

|                          |                     |                |
|--------------------------|---------------------|----------------|
| <b>Achat</b>             | <i>Potentiel</i>    | 16%            |
| <b>Objectif de cours</b> |                     | <b>25,00 €</b> |
| Cours au 29/07/2021 (c)  |                     | 21,50 €        |
| Euronext Growth          |                     |                |
| Reuters / Bloomberg      | ALVIV.PA / ALVIV.FP |                |

| Performances (%) | Ytd   | 1m   | 3m    | 12m   |
|------------------|-------|------|-------|-------|
| Perf. Absolue    | 2,8%  | 10%  | -1,2% | 10,9% |
| Perf CAC Small   | 17,7% | 1,8% | 0,3%  | 49,0% |

| Informations boursières       |                 |
|-------------------------------|-----------------|
| Capitalisation (M€)           | 94,1            |
| Nb de titres (en millions)    | 4,38            |
| Volume moyen 12 mois (titres) | 5 427           |
| Extrêmes 12 mois              | 14,49 € 24,54 € |

| Actionnariat          |     |
|-----------------------|-----|
| Flottant              | 49% |
| Alliatif & Fondateurs | 42% |
| Autres                | 9%  |

| Données financières (en M €) |       |       |       |       |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| au 31/12                     | 2020  | 2021e | 2022e | 2023e |
| CA                           | 189,9 | 201,1 | 217,8 | 234,1 |
| var %                        | -6,5% | 5,8%  | 8,3%  | 7,5%  |
| EBE                          | 15,3  | 21,5  | 25,2  | 29,8  |
| %CA                          | 8,1%  | 10,7% | 11,6% | 12,7% |
| ROC                          | 7,4   | 12,6  | 16,1  | 20,7  |
| %CA                          | 3,9%  | 6,3%  | 7,4%  | 8,8%  |
| RN                           | 15    | 6,0   | 8,1   | 10,9  |
| %CA                          | 0,8%  | 3,0%  | 3,7%  | 4,7%  |
| Bnpa (€)                     | 0,37  | 151   | 2,06  | 2,76  |
| ROCE (%)                     | 11%   | 16%   | 21%   | 26%   |
| ROE (%)                      | 3%    | 10%   | 12%   | 14%   |
| Gearing (%)                  | 76%   | 48%   | 28%   | 9%    |
| Dette nette                  | 35,4  | 28,9  | 19,9  | 7,7   |
| Dividende n (€)              | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  |
| Yield (%)                    |       |       |       |       |

| Ratios     |      |       |       |       |
|------------|------|-------|-------|-------|
|            | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
| VE/CA (x)  | 0,6  | 0,6   | 0,5   | 0,4   |
| VE/EBE (x) | 7,7  | 5,5   | 4,4   | 3,4   |
| VE/ROC (x) | 15,9 | 9,5   | 6,9   | 4,9   |
| PE (x)     | 54,3 | 14,5  | 10,7  | 7,9   |

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

**Visiativ**  
Services Informatiques

## Croissance à deux chiffres au 1er semestre !

### Publication du CA S1 2021

Après avoir publié un chiffre d'affaires T1 marqué par un retour à la croissance, Visiativ confirme cette dynamique avec la publication d'un CA S1 en hausse de +11% à 91,7 M€ porté par l'ensemble des deux pôles du Groupe.

### Accélération de l'activité 3DEXPERIENCE VAR

Après avoir renoué avec la croissance au T1 (+4% à 25,1 M€), le pôle 3DEXPERIENCE VAR accélère au T2 avec une hausse de +34% (+26% en organique) à 29,5 M€ porté par la forte demande de nouvelles licences sur fond d'accélération des projets d'investissements en France et à l'international. Sur le semestre, la croissance du pôle ressort à +18%, dont +13% en organique, à 54,6 M€.

### Forte croissance du Conseil & transition SaaS de l'Édition

Le pôle VISIATIV PLATFORM affiche ce semestre une croissance de +2% (T1 +3% à 18,7 M€, T2 +1% à 18,4 M€) à 37,1 M€. Le Conseil en innovation reste la locomotive du pôle avec une croissance de +14% (+16% à pcc) totalisant un CA de 19,2 M€ sur le S1. A noter que la dynamique commerciale s'est accélérée au T2 pour l'activité Conseil avec une croissance organique de +20% à 9,8 M€.

Dans le même temps, l'Édition continue sa transition vers un modèle par abonnement. Les facturations SaaS affichent une croissance de +20% au S1 (contre +11% sur l'année 2020) et totalisent dorénavant 55% du CA récurrent de l'Édition (vs 50% l'exercice précédent). Sur le semestre, les ventes Moovapps restent ainsi stables à 14,1 M€, cette transition impactant temporairement la croissance avec un lissage des contrats, mais accentuant la récurrence des revenus du pôle.

Enfin, le pôle Services cloud (ex-Business Development,) affiche une baisse de -24% à 3,8 M€ en lien avec la cession de Valla en début d'année mais une croissance organique de +2% sur le semestre.

### Poursuite de la dynamique à l'international

Hors France, les activités continuent à être bien orientées et affichent une croissance solde de +17% (+18% à pcc) notamment grâce à la bonne dynamique commerciale aux USA. Sur le S1, l'international représente ainsi 26% des ventes du Groupe.

### Une petite acquisition dans le Conseil

Visiativ profite de ce communiqué pour annoncer l'acquisition d'IFTC, société basée à Belfast spécialisée dans le financement de l'innovation et notamment dans l'optimisation des crédits d'impôts pour la R&D ainsi que dans le financement de l'innovation et de la propriété intellectuelle. Venant renforcer l'activité de Conseil du Groupe au Royaume-Uni avec une nouvelle implantation (la 6ème), IFITS réalisait un CA de 1,5 M€ en 2020 et sera consolidé à compter du 1er juillet. Cette opération permet en outre au Groupe de se développer sur une nouvelle implantation et offre des opportunités de cross-sell avec les autres activités de Visiativ.

### Perspectives

Fort de cette dynamique commerciale retrouvée, notamment dans l'intégration, le management poursuit son plan CATALYST et confirme son objectif d'EBITDA 2023 de 30 M€. Nous attendons un CA 2021e de 201,1 M€ et un ROC de 12,6 M€.

### Recommandation

**Suite à cette publication et à la mise à jour de notre modèle, notre objectif de cours ressort inchangé à 25,00 € et notre recommandation reste à Achat.**

Prochaine publication : Résultats S1 le 22 septembre 2021

| Compte de résultat (M€)                                 | 2019  | 2020  | 2021e | 2022e | 2023e |
|---------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Chiffre d'affaires                                      | 203,2 | 189,9 | 201,1 | 217,8 | 234,1 |
| Excédent brut d'exploitation                            | 19,3  | 15,3  | 21,5  | 25,2  | 29,8  |
| Résultat opérationnel courant                           | 13,6  | 7,4   | 12,6  | 16,1  | 20,7  |
| Résultat opérationnel                                   | 13,6  | 7,4   | 12,6  | 16,1  | 20,7  |
| Résultat financier                                      | -1,5  | -2,9  | -2,8  | -2,8  | -2,8  |
| Impôts                                                  | 3,5   | 1,8   | 2,6   | 3,5   | 4,7   |
| Mise en équivalence                                     | -0,1  | -0,4  | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Part des minoritaires                                   | 3,1   | 0,3   | 1,2   | 1,6   | 2,2   |
| Résultat net part du groupe                             | 2,6   | 1,5   | 6,0   | 8,1   | 10,9  |
| Bilan (M€)                                              | 2019  | 2020  | 2021e | 2022e | 2023e |
| Actifs non courants                                     | 83,9  | 105,2 | 102,7 | 100,8 | 98,9  |
| <i>dont goodwill</i>                                    | 61,1  | 79,4  | 79,4  | 79,4  | 79,4  |
| BFR                                                     | -1,4  | 17,3  | 27,9  | 30,6  | 33,4  |
| Disponibilités + VMP                                    | 31,7  | 65,3  | 71,7  | 80,7  | 92,9  |
| Capitaux propres                                        | 53,0  | 46,8  | 60,9  | 70,7  | 83,8  |
| Emprunts et dettes financières                          | 58,0  | 100,7 | 100,7 | 100,7 | 100,7 |
| Total Bilan                                             | 210,1 | 250,6 | 261,6 | 275,9 | 293,3 |
| Tableau de flux (M€)                                    | 2019  | 2020  | 2021e | 2022e | 2023e |
| Marge Brute d'autofinancement                           | 14,7  | 9,3   | 18,9  | 21,7  | 25,1  |
| Variation de BFR                                        | -7,3  | 5,1   | -10,6 | -2,7  | -2,8  |
| <b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>     | 7,4   | 14,4  | 8,3   | 19,0  | 22,3  |
| Investissements opérationnels nets                      | -6,8  | -8,5  | -9,2  | -10,0 | -10,1 |
| Investissements financiers nets                         | -1,1  | -14,6 | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| <b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b> | -16,5 | -23,1 | -9,2  | -10,0 | -10,1 |
| Augmentation de capital                                 | 0,0   | 0,0   | 7,0   | 0,0   | 0,0   |
| Variation emprunts                                      | 5,8   | 42,4  | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Dividendes versés                                       | -0,6  | -0,1  | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Autres                                                  | 1,0   | 0,2   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| <b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>      | 5,2   | 42,5  | 7,0   | 0,0   | 0,0   |
| Variation de trésorerie                                 | -3,6  | 33,5  | 6,0   | 9,0   | 12,2  |
| Ratios (%)                                              | 2019  | 2020  | 2021e | 2022e | 2023e |
| Variation chiffre d'affaires                            | 24,5% | -6,5% | 5,8%  | 8,3%  | 7,5%  |
| Marge EBE                                               | 10%   | 8%    | 11%   | 12%   | 13%   |
| Marge opérationnelle courante                           | 7%    | 4%    | 6%    | 7%    | 9%    |
| Marge opérationnelle                                    | 7%    | 4%    | 6%    | 7%    | 9%    |
| Marge nette                                             | 1%    | 1%    | 3%    | 4%    | 5%    |
| Investissements opérationnels nets/CA                   | 3%    | 4%    | 5%    | 5%    | 4%    |
| BFR/CA                                                  | -1%   | 9%    | 14%   | 14%   | 14%   |
| ROCE                                                    | 11%   | 4%    | 6%    | 8%    | 10%   |
| ROCE hors GW                                            | 42%   | 11%   | 16%   | 21%   | 26%   |
| ROE                                                     | 6%    | 3%    | 10%   | 12%   | 14%   |
| Payout                                                  | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    |
| Dividend yield                                          | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    |
| Ratios d'endettement                                    | 2019  | 2020  | 2021e | 2022e | 2023e |
| Gearing (%)                                             | 50%   | 76%   | 48%   | 28%   | 9%    |
| Dettes nettes/EBE                                       | 1,4   | 2,3   | 1,3   | 0,8   | 0,3   |
| EBE/charges financières                                 | 9,2   | 5,2   | 7,6   | 8,8   | 10,5  |
| Valorisation                                            | 2019  | 2020  | 2021e | 2022e | 2023e |
| Nombre d'actions (en millions)                          | 4,0   | 4,4   | 4,4   | 4,4   | 4,4   |
| Nombre d'actions moyen (en millions)                    | 4,0   | 4,0   | 4,4   | 4,4   | 4,4   |
| Cours (moyenne annuelle en euros)                       | 19,8  |       | 21,5  | 21,5  | 21,5  |
| (1) Capitalisation boursière moyenne                    | 79,4  | 0,0   | 94,1  | 94,1  | 94,1  |
| (2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)               | 26,4  | 35,4  | 28,9  | 19,9  | 7,7   |
| (3) Valeur des minoritaires                             | 12,1  | 1,8   | 3,0   | 4,6   | 6,8   |
| (4) Valeur des actifs financiers                        | -4,6  | -3,8  | -3,8  | -3,8  | -3,8  |
| Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)                   | 122,5 | 41,0  | 129,8 | 122,5 | 112,4 |
| PER                                                     | 30,3  | 54,3  | 14,5  | 10,7  | 7,9   |
| VE / EBE                                                | 6,1   | 7,7   | 5,5   | 4,4   | 3,4   |
| VE / ROC                                                | 8,6   | 15,9  | 9,5   | 6,9   | 4,9   |
| VE / CA                                                 | 0,6   | 0,6   | 0,6   | 0,5   | 0,4   |
| P/B                                                     | 1,5   | 1,7   | 1,4   | 1,2   | 1,0   |
| Données par action (€)                                  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  |
| Bnpa                                                    | 0,65  | 0,37  | 1,51  | 2,06  | 2,76  |
| Book value/action                                       | 13,2  | 10,7  | 13,9  | 16,1  | 19,1  |
| 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** : Du 05/11/2018 au 21/10/2020 et depuis le 22/04/2021

**Accumuler** : Du 22/10/2020 au 21/04/2021

**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 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