

Achat	43%
Objectif de cours	35,20 €
Cours au 17/09/2019(c)	24,55 €
Euronext Growth	
Reuters / Bloomberg	ALVIV.PA / ALVIV.FP

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	63,7%	20,3%	21,5%	34,4%
Perf Cac Small	8,1%	3,7%	-16%	-14,9%

Informations boursières

Capitalisation (M€)	98,6
Nb de titres (en millions)	4,02
Volume moyen 12 mois (titres)	8 850
Extrêmes 12 mois	12,16 € 27,30 €

Actionnariat

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

Données financières (en M €)

	au 31/12	2018	2019e	2020e	2021e
CA		163,2	200,1	213,9	224,2
var %		31,2%	22,6%	6,9%	4,8%
EBE		13,1	17,0	20,1	23,4
%CA		8,1%	8,5%	9,4%	10,4%
ROC		8,9	12,5	15,4	18,7
%CA		5,4%	6,3%	7,2%	8,3%
RNPG		3,3	3,4	7,9	10,4
%CA		2,0%	1,7%	3,7%	4,6%
Bnpa (€)		0,82	0,85	1,97	2,58
ROCE (%)		9%	11%	13%	15%
ROE (%)		9%	8%	16%	18%
Gearing (%)		35%	40%	19%	0%
Dette nette		16,6	21,7	12,7	0,4
Dividende n (€)		0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)		ns			

Ratios

	2018	2019e	2020e	2021e
VE/CA (x)	0,8	0,7	0,6	0,5
VE/EBE (x)	9,4	7,7	6,1	4,8
VE/ROC (x)	13,9	10,5	8,0	6,0
PE (x)	30,0	29,0	12,5	9,5

Analyste :

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

Visiativ
Services Informatiques

Retour dans le vert grâce au Conseil et à l'Édition**Publication des résultats semestriels 2019**

Après un CA S1 en progression de +33% (+2% pc) à 85,0 M€, Visiativ dévoile, comme attendu, des résultats en forte amélioration à la faveur d'un meilleur mix-produits. L'EBITDA ressort ainsi à 3,5 M€ (vs équilibre) tandis que le REX repasse dans le vert à 1,0 M€ (vs -1,9 M€). Le RNpg reste quant à lui globalement stable à -3,5 M€ en raison du poids plus conséquent des intérêts minoritaires (notamment ABGI). Conforté par cette première moitié d'exercice, le management réaffirme ses objectifs annuels à savoir, un CA supérieur à 200 M€ et une amélioration de sa rentabilité.

Commentaires

Porté par les pôles Édition et Conseil, les résultats semestriels se redressent fortement, conformément au discours du management dans la foulée du CA T2. Ainsi, l'Édition génère un EBITDA de 1,4 M€ (vs équilibre au S1 2018) sur le semestre, soit une marge d'EBITDA de 9,5%. Cette progression s'explique tant par le dynamisme de l'activité (+27% dont +12% à pc) que par une bonne gestion des coûts fixes. Le pôle Conseil conserve quant à lui une rentabilité élevée et en progression avec un EBITDA de 3,8 M€ pour une marge à 26,3% (vs 24,9% sur 9 mois 2018). À l'inverse, le pôle Intégration, dont la saisonnalité pénalise la rentabilité au S1, affiche une réduction de la perte à -0,7 M€ (vs -1,3 M€ au S1 2018) tandis que l'activité Business Development a vu son EBITDA se creuser à -1,1 M€ (vs -0,3 M€).

Après prise en compte du résultat financier (-0,8 M€), de l'IS (1,5 M€), le résultat net s'élève -1,6 M€ (vs -3,0 M€). Au final, le RNpg ressort stable à -3,5 M€, une fois les intérêts minoritaires déduits.

En dépit de résultats en amélioration ayant entraîné le retour d'une CAF positive à 1,2 M€ (vs -1,2 M€), les effets périmètres et techniques de BFR (-7,6 M€) ont pesé sur la génération de cash au S1 (-6,5 M€). Par conséquent, la trésorerie, qui tient compte également des opérations de M&A et des CAPEX (9,4 M€), recule à 18,8 M€ (vs 35,3 M€ à fin 2018). La dette nette s'établit quant à elle à 33,1 M€ à fin juin (gearing à 73%) mais est attendue en baisse en année pleine compte tenu de la capacité historique du Groupe à générer du résultat au S2. Aussi, le management table sur un gearing autour de 50% sur l'ensemble de l'exercice.

Parallèlement à ces résultats, le Groupe est revenu plus longuement sur l'annonce d'une nouvelle prise de participation majoritaire (65% du capital) dans les logiciels. Pour rappel, Visiativ est entrée en négociation exclusive avec le français Living Actor, spécialisé dans la conception de chatbots et d'agents virtuels utilisant des technologies d'intelligence artificielle. La cible, réalisant 1,5 M€ de CA en 2018 (+30%), dont 21% à l'international, adresse principalement les grands comptes (Carrefour, Lafarge, Toshiba, La Poste...). Poursuivant sa stratégie d'enrichissement de Moovapps, l'offre produits de Living Actor viendra se greffer directement à sa plateforme actuelle. Par ailleurs, cette opération permettra au Groupe de renforcer la résilience de son modèle dans la mesure où la cible affiche un CA récurrent de 70% (logiciels et services). Si les modalités financières de l'opération n'ont pas été dévoilées, le closing est attendu pour la mi-octobre au plus tard.

Suite à cette publication et compte tenu de la confiance affichée par le management pour la suite de l'exercice, nous maintenons nos estimations pour l'année en cours.

Recommandation

Après la mise à jour de notre modèle, notre objectif de cours ressort inchangé 35,20 €. Malgré un rerating du titre depuis le début de l'année (+63,7%), nous maintenons notre opinion à l'Achat.

Prochaine publication : CA T3 le 4 novembre 2019

Compte de résultat (M€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Chiffre d'affaires	105,9	124,4	163,2	200,1	213,9	224,2
Excédent brut d'exploitation	6,2	9,0	13,1	17,0	20,1	23,4
Résultat opérationnel courant	4,6	6,4	8,9	12,5	15,4	18,7
Résultat opérationnel	4,6	6,4	8,9	12,5	15,4	18,7
Résultat financier	-0,4	-0,3	-1,2	-1,5	-1,4	-1,3
Impôts	-0,4	0,9	2,5	3,5	3,5	3,6
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	1,9	4,2	2,6	3,5
Résultat net part du groupe	4,7	4,8	3,3	3,4	7,9	10,4
Bilan (M€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Actifs non courants	31,6	44,3	75,8	92,1	94,0	96,0
<i>dont goodwill</i>	19,9	27,6	55,1	69,6	69,6	69,6
BFR	-14,7	-15,4	-9,6	-12,5	-12,7	-13,3
Disponibilités + VMP	19,5	35,2	35,3	27,3	33,2	42,6
Capitaux propres	18,9	37,5	47,3	54,8	65,4	79,2
Emprunts et dettes financières	16,2	25,2	51,9	48,9	45,9	42,9
Total Bilan	89,2	120,3	182,3	199,3	212,6	228,1
Tableau de flux (M€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Marge Brute d'autofinancement	6,0	7,4	10,1	11,7	14,9	18,1
Variation de BFR	0,0	1,0	-2,5	2,9	0,3	0,6
Flux nets de trésorerie générés par l'activité	6,0	8,3	7,6	14,6	15,1	18,7
Investissements opérationnels nets	-2,8	-4,9	-5,1	-4,0	-4,3	-4,5
Investissements financiers nets	-0,1	-2,7	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-14,4	-14,4	-31,7	-20,4	-6,2	-6,4
Augmentation de capital	8,1	14,5	2,6	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	8,5	8,3	22,9	-3,0	-3,0	-3,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	15,6	21,9	24,1	-3,0	-3,0	-3,0
Variation de trésorerie	7,2	15,7	0,1	-8,9	6,0	9,4
Ratios (%)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Variation chiffre d'affaires	28,1%	17,4%	31,2%	22,6%	6,9%	4,8%
Marge EBE	5,9%	7,2%	8,1%	8,5%	9,4%	10,4%
Marge opérationnelle courante	4,4%	5,2%	5,4%	6,3%	7,2%	8,3%
Marge opérationnelle	4,4%	5,2%	5,4%	6,3%	7,2%	8,3%
Marge nette	4,4%	3,9%	2,0%	1,7%	3,7%	4,6%
Investissements opérationnels nets/CA	2,7%	4,0%	3,1%	2,0%	2,0%	2,0%
BFR/CA	-13,8%	-12,4%	-5,9%	-6,2%	-5,9%	-5,9%
ROCE	18,2%	14,8%	8,9%	10,5%	12,7%	15,1%
ROCE hors GW	-103,0%	347,7%	53,1%	83,6%	88,7%	95,9%
ROE	28,4%	13,7%	8,8%	8,3%	16,2%	17,5%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Gearing (%)	-17%	-27%	35%	40%	19%	0%
Dettes nettes/EBE	-0,5	-1,1	1,3	1,3	0,6	0,0
EBE/charges financières	15,2	23,2	7,7	8,5	11,2	14,5
Valorisation	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Nombre d'actions (en millions)	3,5	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Nombre d'actions moyen (en millions)	3,2	3,8	4,0	4,0	4,0	4,0
Cours (moyenne annuelle en euros)	14,8	32,5	24,6	24,6	24,6	24,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	48,03	122,35	98,64	98,64	98,64	98,64
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-3,3	-10,1	16,6	21,7	12,7	0,4
(3) Valeur des minoritaires	2,3	2,4	9,8	13,9	16,6	20,0
(4) Valeur des actifs financiers	-2,82	-4,49	-4,68	-6,57	-8,45	-10,34
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	49,9	119,2	129,7	140,8	136,4	129,4
PER	10,7	27,2	30,0	29,0	12,5	9,5
VE / EBE	7,7	13,4	9,4	7,7	6,1	4,8
VE / ROC	10,4	18,7	13,9	10,5	8,0	6,0
VE / CA	0,5	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5
P/B	2,7	3,5	2,1	1,8	1,5	1,2
Données par action (€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Bnpa	1,34	1,20	0,82	0,85	1,97	2,58
Book value/action	5,4	9,3	11,8	13,6	16,3	19,7
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

- Achat** : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.
Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 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** : depuis le 19/09/2018
Accumuler : du 26/07/2018 au 18/09/2018
Neutre :
Alléger : (-)
Vente : (-)
Sous revue :

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

- 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...).
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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).
- 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