

Achat		51%
Objectif de cours	36,70 € (vs 35,20 €)	
Cours au 04/11/2019(c)	24,30 €	
Euronext Growth		
Reuters / Bloomberg	ALVIV.PA / ALVIV.FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	57,7%	-2,7%	14,5%	54,0%
Perf Cac Small	7,9%	1,9%	-15%	-5,9%

Informations boursières

Capitalisation (M€)	97,6
Nb de titres (en millions)	4,02
Volume moyen 12 mois (titres)	7 347
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	0,6	0,6	0,5
VE/EBE (x)	9,3	7,6	6,1	4,7
VE/ROC (x)	13,8	10,4	7,9	5,9
PE (x)	29,7	28,8	12,4	9,4

Analyste :

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

Visiativ
Services Informatiques

L'intégration reprend des couleurs au T3**Publication du CA T3 2019**

Après un CA S1 en légère progression sur le plan organique (84,9 M€ / +2% à pc), Visiativ dévoile des chiffres solides et rassurants au titre de son T3. Porté, entre autres, par une accélération de l'Intégration (+19% à pc vs -2% au S1), le CA T3 ressort en progression de +19,0% à pc à 42,0 M€. Au global, le CA 9 mois s'élève à 126,9 M€, permettant au Groupe d'afficher une hausse de +7% à pc depuis le début de l'exercice. Dans le même temps, la part des revenus récurrents a poursuivi son augmentation pour atteindre désormais 60% du CA (+3 pts vs 9 mois 2018).

Commentaires

Sur le trimestre écoulé, Visiativ affiche des dynamiques positives sur l'ensemble de ces métiers. Par pôle, nous retenons :

Intégration : après un S1 relativement stable compte tenu de la saisonnalité historique de cette activité, l'Intégration enregistre une forte progression au T3 (+19% à pc) portant le CA 9 mois à 75,3 M€ (+4% à pc vs -2% au S1). Cette solide performance traduit principalement un regain de croissance sur SOLIDWORKS en France et à l'international et s'explique aussi bien par la conquête clients que par de l'upsell. Si nous accueillons positivement ce T3, le T4 sera, comme souvent, déterminant dans l'atteinte des objectifs annuels du Groupe.

Edition : s'inscrivant dans la lignée des précédentes publications, le pôle a vu son activité s'accélérer au T3 avec une croissance de +15% à pc après +10% et +13% à pc respectivement au T1 et T2. Ainsi, le CA 9 mois s'élève à 22,1 M€, en hausse de +13% à pc. Porté par la montée en puissance du SaaS et une politique de croissance externe agressive, l'Edition confirme sa bonne santé.

Conseil : extrêmement dynamique depuis son rachat, AGBI délivre une croissance à deux chiffres sur le trimestre écoulé (+19% à pc vs +11% au T2). Bien aidé par ses marchés historiques (France & USA), le pôle bénéficie désormais d'un relais de croissance au UK suite à l'acquisition de Jumpstart, permettant au CA 9 mois de ressortir en hausse de +15% à pc à 21,2 M€.

Business Development : malgré des débuts mitigés, le pôle confirme son redressement depuis le début de l'exercice à la faveur des actions de restructuration entamées par le management. Ainsi, après des T1 et T2 respectivement à -10% et +13%, le T3 progresse de +27% à pc, faisant ressortir le CA 9 mois à 8,2 M€ (+10% à pc vs stable au S1). Si nous constatons une amélioration, nous restons néanmoins prudents quant à l'évolution de ce métier dans les mois à venir.

Alors que le T4 constitue le trimestre le plus important pour Visiativ, le management se montre optimiste pour la fin de l'exercice et confirme son objectif d'un CA annuel de plus de 200 M€. Suite à cette publication et compte tenu de la confiance affichée par le Groupe, nous maintenons nos estimations pour l'année en cours.

Recommandation

Après la mise à jour de notre modèle, notre objectif de cours ressort 36,70 € (vs 35,20 €). Malgré un rerating du titre depuis le début de l'année (+57,7%), nous maintenons notre opinion à l'Achat.

Prochaine publication : CA T4 le 28 janvier 2020

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 généré 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 investissen	-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 financemen	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 nette/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	24,3	24,3	24,3	24,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	48,03	122,35	97,64	97,64	97,64	97,64
(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	128,7	139,8	135,4	128,3
PER	10,7	27,2	29,7	28,8	12,4	9,4
VE / EBE	7,7	13,4	9,3	7,6	6,1	4,7
VE / ROC	10,4	18,7	13,8	10,4	7,9	5,9
VE / CA	0,5	1,0	0,8	0,6	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 05/11/2018
Accumuler :
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 a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de (la « Société ») et est diffusée à titre purement informatif. Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la

présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne. Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société. 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, 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, 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. EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude.

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, 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, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient. Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique. Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus.

EuroLand Corporate
17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80