

Accumuler (vs Achat)	14%
Objectif de cours	39,20 € (vs 50,00 €)
Cours au 26/07/2018(c)	34,25 €
Euronext Paris comp C	
Reuters / Bloomberg	ALVIV.PA / ALVIV.FP

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-25,5%	-8,1%	-14,3%	4,1%
Perf Cac Small	-4,0%	-2,6%	-3,9%	-10%

Informations boursières

Capitalisation (M€)	137,6
Nb de titres (en millions)	4,02
Volume moyen 12 mois (titres)	6 460
Extrêmes 12 mois	30,31€ 49,70 €

Actionnariat

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

Données financières (en M €)

	au 31/12	2017	2018e	2019e	2020e
CA		124,4	152,2	172,0	184,2
var %		17,4%	22,4%	13,0%	7,1%
EBE		9,0	10,1	15,4	17,6
%CA		7,2%	6,7%	8,9%	9,6%
ROC		6,4	7,0	11,8	13,8
%CA		5,2%	4,6%	6,9%	7,5%
RNPG		4,8	4,7	8,0	9,9
%CA		3,9%	3,1%	4,7%	5,4%
Bnpa (€)		1,20	1,17	1,99	2,47
ROCE (%)		15%	11%	18%	21%
ROE (%)		14%	12%	17%	17%
Gearing (%)		-27%	-5%	-18%	-30%
Dette nette		-10,1	-2,2	-8,9	-18,3
Dividende n (€)					
Yield (%)					

Ratios

	2017	2018e	2019e	2020e
VE/CA (x)	1,0	0,9	0,7	0,6
VE/EBE (x)	13,4	13,2	8,3	6,6
VE/ROC (x)	18,7	19,2	10,7	8,4
PE (x)	27,2	29,3	17,2	13,8

Analyste :

Eric Seclet
01 44 70 20 78
esecl@elcorp.com

Visiativ
Services Informatiques

Un S1 mitigé qui pèsera sur les résultats semestriels**Publication du CA T2 2018**

Après un T1 en progression de +5% dont +1% à pc, Visiativ publie un T2 marqué, là encore, par une croissance organique relativement faible. Le S1 ressort ainsi à 64,1 M€, en hausse de +16% dont +2% à pc. Si les chiffres sont légèrement en dessous de nos attentes, notre déception provient de la faiblesse de la croissance organique observée depuis quelques trimestres, y compris dans l'activité historique *SOLIDWORKS*. Alors que le management confirme sa guidance de CA 2018 comprise entre 150 M€ et 155 M€, nous comprenons que les résultats devraient s'inscrire en baisse sur l'exercice.

Commentaires

Après un exercice 2017 solide, Visiativ affiche des performances mitigées sur la première moitié de l'exercice 2018. Par pôle nous retenons :

Intégration : avec un CA de 44,5 M€, en hausse de +5% dont +1% à pc, le pôle pâtit d'un marché attentiste en France et en Suisse sur les produits *SOLIDWORKS* (-3% à pc). A l'inverse, après plusieurs trimestres compliqués, l'activité de *3DEXPERIENCE* connaît une hausse de +8% à pc, portée par les actions commerciales mises en place par le Groupe.

Conseil : héritée de l'intégration d'ABGI depuis le 01/04/2018, le Conseil enregistre une croissance solide de +18% en pro forma à 5,5 M€, conformément aux attentes du management.

Edition : pénalisé par un effet base exigeant (+37% à pc au S1 2017), le pôle affiche un CA de 11,9 M€, en progression de +12% dont +3% à pc. Alors que le S1 est généralement peu contributeur, nous attendons un rebond de l'activité dès le S2.

La faible croissance organique sur le semestre, notamment sur l'activité d'Intégration, fortement contributrice à la marge, et les investissements réalisés pour rationaliser la structure de coûts, devraient par conséquent pénaliser la rentabilité semestrielle. Ainsi, le management table sur un recul de ses résultats au S1 mais confirme sa guidance de CA entre 150 M€ et 155 M€ en année pleine.

Parallèlement à cette publication, le Groupe a récemment annoncé la finalisation de l'acquisition de 80% du capital d'Audros Technology (3 M€ CA / MOC > 15%), éditeur d'applications orientées gestion de données techniques. La cible sera consolidée dans les comptes de Visiativ à compter du 1^{er} juillet 2018.

Après l'intégration d'Audros Technology dans notre modèle et au regard du S1 écoulé, nous ajustons nos prévisions sur l'exercice en cours et attendons désormais un CA de 152,2 M€ (vs 154,5 M€) et un ROC à 7,0 M€(vs 10,5 M€).

Recommandation

Après la mise à jour de notre modèle, notre objectif de cours ressort à 39,20 € (vs 50,00 €). Compte tenu de la baisse de nos prévisions et de l'adoption d'un scénario de marge moins agressif, notre opinion passe à Accumuler (vs Achat).

Prochain évènement : Résultats semestriels le 18 septembre 2018

Compte de résultat (M€)	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Chiffre d'affaires	105,9	124,4	152,2	172,0	184,2
Excédent brut d'exploitation	6,2	9,0	10,1	15,4	17,6
Résultat opérationnel courant	4,6	6,4	7,0	11,8	13,8
Résultat opérationnel	4,6	6,4	7,0	11,8	13,8
Résultat financier	-0,4	-0,3	-1,3	-1,2	-1,2
Impôts	-0,4	0,9	1,0	2,6	2,7
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	4,7	4,8	4,7	8,0	9,9
Bilan (M€)	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Actifs non courants	31,6	44,3	58,3	59,7	61,0
<i>dont goodwill</i>	19,9	27,6	40,3	40,3	40,3
BFR	-14,7	-15,4	-16,6	-16,6	-17,3
Disponibilités + VMP	19,5	35,2	45,2	49,8	57,1
Capitaux propres	18,9	37,5	42,2	50,3	60,2
Emprunts et dettes financières	16,2	25,2	43,1	41,0	38,9
Total Bilan	89,2	120,3	157,9	171,0	183,9
Tableau de flux (M€)	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Marge Brute d'autofinancement	6,0	7,4	7,2	10,9	13,1
Variation de BFR	0,0	1,0	1,2	0,0	0,7
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	6,0	8,3	8,3	10,9	13,8
Investissements opérationnels nets	-2,8	-4,9	-3,0	-3,4	-3,7
Investissements financiers nets	-0,1	-2,7	-0,8	-0,8	-0,8
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-14,4	-14,4	-16,5	-4,2	-4,4
Augmentation de capital	8,1	14,5	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	8,5	8,3	17,9	-2,1	-2,1
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	15,6	21,9	17,9	-2,1	-2,1
Variation de l'endettement financier net	7,2	15,7	9,7	4,6	7,3
Ratios (%)	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Variation chiffre d'affaires	28,1%	17,4%	22,4%	13,0%	7,1%
Marge EBE	5,9%	7,2%	6,7%	8,9%	9,6%
Marge opérationnelle courante	4,4%	5,2%	4,6%	6,9%	7,5%
Marge opérationnelle	4,4%	5,2%	4,6%	6,9%	7,5%
Marge nette	4,4%	3,9%	3,1%	4,7%	5,4%
Investissements opérationnels nets/CA	2,7%	4,0%	2,0%	2,0%	2,0%
BFR/CA	-13,8%	-12,4%	-10,9%	-9,7%	-9,4%
ROCE	18,2%	14,8%	11,2%	18,4%	21,2%
ROCE hors GW	-103,0%	347,7%	332,9%	292,0%	279,2%
ROE	28,4%	13,7%	11,8%	16,7%	17,2%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Gearing (%)	-17%	-27%	-5%	-18%	-30%
Dettes nettes/EBE	-0,5	-1,1	-0,2	-0,6	-1,0
EBE/charges financières	15,2	23,2	5,4	9,6	11,9
Valorisation	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Nombre d'actions (en millions)	3,5	4,0	4,0	4,0	4,0
Nombre d'actions moyen (en millions)	3,2	3,8	4,0	4,0	4,0
Cours (moyenne annuelle en euros)	14,8	32,5	34,3	34,3	34,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	48,03	122,35	137,62	137,62	137,62
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-3,3	-10,1	-2,2	-8,9	-18,3
(3) Valeur des minoritaires	2,3	2,4	2,4	2,4	2,5
(4) Valeur des actifs financiers	-2,82	-4,49	-5,24	-5,99	-6,74
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	49,9	119,2	143,1	137,1	128,6
PER	10,7	27,2	29,3	17,2	13,8
VE / EBE	7,7	13,4	13,2	8,3	6,6
VE / ROC	10,4	18,7	19,2	10,7	8,4
VE / CA	0,5	1,0	0,9	0,7	0,6
P/B	2,7	3,5	3,3	2,7	2,3
Données par action (€)	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Bnpa	1,34	1,20	1,17	1,99	2,47
Book value/action	5,4	9,3	10,5	12,5	15,0
Dividende /action	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 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 :

Accumuler : depuis le 27/07/2017

Neutre :

Alléger : (-)

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