

<b>Achat</b>	25%
<b>Objectif de cours</b>	<b>50,00 €</b>
Cours au 26/04/2018(c)	40,00 €
Euronext Paris comp C	
Reuters / Bloomberg	ALVIV.PA / ALVIV.FP

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-11,3%	6,1%	-5,5%	76,6%
Perf Cac Small	1,8%	3,9%	-3,9%	20,3%

**Informations boursières**

Capitalisation (M€)	160,7
Nb de titres (en millions)	4,02
Volume moyen 12 mois (titres)	7 323
Extrêmes 12 mois	22,35 € 49,70 €

**Actionnariat**

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

**Données financières (en M €)**

	au 31/12	2016	2017e	2018e	2019e
CA		105,9	124,4	152,0	168,8
var %		28,1%	17,4%	22,2%	11,1%
EBE		6,2	8,4	12,2	15,4
%CA		5,9%	6,8%	8,1%	9,1%
ROC		4,6	6,7	10,1	13,1
%CA		4,4%	5,4%	6,7%	7,8%
RNPG		4,7	5,4	8,2	10,2
%CA		4,4%	4,3%	5,4%	6,0%
Bnpa (€)		1,34	1,33	2,04	2,54
ROCE (%)		18%	17%	19%	24%
ROE (%)		28%	14%	18%	18%
Gearing (%)		-17%	-36%	-28%	-38%
Dette nette		-3,3	-14,1	-13,5	-22,2
Dividende n (€)					
Yield (%)					

**Ratios**

	2016	2017e	2018e	2019e
VE/CA (x)	13	12	10	0,8
VE/EBE (x)	22,2	17,3	11,9	8,8
VE/ROC (x)	30,0	21,7	14,3	10,4
PE (x)	29,9	30,0	19,6	15,8

**Analyste :**

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

**Visiativ**  
Services Informatiques

**Faible croissance organique au T1 qui ne préjuge pas de la suite de l'exercice****Publication du CA T1 2018**

Au titre de son T1, Visiativ affiche progression modeste de ses revenus mais marquée par une reprise de la croissance organique dans son activité d'intégration, conformément aux attentes du management. Le CA s'élève à 28,9 M€, en hausse de +5% dont +1% à pc et le CA récurrent à 16,4 M€ (+9% dont +6% à pc), représentant 57% du CA (+2 pts vs T1 2017). Confiant pour la suite de l'exercice, le management communique sur une guidance de CA comprise entre 150 et 155 M€, globalement en ligne avec notre attente (152,0 M€).

**Commentaires**

Au cours du trimestre écoulé, les deux pôles d'activité du Groupe ont connu des dynamiques différentes.

Pénalisé par un effet de base exigeant (+37% au T1 2017 avec la signature d'une licence pour 1 M€), le pôle Edition ressort stable à 5,7 M€, mais en retrait de -8% à pc. Cette évolution n'est toutefois pas de nature à remettre en cause la dynamique long terme dans la mesure où le T1 est traditionnellement peu contributeur dans l'édition. Par ailleurs, la part des revenus récurrents du pôle a progressé de +37% sur la période, dont +21% à pc, renforçant davantage la solidité du modèle de l'activité d'Édition.

A l'inverse, l'activité d'Intégration renoue avec une croissance organique plus soutenue. Le CA s'élève à 23,2 M€, en hausse de +6% dont +4% à pc. Cette performance s'explique notamment par une contribution positive de la 3DEXPERIENCE (+5%) tandis que SOLIDWORDKS affiche une légère hausse. Si le T1 sur SOLIDWORKS est un peu en deçà des anticipations compte tenu d'un effet de base exigeant en Suisse au T1 2017, une accélération graduelle est à prévoir sur les trimestres à venir.

Suite à une cette publication globalement en ligne, nous ne modifions pas nos estimations pour l'exercice en cours.

**Recommandation**

**Après la mise à jour de notre modèle, notre objectif de cours ressort inchangé à 50,00 €. Nous conservons notre recommandation à l'Achat.**

*Prochain évènement : CA T2 le 26 juillet 2018*

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Chiffre d'affaires	105,9	124,4	152,0	168,8
Excédent brut d'exploitation	6,2	8,4	12,2	15,4
Résultat opérationnel courant	4,6	6,7	10,1	13,1
Résultat opérationnel	4,6	6,7	10,1	13,1
Résultat financier	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Impôts	-0,4	1,0	1,5	2,5
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	4,7	5,4	8,2	10,2
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Actifs non courants	31,6	40,9	51,0	52,7
<i>dont goodwill</i>	19,9	25,4	33,8	33,8
BFR	-14,7	-14,1	-15,3	-15,6
Disponibilités + VMP	19,5	33,1	30,3	37,0
Capitaux propres	18,9	39,3	47,5	57,7
Emprunts et dettes financières	16,2	19,0	16,9	14,8
Total Bilan	89,2	118,5	135,6	150,0
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Marge Brute d'autofinancement	6,0	6,8	10,4	12,6
Variation de BFR	0,0	-0,6	1,2	0,3
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	6,0	6,3	11,5	12,9
Investissements opérationnels nets	-2,8	-3,1	-3,0	-3,4
Investissements financiers nets	-0,1	-2,3	-0,8	-0,8
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-14,4	-10,8	-12,2	-4,1
Augmentation de capital	8,1	15,1	0,0	0,0
Variation emprunts	8,5	2,8	-2,1	-2,1
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	1,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	15,6	17,8	-2,1	-2,1
Variation de l'endettement financier net	7,2	13,3	-2,8	6,6
<b>Ratios (%)</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Variation chiffre d'affaires	28,1%	17,4%	22,2%	11,1%
Marge EBE	5,9%	6,8%	8,1%	9,1%
Marge opérationnelle courante	4,4%	5,4%	6,7%	7,8%
Marge opérationnelle	4,4%	5,4%	6,7%	7,8%
Marge nette	4,4%	4,3%	5,4%	6,0%
Investissements opérationnels nets/CA	2,7%	2,5%	2,0%	2,0%
BFR/CA	-13,8%	-11,3%	-10,0%	-9,2%
ROCE	18,2%	16,7%	18,9%	23,6%
ROCE hors GW	-103,0%	305,1%	350,6%	259,8%
ROE	28,4%	14,5%	18,2%	18,4%
Payout	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Gearing (%)	-17%	-36%	-28%	-38%
Dettes nettes/EBE	-0,5	-1,7	-1,1	-1,4
EBE/charges financières	15,2	16,8	25,3	32,7
<b>Valorisation</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Nombre d'actions (en millions)	3,5	4,0	4,0	4,0
Nombre d'actions moyen (en millions)	3,2	3,8	4,0	4,0
Cours (moyenne annuelle en euros)	14,8	40,0	40,0	40,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	48,03	150,68	160,72	160,72
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-3,3	-14,1	-13,5	-22,2
(3) Valeur des minoritaires	2,3	2,3	2,3	2,3
(4) Valeur des actifs financiers	-2,82	-5,07	-5,82	-6,57
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	49,9	143,9	155,4	147,4
PER	29,9	30,0	19,6	15,8
VE / EBE	22,2	17,3	11,9	8,8
VE /ROC	30,0	21,7	14,3	10,4
VE /CA	1,3	1,2	1,0	0,8
P/B	7,4	4,1	3,4	2,8
<b>Données par action (€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Bnpa	1,34	1,33	2,04	2,54
Book value/action	5,4	9,8	11,8	14,4
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 de recommandations**

- Achat** : du 28/04/2017 au 26/05/2017, du 20/12/2017 au 29/01/2018 et depuis le 01/03/2018  
**Accumuler** : le 27/04/2017, du 08/12/2017 au 19/12/2017 et du 30/01/2018 au 28/02/2018  
**Neutre** : du 29/05/2017 au 15/10/2017  
**Alléger** : (-)  
**Vente** : (-)  
**Sous revue** : du 16/10/2017 au 07/12/2017

**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