



Services Informatiques

Achat	28%
Objectif de cours	36,70 €
Cours au 13/01/2020(c)	28,65 €
Euronext Growth	
Reuters / Bloomberg	ALVIV.PA / ALVIV.FP

CATALYST 2023 – Capitaliser sur les fondamentaux

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	14,8%	19,6%	19,4%	46,9%
Perf Cac Small	0,5%	3,4%	10,7%	7,4%

Informations boursières				
Capitalisation (M€)				115,1
Nb de titres (en millions)				4,02
Volume moyen 12 mois (titres)				6 538
Extrêmes 12 mois			19,12 €	29,40 €

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%	16%
ROE (%)	9%	8%	16%	18%
Gearing (%)	35%	36%	14%	-7%
Dette nette	16,6	19,8	8,9	-5,3
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)	ns			

Ratios				
	2018	2019e	2020e	2021e
VE/CA (x)	0,9	0,7	0,7	0,6
VE/EBE (x)	10,6	8,7	6,9	5,5
VE/ROC (x)	15,8	11,8	9,0	6,9
PE (x)	35,0	33,9	14,6	11,1

Analyste :
Louis-Marie de Sade
01 44 70 20 77
lmdesade@elcorp.com

Lancement d'un nouveau plan stratégique

Après AUDEO2017 lancé en 2015 et NEXT100 en 2017, Visiativ vient de dévoiler CATALYST 2023, son troisième plan stratégique depuis 2014 (introduction en bourse).

Compte tenu de son **positionnement stratégique**, des **acquisitions réalisées** les années passées et de sa **percée** dans l'univers de l'**Edition** et du **Conseil** elle a vu son **CA** être **multiplié par 2** entre 2015 et 2018 passant à 163,2 M€. Dans le même temps elle a vu son **EBITDA** lui aussi être **démultiplié (x4)** passant de 3,8 M€ à 13,1 M€.

Ayant atteint une **taille critique** dans l'**Edition** et au regard des deux plans stratégiques atteints avec un an d'avance chacun, le Groupe communique un **plan crédible** visant à **consolider la croissance** et **accélérer la génération de cash**.

Ayant su **évoluer** avec l'ajout progressif d'une **dimension Edition** puis d'une **brique Conseil**, c'est avec un **track record validé** et éprouvé en la matière de conduite de plan stratégique que le Groupe lance CATALYST 2023, **plan aux ambitions multiples** dont celles de 1/ déployer une nouvelle **organisation** repensée pour être plus agile et efficace, 2/ renouveler et renforcer la **gouvernance** d'entreprise, 3/ améliorer la **rentabilité** avec un objectif de 30 M€ d'EBITDA en 2023, 4/ développer une **stratégie RH** innovante centrée autour de l'expérience collaborateur et 5/ réaffirmer ses **engagements RSE** et extra-financier.

Recommandation

La volonté de déployer une nouvelle organisation, l'objectif quantifié de l'atteinte de 30 M€ d'EBITDA à l'horizon 2023 et l'annonce du focus sur l'intégration des croissances externes tout en redéfinissant les ambitions M&A vers des cibles relatives sont autant de facteurs qui renforcent notre confiance en Visiativ et en sa capacité à mener ce plan à bien.

Après mise à jour de notre modèle, notre objectif de cours ressort identique à **36,70 €** et nous maintenons notre opinion à l'**Achat**.

Sommaire

SWOT	5
UN SANS FAUTE DEPUIS L'IPO	6
DES PLANS STRATÉGIQUES AMBITIEUX ET EFFICACES	7
CATALYST 2023	8
UNE OFFRE GLOBALE DE TRANSFORMATION NUMÉRIQUE	10
DES MARCHÉS TOUJOURS TRÈS BIENS ORIENTÉS	19
LES DÉPENSES LOGICIELS DOPENT LA CROISSANCE DU SECTEUR NUMÉRIQUE	19
LE PLM, UN RÉSERVOIR DE CROISSANCE DISPONIBLE	20
PERSPECTIVES STRATÉGIQUES ET FINANCIÈRES	21
TABLEAU SYNTHÈSE	22

SWOT

Forces

- 1^{er} intégrateur SOLIDWORKS en Europe
- Récurrence de l'activité (63% du CA S1 2019)
- Solide track record en matière de M&A
- Un tissu de clients important (18 000 en 2018)

Faiblesses

- Dépendance à Dassault Systèmes sur la partie Intégration
- Forte exposition au secteur industriel
- Positionnement sur les ETI encore limité
- Une organisation lourde, conséquence du M&A

Opportunités

- Elargissement du catalogue logiciel de Moovapps
- Réalisation de croissance externes structurantes
- Développement du pôle Conseil à l'international
- Présence accentuée sur tous les métiers dans le Monde

Menaces

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

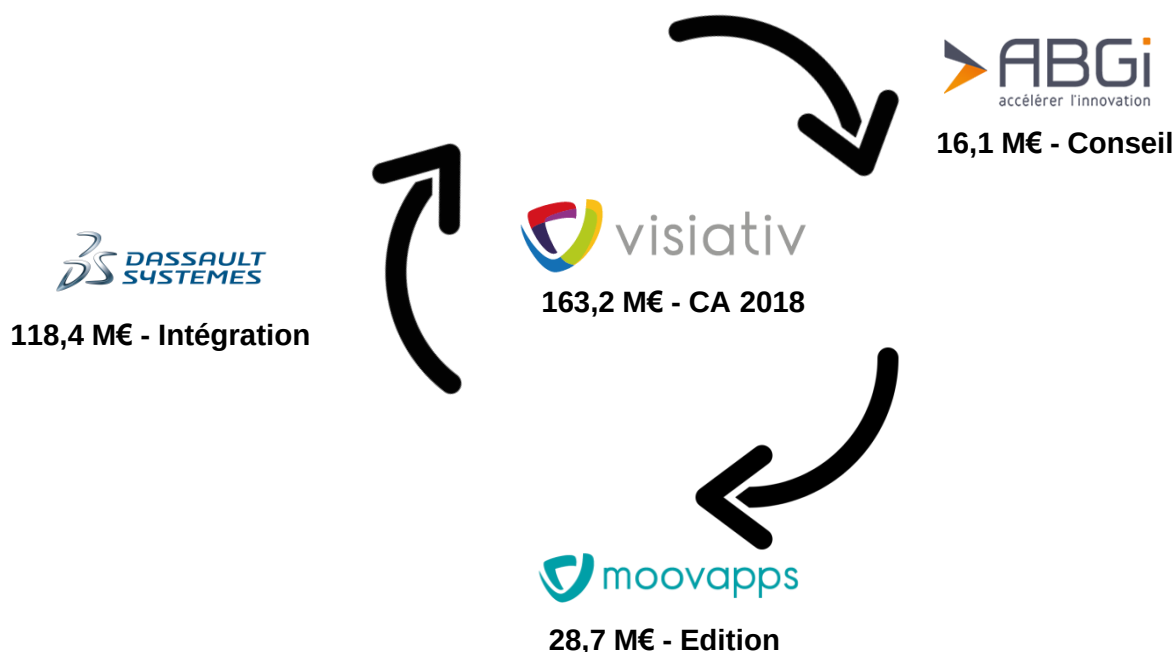
Publiée dans le cadre de l'annonce du plan CATALYST 2023, cette étude se veut comme une mise à jour du positionnement, de l'activité et de l'offre de Visiativ à la veille des changements qui s'opéreront dans les prochaines années en vue de réaliser ce nouveau plan stratégique. Elle pose donc les bases de chacun des pôles constitutifs du Groupe et de leurs enjeux respectifs pour les prochaines années.

Un sans faute depuis l'IPO

Fondée en 1987, Visiativ se positionne comme un partenaire incontournable des PME et ETI faisant face au défi de la transformation numérique. Disposant d'un savoir-faire reconnu en matière d'intégration, le Groupe, aujourd'hui numéro 1 européen des intégrateurs de logiciels de conception assistée par ordinateur (CAO) et de gestion du cycle de vie (PLM) de Dassault Systèmes, a continué à développer son maillage géographique ces dernières années. 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 constant ainsi que plusieurs acquisitions ciblées. Dernière activité développée au sein du Groupe, l'acquisition d'ABGI a permis à la Société de faire une percée dans l'univers du conseil et de compléter ainsi sa chaîne de valeur.

Organisé autour de ces trois pôles complémentaires, le Groupe a généré un CA 2018 de 163,2 M€, en croissance organique de 10% auprès de ses 18 000 clients. Sur les 9 premiers mois de l'exercice 2019, Visiativ réalise un CA de 126,9 M€, en hausse de +7% à pc.

Visiativ : le partenaire de la transformation digitale



Des plans stratégiques ambitieux et efficaces

Cotée depuis 2014 sur Euronext Growth, Visiativ a toujours su allier croissance organique et croissance externe afin de respecter ses objectifs, notamment en atteignant avec un an d'avance son plan AUDEO2017 qui prévoyait un CA de 100 M€ en 2017 et selon toute vraisemblance en atteignant avec un an d'avance aussi son plan NEXT100 visant les 200 M€ de CA à l'horizon 2020. Le tableau ci-après synthétise les 2 plans successifs, les objectifs associés et les réalisations du Groupe.

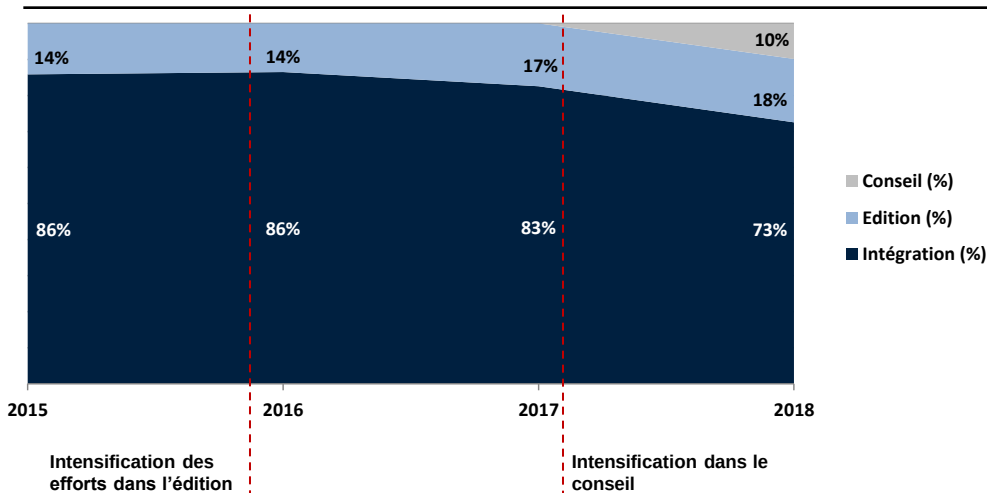
Un track record sur les plans précédents

Plan	Période initiale	Objectifs	Réalisations
AUDEO 2017	2015	Allier croissance rentable et un CA de 100 M€ en 2017	2015 - CA : 82,7 M€ / marge d'EBE : 5,2%
	-		<i>Accélération du pôle logiciel</i>
	2017		<i>Acquisition notamment de Numvision, c+e forum, Spread</i> <i>Levée de fonds de 15,1 M€</i> <i>Atteinte du plan avec un an d'avance</i> 2016 - CA : 105,9 M€ / marge d'EBE : 6,1%
NEXT100	2017	Atteindre 200 M€ de CA à l'horizon 2020	2017 - CA : 124,4 M€ / marge d'EBE : 7,2%
	-		<i>Accélération du pôle conseil</i>
	2020		<i>Acquisition notamment de ABGI, Timelab, Valla, Innova Systems, Audros Technology, Dimensions Group, Jumpstart</i> <i>Signature d'un Euro PP de 20 M€</i> <i>Atteinte du plan avec un an d'avance</i> 2019e - CA : 200,1 M€ / marge d'EBE : 8,5%

source : société, EuroLand Corporate

Ces derniers succès montrent très clairement la capacité du Groupe à définir des objectifs stratégiques et à réaliser ceux-ci en alliant ambition et efficacité. Ce track-record réussi démontre les compétences du Management à faire évoluer la structure de Visiativ en fonction de leurs desseins et nous rassure une nouvelle fois à la veille de l'exécution de ce nouveau plan stratégique.

Répartition du CA par pôle depuis 2015



source : société, EuroLand Corporate

Longtemps dépendant tant sur la croissance de son CA que de la stabilité de ses marges de l'activité Intégration, Visiativ a su intensifier ses efforts pour, dans un premier temps, faire croître l'importance de son activité d'Edition et, dans un second temps, développer l'activité Conseil. Ces deux mouvements stratégiques lui ont ainsi permis de diversifier ses sources de revenu tout en occupant un pan plus large de la chaîne de valeur.

Cette diversification s'est opérée aussi bien sur le plan organique avec de nombreux développements que sur le plan M&A avec des croissances externes régulières aussi bien dans l'acquisition de briques technologiques complémentaires que de fonds de commerces à l'étranger.

Loin de la notion de holding de participations, c'est aujourd'hui une offre cohérente que Visiativ commercialise autour de trois piliers complémentaires. Véritable partenaire de la transformation digitale des entreprises, Intégration, Edition et Conseil permettent au Groupe de développer une stratégie d'up-sell et de cross-sell porteuse offrant ainsi un large réservoir de croissance dans les années à venir.

CATALYST 2023

Atteignant selon toute vraisemblance son plan NEXT100 avec un an d'avance avec un CA de 200 M€ en 2019, Visiativ a atteint aujourd'hui une taille critique lui permettant de poser les bases de sa transformation pour devenir un acteur global de l'accompagnement de la transformation des PME et ETI. Acteur rentable (8% de marge d'EBITDA en 2018) pouvant s'appuyer sur ensemble de 18 000 clients ainsi que sur un business majoritairement récurrent (63% du CA S1 2019), Visiativ est désormais positionné pour lancer son nouveau plan stratégique CATALYST 2023.

Ce plan vise à capitaliser sur chacune des expertises du Groupe (Conseil, Intégration, Logiciel, Infrastructure Cloud) afin de proposer un ensemble de compétences clés dans l'accompagnement du dirigeant et de son entreprise dans sa transformation digitale.

Faisant un focus plus particulier sur le renforcement de la rentabilité celui-ci s'articule autour de 5 axes :

1/ Organisation

Le changement d'organisation prend la forme tout d'abord de la constitution d'une nouvelle gouvernance avec notamment 1/ la **nomination** de Bruno Demortière en tant que **DG Opérations**. Issu de l'acquisition d'ABGI celui-ci a dorénavant la mission de renforcer la dynamique de Visiativ en mettant l'accent sur une plus grande transversalité entre les activités, 2/ la nomination de Philippe Garcia (ex Amplitude surgical) en tant que **DGA** en charge de la **Finance** et 3/ la nomination de Grégoire Jordan **DGA Ressources Humaines** qui aura la charge de travailler sur l'expérience collaborateur au sein du Groupe et notamment afin de développer la marque Visiativ et d'attirer de nouveaux talents.

Dans le même temps l'**organisation des activités** du Groupe sera ensuite **revue** afin de concentrer au sein de la Société les activités créatrices de valeurs fortes et de créer des spin-off des activités de Business Développement et moins contributrices au Groupe. *Cette nouvelle organisation est détaillée dans la suite de l'étude.*

2/ Performance

Axe central de ce nouveau plan, l'accélération de la rentabilité avec un **objectif d'un EBITDA de 30 M€ à l'horizon 2023** sera au cœur de la stratégie de Visiativ avec notamment une responsabilisation accrue des pôles (P&L & trésorerie par pôle) et un **focus** sur la **croissance organique** et sur les **croissances externes fortement relatives**.

3/ Transformation

Souhaitant améliorer la récurrence de ses revenus, Visiativ compte **capitaliser sur ses clients stratégiques** au fort potentiel de **cross & up sell** tout en améliorant son efficience opérationnelle. La nouvelle organisation opérationnelle du Groupe ainsi que la stratégie commerciale décroisée et développée au niveau Groupe devraient permettre à Visiativ d'atteindre ces objectifs. Nouvelle porte d'entrée chez le client : le diagnostique opérationnel (conseil) devrait permettre par la suite de vendre non plus des solutions indépendantes mais un ensemble de solutions verticalisées à partir des expertises du Groupe.

4/ Innovation

Ce volet prend plusieurs formes avec d'un côté la volonté de faire un focus sur la marque employeur et le développement de l'expérience collaborateur (plateforme VisaTeam) afin d'attirer les meilleurs talents du marché et d'un autre côté la volonté d'accentuer l'**égalité hommes-femmes**, l'**inclusion** des personnes en situation de handicap ou de fragilité sociale et l'accès aux nouvelles technologies pour l'éducation.

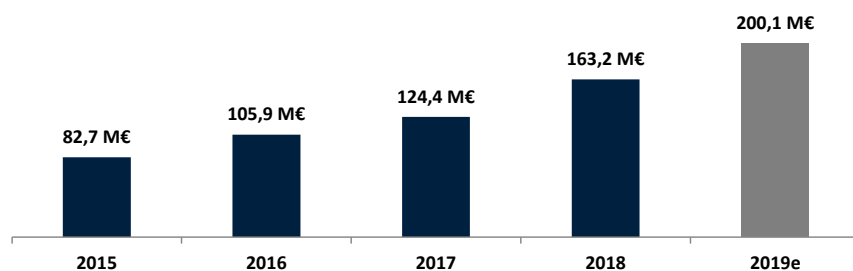
5/ Merge

Pour finir, ce dernier axe vise à capitaliser sur toutes les synergies disponibles en intégrant de manière optimale les croissances externes du Groupe : engagement des collaborateurs, mutualisation des moyens, proposition de valeur globale, ... Tout en redéfinissant les ambitions de ce pôle (cibles, géographie, relation) pour répondre aux enjeux de ce nouveau plan stratégique.

Une offre globale de transformation numérique

Historiquement intégrateur de solution Dassault Systèmes et éditeur de solutions métiers collaboratives, Visiativ a su diversifier et enrichir son offre par croissance organique et externe. Suite à l'acquisition d'ABGI Group en avril 2018, le Groupe a vu un tout nouveau business s'ouvrir à lui avec le déploiement du métier du conseil en management et financement de l'innovation.

Evolution du CA (M€) de Visiativ depuis 2015

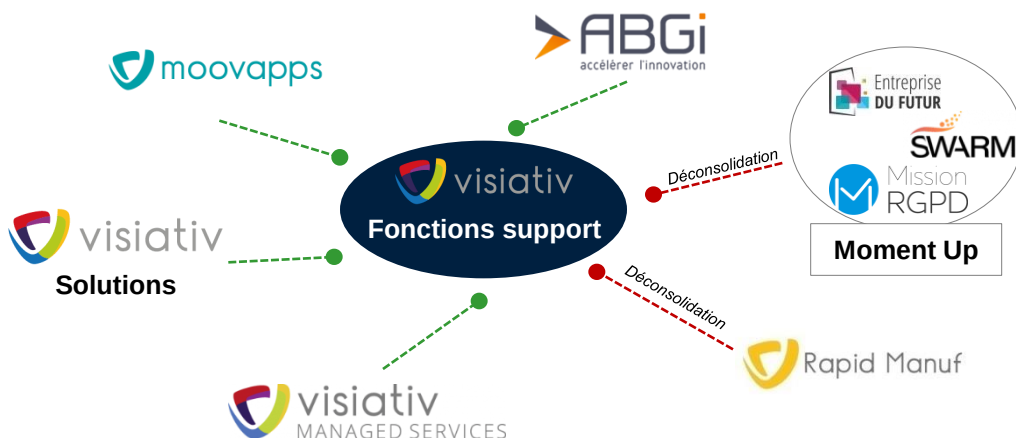


source : société, EuroLand Corporate

Aujourd'hui la société articule son offre autour de trois pôles principaux indépendants : Visiativ Solutions pour le métier de l'**Intégration**, Moovapps pour le métier de l'**Edition** et ABGI pour le **Conseil**. En parallèle de ces pôles, le Groupe se développe dans deux activités jugées à fort potentiel : 1/ l'**infogérance** et les services managés et 2/ le **rapid manufacturing** (impression 3D).

Dans le cadre du volet organisationnel de son plan CATALYST 2023, Visiativ entend adapter son organisation pour la faire correspondre à sa vision. Cette nouvelle organisation se décompose comme suit :

Organisation des activités de Visiativ / CATALYST 2023



source : société, EuroLand Corporate

Cette nouvelle organisation a pour objectif d'accroître les synergies entre les pôles, de renforcer le cross-selling et d'améliorer la complémentarité commerciale entre les métiers. Pour se faire, l'organisation globale s'articulera autour de 4 pôles autonomes avec 1/ Visiativ Solutions, 2/ Moovapps Platform, 3/ ABGI Consulting et 4/ Visiativ Managed Services. Les fonctions supports (Finance, RH, Informatique, Marketing et Communication) seront gérés par une holding animatrice. Pour finir, les pôles Moment Up et Rapid Manuf seront déconsolidés progressivement grâce à l'introduction de nouveaux partenaires actionnaires de ces entités.

Visiativ Solutions - Intégration

Activité historique de Visiativ, elle se traduit par l'intégration de solutions Dassault Systèmes, dont la société est l'un des principaux partenaires en Europe. Les principales missions se décomposent entre 1/ l'activité d'ingénierie de conception produit autour de SOLIDWORKS, CATIA et de la plateforme 3DEXPERIENCE, 2/ l'activité de gestion des informations de développement produit/process et 3/ l'activité d'industrialisation produit.

Constituants notables de l'activité d'Intégration



source : société

Visiativ Solutions Entreprise : Issue de la fusion de Axemble et de Cadware (acquisitions historiques du Groupe), cette entité s'occupe de la distribution et de l'intégration en France, Suisse et au Maroc des solutions de CAO (Conception Assistée par Ordinateur) de Dassault Systèmes, auprès d'une clientèle de TPE et PME industrielles.

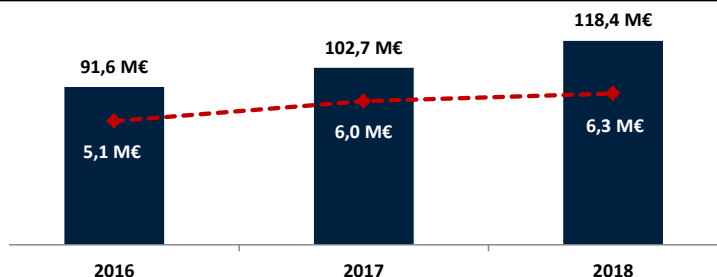
Innova Systems : Société acquise en 2018 réalisant la distribution et l'intégration en Grande-Bretagne de logiciels de CAO.

CCSL : Intégrateur de solutions SOLIDWORKS acquis en 2019 et basé au Pays de Galles. Fort de plus de 300 clients, CCSL a réalisé sur son dernier exercice clos, un chiffre d'affaires annuel de 1,3 M€ (+11%). Cette acquisition permet au Groupe de consolider sa position de premier challenger outre-Manche, désormais 2^{ème} pays du Groupe après la France, avec une part de marché estimée à plus de 10% du marché de l'intégration SOLIDWORKS.

c+e forum : Distributeurs en Suisse alémanique des solutions SOLIDWORKS auprès de plus de 500 clients

Dimension Group : Maison mère de Design Solutions, intégrateur de solutions SOLIDWORKS aux Pays-Bas, en Belgique et au Luxembourg et de Layertec, intégrateur d'imprimantes 3D aux Benelux. Issue d'une acquisition fin 2018, le Groupe réalisait un CA de 10 M€ et une rentabilité à deux chiffres pour plus de 2000 clients et 30 collaborateurs.

Evolution du CA (M€) et de l'EBITDA de l'activité Intégration depuis 2016



source : société, EuroLand Corporate

Pour 2018, le pôle intégration a atteint un CA de 118,4 M€, en hausse de +15% dont +8% à pc. Cette embellie s'est traduite à la fois par le dynamisme sur SOLIDWORKS (+16%) mais aussi sur 3DEXPERIENCE (+9%). Pour les premiers mois de 2019, le CA s'est affiché à 75,3 M€ (+4% à pc). Cette performance traduit principalement une croissance sur SOLIDWORKS en France et à l'international et s'explique aussi bien par la conquête clients que par de l'upsell.

Pôle mature, l'Intégration constitue aujourd'hui la vache à lait du Groupe. Jouissant d'une position dominante en Europe et d'une position de force dans sa recherche de cibles M&A, le principal enjeux de l'Intégration dans les prochaines années sera le redressement de la rentabilité de l'activité. Cela passera naturellement par une optimisation de la structure de coûts alourdie par l'intégration des dernières acquisitions mais aussi par la poursuite de la croissance externe à l'international afin de renforcer le maillage du Groupe dans les régions moins matures où il n'est pas numéro 1.

A cela s'ajoute l'opportunité de la bascule de CATIA vers la 3DEXPERIENCE. En effet, l'adoption progressive de ce nouveau référentiel logiciel Dassault Systèmes par les Grands Comptes induit le passage des sous-traitants vers ce logiciel afin de rester dans le même référentiel que leurs clients GC. Si cette bascule est une véritable opportunité pour Visiativ et sa base installée, il n'en reste pas moins que le timing de ce changement reste encore incertain.

Moovapps - Edition

Activité en forte accélération depuis 2014, Moovapps est une plateforme collaborative réunissant un catalogue d'applications verticalisées par secteur d'activité. Constituée en organique et par acquisition c'est en s'appuyant sur plus de 70 apps disponibles que Moovapps contribue à la transformation digitale des PME et ETI en étant au service des métiers (Conception, Production, Vente, Marketing, Service client, RH, Qualité, ...). Collaborative, cette suite logicielle est compatible avec les systèmes existants (ERP, CAO, CRM, ...) permettant ainsi la circulation des données au sein de l'entreprise.

Des briques métiers au service de quatre secteurs d'activité



source : société

Avec une offre articulée par métier et par fonction, Visiativ a su développer son catalogue d'application autour de 4 secteurs d'activité avec 1/ l'Industrie, 2/ l'Assurance, 3/ le Retail et 4/ l'Expertise-Comptable.

Avec un objectif de 200 applications au total, c'est un effort continu que fait le Groupe aussi bien via des développements en propre que par l'acquisition de briques technologiques complémentaires. Avec un historique de croissance externe réussi, c'est de nouvelles fonctionnalités clés qui sont continuellement ajoutées à Moovapps, parmi lesquelles :

La gestion documentaire et de portails collaboratifs via **Visiativ Software**, entité historique.



La **gestion CRM** grâce à Solo Solution, acquis en 2017. Fort d'un portefeuille de 300 clients et de 30 collaborateurs l'année de son rachat, Solo Solution affichait un CA de 3,5 M€ en 2015 pour une rentabilité élevée.



Les **plateformes** logicielles **collaboratives** à destination du marché du **smart building** avec iPorta. Société acquise en 2017 elle réalisait un CA de 3 M€ et comptait 20 collaborateurs l'année de son rachat.



L'**optimisation des interactions clients** avec le « social CRM » Spread acquis en 2017.



La **synchronisation**, la **sauvegarde** et le **partage** de **données sécurisées** à destination des entreprises via Numvision, société, rachetée en 2017.



L'**analyse** de **grands volumes de données** issues de **capteurs** et d'objets connectés grâce à TimeLab, spécialiste de l'IoT acquis en 2018.



La gestion et le management des risques pour la Santé et Sécurité au Travail via **LinkSoft**, participation de Visiativ depuis 2016.



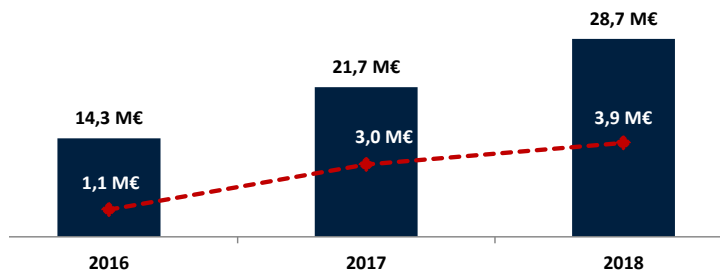
Des solutions de GED, GED technique et PLM via **Audros Technology**. Acquis en 2018, la société comptait 25 collaborateurs pour 3 M€ de CA.



Des **chatbots** au **service de la relation client** (service client, SAV, relation collaborateurs, support informatique, etc.) grâce à Living Actor.

C'est aujourd'hui une véritable offre cohérente qui a été construite par Visiativ, à la fois en interne et par des croissances externes ciblées permettant d'enrichir continuellement le catalogue Moovapps.

Evolution du CA (M€) et de l'EBITDA de l'activité Edition depuis 2016



source : société, EuroLand Corporate

Le pôle a connu une accélération de son activité tout au long de l'année 2018 pour voir son CA ressortir à 28,7 M€, en progression de +19% à pc, conformément aux ambitions du management. Cette performance illustre la pertinence du positionnement de Visiativ sur ce segment et sa capacité à commercialiser ses solutions (Moovapps) à son portefeuille de plus de 18 000 clients. S'inscrivant dans la lignée des précédentes publications, le pôle a vu son activité s'accélérer au T3 2019 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. Portée par la montée en puissance du SaaS et une politique de croissance externe agressive, l'Edition confirme sa bonne santé sur l'exercice en cours.

Véritable pépite du Groupe, le catalogue d'applications Moovapps est un véritable vivier de croissance pour Visiativ. Outre le fort potentiel commercial (new biz, up-sell et cross-sell) c'est une véritable récurrence de son CA que construit la Société dans le développement de son activité Edition. De plus, les investissements actuels encore importants en R&D laissent entrevoir un levier important à terme sur les marges.

ABGI - Conseil

Dédiée au conseil en management et financement de l'innovation, cette activité a été constituée à travers plusieurs opérations de croissance externe depuis fin 2017. Initiée par le rachat d'ABGI, Visiativ accompagne ses clients (organisations publiques et privées) dans leurs projets d'optimisation et de transformation ainsi que dans la structuration de leurs opérations et dans l'obtention de financement dédiés à la R&D avec 1/ l'obtention de financements directs et indirects pour soutenir l'innovation, 2/ la définition et la mise en œuvre de financements internationaux, 3/ le management et le marketing de l'innovation, 4/ le conseil en organisation et en optimisation de la performance opérationnelle et 5/ la délégation de ressources spécialisées.

Le pôle Conseil est issu de l'acquisition de deux acteurs :

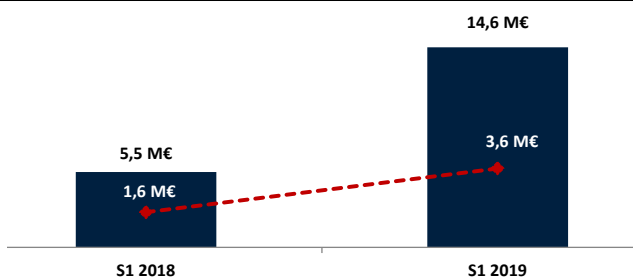


ABGI Group : Spécialisée dans le financement et le management de l'innovation, la société a généré un CA 2017 de 15 M€, dont 20% à l'international, pour une marge opérationnelle d'environ 20%. Composée de 130 collaborateurs et implantée dans 13 pays, elle adresse plus de 600 clients à date (grands comptes et ETI).



Jumpstart : Cabinet de conseil en financement de l'innovation au Royaume-Uni, la société a généré un CA d'environ 5,2 M€ (+9%) en 2018 et bénéficie d'une rentabilité solide à deux chiffres. Accompagnant près de 700 clients, Jumpstart compte 44 collaborateurs sur 3 sites (Edimbourg, Manchester et Birmingham).

Evolution du CA (M€) et du REX Consolidé de l'activité Conseil au S1



source : société, EuroLand Corporate

* La consolidation du Conseil est réalisée au 1^{er} avril 2018

Pour l'exercice 2018, le pôle Conseil (non consolidé en 2017) ressort avec un CA de 16,1 M€, en croissance organique de +26% et affiche une rentabilité à deux chiffres. Sur les 9 premiers mois de l'année 2019, le pôle, bien aidé par ses marchés historiques (France & USA), bénéficie désormais d'un relais de croissance aux UK suite à l'acquisition de Jumpstart, permettant au CA de ressortir en hausse de +15% à pc à 21,2 M€.

Si le mouvement vers le conseil n'a pas été une évidence, le développement de ce pôle a permis à Visiativ 1/ de renforcer son positionnement international, avec une présence directe en Amérique du Nord (États-Unis, Canada) et du Sud (Brésil), 2/ d'accroître la part de son revenu récurrent (70% du CA d'ABGI au moment de son rachat), 3/ de proposer une offre complète et intégrée allant du conseil en innovation (ABGI) à la conception de produits (CAO/PLM), en passant par l'accompagnement de la transformation numérique (Moovapps) et 4/ de pouvoir se positionner auprès d'une clientèle d'ETI et Grands Comptes auxquels le Groupe n'avait pas accès auparavant.

Jouissant d'un accès aux ETI / Grands Comptes et d'un positionnement international renforcé (23% du CA sur 9 mois 2019), Visiativ devrait continuer sa stratégie de développement par croissance externe permettant au Groupe de s'internationaliser toujours plus et de croître sur des marchés à fort potentiel.

Visiativ Managed Services

Expertise développée suite à l'acquisition en 2016 de **NC2**, (spécialiste des services d'hébergement sur le Cloud en modes IaaS ou SaaS), ce pôle a pour objectif d'accompagner les entreprises sur les problématiques d'infogérance principalement

Moment Up

Ce pôle, déconsolidé dans le cadre du plan CATALYST 2023, comprend les initiatives du Groupe lui permettant de faire rayonner son image auprès des dirigeants et des écoles et ainsi alimentant son vivier de prospects et de talents. Il se compose aujourd'hui de 1/ **Entreprise du Futur**, communauté de PME et ETI fédérées autour d'un dispositif innovant, associant rencontres physiques (congrès annuel réunissant 4 500 dirigeants) et plateforme digitale (plus de 19 000 membres), 2/ **SWARM**, un accélérateur de projets industriels nommé **SWARM** pour le Campus Région Auvergne-Rhône-Alpes du numérique, véritable usine de recherche et d'innovation consacrée à des projets ambitieux de transformation des entreprises industrielles soumis par des acteurs de la région et 3/ une plateforme numérique de mise en conformité appelée **Mission RGPD**.



Partenaire Industriel

Dernière pôle déconsolidé lui aussi dans le cadre du plan stratégique de Visiativ, **Rapid Manuf** est une activité issue de l'acquisition en 2018 de Valla (≈2 M€ de CA / 25 collaborateurs). Spécialiste dans le conseil et l'accompagnement dans le domaine de l'impression 3D ainsi que dans la conception et la production de prototypes unitaires ou en petites et moyennes séries. Cette entité vient compléter l'expertise du Groupe dans l'accompagnement des PME et ETI dans leur transition vers l'industrie 4.0.

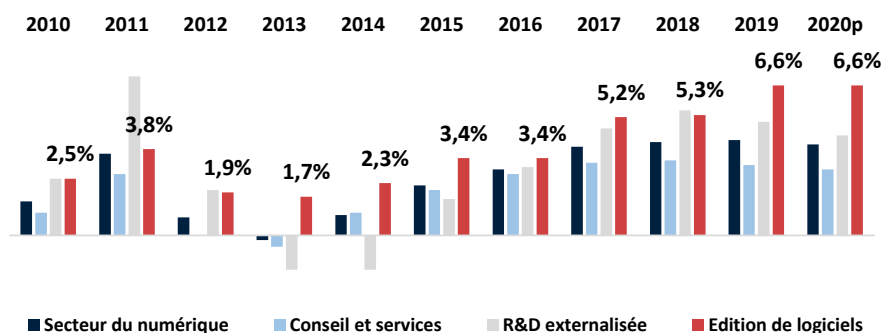


Des marchés toujours très biens orientés

Les dépenses logicielles dopent la croissance du secteur numérique

Depuis 2014 l'ensemble du secteur numérique affiche une solide croissance avec notamment une croissance de 4,2% en 2019 et une prévision du même ordre pour l'année 2020 (+4,0%, *Syntec Numérique*). L'édition de logiciels quant à elle surperforme systématiquement le secteur avec une croissance annuelle moyenne de 4,4% sur la période et une performance historique de +6,6% en 2019.

Edition de logiciels : une croissance continue



source : Syntec Numérique

Autrefois considérés comme un centre de coûts, les logiciels sont désormais perçus comme étant stratégiques sur le plan :

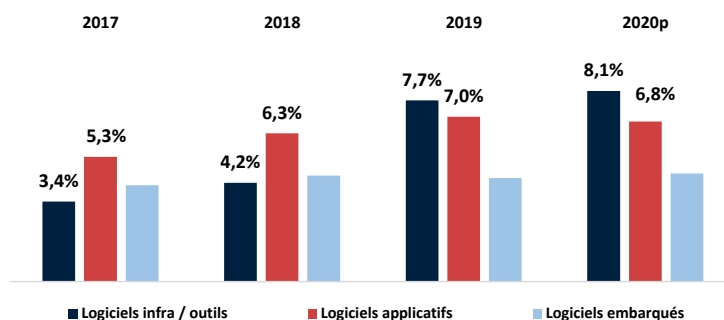
- Financier : en simplifiant les processus métiers des entreprises, ils participent à la réalisation d'économies
- Organisationnel : de plus en plus collaboratifs, ils sont source de gains de productivité
- Commercial : en redéfinissant la relation clients/entreprises, ils stimulent la génération de chiffre d'affaires

Le marché bénéficie donc de facteurs favorables qui s'inscrivent dans le long terme : rationalisation des coûts, hausse des volumes de données, multiplication des projets « SMACS ». Ainsi, les SMACS, réservoir de croissance encore important, devraient atteindre 16,5 Mds€ en 2020, en croissance de +14,7%.

Le PLM, un réservoir de croissance disponible

Tous les segments de l'édition de logiciels portent la croissance. A noter l'excellente performance des logiciels applicatifs (CRM, gestion de contenus et collaboratif) attendus en hausse de +6,8% en 2020 et celle des logiciels outils avec une croissance estimée de +8,1% pour l'année en cours.

Edition de logiciels : une croissance continue



source : Syntec Numérique

Avec un TCAM 2015-2022 de +8,1%, le marché mondial du PLM, qui pesait en 2014 40,3 Mds\$, devrait continuer de croître dans les prochaines années pour peser 75,9 Mds\$ à l'horizon 2022 (source : Transparency Market Research).

En cause, la poursuite du développement des méthodes de prototypage numérique permettant aux entreprises de répondre aux problématiques de gain de productivité, de réduction des coûts R&D et de time to market toujours plus court. Ces enjeux devraient donc porter la croissance du PLM avec un taux d'adoption toujours plus important.

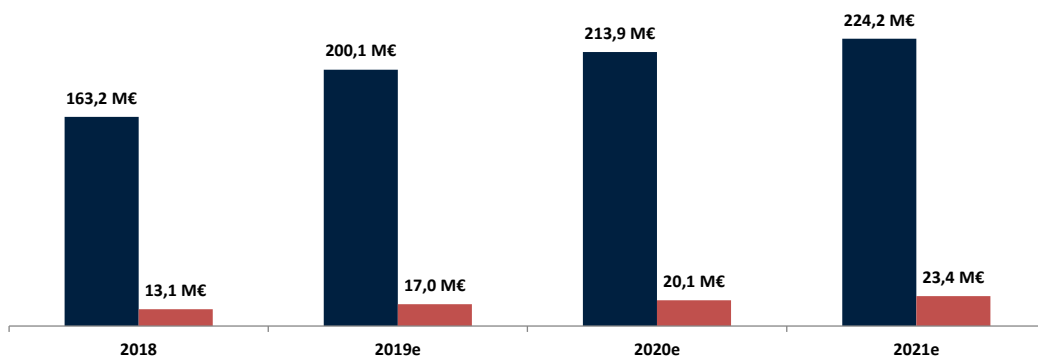
Si le marché historique des logiciels PLM (l'aéronautique, l'automobile, le BTP et les équipements industriels) est arrivé à maturité, il reste dans son ensemble en croissance. En lien, une demande importante des secteurs de l'aérospatiale et de la défense due à un environnement politique instable dans de nombreux pays.

A noter toutefois que les coûts d'intégration d'un logiciel de PLM ainsi que la complexité d'intégration de celui-ci au sein d'une société restent encore des freins à une adoption massive de la part des PME.

Perspectives stratégiques et financières

Dans la lignée des précédents flashs publiés et des objectifs du management nous attendons pour 2019 un CA de 200,1 M€, en croissance de 22,6% notamment grâce à l'excellente dynamique de l'activité Conseil (+15% à pc sur 9 mois) et de l'activité Edition (+13% à pc sur 9 mois).

Prévisions de CA et d'EBE pour la période 2019-21 (en M€)



source : Euroland Corporate

Conservant une approche prudente pour les années suivantes, nous attendons un TCAM 2018-2021 de 11,2%. Dans le même temps nous attendons une marge d'EBE de 10,4% à l'horizon 2021 en lien avec un mix produit plus favorable et à la mise en place des synergies avec les dernières acquisitions.

Pour finir, Visiativ devrait bénéficier d'une solide génération de FCF dans les prochaines années avec, selon nos estimations, un FCF moyen de 11,9 M€ par an pour les 3 prochaines années.

Après actualisation de notre modèle, notre objectif de cours ressort identique à 36,70 €. Notre recommandation reste à l'Achat et nous renouvelons notre confiance en Visiativ pour réaliser ce nouveau plan stratégique.

Tableau Synthèse

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	90,2	90,2	90,3
dont goodwill	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	29,2	37,0	48,3
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	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissen	-14,4	-14,4	-31,7	-18,6	-4,3	-4,5
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	-7,0	7,8	11,3
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%	10,8%	13,3%	16,2%
ROCE hors GW	-103,0%	347,7%	53,1%	102,9%	131,5%	169,3%
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%	36%	14%	-7%
Dettes nette/EBE	-0,5	-1,1	1,3	1,2	0,4	-0,2
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	28,7	28,7	28,7	28,7
(1) Capitalisation boursière moyenne	48,03	122,35	115,12	115,12	115,12	115,12
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-3,3	-10,1	16,6	19,8	8,9	-5,3
(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	-4,68	-4,68	-4,68
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	49,9	119,2	146,2	153,5	145,3	134,5
PER	10,7	27,2	35,0	33,9	14,6	11,1
VE / EBE	7,7	13,4	10,6	8,7	6,9	5,5
VE /ROC	10,4	18,7	15,8	11,8	9,0	6,9
VE /CA	0,5	1,0	0,9	0,7	0,7	0,6
P/B	2,7	3,5	2,4	2,1	1,8	1,5
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 des recommandations sur les 12 derniers mois :

Achat : Depuis le 05/11/2018

Accumuler : (-)

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 a été préparée par EuroLand Corporate 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.