémentaire à *SOLIDWORKS*. Baptisée « *myCADservices* », elle rassemble une communauté de plus 40 000 utilisateurs 2 ans seulement après son lancement et présente un fort taux d'utilisation au quotidien. Disponible en version *freemium*, elle existe également en mode payant (abonnement). A ce jour, 3 700 utilisateurs ont souscrit à l'offre premium (panier moyen > 500 € par abonné / an), représentant un CA 2016 de l'ordre de 2 M€ (vs 1,7 M€ en 2015).

Les utilisateurs de la version premium peuvent, entre autres, bénéficier : de modules de formation en ligne, d'une bibliothèque de modèles prédéfinis, d'un support clients, d'une communauté active d'utilisateurs ou encore d'une solution de gestion de la documentation technique.

Avec *myCADservices*, le Groupe permet aux ingénieurs d'aller plus loin dans leur utilisation de *SOLIDWORKS* en ajoutant une dimension collaborative et des fonctionnalités prêtes à l'emploi.

#### **Offre myCADservices Premium**

Panier moyen > 500 €  
par utilisateur / an



source : société

En étant le seul acteur du marché à proposer une couche logicielle supplémentaire, Visiativ s'assure une visibilité importante pouvant s'étendre au-delà de sa base clients. Par conséquent, au regard du nombre d'utilisateurs de *SOLIDWORKS* dans le monde (2,7 millions d'après Dassault Systèmes), le potentiel de développement nous semble particulièrement prometteur pour les prochains exercices, même si certains investissements seront nécessaires (traduction du site en plusieurs langues, promotion de la plateforme, etc...).

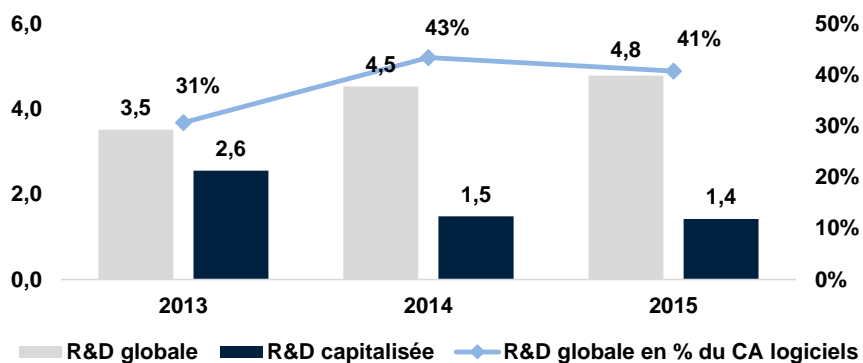
Toujours dans le but de mobiliser sa communauté et d'accompagner les entreprises dans leur transformation digitale, Visiativ organise le congrès ENTREPRISE DU FUTUR. La première édition (janvier 2016), en partenariat notamment avec Dassault Systèmes, Up Numérique et BPI France a permis de réunir plus de 1350 dirigeants (PME/ETI) autour de projets porteurs de la révolution digitale et de retours d'expérience.

## La R&D : clé de voûte de l'activité Edition

Visiativ poursuit depuis plusieurs années un effort de R&D important dans son activité d'édition. Sur la période 2013-2015, le Groupe a consacré en moyenne 38% du CA Edition en R&D (7% en moyenne de son CA total) soit 12,8 M€ cumulés. En partie immobilisées, les dépenses sont amorties sur 3 ans pour les nouveaux produits et 1 an pour les évolutions de produits existants. En contrepartie de ces investissements, l'entreprise a perçu un CIR de 0,4 M€ en moyenne sur la période (comptabilisé dans « autres produits d'exploitation »), un montant qui devrait augmenter sur les 3 prochaines années (0,8 M€e).

### Évolution des dépenses de R&D depuis 2013 (en M€)

Sur 3 ans, les dépenses de R&D représentent en moyenne 38% du CA Edition



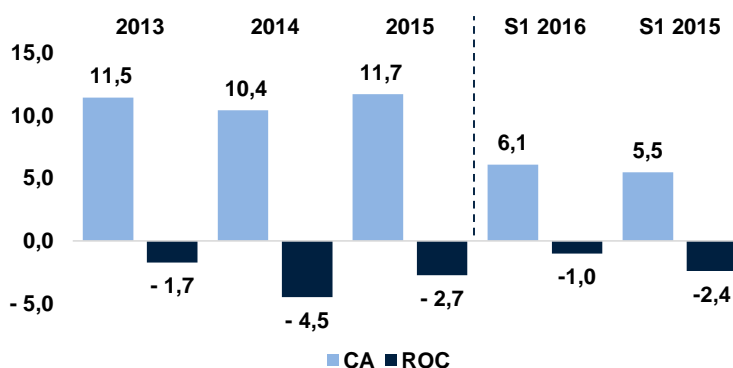
source : société

Basé à Charbonnières-les-Bains (69), le département R&D compte 74 salariés à fin 2015, principalement au sein de Visiativ Software, le reste se répartissant entre Axemble et Visiativ Maroc. Afin de compléter les logiciels disponibles sur sa plateforme et pour répondre au mieux aux nouveaux besoins clients, Visiativ lance des programmes d'innovation sur les nouvelles tendances technologiques (cloud, mobilité, réseaux sociaux, Big Data et IoT). Ces programmes sont expertisés et en partie financés par Bpifrance. De plus, l'entreprise bénéficie du label BpiFrance « Entreprise Innovante » qui lui permet notamment d'être éligible pour des marchés publics de haute technologie.

## Une activité en phase d'investissement

Depuis 2013, le pôle logiciels fait face à des investissements conséquents qui ont fortement pesé sur sa rentabilité. Après avoir enregistré un ROC de -1,7 M€ en 2013, le pôle creuse ses pertes en 2014 (-4,5 M€) sous le poids : 1/ de l'augmentation des frais de R&D (+1,0 M€ à 4,5 M€), 2/ d'une hausse des DAP de 0,7 M€ en lien avec les investissements, 3/ du renforcement de la force commerciale et des dépenses marketing et 4/ de l'accélération de l'adoption du SaaS.

### Évolution du CA et du ROC depuis 2013



*L'amélioration des résultats au S1 2016 confirme la guidance de break-even en 2017*

source : société

Avec le retour d'une croissance organique soutenue en 2015 (+12% vs -9%) couplé à une rationalisation de sa structure de coûts, le pôle réduit fortement ses pertes à -2,7 M€ et à -1,0 M€ au S1 2016, en ligne avec l'objectif de *break-even* en 2017. Au regard de la forte récurrence des revenus (54% du CA S1 2016) liée au modèle à la maintenance et au SaaS, plusieurs éléments nous laissent penser que la rentabilité devrait significativement s'améliorer sur les prochains exercices :

- une meilleure couverture des coûts fixes grâce à l'atteinte d'une taille critique,
- la concrétisation d'acquisitions relatives à l'image de celle de Solo Solution (MOC proche de 30%),
- la poursuite de l'optimisation des charges opérationnelles (économies d'échelle post-acquisition),
- un niveau de dépenses en R&D moins élevé à terme.

A terme, le pôle devrait selon nous être en mesure de générer une marge opérationnelle courante conforme aux standards du secteur (entre 15% et 20% en normatif).

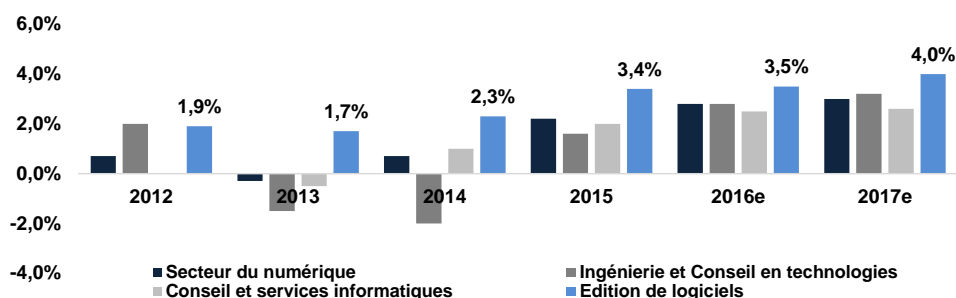
## L'industrie logicielle face à l'essor du collaboratif

### Les dépenses en logiciels tirent la croissance du secteur numérique

Selon les dernières estimations du Syntec, sur un marché de 52 Mds€ en 2016, les métiers du conseil et des services IT représentent 61% de ce dernier (31,7 Mds €), l'édition de logiciels, 22% (11,4 Mds€) et le conseil en technologies, 17%. Après une croissance de +2,2% en 2015, le secteur est attendu en hausse de +2,8% en 2016, porté par une logique d'investissement visant à accélérer la transformation numérique des entreprises. Depuis 2010, les éditeurs de logiciels surperforment le secteur IT avec une hausse de +3,4% en 2015 et une croissance estimée de +3,5% en 2016.

Visiativ, en tant qu'intégrateur de solutions logiciels Dassault Systèmes et éditeur, est directement affecté par la santé du marché des logiciels. Nous concentrerons donc notre étude sur ce dernier.

### Croissance de l'industrie du Numérique en France



sources : Syntec, IDC, novembre 2016

### Les tendances de fond : le SaaS et les SMACS

Après avoir pesé 1,3 Mds€ en 2015 en France, les ventes SaaS devraient croître de +21,6% en 2016 à 1,6 Mds€ (vs +35% pour Visiativ sur les 9 premiers mois de 2016), représentant 17% du marché des logiciels. Les DSI misent sur ces solutions pour réduire leurs dépenses et bénéficier d'une certaine souplesse dans un contexte budgétaire sous pression.

Aujourd'hui, la majorité des projets SaaS concerne principalement trois fonctions de l'entreprise :

- le marketing / ventes (CRM),
- les ressources humaines,
- la comptabilité.

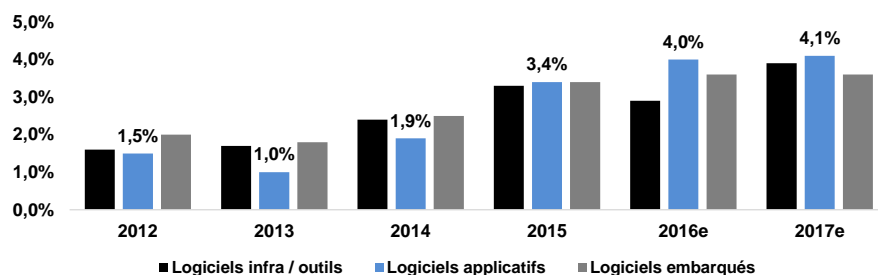
Dans le secteur de l'édition de logiciels, un second phénomène prend de l'ampleur, celui des « SMACS », qui pèse déjà 22% du marché de l'édition de logiciels (2,4 Mds€), et qui est attendu en croissance de +16% en 2016 (source : IDC – Syntec novembre 2016). Les SMACS désignent les prestations d'intégration des technologies pour :

- améliorer l'aspect **Social** : l'essor de la mobilité, de la dématérialisation des processus et du Big Data suscitent le déploiement d'outils collaboratifs, destinés à favoriser l'intelligence collective,
- répondre au besoin de **Mobilité** des clients et à l'essor du BYOD (*Bring Your Own Device*),
- l'**Analyse** et l'exploitation des données dont les volumes explosent, d'où l'appellation Big Data,
- simplifier l'architecture informatique, réduire les coûts et adapter les besoins de consommation d'une entreprise grâce au **Cloud** (PaaS, IaaS, SaaS),
- améliorer la **Sécurité** dans un univers qui associe Cloud / Big Data / Internet des Objets / Mobilité et donc dans un univers où les données sont particulièrement vulnérables.

Les secteurs qui porteront la croissance de l'informatique et des SMACS seront principalement ceux de l'industrie, de la santé, de la banque / assurance et le secteur public, ces structures ayant des besoins importants en terme de collaboration digitale et de transition numérique. Grâce aux investissements réalisés ces dernières années, Visiativ est à même de répondre à ces problématiques grâce à sa suite applicative *Moovapps*, dont l'architecture basée sur la gestion de contenus, apporte une solution concrète à l'explosion du volume de données généré par une entreprise.

### Croissance des éditeurs par type de logiciels en France

Le segment des logiciels applicatifs sur lequel se positionne Visiativ est attendu en croissance de +4,0% en 2016 et +4,1% en 2017 selon le Syntec



sources : Syntec, IDC, novembre 2016

En plus de sa proposition sur le marché des logiciels, Visiativ intervient, en tant qu'intégrateur PLM sur le segment des logiciels embarqués, marché en progression (+3,5% en 2015), attendu en hausse de +3,6% en 2016.



## Le PLM, un marché de 24 Mds\$

Entre 2012 et 2015, l'ensemble du marché PLM a progressé de +7% par an en moyenne (source : Dassault Systèmes) et devrait afficher la même dynamique dans les prochaines années. A l'intérieur de ce marché, 2 segments se distinguent, celui du SLM (Service Lifecycle Management) et celui de l'IoT (Internet of Things) avec des TCAM respectifs de +11% et de +38% sur la période 2015-2018e. Ces croissances à deux chiffres traduisent les nouvelles tendances du secteur : les objets connectés et le décloisonnement des métiers par la digitalisation.

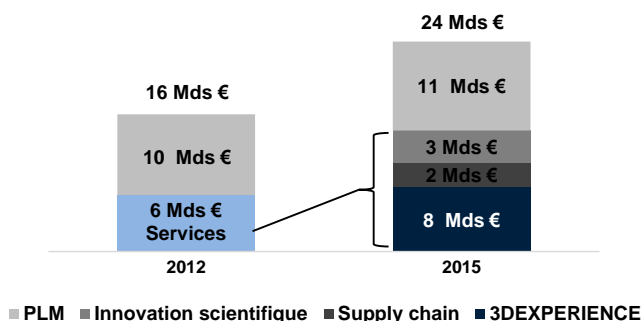
Géographiquement, l'Amérique du Nord compte pour 33% du marché global (source : Transparency Market Research). Toujours d'après Transparency Market Research, et avec des prévisions de TCAM de +15% entre 2015 et 2022e, l'Afrique et le Moyen Orient seront les prochains relais de croissance de ce marché du PLM.

### Un marché mature toujours en croissance...

Si le marché historique des logiciels PLM (l'aéronautique, l'automobile, le BTP et les équipements industriels) est arrivé à maturité, il reste dans son ensemble en croissance de +5% à +6% (source : Dassault Systèmes) par an et ce grâce au phénomène de prototypage numérique permettant aux entreprises de répondre aux nouvelles problématiques de réduction des coûts R&D et de time to market.

Les nouvelles tendances de marché telles que l'IoT devraient avoir un rôle important à jouer dans les prochaines années et gonfler la taille du marché de la CAO. En effet, des solutions permettant de créer des produits manufacturés mais aussi de gérer la couche logicielle de ces produits auront un réel intérêt auprès de ces sociétés. De plus, grâce aux progrès réalisés au niveau de la puissance de traitement des mobiles et des interfaces logicielles, il est désormais possible d'utiliser des logiciels de CAO complets sur toutes les plateformes. Cette ingénierie mobile permettant d'être plus efficace, plus efficient et plus productif devrait contribuer au dynamisme du marché.

### Évolution du marché adressable mondial par typologie de produit



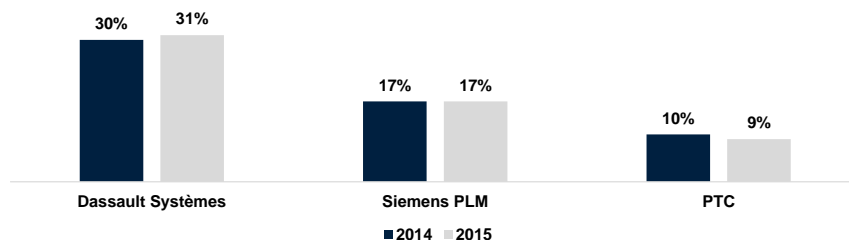
source : Dassault Systèmes

### ... s'articulant autour de trois grands éditeurs

L'offre de logiciels PLM reste concentrée autour de trois grands éditeurs dont les positionnements diffèrent :

- **Dassault Systèmes**, leader historique en CAO avec plus de 2,7 millions d'utilisateurs répartis dans 80 pays, possède une véritable expertise technique dans les domaines de la 3D et de la maquette numérique (CATIA),
- **Siemens PLM Software**, spécialiste PLM, mise sur une interaction plus forte entre sa plateforme et les environnements de production, d'actionneurs et de capteurs intelligents,
- **PTC**, gère une clientèle diversifiée et met l'accent sur les besoins en gestion industrialisée de services.

### Répartition des parts de marché PLM entre les 3 principaux éditeurs



source : Dassault Systèmes

### Un marché dynamisé par l'émergence de nouvelles fonctionnalités

Afin de répondre aux questions de transformation numérique des entreprises et à l'émergence de nouveaux secteurs tels que l'IoT, les éditeurs proposent de nouvelles moutures de leurs logiciels phares. Dassault Systèmes propose, par exemple, une nouvelle plateforme **3DEXPERIENCE** à destination de ces nouveaux secteurs. Ces solutions cloud sont attendues en forte croissance entre 2015 et 2022 à +17,7% (source : Transparency Market Research).

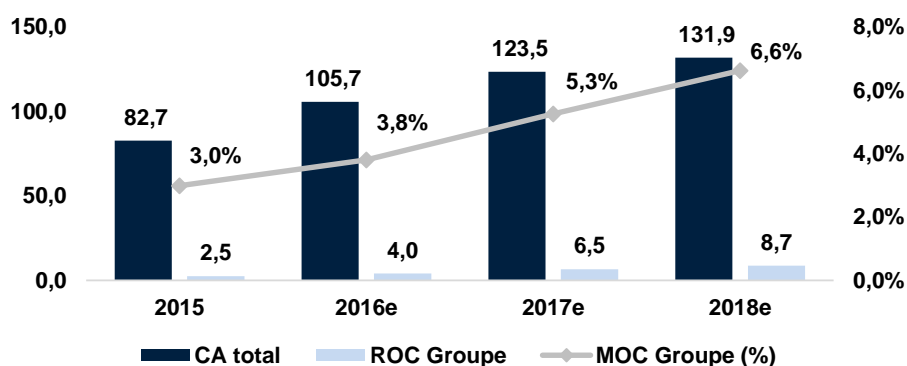
Ce nouvel outil permet de gérer tous les besoins PLM d'une entreprise tout en proposant une interface collaborative intuitive facilitant l'adoption de la solution auprès d'un public non initié. De plus, une nouvelle version de **SOLIDWORKS** (V2017) a vu le jour fin 2016 apportant de nouvelles innovations, améliorant l'expérience utilisateur et ajoutant de nouvelles capacités pour les technologies émergentes.

C'est dans ce contexte et sur un marché estimé des services PLM à 500 M€ (source : PAC « Les nouveaux horizons du PLM », 2014) que Visiativ intervient. Son solide partenariat avec Dassault Systèmes depuis 1996 lui permet d'être dans le numéro 1 européen des intégrateurs **SOLIDWORKS** avec plus de 80% du marché français et numéro 2 en France pour la plateforme **3DEXPERIENCE**.

## Perspectives stratégiques et financières

Alors que Visiativ va franchir la barre des 100 M€ de CA un an avant le terme du plan AUDEO2017, le Groupe affiche des ambitions fortes à travers le plan NEXT100 dont l'objectif est le dépassement des 200 M€ CA à horizon 2020. En parallèle, il devrait bénéficier d'un levier opérationnel important grâce à : 1/ une évolution positive du taux de marge brute compte tenu d'un mix-produit plus favorable à l'Édition, 2 / l'atteinte d'une taille critique dans l'Édition qui devrait permettre d'atteindre le point mort dès 2017 malgré l'impact à court terme du développement du SaaS et 3/ le retour à un niveau de marge plus normatif dans l'intégration, passée la phase d'investissement dans la 3DEXPERIENCE. Pour 2016e, nous anticipons un CA 106,5 M€ et un ROC de 4,0 M€ (3,8% du CA / +0,8 pts).

### Prévisions de CA et de ROC pour la période 2016-18



source : Euroland Corporate

### Cap vers NEXT100

S'articulant autour d'une stratégie claire, le plan NEXT100 s'appuiera sur une croissance organique soutenue (croissance organique à 2 chiffres) ainsi que sur la poursuite d'une politique d'acquisitions offensive dans ses deux activités.

Sur le plan organique Visiativ entend :

- poursuivre le cross-selling entre le pôle l'intégration et le pôle Édition,
- favoriser l'up-selling en augmentant le nombre de brique logicielle par client (1 brique par client actuellement),
- enrichir son offre de produits via le développement de briques logicielles complémentaires issues de la R&D,
- s'appuyer sur sa force de vente pour conquérir de nouveaux clients dans l'intégration, notamment sur le segment ETI où l'affaire moyenne est supérieure (100 K€ en moyenne vs 10 K€ pour les TPE/PME).

Le volet externe du plan consistera à :

- renforcer les expertises existantes dans *SOLIDWORKS* et dans la *3DEXPERIENCE*, à l'international, et plus particulièrement en Europe,
- acquérir des briques complémentaires qui viendront enrichir l'offre *Moovapps*.

Sur ce point, et compte tenu du track-record de la société en la matière, nous sommes confiants dans sa capacité à réaliser des acquisitions transformatives. Tout en restant sélectif, le Groupe pourra s'appuyer sur une structure financière solide. Par ailleurs, nous n'excluons pas la concrétisation d'une opération à l'international (Europe notamment), qui pourrait permettre à Visiativ de diversifier son exposition géographique et conforter sa position dominante.

### Prévisions de CA par métier

En M€	2016e	2017e	2018e
<b>CA Intégration</b>	<b>91,6</b>	<b>101,7</b>	<b>107,8</b>
<i>dont CA des acquisitions 2015 et 2016</i>	<i>32,4</i>	<i>37,8</i>	<i>39,4</i>
<b>CA Edition</b>	<b>14,2</b>	<b>21,8</b>	<b>24,1</b>
<i>dont CA des acquisitions 2015 et 2016</i>	<i>1,2</i>	<i>7,0</i>	<i>7,5</i>
<b>CA consolidé</b>	<b>105,7</b>	<b>123,5</b>	<b>131,9</b>
<i>croissance publiée (%)</i>	<i>27,8%</i>	<i>16,8%</i>	<i>6,8%</i>
<i>croissance organique (%)</i>	<i>7,3%</i>	<i>7,5%</i>	<i>6,8%</i>

source : Euroland Corporate

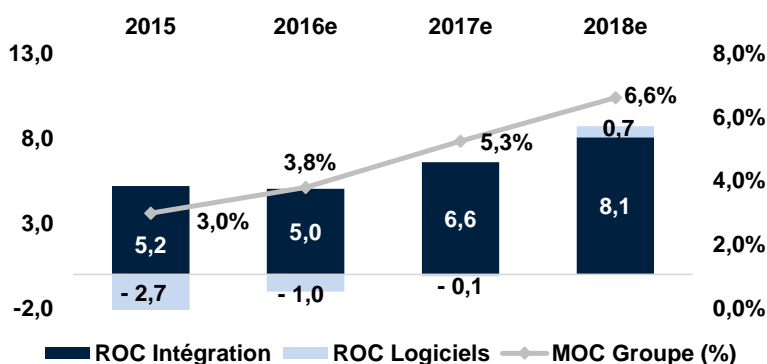
**Nos prévisions s'appuient sur les leviers évoqués précédemment et notamment sur : 1/ la capacité de Visiativ à gagner des parts de marché dans le PLM qui devrait se traduire par une augmentation du CA moyen par affaire et 2/ la montée en puissance des plateformes *Moovapps* et *myCADservices* qui améliorera la base de revenus récurrents et 3/ la poursuite de la dynamique actuelle dans la CAO.**

## Un levier important sur la marge opérationnelle

La forte croissance de Visiativ sur les 3 prochains exercices sera accompagnée par une amélioration notable de la rentabilité compte tenu : 1/ d'un mix-produit plus favorable aux logiciels qui permettra d'améliorer le taux de marge brute malgré le développement de la **3DEXPERIENCE**, 2/ de l'atteinte du point mort du pôle Edition dès 2017 conformément aux attentes du management et 3/ de l'amélioration graduelle de la marge opérationnelle du pôle Intégration avec un retour sur des niveaux plus normatifs (8% environ).

### Prévisions de ROC par métier

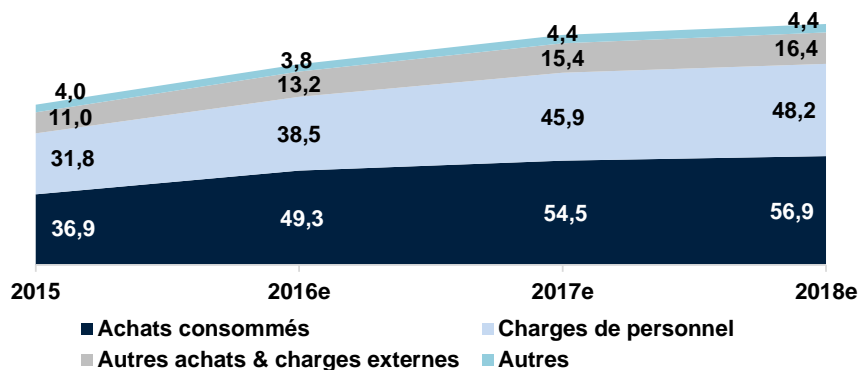
Le pôle Edition, qui se caractérise par une structure à coût fixe, va bénéficier d'un levier important sur la marge d'ici 2018



source : Euroland Corporate

Représentant 38,5% du CA 2015, les charges de personnel devraient enregistrer une hausse modérée sur les prochains exercices (hors acquisitions), se limitant à des recrutements ciblés. De même, les coûts fixes évolueront en ligne avec la croissance alors que des synergies de coûts liées aux acquisitions sont attendues.

### Évolution des principaux postes de charges



source : Euroland Corporate

## Une structure financière solide à la hauteur de ses ambitions

A fin 2015, Visiativ présente une structure financière solide avec une trésorerie nette de 4,6 M€ et des capitaux propres de 6,0 M€. La réalisation d'une augmentation de capital de 7,5 M€ en juin 2016 ainsi que l'obtention récente d'un crédit syndiqué pour un montant de 22,0 M€, permettront au Groupe de financer ses investissements sur les prochaines années, conformément à son plan NEXT 100.

### Structure financière prévisionnelle

En M€	2015	2016e	2017e	2018e
Trésorerie	12,2	14,6	16,5	19,6
Dette brute	7,7	15,4	13,4	11,3
<b>Dette nette</b>	<b>-4,6</b>	<b>0,7</b>	<b>-3,1</b>	<b>-8,3</b>
<i>Gearing (%)</i>	<i>-76%</i>	<i>5%</i>	<i>-15%</i>	<i>-30%</i>

source : Euroland Corporate

Notons cependant que le bilan est caractérisé par un goodwill important (9,2 M€ à fin 2015 dont 5,8 M€ pour Imalia acquis en 2015) compte tenu des nombreuses acquisitions réalisées ces dernières années. Amorti jusqu'en 2015, il fera désormais l'objet d'un test de dépréciation annuel dès 2016.

### Tableau de flux prévisionnel

En M€	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Cash flow opérationnel</b>	<b>9,1</b>	<b>2,3</b>	<b>7,7</b>	<b>9,3</b>
dont variation de BFR	6,3	-2,6	0,8	0,3
<b>Cash flow d'investissement</b>	<b>-5,7</b>	<b>-13,8</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,0</b>
dont investissements incorporels/corporels	-1,7	-2,1	-3,1	-3,3
dont variation de périmètre	-5,3	-10,3	0,0	0,0
<b>Cash flow de financement</b>	<b>3,2</b>	<b>13,9</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,1</b>
dont augmentation de capital	0,0	7,2	0,0	0,0
dont variation des dettes financières	3,2	7,7	-2,0	-2,1
<b>Variation de la trésorerie nette</b>	<b>6,8</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>	<b>3,1</b>

source : Euroland Corporate

**Compte de résultat synthétique**

En M€	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>82,7</b>	<b>105,7</b>	<b>123,5</b>	<b>131,9</b>
<i>var (%)</i>	66,5%	27,8%	16,8%	6,8%
<b>Marge brute</b>	<b>45,8</b>	<b>56,5</b>	<b>69,0</b>	<b>75,0</b>
<i>Taux de marge brute (%)</i>	55,4%	53,4%	55,9%	56,9%
Charges de structure	11,0	13,2	15,4	16,4
Frais de personnel	31,8	38,5	45,9	48,2
Autres	4,0	3,8	4,4	4,4
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>2,5</b>	<b>4,0</b>	<b>6,5</b>	<b>8,7</b>
<i>Marge opérationnelle courante (%)</i>	3,0%	3,8%	5,3%	6,6%
Résultat financier	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4
Résultat exceptionnel	-0,3	0,2	0,0	0,0
Impôts	-0,6	-0,4	-0,9	-1,3
<b>Résultat net part du Groupe</b>	<b>0,4</b>	<b>3,4</b>	<b>5,2</b>	<b>7,0</b>
Marge nette (%)	0,5%	3,2%	4,2%	5,3%
<b>Bnpa dilué (€)</b>	<b>0,14</b>	<b>0,99</b>	<b>1,49</b>	<b>2,03</b>
<i>var (%)</i>		603%	51%	36%

source : Euroland Corporate

## Valorisation de Visiativ

Pour valoriser la société, nous avons retenu deux méthodes de valorisation : 1/ l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) et 2/ les comparables boursiers

### Valorisation par les DCF

Les principales hypothèses de notre valorisation par les DCF sont les suivantes :

- **Croissance du chiffre d'affaires** : un TCAM de +16,8% entre 2016 et 2018 prenant en compte les récentes acquisitions, la montée en puissance du pôle Edition et la poursuite de part de marché dans le PLM et la CAO.
- **Rentabilité opérationnelle** : la marge opérationnelle est attendue en forte hausse d'ici 2018 compte tenu de la croissance, de l'atteinte du point mort dans l'Edition et du retour à une marge plus normative dans l'Intégration. Nous prenons l'hypothèse d'une marge normative de 8,0% en 2021.
- **Impôts** : compte tenu des 19,0 M€ de déficits à fin 2015, Visiativ devrait bénéficier d'un taux d'imposition très faible jusqu'en 2019. Au delà, nous appliquons un taux à 33,3%.
- **Besoin en fonds de roulement** : un BFR négatif de -8,0% du CA à partir de 2019.
- **Investissements** : nous faisons l'hypothèse d'un niveau d'investissement de 2,5% du CA sur la période.
- **Un taux d'actualisation (WACC) de 9,85% basé sur :**
  - un taux sans risque de 0,86 % ;
  - une dette financière nette estimée de 0,7 M€ au 31/12/2016
  - une prime de risque de 5,00%
  - un bêta de 1,81

### Hypothèses retenues pour le calcul du WACC

Taux sans risque (OAT 10 ans)	0,86%
Prime de risque	5,00%
Bêta sans dette	1,80
Bêta endetté	1,81
<b>Coût des capitaux propres</b>	<b>9,92%</b>
<b>Coût de la dette après impôts</b>	<b>2,33%</b>
<b>Coût moyen pondéré du capital</b>	<b>9,85%</b>
Taux de croissance à l'infini	2,0%

source : Euroland Corporate



## Tableau des DCF

En K€	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>105,7</b>	<b>123,5</b>	<b>131,9</b>	<b>139,9</b>	<b>147,5</b>	<b>154,4</b>	<b>160,7</b>	<b>166,1</b>	<b>170,5</b>	<b>173,9</b>
variation (%)	27,8%	16,8%	6,8%	6,1%	5,4%	4,7%	4,0%	3,4%	2,7%	2,0%
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>4,0</b>	<b>6,5</b>	<b>8,7</b>	<b>9,9</b>	<b>11,1</b>	<b>12,4</b>	<b>12,9</b>	<b>13,3</b>	<b>13,6</b>	<b>13,9</b>
Taux de marge opérationnelle courante	3,8%	5,3%	6,6%	7,1%	7,5%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
- Impôts	-0,4	-0,9	-1,3	-1,5	-3,7	-4,1	-4,3	-4,4	-4,5	-4,6
+ DAP nettes	2,3	2,6	2,7	2,9	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5	3,6
<b>Cash Flow opérationnel</b>	<b>5,9</b>	<b>8,2</b>	<b>10,2</b>	<b>11,3</b>	<b>10,5</b>	<b>11,4</b>	<b>11,9</b>	<b>12,3</b>	<b>12,6</b>	<b>12,9</b>
- Variation du BFR	-2,6	0,8	0,3	-0,8	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3
- Investissements opérationnels	-2,1	-3,1	-3,3	-3,5	-3,7	-3,9	-4,0	-4,2	-4,3	-4,3
<b>Free Cash flow actualisé</b>	<b>1,1</b>	<b>4,9</b>	<b>5,5</b>	<b>4,8</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>	<b>3,4</b>
Somme des FCF actualisés	41,1									
Valeur terminale actualisée	44,8									
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>85,9</b>									
Dette nette 2016e	0,7									
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>85,1</b>									
Nombre d'actions	3,52									
<b>Valeur par action</b>	<b>24,21 €</b>									

source : Euroland Corporate

## Matrice de sensibilité

		Taux de croissance à l'infini				
		1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
<b>C</b>	<b>8,85%</b>	25,0	26,4	28,1	30,0	32,3
<b>M</b>	<b>9,35%</b>	23,3	24,6	26,0	27,6	29,5
<b>P</b>	<b>9,85%</b>	21,9	23,0	<b>24,2</b>	25,6	27,2
<b>C</b>	<b>10,35%</b>	20,6	21,5	22,6	23,8	25,2
	<b>10,85%</b>	19,4	20,3	21,2	22,3	23,5








source : Euroland Corporate

Notre valorisation de Visiativ par DCF ressort à 24,21 € par action avec un WACC de 9,85% et une croissance à l'infini de 2,0%.







## Valorisation par les comparables boursiers

Pour valoriser Visiativ par les comparables, nous avons retenu deux échantillons représentatifs du double positionnement du Groupe avec une pondération à 80% en faveur des ESN et à 20% pour les logiciels afin d'obtenir un multiple global. Aussi, nous avons considéré des ESN accompagnant les entreprises dans leur transition numérique et un groupe d'éditeurs de logiciels français. A l'intérieur de notre échantillon d'ESN, Cenit constitue le comparable le plus proche, que ce soit en terme d'activité et de *business model*.

### Comparables ESN

Société	Pays	Commentaires
Cenit		ESN spécialisée dans la distribution de solutions PLM (partenaire Dassault Systèmes) et dans les solutions d'Enterprise Information Management (partenaire SAP). CA 2015 : 121 M€ - Effectif : 700 collaborateurs
Groupe Open	 	ESN concentrée sur la fourniture de prestations autour des applications, des infrastructures et du conseil visant à accompagner la transformation numérique de l'entreprise. CA 2015 : 282,3 M€ - Effectif : 3 500 collaborateurs
Micropole SA	 	ESN spécialisée dans la transformation digitale, le pilotage de la performance et la gouvernance des données. CA 2015 : 103,0 M€ - Effectif : 1 100 collaborateurs
Sword Group	 	ESN internationale proposant des prestations de conseil et d'intégration aux grandes entreprises. CA 2015 : 137,6 M€ - Effectif : 960 collaborateurs

### Comparables éditeurs de logiciels

Société	Pays	Commentaires
Axway	 	Editeur de logiciels fournissant des solutions d'intégration d'applications d'entreprise, de B2B, de pilotage et de supervision des activités métier. CA 2015 : 284,6 M€ - Effectif : 1 884 collaborateurs
Generix	 	Editeur de logiciels dédiés aux acteurs du commerce et de l'industrie offrant des applications en Supply Chain, Marketing des ventes et Collaboration multi-entreprises. CA 2015 : 58,4 M€ - Effectif : 362 collaborateurs
Esker	 	Editeur de solutions de dématérialisation de documents. CA 2015 : 58,5 M€ - Effectif : 380 collaborateurs

source : sociétés

## Consensus des analystes sur les comparables

En M€ Société	Chiffre d'affaires		Croissance du CA (%)	
	2017e	2018e	2017e	2018e
SWORD GROUP SE	178,3	193,3	10,5%	8,4%
Groupe Open SA	327,0	347,9	7,0%	6,4%
Micropole SA	118,2	124,3	5,6%	5,2%
CENIT AG	130,6	135,4	3,9%	3,6%
Axway Software SA	332,3	357,8	7,2%	7,7%
Generix SA	72,2	76,4	12,6%	5,8%
Esker SA	76,1	85,6	15,3%	12,5%
<b>Visiativ</b>	<b>123,5</b>	<b>131,9</b>	<b>16,8%</b>	<b>6,8%</b>

Société	EBITDA		Marge d'EBITDA (%)		Croissance de l'EBITDA	
	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e
SWORD GROUP SE	27,7	30,4	15,5%	15,7%	10,7%	9,8%
Groupe Open SA	27,1	29,8	8,3%	8,6%	10,4%	9,7%
Micropole SA	7,0	8,2	5,9%	6,6%	25,0%	17,1%
CENIT AG	14,2	15,0	10,8%	11,1%	5,6%	6,1%
Axway Software SA	57,9	67,0	17,4%	18,7%	15,1%	15,8%
Generix SA	5,9	7,0	8,2%	9,2%	43,9%	18,6%
Esker SA	18,4	20,2	24,2%	23,6%	18,6%	9,7%
<b>Visiativ</b>	<b>8,2</b>	<b>10,6</b>	<b>6,7%</b>	<b>8,1%</b>	<b>50,3%</b>	<b>28,9%</b>

Société	EBIT		Marge d'EBIT (%)		Croissance de l'EBIT	
	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e
SWORD GROUP SE	22,0	24,4	12,3%	12,6%	8,4%	11,1%
Groupe Open SA	25,0	28,1	7,7%	8,1%	11,7%	12,3%
Micropole SA	5,5	6,7	4,7%	5,4%	37,5%	21,8%
CENIT AG	12,0	13,0	9,2%	9,6%	7,3%	8,0%
Axway Software SA	51,9	60,1	15,6%	16,8%	20,5%	15,7%
Generix SA	5,4	6,6	7,5%	8,6%	50,0%	22,2%
Esker SA	13,1	14,5	17,1%	16,9%	24,7%	10,9%
<b>Visiativ</b>	<b>6,5</b>	<b>8,7</b>	<b>5,3%</b>	<b>6,6%</b>	<b>61,5%</b>	<b>34,5%</b>

Société	RN		Marge nette (%)		Croissance du Résultat net	
	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e
SWORD GROUP SE	14,7	16,6	8,2%	8,6%	14,7%	12,7%
Groupe Open SA	14,5	16,4	4,4%	4,7%	14,4%	13,0%
Micropole SA	2,2	2,9	1,9%	2,3%	144,4%	31,8%
CENIT AG	8,4	9,2	6,4%	6,8%	7,7%	9,3%
Axway Software SA	40,8	46,9	12,3%	13,1%	14,2%	15,1%
Generix SA	3,6	4,6	5,0%	6,0%	56,5%	27,8%
Esker SA	9,7	10,5	12,8%	12,3%	24,0%	8,3%
<b>Visiativ</b>	<b>5,2</b>	<b>7,0</b>	<b>4,2%</b>	<b>5,3%</b>	<b>51,0%</b>	<b>36,1%</b>

sources : consensus analystes Factset au 19/01/2017, Euroland Corporate

## Multiples de valorisation

Société	Capitalisation	VE / CA		VE / EBITDA		VE / EBIT		P/E	
		2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e
SWORD GROUP S	262,1	1,2x	1,1x	7,9x	7,2x	10,0x	9,0x	17,8x	15,8x
Groupe Open SA	201,2	0,6x	0,5x	6,8x	6,2x	7,4x	6,6x	13,9x	12,3x
Micropole SA	29,7	0,4x	0,4x	7,0x	6,0x	8,9x	7,3x	13,5x	10,2x
CENIT AG	166,8	1,0x	1,0x	9,4x	8,8x	11,1x	10,2x	19,9x	18,2x
Axway Software SA	618,8	1,8x	1,6x	10,1x	8,7x	11,2x	9,7x	15,2x	13,2x
Generix SA	60,7	0,9x	0,8x	10,7x	9,0x	11,7x	9,6x	16,9x	13,2x
Esker SA	265,1	3,4x	3,0x	13,9x	12,7x	19,6x	17,7x	27,3x	25,2x
<b>Mediane - ESN</b>		<b>0,8x</b>	<b>0,8x</b>	<b>7,5x</b>	<b>6,7x</b>	<b>9,5x</b>	<b>8,2x</b>	<b>15,8x</b>	<b>14,0x</b>
<b>Mediane - Logiciels</b>		<b>1,8x</b>	<b>1,6x</b>	<b>10,7x</b>	<b>9,0x</b>	<b>11,7x</b>	<b>9,7x</b>	<b>16,9x</b>	<b>13,2x</b>
<b>Mediane pondérée</b>		<b>1,0x</b>	<b>0,9x</b>	<b>8,1x</b>	<b>7,2x</b>	<b>9,9x</b>	<b>8,5x</b>	<b>16,0x</b>	<b>13,9x</b>

sources : consensus analystes Factset au 19/01/2017, Euroland Corporate

En appliquant les multiples de VE/CA, VE/EBITDA, VE/EBIT et PE aux agrégats financiers 17e-18e de Visiativ et en appliquant : 1/ une pondération à 80%/20% et 2/ une décote de taille de 10%, la valorisation ressort à **22,46 € par action**.

## Conclusion

Pour conclure, nous initions la couverture de Visiativ avec une opinion à Accumuler et un objectif de cours à 23,30 € (arrondi au supérieur), issu de la moyenne des valorisation par DCF et comparables.

## Ratios induits par la valorisation de Visiativ

Méthode de valorisation	Objectif de cours	VCP (M€)	Dette nette 2016e (M€)	VE (M€)	VE / CA		VE / EBIT		PER	
					2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e
DCF	24,21 €	85,1	0,7	85,9	0,7x	0,7x	13,2x	9,8x	16,4x	12,1x
Comparables boursiers	22,46 €	79,0	0,7	79,7	0,6x	0,6x	12,3x	9,1x	15,3x	11,2x
<b>Valorisation moyenne</b>	<b>23,30 €</b>	<b>75,3</b>	<b>0,7</b>	<b>76,0</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,6x</b>	<b>11,7x</b>	<b>8,7x</b>	<b>15,3x</b>	<b>11,2x</b>
<b>Prime/décote vs Cenit</b>					<b>-39%</b>	<b>-41%</b>	<b>6%</b>	<b>-15%</b>	<b>-23%</b>	<b>-38%</b>
<b>Prime/décote vs échantillon</b>					<b>-37%</b>	<b>-38%</b>	<b>18%</b>	<b>3%</b>	<b>-5%</b>	<b>-19%</b>

source : Euroland Corporate

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
Chiffre d'affaires	82,7	105,7	123,5	131,9
Excédent brut d'exploitation	4,3	5,5	8,2	10,6
Résultat opérationnel courant	2,5	4,0	6,5	8,7
Résultat opérationnel	2,5	4,0	6,5	8,7
Résultat financier	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4
Impôts	0,6	0,4	0,9	1,3
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	0,4	3,4	5,2	7,0
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
Actifs non courants	16,1	28,5	30,6	32,7
<i>dont goodwill</i>	9,2	20,9	20,9	20,9
BFR	-13,4	-10,8	-11,6	-12,0
Disponibilités + VMP	12,2	14,6	16,5	19,6
Capitaux propres	6,0	15,6	20,8	27,8
Emprunts et dettes financières	7,7	15,4	13,4	11,3
Total Bilan	56,9	74,4	83,6	91,3
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
Marge Brute d'autofinancement	2,8	4,9	6,9	8,9
Variation de BFR	6,3	-2,6	0,8	0,3
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	9,1	2,3	7,7	9,3
Investissements opérationnels nets	-1,7	-2,1	-3,1	-3,3
Investissements financiers nets	1,0	-1,4	-0,8	-0,8
Flux nets de trésorerie liés aux investissen	-5,7	-13,8	-3,8	-4,0
Augmentation de capital	0,0	7,2	0,0	0,0
Variation emprunts	3,2	7,7	-2,0	-2,1
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financemen	3,2	13,9	-2,0	-2,1
Variation de l'endettement financier net	6,8	2,4	1,9	3,1
<b>Ratios (%)</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
Variation chiffre d'affaires	66,5%	27,8%	16,8%	6,8%
Marge EBE	5,2%	5,2%	6,7%	8,1%
Marge opérationnelle courante	3,0%	3,8%	5,3%	6,6%
Marge opérationnelle	3,0%	3,8%	5,3%	6,6%
Marge nette	0,5%	3,2%	4,2%	5,3%
Investissements opérationnels nets/CA	2,0%	2,0%	2,5%	2,5%
BFR/CA	-16,2%	-10,3%	-9,4%	-9,1%
ROCE	60,6%	15,2%	22,8%	28,0%
ROE	6,8%	22,0%	24,9%	25,3%
Payout	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
Gearing (%)	-76%	5%	-15%	-30%
Dettes nette/EBE	-1	0,1	-0,4	-0,8
EBE/charges financières	11	10,1	16,2	21,8
<b>Valorisation</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
Nombre d'actions (en millions)	3,0	3,5	3,5	3,5
Nombre d'actions moyen (en millions)	3,0	3,2	3,5	3,5
Cours (moyenne annuelle en euros)	7,7	21,4	21,4	21,4
(1) Capitalisation boursière moyenne	22,9	69,5	75,3	75,3
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	-4,6	0,7	-3,1	-8,3
(3) Valeur des minoritaires	3,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	-2,7	-2,7	-3,5	-4,2
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	24,0	72,9	75,6	71,2
PER	55,5	22,0	14,5	10,7
VE / EBE	4,0	13,6	8,5	6,0
VE /ROC	6,8	18,6	10,8	7,3
VE /CA	0,2	0,7	0,6	0,5
P/B	3,8	4,8	3,6	2,7
<b>Données par action (€)</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
Bnpa	0,14	0,97	1,47	2,00
Book value/action	2,0	4,4	5,9	7,9
Dividende /action	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 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 des recommandations sur les 12 derniers mois :**

Achat : (-)

Accumuler : depuis le 20/01/2017

Neutre : (-)

Alléger: (-)

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.

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	Oui	Non	Oui

\* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

## **Disclaimer**

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 États-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**