

29 novembre 2017

TMT

Bloomberg	ALSTA FP
Reuters	ALEZV.PA
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	30,2 / 24,0
Capitalisation Boursière (MEUR)	49
Valeur d'Entreprise (BG est. MEUR)	53
Volume moyen 6 mois (000 actions)	0,10
Free Float	21,0%
TMVA	NS
Gearing (12/16)	NM
Rendement (12/17e)	NM

Fin Décembre	12/16	12/17e	12/18e	12/19e
C. Affaires (EURm)	22,90	27,97	37,60	44,15
EBITA EURm)	-1,7	-2,4	2,5	4,8
Op.Margin (%)	-7,6	-8,5	6,8	10,8
BPA dilué (EUR)	-0,89	-2,04	1,13	2,19
VE/CA	2,24x	1,88x	1,33x	1,00x
VE/EBITDA	NS	NS	15,7x	8,2x
EV/EBITA	NS	NS	19,7x	9,3x
P/E	NS	NS	26,2x	13,5x
ROCE	NM	NM	NM	NM



# EasyVista

## Le pari de la licence renouvelable

Fair Value 40EUR (price 29,60EUR)

INITIATION DE COUVERTURE

Nous initions la couverture sur EasyVista avec une fair value issue d'un DCF à 40 EUR. Après des années d'investissements, nous estimons que l'éditeur devrait redevenir profitable dès 2018 grâce à la mise en place d'un nouveau modèle de licence renouvelable.

■ **Un vaste marché de remplacement.** EasyVista est un éditeur de logiciels gérant les "service desks" informatiques des entreprises. Son offre, basée sur le mobile et une architecture « sans code », est une alternative à ServiceNow. Son marché adressable, qui s'élève à plus de 3 Md USD, bénéficie d'un vaste gisement de remplacement de solutions obsolètes.

■ **Le passage à la licence renouvelable.** Elior est le premier client signé selon ce mode, qui consiste à séparer le coût lié à l'utilisation du logiciel en mode SaaS et le coût de gestion de l'infrastructure informatique associée. Si ce modèle de vente, qui sera généralisé sur tout le groupe en 2018, ne change rien au niveau de l'encaissement des redevances, celui-ci entraîne la reconnaissance en CA de 80% du contrat dès la signature.

■ **Décollage des marges envisageable en 2018.** EasyVista n'a plus connu d'année profitable depuis 2006 à cause du passage au SaaS et des investissements aux US. En revanche, par les 4-5 M EUR de CA que les licences renouvelables pourraient engendrer en 2018 sans dépense supplémentaire, nous estimons que la marge opérationnelle pourrait atteindre 7% environ en 2018 et se rapprocher de 13% en 2020.

■ **Valorisation attractive.** Notre fair value de 40 EUR obtenue par DCF repose sur la licence renouvelable. Le multiple EV/EBIT 2019e (9.3x) comporte une décote de 45-50% par rapport à la moyenne des éditeurs européens.

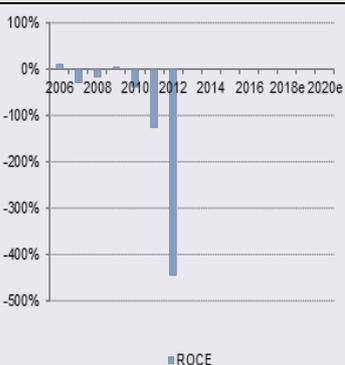
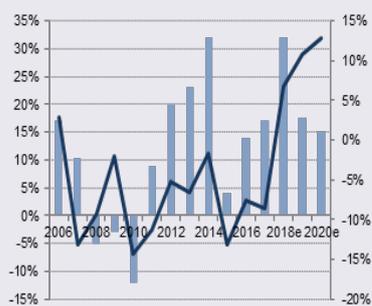


**Analyst:**  
**Gregory Ramirez**  
 33(0) 1 56 68 75 91  
 gramirez@bryangarnier.com

**Sector Analyst Team:**  
 Richard-Maxime Beaudoux  
 Thomas Coudry  
 Frédéric Yoboué

This Report has been sent to you for marketing purposes. It is non-independent research within the meaning of the FSA rules. It is not being held out as an objective or independent explanation of the matters contained in it and should not be treated as such. It has not been prepared in accordance with the legal requirements designed to promote the independence of investment research. Accordingly, the Firm is not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research. Please see the section headed "Important information" on the back cover.

## EasyVista



Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Revenues	19,4	20,2	22,9	28,0	37,6	44,2	50,9
Change (%)	31,7%	4,2%	13,5%	22,1%	34,4%	17,4%	15,2%
lfl change (%)	32,0%	4,0%	14,0%	17,0%	32,0%	17,4%	15,2%
Adjusted EBITDA	-0,03	-2,3	-1,7	-1,8	3,2	5,4	7,1
Depreciation & amortisation	-0,31	-0,31	0,01	-0,58	-0,65	-0,65	-0,65
Adjusted EBIT	-0,33	-2,6	-1,7	-2,4	2,5	4,8	6,5
EBIT	-0,56	-2,9	-3,2	-2,8	1,8	4,0	5,7
Change (%)	-%	-%	-%	-%	-%	125%	42,9%
Financial results	0,69	0,66	0,36	-2,6	-0,70	-0,77	-0,80
Pre-Tax profits	0,13	-2,2	-2,9	-5,4	1,1	3,2	4,9
Exceptionals	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tax	0,77	-0,34	0,04	1,0	0,0	-0,19	-0,66
Profits from associates	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minority interests	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net profit	0,89	-2,6	-2,8	-4,4	1,1	3,0	4,2
Restated net profit	1,1	-2,4	-1,6	-3,8	2,1	4,0	5,2
Change (%)	-	-	-	-	-	-	-

Cash Flow Statement (EURm)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Operating cash flows	0,63	-1,8	-2,0	-3,2	2,5	4,4	5,7
Change in working capital	-0,74	2,0	0,15	2,0	0,37	1,8	0,57
Capex, net	-0,88	-0,15	-0,37	-0,39	-0,50	-0,50	-0,50
Financial investments, net	0,0	0,0	0,0	-0,07	0,0	0,0	0,0
Acquisitions, net	0,0	0,0	0,0	-1,6	0,0	0,0	0,0
Dividends	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other	0,30	-0,31	7,3	-0,10	0,10	0,0	0,0
Net debt	0,11	0,11	2,3	3,5	1,1	-4,7	-10,4
Free Cash flow	-0,99	-0,01	-2,2	-1,7	2,4	5,8	5,7

Balance Sheet (EURm)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Tangible fixed assets	0,61	0,52	0,53	0,18	0,06	-0,08	-0,22
Intangibles assets & goodwill	1,2	0,76	0,70	1,9	1,1	0,29	-0,49
Investments	0,25	0,18	0,22	0,29	0,29	0,29	0,29
Deferred tax assets	2,0	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Current assets	6,1	6,4	6,9	7,9	12,9	14,8	18,1
Cash & equivalents	2,2	1,3	5,9	5,9	8,3	14,1	19,8
Total assets	12,3	11,0	16,2	18,1	24,7	31,4	39,4
Shareholders' equity	0,29	-3,0	-6,2	-8,4	-7,3	-4,3	-0,07
Provisions	1,0	0,97	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Deferred tax liabilities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
L & ST Debt	2,3	1,4	8,2	9,4	9,4	9,4	9,4
Current liabilities	8,7	11,6	13,0	15,8	21,3	25,0	28,8
Total Liabilities	12,3	11,0	16,2	18,1	24,7	31,4	39,4
Capital employed	0,40	-2,9	-3,9	-4,9	-6,3	-9,0	-10,5

Ratios	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Operating margin	-1,73	-13,09	-7,57	-8,54	6,77	10,78	12,73
Tax rate	-598	-15,22	1,51	18,51	0,0	6,00	13,50
Net margin	4,61	-12,80	-12,27	-15,74	2,86	6,86	8,34
ROE (after tax)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
ROCE (after tax)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Gearing	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Pay out ratio	0,0	NM	NM	NM	0,0	0,0	0,0
Number of shares, diluted	1,59	1,58	1,77	1,85	1,85	1,85	1,85

Data per Share (EUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
EPS	0,57	-1,64	-1,78	-2,66	0,65	1,83	2,56
Restated EPS	0,69	-1,49	-0,89	-2,04	1,13	2,19	2,84
% change	-%	-%	-%	-%	-%	93,8%	30,1%
EPS bef. GDW	0,69	-1,49	-0,89	-2,04	1,13	2,19	2,84
BVPS	0,18	-1,89	-3,53	-4,56	-3,98	-2,34	-0,04
Operating cash flows	0,40	-1,15	-1,13	-1,74	1,35	2,41	3,07
FCF	-0,62	-0,01	-1,24	-0,90	1,28	3,12	3,10
Net dividend	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

## Sommaire

1. Investment Case.....	4
2. Modèle DCF : 40 EUR par action.....	5
3. Un spécialiste du « service desk ».....	7
3.1. Le « service desk » en pleine évolution.....	7
3.1.1. Logiciels d'ITSM : l'ERP du directeur informatique.....	7
3.1.2. Un marché de renouvellement en croissance de 15% par an.....	8
3.2. L'environnement concurrentiel.....	9
3.2.1. Panorama général.....	9
3.2.2. Analyse des concurrents d'EasyVista.....	11
3.2.3. Les avantages concurrentiels d'EasyVista.....	13
4. Transition bientôt terminée.....	14
4.1. Modèle de vente : le SaaS par défaut.....	14
4.2. Les investissements ont affecté la rentabilité.....	16
4.3. Renforcement commercial et marketing.....	17
4.3.1. Renforcement commercial en Europe.....	18
4.3.2. Renforcement commercial en Amérique du Nord.....	19
4.4. L'acquisition de Knowesia.....	20
4.4.1. Modalités de l'acquisition.....	20
4.4.2. Synergies commerciales autour de la base installée EasyVista.....	20
5. Nos prévisions.....	21
5.1. Objectifs maintenus pour 2017.....	21
5.1.1. Le T4 sera déterminant pour réaliser l'objectif sur le SaaS.....	21
5.1.2. Le lancement du modèle de licence renouvelable.....	22
5.2. Nous anticipons le retour aux profits en 2018.....	23
5.3. Renforcer le bilan.....	24
6. Le capital d'EasyVista.....	27
7. Comptes.....	28
7.1. Compte de résultat.....	28
7.2. Bilan.....	29
7.3. Tableau de financement.....	29
Bryan Garnier stock rating system.....	30

# 1. Investment Case

*Pourquoi investir maintenant?*



## Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

**Le 15 novembre dernier, EasyVista a annoncé le lancement d'une offre de licence renouvelable de 3 ans.** Il permet de reconnaître dès la signature du contrat 80% de sa valeur, correspondant au droit d'utilisation des logiciels sur 36 mois, tandis que le CA lié à l'hébergement reste reconnu de façon étalée sur la durée du contrat. De ce fait, nous estimons que la licence renouvelable devrait profondément changer la physionomie des résultats dès 2018, avec des perspectives de forte amélioration des marges.

*Horizon d'investissement?*



## Valorisation

**L'action se paye sur des niveaux attractifs dans une optique de redressement de la rentabilité** – avec des multiples EV/EBIT de 19.7x 2018e et 9.3x 2019e. Notre FV de 40 EUR est obtenue par un DCF sur 10 ans mettant en évidence, à moyen terme, un CA en hausse moyenne de 10% par an et une marge opérationnelle de 13%.

*Horizon d'investissement?*



## Catalyseurs

**CA 2017 le 13 février 2018.** Nous attendons pour 2017 un CA en hausse de 22% (+17% hors acquisition de Knowesia) avec une forte accélération de la croissance du SaaS (+30.7%, dont +76.7% sur le T4) grâce à la mise en place du modèle de licence temporaire - avec pour premier client Elior, annoncé en novembre. Nous anticipons pour le S2 2017 un résultat opérationnel proche de l'équilibre, contre une perte de 2 M EUR au S1. Toutefois, le principal catalyseur positif susceptible de générer une réappréciation du cours de l'action sera selon nous le retour à la profitabilité en 2018.

*Valeur ajoutée?*



## Différentiation face au consensus :

Notre prévision de CA 2018 (37.6 M EUR) est supérieure au consensus car ce dernier n'a pas encore intégré le passage à la licence temporaire. De même, alors que le consensus intègre un résultat opérationnel à l'équilibre en 2018, nous anticipons une marge opérationnelle de 6.8% grâce à 4-5 M EUR de contribution de ce nouveau modèle de vente au CA.

*Quels risques?*



## Risques

**1). Risques d'exécution** : CA par commercial en-dessous des attentes et/ou dérapages sur les charges opérationnelles ; **2). Change** : environ 25% du CA est réalisé aux Etats-Unis, ce qui signifie une exposition non-négligeable au dollar US ; **3). Une dégradation de l'environnement économique**, qui aurait de sérieuses chances de remettre en cause la croissance du CA.

## 2. Modèle DCF : 40 EUR par action

Notre nouvelle *fair value* de 40 EUR obtenue à partir d'un modèle DCF intègre une marge d'EBIT ajustée de 13% à moyen terme.

**Fig. 1: Hypothèses DCF**

Risk-free interest rate	1,6%
Equity risk premium	7,0%
Beta	1,66
Return expected on equity	13,2%
Stock price (EUR)	29,6
Number of shares (m)	1,65
Market Capitalisation (EURm)	49
Net debt on 31/12/2017e (EURm)	4
Entreprise value (EURm)	53
Interest rate on debt	5,0%
Tax rate	30,0%
Sales growth rate to perpetuity	2,5%
WACC	12,7%

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 2: FCF actualisés**

in EURm (FYE 31/12)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Sales	23	28	38	44	51	56	62	68	74	82	90	99
% chg	13,5%	22,1%	34,4%	17,4%	15,2%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Operating profit	-2	-2	3	5	6	7	8	9	10	11	12	13
as a % of sales	-7,6%	-8,5%	6,8%	10,8%	12,7%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Theoretical tax rate	0,0%	0,0%	0,0%	6,0%	13,5%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Theoretical tax	0	0	0	0	1	2	2	3	3	3	4	4
NOPAT	-2	-2	3	4	6	5	6	6	7	7	8	9
Depreciation	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
as a % of sales	-0,1%	2,1%	1,7%	1,5%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Capex	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
as a % of sales	1,6%	1,4%	1,3%	1,1%	1,0%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
WCR	-6	-8	-8	-10	-11	-13	-15	-16	-18	-20	-22	-24
as a % of sales	-26,3%	-28,5%	-22,2%	-23,0%	-21,1%	-24,0%	-24,0%	-24,0%	-24,0%	-24,0%	-24,0%	-24,0%
Change in WCR	0	-2	0	-2	-1	-3	-1	-1	-2	-2	-2	-2
Free cash flows	-2	0	3	6	6	8	7	8	8	9	10	11
Discounted free cash flows	-2	0	3	5	4	5	4	4	4	4	3	3
Sum of discounted FCF	35											
Terminal value	33											
Enterprise value	68											
Fair value of associates	0											
Fair value of financial assets	0											
Provisions	1											
Fair value minority interests	0											
NPV of tax credits	2											
Dilution (s/o, warrants, conv bds)	8											
Net debt on 31/12/2017e	4											
Equity value	73											
Diluted nbr of shares (m)	1,8											
Valuation per share (EUR)	40											

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Nous obtenons une valorisation par modèle DCF de 40 EUR, soit 35% au-dessus du cours actuel, sur la base d'un taux sans risque de 1.6%, d'une prime de risque actions de 7%, et d'un bêta de 1.66 (taux d'actualisation : 12.7%).

**Fig. 3: Analyse de sensibilité - marge d'EBIT et CMPC (EUR)**

	EBIT margin					
	41	5,0%	9,0%	13,0%	17,0%	21,0%
WACC	11,5%	34	39	45	51	56
	12,0%	32	37	43	48	53
	12,7%	31	35	40	44	49
	13,0%	30	34	38	42	47
	13,5%	29	32	36	40	44

Source: Bryan, Garnier & Co. ests.

**Pour calculer le bêta d'EasyVista** (1.66), nous avons multiplié le bêta sectoriel « Software & IT Services » (1.06) par un coefficient correspondant à la division entre la médiane des notes globales de l'ensemble de notre univers de couverture « Software & IT Services » et la note globale d'EasyVista. Nous appelons  $\beta$  le bêta société,  $\beta_a$  le bêta sectoriel, c le coefficient société, n la note globale société,  $n_1$  la note fondamentale de la société,  $n_2$  la note « momentum » de la société, et Md le symbole statistique de la médiane. La formule de calcul est :  $\beta = \beta_a * c$ , avec  $c = Md(n) / n$ , avec  $n = n_1 * 0.5 + n_2 * 0.5$ .

**Pour la notation d'EasyVista**, nous avons attribué une note 1 pour la liquidité du titre (très faible), la solidité financière (fonds propres négatifs et dette financière nette), le leadership (acteur de niche), le potentiel de surprises (historique de résultats en dessous des attentes initiales), l'historique d'acquisitions (pas d'acquisitions significatives sauf Knowesia il y a 5 mois), et la dynamique de résultats (dégradation des résultats au moins jusqu'en 2017). Nous avons attribué une note 4 pour la récurrence du CA (72% pour 2017e) et la dynamique économique (croissance économique mondiale supérieure à 3%).

**Fig. 4: Notes fondamentales (de 1=faible à 5=excellent)**

	Liquidity (1)	Financial strength (2)	Sales recurrence (3)	Leadership (4)	Surprise potential (5)	Acquisition history (6)	Funda. rating A=avg(1)to(6)
EasyVista	1	1	4	1	1	1	1,50

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 5: Notes de dynamique (de 1=faible à 5=excellent)**

	Economic momentum (7)	Earnings momentum (8)	Momentum rating B=avg(7)to(8)
EasyVista	4	1	2,50

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 6: Récapitulatif des éléments constitutifs du calcul du bêta société**

	Fundamental rating ( $n_1$ )	Momentum rating ( $n_2$ )	Total rating (n)	Company coefficient (c)	Industry bêta ( $\beta_a$ )	Company bêta ( $\beta$ )
EasyVista	1,50	2,50	2,00	1,57	1,06	1,66

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

### 3. Un spécialiste du « service desk »

#### 3.1. Le « service desk » en pleine évolution

##### 3.1.1. Logiciels d'ITSM : l'ERP du directeur informatique

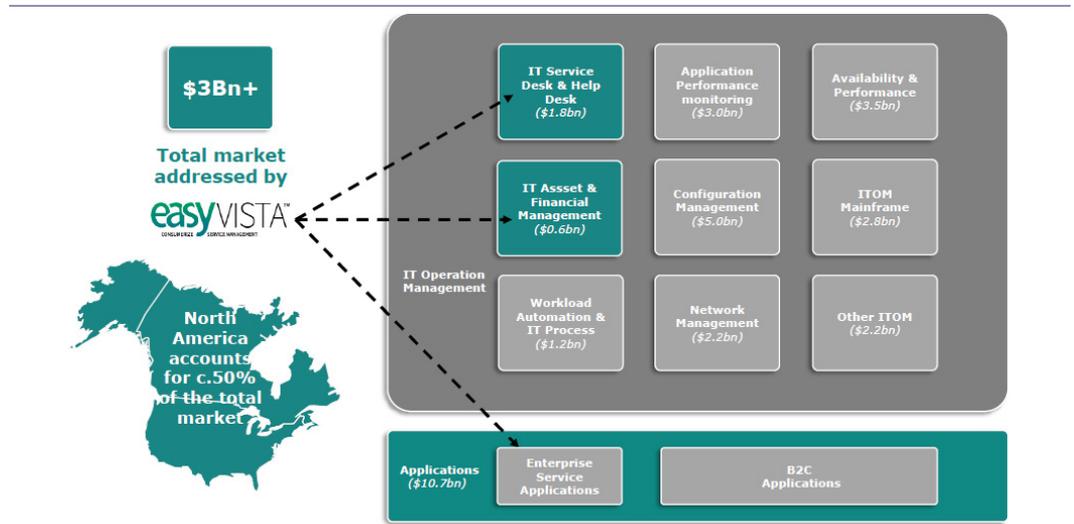
EasyVista est un éditeur de logiciels gérant les «service desks» informatiques des entreprises, ainsi que d'autres services utilisant des ressources informatiques.

EasyVista est un éditeur de logiciels gérant les services informatiques des entreprises, une niche dénommée par l'acronyme ITSM (*IT Service Management*), et plus particulièrement ce que l'on appelle les « service desks » informatiques. Les « services desks » sont en charge de répondre aux demandes d'assistance des utilisateurs de l'informatique d'une entreprise. Ces logiciels constituent une sorte d'« ERP de la direction informatique (DSI) » qui permet à cette dernière de gérer des événements, incidents, problèmes, changements et mises en production informatiques, demandes de services aux utilisateurs, niveaux de service, et actifs et configurations matériels et logiciels, ainsi que la disponibilité et la capacité des ressources informatiques, la continuité du service, et le portefeuille de services. Les produits d'EasyVista permettent également de gérer d'autres services aux utilisateurs que ceux fournis par le département informatique : RH, services généraux, opérations, ventes, marketing, etc. Enfin, son offre ne couvre pas seulement les besoins des utilisateurs internes à l'entreprise, mais aussi les utilisateurs externes (clients, fournisseurs, partenaires...).

Un marché adressable de plus de 3 Md USD.

Comme indiqué Fig. 7, le marché adressé par EasyVista est estimé à plus 3 Md USD, et inclut les segments suivants : *IT Service Desk* (est. 1.8 Md USD), *IT Asset & Financial Management* (est. 0.6 Md USD), et *Enterprise Service Applications* (est. 0.6 Md USD).

Fig. 7: Marchés adressés par EasyVista dans l'ITSM (Md USD)



Source: Company Data.

Le marché n'est pas nouveau.

Les « service desks » sont nés avec l'informatique en entreprise. Toutefois ils ont commencé à générer un vrai marché pour des éditeurs de logiciels dans les années 1980-1990 avec la vague des architectures informatiques « client-serveur », qui marque la diffusion dans l'entreprise du PC et des systèmes ouverts (Unix, Windows, Linux), ainsi que des logiciels indépendants des constructeurs. En effet, avec la réduction de l'emprise des constructeurs informatiques sur les logiciels et les services, les DSI se sont retrouvées confrontées à des problématiques croissantes de gestion de parc. Avec le temps, l'organisation des « service desks » s'est segmentée, avec différents niveaux de services (1, 2 ou

Les logiciels d'ITSM permettent de répondre à de nombreux enjeux liés au management et à l'informatique dans l'entreprise.

Un marché est prévu en croissance de 15% par an grâce au remplacement de solutions obsolètes.

3 suivant la complexité à gérer) et différentes spécialités (support « micro », réseaux, serveurs, téléphonie, mobile, applicatifs - pour les ERP, le CRM, etc.). C'est dans ce contexte que s'est développé EasyVista dès sa création en 1988 sous le nom de Staff and Line.

**De par l'automatisation qu'ils procurent, les logiciels d'ITSM tentent d'apporter aux DSI des réponses à plusieurs enjeux :** 1) élever le niveau du service fourni aux métiers de l'entreprise ; 2) réduire le coût global des services informatiques ; 3) améliorer la traçabilité des services fournis ; 4) aligner les services sur les besoins métier ; 5) transformer la DSI en prestataire de services. Ces 5 dimensions en pris encore plus leur importance au cours de ces dernières années avec la mise en œuvre de stratégies de transformation digitale dans les entreprises, pour lesquelles les DSI jouent un rôle clé.

- Avec la « consomérisation » de l'informatique, les salariés, utilisateurs de l'informatique professionnelle, souhaitent utiliser celle-ci de façon aussi simple que dans leur vie privée lorsqu'ils commandent un produit sur Amazon ou un VTC sur Uber, avec des « apps » prêtes à l'emploi disponibles sur smartphone ou tablette ;
- Les DSI, quant à eux, cherchent à mener à bien cette transformation coûteuse en diminuant les coûts. Le coût du support informatique dans une grande entreprise peut représenter jusqu'à 30-40% de son budget informatique. Par conséquent parvenir à réduire ses coûts de support de 10% peut avoir un impact réel sur la capacité de transformation digitale d'une entreprise.

### 3.1.2. Un marché de renouvellement en croissance de 15% par an

**Selon une étude publiée en juin 2016 par MarketsandMarkets<sup>1</sup>, le marché des solutions d'ITSM, incluant les logiciels et services associés, représentait 4.4 Md USD en 2016 et pourrait croître de 15% par an en moyenne d'ici 2021 pour atteindre 8.8 Md USD à cette échéance.** Nous pouvons considérer que ce marché est loin d'être saturé, car il évolue par génération :

- **La première génération de logiciels d'ITSM était un segment du vaste marché de l'administration de systèmes et réseaux.** Cette époque a vu l'émergence d'éditeurs comme Remedy, CA Technologies (anciennement Computer Associates), BMC Software, Novell, Peregrine Systems, Clarify, sans oublier la présence des constructeurs comme IBM (Tivoli) et HP (OpenView), et d'Intel (via le rachat de l'éditeur LANDesk en 1991). Par ailleurs, un certain nombre d'acteurs de niche ont connu une croissance fulgurante lors de la bulle Internet (Novadigm, Marimba, ON Technology, Altiris, Tally Systems...) avant de s'effondrer et se faire racheter par la suite ;
- **Avec l'éclatement de la bulle Internet et la disparition des principaux acteurs** (rachat de Clarify par Nortel en 2000, rachat de Remedy par Peregrine en 2001 puis sa revente en 2002 à BMC Software, faillite de Peregrine en 2002 puis son rachat par HP en 2005, rachat d'ON Technology en 2003 par Symantec, rachat de Novadigm par HP en 2004, rachat de Marimba par

<sup>1</sup> *Cloud-Based ITSM Market by Solution (Service Portfolio Management, Change & Configuration Management, Service Desk Software, Operations & Performance Management, Dashboard, Reporting, & Analytics), Service, Vertical, & Region - Global Forecast to 2021*, MarketsandMarkets, juin 2016.

BMC Software en 2004, rachat de Tally Systems par Novell en 2005, rachat d'Altiris par Symantec en 2007), **le marché de l'ITSM s'est reconsolidé autour de HP, IBM, BMC, CA, Novell, Symantec et Intel**. Toutefois, avec l'émergence du cloud et du modèle SaaS, ainsi que l'émergence des normes ITIL, **de nouveaux acteurs se développent à leur tour au cours des années 2000** : ServiceNow, Zendesk, Cherwell, ou encore Staff and Line (le futur EasyVista) ;

- **Le marché de l'ITSM s'est structuré au cours des dix dernières années autour de la mise en place du référentiel ITIL<sup>2</sup>**, qui constitue une bibliothèque « orientée services » s'appuyant de « bonnes pratiques » de gestion des services informatiques. ITIL fait de l'ITSM une approche basée sur des processus, avec des notions de cycle de vie, d'optimisation des ressources, de service, et de qualité. Dans sa version 3 élaborée sur 2007-2011, l'utilisation d'ITIL pour la gouvernance des systèmes informatiques pose la question de l'alignement stratégique du système informatique sur les processus métier de l'entreprise. Elle met ainsi l'utilisateur et le métier au centre des préoccupations du DSI, tandis que les métiers guident les actions de la DSI et non l'inverse ;
- **Désormais le marché des solutions d'ITSM n'a plus de nouvel entrant**. Il s'agit *de facto* d'un marché de remplacement. Les leaders d'il y a 10-15 ans (HP, BMC, CA, Symantec) ont manqué la vague du SaaS et ne produisent plus ou quasiment plus de croissance, au profit particulièrement de **ServiceNow** (CA de 1.4 Md USD en 2016, soit une part de marché que nous estimons à 32%). Aussi, des acteurs inexistantes ou quasi-inexistants il y a 20 ans se sont développés, tels **Cherwell Software** (CA estimé à 60 M USD), et **EasyVista** (23 M EUR de CA en 2016).

## 3.2. L'environnement concurrentiel

### 3.2.1. Panorama général

Les grands acteurs traditionnels de l'ITSM (BMC, CA, Micro Focus ex-HP/HPE, IBM) sont en perte de vitesse.

**Le succès commercial de l'offre d'EasyVista se concrétise par sa présence dans le quadrant magique de Gartner pour le marché de l'ITSM depuis 2011**, ce qui permet de plus facilement référencer son offre auprès des grandes entreprises. Dans l'édition d'août 2017 de ce quadrant<sup>3</sup>, 9 sociétés sont référencées, dont 6 américaines (IBM, CA, BMC, ServiceNow, Cherwell et Ivanti) et 3

<sup>2</sup> Elaboré depuis les années 1980 à l'origine par l'administration britannique, puis amélioré par des experts de grandes SSII ou sociétés de conseil -, ITIL (« *Information Technology Infrastructure Library* ») est un ensemble d'ouvrages recensant les « bonnes pratiques » du management du système d'information. Ce référentiel aborde quatre sujets liés au système d'information : son organisation, l'amélioration de son efficacité, la réduction des risques qui lui sont liés, et l'augmentation de la qualité des services informatiques. ITIL permet, grâce à une approche par processus, d'améliorer la qualité des systèmes informatiques et de l'assistance aux utilisateurs en créant la fonction de Centre de services (« *Service Desk* »), dont la mission est de centraliser l'ensemble de la gestion des systèmes informatiques. Celui-ci permet d'assurer une meilleure traçabilité des actions du département informatique. Ce suivi amélioré permet d'optimiser en permanence les processus des services pour atteindre un niveau maximum de satisfaction des clients.

<sup>3</sup> Matchett C., R. Doheny, K. Gonzalez, *Magic Quadrant for IT Service Management Tools (2017)*, Gartner, 10 août 2017.

européennes (la Française EasyVista et les Britanniques Micro Focus et Axios Systems). Le quadrant magique de Gartner considère EasyVista comme un acteur de niche parmi 7 autres, sachant que seuls 2 acteurs sur les 9 référencés sont considérés comme des leaders (ServiceNow et BMC). Sur les 9 acteurs référencés par Gartner sur l'ITSM, **EasyVista ne se retrouve réellement en compétition qu'avec ServiceNow et Cherwell dans les appels d'offres.**

**Fig. 8: Quadrant magique de Gartner pour les outils d'ITSM**



Source: Gartner (August 2017).

Un gisement de 10 000 organisations qui souhaitent à court ou moyen terme changer leur solution d'ITSM.

**Les grands acteurs traditionnels de l'ITSM sont en perte de vitesse**, comme cela est le cas pour IBM et Micro Focus (produits issus de HP) car ceux-ci n'ont pas pris à temps le virage du SaaS. Ces acteurs sont focalisés sur l'optimisation de leur base installée, avec une approche commerciale défensive. **Cette base installée historique constitue un énorme marché de renouvellement** sachant que les solutions ITSM en mode cloud n'ont conquis qu'une partie du marché à ce stade. **EasyVista a identifié 10 000 organisations qui souhaitent à court ou moyen terme changer leur solution.**

Les deux leaders du marché sont ServiceNow et BMC Software, mais les vrais concurrents d'EasyVista sont ServiceNow et Cherwell Software.

**Sur les très grandes entreprises, les deux principaux acteurs de l'ITSM sont ServiceNow** (en forte croissance) et BMC (l'acteur historique qui défend ses positions). **Ce n'est pas un segment adressé par EasyVista. Ce dernier se positionne sur le « mid-market », des organisations qui ont quelques milliers à quelques dizaines de milliers de salariés.** Ici, EasyVista se trouve en concurrence face à ServiceNow - dont les solutions sont souvent surdimensionnées par rapport aux besoins de ces tailles d'entreprises - et Cherwell - qui est plutôt sur le bas du segment et s'adresse surtout aux entreprises basées aux Etats-Unis et très peu à celles basées en Europe. Il existe également des acteurs sur le bas du marché (PME), mais EasyVista ne s'y positionne pas.

**Enfin, dans la concurrence nous retrouvons toujours les acteurs historiques de l'administration de systèmes et de l'ITSM, c'est-à-dire CA Technologies, BMC Software et IBM.** HP est sorti de ce marché lorsqu'il s'est scindé en deux sociétés distinctes - son pôle Logiciels est parti chez Hewlett Packard Enterprise (HPE), lequel a été vendu en septembre 2017 à l'éditeur britannique Micro Focus. **Nous pouvons donc considérer que Micro Focus fait partie, par héritage HP, des acteurs historiques du marché.** De son côté, LANDesk, sorti du giron d'Intel en 2002, a fusionné en janvier 2017 avec HEAT Software pour former Ivanti.

### 3.2.2. Analyse des concurrents d'EasyVista

- **ServiceNow.** Fondé en 2004 par l'ancien Chief Technical Officer (CTO) de Peregrine Systems, et basé à Santa Clara (Californie), ServiceNow est devenu le leader mondial de l'édition de logiciels d'ITSM, 100% en mode SaaS. Pour 2016, ServiceNow a publié un CA de 1391 M USD (+38%) et une marge opérationnelle non-GAAP de 12.8%. Pour 2017, le management anticipe un CA non-GAAP de 1903-1913 M USD (+37%/+38%) et une marge opérationnelle non-GAAP de 16%. Son offre, qui repose sur la Now Platform, comprend l'ITSM, l'*IT Operations Management*, l'*IT Business Management*, le *Software Asset Management*, les *Performance Analytics*, les *Security Operations*, le *HR Service Delivery*, le *Customer Service Management*, et le GRC (*Governance, Risk & Compliance*). Sa solution dédiée aux clients matures est ServiceNow Service Management Suite, tandis que ServiceNow Express s'adresse au « mid-market » et à l'entrée de gamme. ServiceNow, de par son positionnement SaaS ciblant les clients matures et une présence mondiale, est devenu un acteur presque incontournable sur le haut du marché : à l'instar de Salesforce dans le CRM, il a réussi à se bâtir un important écosystème de partenaires technologiques et d'intégration. En revanche, sur le milieu et le bas du marché, son approche rigide du point de vue de sa politique de licences (licence par utilisateur nommé, « bundles » incluant des fonctionnalités moins stratégiques pour les clients aux besoins moins sophistiqués...), et le temps et les ressources requis pour l'installation et la maintenance de la solution, sont des handicaps ;
- **BMC Software** offre quatre produits différents en ITSM : Remedy Service Management Suite (RMS) pour les organisations matures, Remedyforce (pour la plateforme PaaS de Salesforce) et FootPrints pour le « mid-market », et Track-IT pour l'entrée de gamme. Les forces de BMC sont la taille de sa base installée en ITSM, qui est la plus importante au monde grâce au rachat de Remedy, et l'étendue de son portefeuille produits en ITOM en complément de l'ITSM. Aussi, BMC a récemment amélioré l'ergonomie et la flexibilité de RMS avec une nouvelle interface utilisateur plus conviviale. En revanche, BMC continue de pâtir de la réputation de manque de flexibilité et d'ergonomie des solutions de Remedy par le passé. Aussi, Remedyforce a souffert de la suspension depuis deux ans de sa promotion par les commerciaux de Salesforce ;
- **Cherwell Software.** Fondé en 2004 et basé à Colorado Springs (Colorado), Cherwell Software a lancé en 2007 sa plateforme Cherwell Service Management, disponible en mode SaaS mais aussi sous forme de licences perpétuelles et qui couvre l'ITSM, l'*ITAM (IT Asset Management)*, le *Software Licence Management*, l'*IT Event Management*, le *Supplier Management*, et l'*Organisation Service Management*. Comme chez EasyVista, l'architecture de métadonnées de Cherwell fournit une plateforme permettant de construire des personnalisations et des applications sur la plateforme sans écrire de code. Cherwell a également lancé une série d'applications mobiles pour iOS et Android (Cherwell Mobile Applications) et une suite combinant ITSM et Software Asset Management (Express Software Manager). Toutefois, l'éditeur est essentiellement présent aux Etats-Unis, et a une présence faible en Europe et en Asie Pacifique avec des bureaux au Royaume-Uni, en Allemagne

et en Australie. Enfin, nous comprenons que seulement environ 30% du CA de Cherwell est généré en SaaS, le reste restant en mode traditionnel ;

- **CA Technologies** a pour solution d'ITSM CA Service Management, qui ne cible que les clients très matures et uniquement en mode « on-premise » – avec toutefois la possibilité d'héberger la solution si le client le souhaite. CA s'est désengagé de son offre ITSM en mode SaaS CA Cloud Service Management. Compte tenu de son positionnement, CA perd régulièrement des parts de marché en ITSM, même si l'éditeur semble plutôt jouir d'une bonne image de marque sur le marché, bénéficie d'une offre étendue en ITOM complémentaire à l'ITSM, et améliore depuis récemment l'ergonomie de son interface utilisateur – bien qu'il s'agisse d'un chantier en cours ;
- **Micro Focus International** a pour solution d'ITSM Micro Focus IT Service Management Automation (IT SMA), qui comprend les modules Service Manager, Asset Manager et Configuration Management System. Celle-ci s'adresse aux clients matures, et bénéficie également d'une offre étendue en ITOM ainsi que capacités analytiques et de recherche avancées héritées de HP et d'Autonomy. Il s'agit d'une offre uniquement en mode « on-premise », sachant que l'ancien propriétaire d'IT SMA, HPE, a arrêté en 2016 la commercialisation d'une offre ITSM en mode SaaS (Service Anywhere). Il s'agit typiquement selon nous du type de plateforme qui risque de continuer de perdre des parts de marché dans le futur, d'autant plus que Micro Focus a pour habitude de maximiser le CA maintenance afin de privilégier la rentabilité ;
- **Ivanti**. Basé près de Salt Lake City (Utah), Ivanti résulte de la fusion en janvier 2017 entre LANDesk (créé en 1985, division d'Intel entre 1991 et 2002, puis racheté par Avocent en 2006 puis le fonds de private equity Thoma Bravo en 2010) et HEAT Software (qui résulte de la fusion en 2015 entre FrontRange Solutions - créé en 1989 - et Lumension, piloté par le fonds de private equity Clearlake Capital Group alors déjà propriétaire de Lumension). Le nouvel ensemble a plus de 1 600 salariés dans 23 pays et plus de 22 000 clients. Toutefois, l'ITSM ne constitue qu'une partie de l'offre d'Ivanti, sachant que nous estimons que la majorité de l'offre de l'éditeur se situe dans la sécurité informatique et l'ITAM. Dans l'ITSM, l'offre d'Ivanti (Ivanti Service Manager), désormais disponible en mode SaaS, couvre le Service Desk et le Service Management, et cible les clients matures et le « mid-market ». Il est à noter qu'à ce stade, peu de clients historiques d'Ivanti en ITSM ont basculé en SaaS, et la base installée des anciens produits ITSM de LANDesk et de HEAT Software pourrait être tentée de se tourner vers la concurrence ;
- **Axios Systems**. Fondé en 1988 par Tasos Symeonides, ancien responsable d'exploitation informatique du distributeur John Menzies, et basé à Edimbourg (Royaume-Uni), Axios Systems a basé son développement sur la mise en place de « bonnes pratiques » de management du système d'information et des normes ITIL, avec le lancement de la solution Assyst. Son positionnement est en haut du marché, sur les entreprises aux besoins les plus matures. D'après Gartner, Axios est celui des 9 acteurs référencés qui a la part de marché la plus faible, avec une croissance récente en retard par rapport à celle du marché de l'ITSM. Sa présence géographique est avant tout européenne. Enfin, même si Axios dispose d'une version SaaS d'Assyst depuis 2009, celle-ci est encore relativement peu utilisée chez ses clients ;
- **IBM** a pour solution d'ITSM IBM Control Desk, qui cible les clients matures. Cette offre, qui est également disponible en mode cloud (IBM Control Desk on Cloud), bénéficie de la force de frappe d'IBM, en particulier en Europe et en Asie où les concurrents sont peu présents. Toutefois, en pratique, IBM ne pousse pas vraiment Control Desk commercialement si ce n'est pour une

utilisation dans le cadre d'un contrat d'infogérance d'IBM Global Services ou en complément des offres d'ITOM d'IBM.

### 3.2.3. Les avantages concurrentiels d'EasyVista

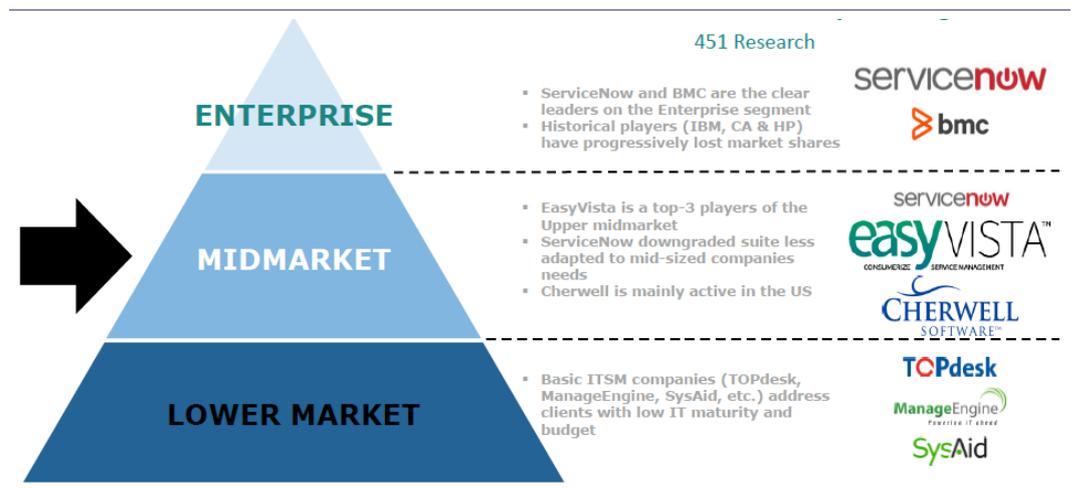
EasyVista se différencie de ses concurrents par la volonté de rendre simple l'utilisation de ses logiciels, grâce à une technologie « sans code » à base de « templates ».

**EasyVista se différencie sur son marché par la volonté de rendre simple l'utilisation de ses logiciels sur des processus très complexes qu'il faut automatiser. La technologie d'EasyVista, dite « sans code »** permet aux clients de définir et mettre à jour leurs processus informatiques via une interface à base de « templates ». La dernière innovation en date est Service Apps, une plateforme permettant au client de développer des apps « consommées » mais dans un contexte professionnel, et sans code à écrire grâce à une interface utilisateur permettant le « glisser-déposer », des briques assemblées par le client. A l'inverse, une plateforme comme celle de ServiceNow nécessite l'écriture de beaucoup de code pour adapter l'outil aux spécificités du client - ce qui est cher, long et peu maintenable, et rend difficile l'installation de toute la solution. Cela aboutit à des échecs pouvant amener certaines entreprises à se tourner vers EasyVista. Avec ce dernier, de grands groupes peuvent déployer EasyVista en quelques semaines au niveau mondial là où les produits des plus gros concurrents nécessitent des mois, voire des années, pour être installés. C'est ainsi que PwC France a choisi EasyVista face à ServiceNow car la solution incluait les Service Apps et permettait le stockage des données en France.

EasyVista cible en priorité le remplacement des bases installées de BMC, HP et CA, avec un certain succès au vu des références d'affaires remportées récemment.

**Dans le cadre du marché de remplacement, les bases installées de concurrents visées par EasyVista sont celles de BMC Software (Magic Service Desk, FootPrints Service Desk), HP ou encore CA Technologies.** Par exemple, EasyVista a en 2014 raflé à BMC le papetier canadien Domtar (250 salariés à la DSI et un total de 9 000 utilisateurs internes), au terme d'un processus de sélection comprenant 600 critères d'évaluation. Plus récemment, en 2017 la Mairie de Paris (35 000 utilisateurs finaux) a choisi EasyVista aux dépens de BMC dans le cadre de sa transformation digitale - ServiceNow n'a pas été choisi en finale de l'appel d'offres d'un contrat qui rapportera à EasyVista 783 000 EUR sur 4 ans (dont 90 000 de récurrent annuel, soit un taux de maintenance à 21%). Enfin, EasyVista vient de remplacer le produit HP Service Manager chez l'assureur canadien Intact Insurance pour traiter les demandes clients (changement de contrat, déménagement...), grâce aux Service Apps. Ce client, qui déploie EasyVista pour 250 utilisateurs (contrat initial SaaS de 250 000 CAD par an sur 5 ans), envisage de remplacer d'ici 2-3 ans toutes ses applications Lotus Notes par EasyVista, ce qui ferait grimper le nombre total d'utilisateurs d'EasyVista à 1 000.

Fig. 9: Positionnement concurrentiel d'EasyVista



Source: Company Data.

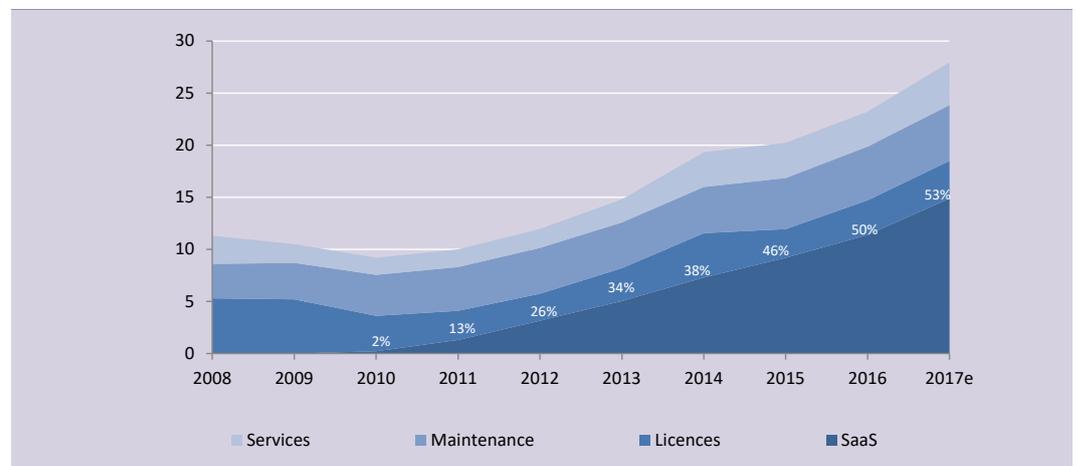
## 4. Transition bientôt terminée

### 4.1. Modèle de vente : le SaaS par défaut

EasyVista a terminé la transition de son modèle de vente vers le SaaS, avec 50% du CA selon ce mode en 2016.

Nous estimons qu'EasyVista a terminé la transition de son modèle de vente vers le SaaS, un processus démarré en 2008 et qui fut pénalisant sur le CA et les résultats sur 2010-2015. En effet, en mode SaaS le CA est étalé sur une période de trois ans au prorata de la date de signature du contrat, au lieu d'être enregistré en une seule fois pour la licence. Il en a certes résulté une forte hausse de la récurrence du CA - **en 2016 EasyVista génère 50% du CA en abonnements SaaS et seulement 15% en licences**, contre respectivement 2% et 37% en 2010 - mais au prix d'une reconnaissance du CA étalée dans le temps tandis que les coûts associés sont enregistrés au moment où ils sont supportés.

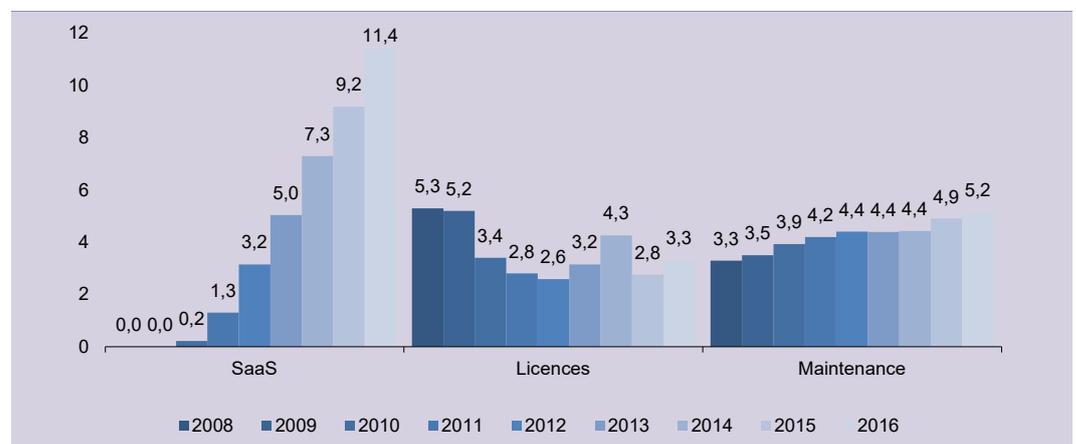
Fig. 10: Transition du modèle de vente vers le SaaS (2008-2017e)



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Le SaaS est devenu chez EasyVista le modèle de vente par défaut. La Fig. 11 montre le **décollage** du SaaS, qui a commencé à se matérialiser dans le CA dès 2010-2011, et a dépassé le CA licences dès 2012 et le CA « on-premise » (licences + maintenance) dès 2015. Le CA lié au SaaS a progressé de 500% en 2011, 146% en 2012, 60% en 2013, 46% en 2014, 25% en 2015 et 24% en 2016.

Fig. 11: Evolution du CA Produit par nature (2008-2016) (M EUR)



Source: Company Data.

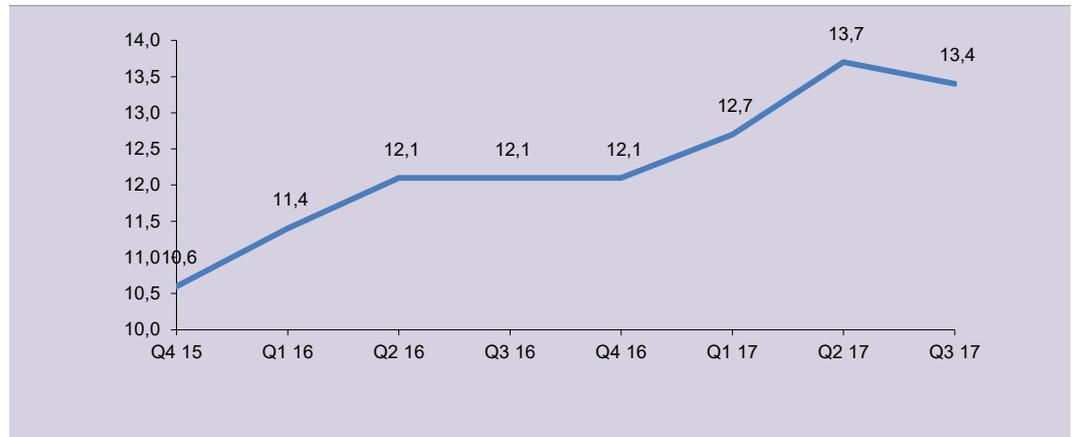
Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

Cependant, les clients ont toujours la possibilité d'acheter des licences perpétuelles s'ils le souhaitent.

A ce titre, il nous a semblé important de rappeler les éléments du modèle de vente d'EasyVista :

- **Les contrats SaaS sont signés pour 3 ans.** Chaque année le client, qui bénéficie d'une instance dédiée, paie d'avance mais le CA est reconnu au mois le mois. L'affaire moyenne en mode SaaS est de l'ordre de 50-70 000 EUR par an en Europe, et de 80-100 000 USD par an en Amérique du Nord. Au S1 2017, les nouvelles affaires représentaient 51% du CA SaaS d'EasyVista. Le taux de renouvellement des contrats avec les clients existants se situe à 97%, et les rares clients qui abandonnent EasyVista le font la plupart du temps pour des raisons de politique interne. Les renouvellements de contrats s'effectuent selon nous dans de bonnes conditions puisque la hausse moyenne de prix sur les 38 renouvellements réalisés au S1 2017 était de 5% ;
- **Du point de vue technique, EasyVista possède deux centres de supervision pour ses data centres**, à Noisy-le-Grand et à Montréal, employant une vingtaine de personnes. Ceux-ci offrent selon le management de très bons scores de disponibilité (99.99%) sur plus de 3 millions d'heures d'exploitation avec 300 serveurs répartis chez différents fournisseurs de cloud (Orange, Amazon, Swisscom...). Ces centres de supervision ont obtenu fin 2016 la certification SSAE 16/ISAE 3402 Type 2 - le plus haut standard de sécurité à ce jour ;
- **EasyVista continue de vendre des licences perpétuelles aux clients qui ne souhaitent pas faire du SaaS** pour des raisons de sécurité (banques, administrations, casinos...) ou de politique interne. Aussi, l'éditeur vend des extensions de périmètre de licences (utilisateurs supplémentaires) à ses clients de la base installée. Par conséquent, après la période de migration du modèle de vente vers le SaaS aux dépens des licences perpétuelles (2010-2013), nous estimons que les ventes de licences vont rester stabilisées autour de 3-4 M EUR par an, ce qui correspond à ces clients qui restent réfractaires au SaaS ou qui continuent d'étendre leur périmètre d'utilisateurs ;
- **Le tarif de la maintenance sur les licences perpétuelles est chaque année de 20% du prix initial de la licence.** Le CA maintenance progresse faiblement en moyenne tous les ans, actuellement sur un rythme de 1.3-1.4 M EUR par trimestre, compte tenu de la stabilisation des ventes de licences et du taux d'attrition très faible sur la base installée. L'accélération connue sur les 9 premiers mois de 2017 (+7.3%) est la conséquence directe du fort rebond des ventes de licences entre le T2 2016 et le T1 2017 (+26.6%) ;
- **Les services ont connu une très forte croissance en 2013 et 2014** (+22% et +50%) dans le sillage du fort rebond des ventes de licences sur ces années en particulier en Amérique du Nord, mais ceux-ci sont stables depuis début 2015. EasyVista ne cherche pas à les développer, et a choisi en général de les co-traiter avec des SSII, qui peuvent elles aussi apporter des affaires à EasyVista ;
- **Que ce soit en SaaS ou en licences perpétuelles, le modèle de prix s'effectue au nombre d'utilisateurs « concurrents »** (et non pas « nommés ») **en back-office**, et autorise l'accès à l'ensemble de l'offre d'EasyVista. Les « add-ons » que les clients peuvent acheter par la suite ne concernent donc que des utilisateurs supplémentaires, et non pas des modules additionnels. La taille moyenne des équipes d'exploitation des clients visées par EasyVista se situe autour de 50-100 personnes - y compris l'infogérance fournie par des prestataires externes. En général, un client démarre avec 2 ou 3 processus ITIL les plus usuels, puis étend son périmètre à d'autres processus permettant de toucher 30-50 utilisateurs supplémentaires.

**Fig. 12: ARR (annual recurring revenue) du SaaS en M EUR (2015-2017)**



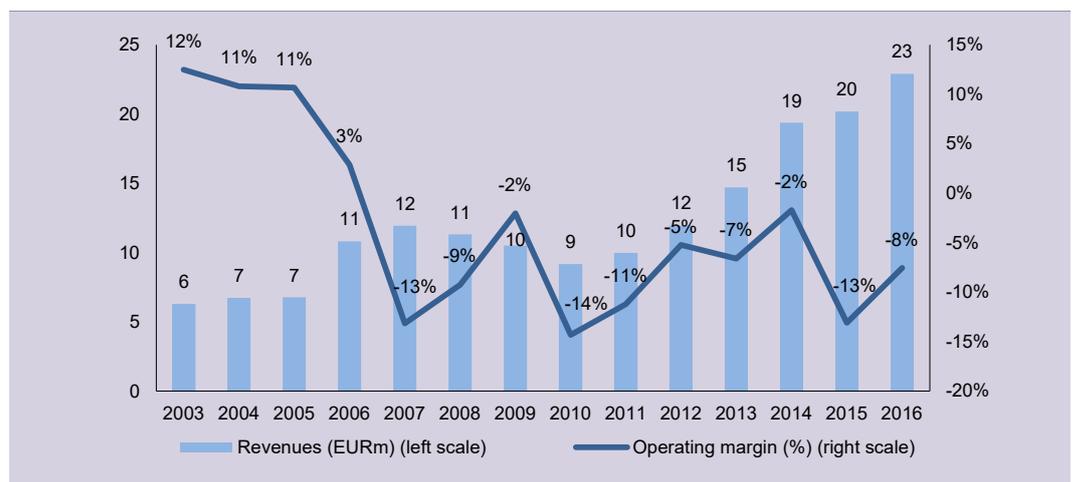
Source: Company Data.

## 4.2. Les investissements ont affecté la rentabilité

EasyVista n'a plus été profitable depuis 2006 compte tenu de la transition vers le SaaS et le développement commercial en Amérique du Nord.

La Fig. 13 ci-dessous montre qu'EasyVista n'a plus été profitable depuis 2006, en dépit de deux années quasiment à l'équilibre : 2009 suite à un programme de réduction des coûts et à un repositionnement marketing, et 2014 grâce à une nette amélioration de la rentabilité en Europe. **Au changement de modèle de vente s'ajoute le développement commercial en Amérique du Nord**, démarré en 2010. Alors que la France et l'Europe sont profitables (EBIT de respectivement 3.3 M EUR et 0.6 M EUR en 2016), l'Amérique du Nord continue de générer un EBIT négatif, de l'ordre de 3.7 M EUR en 2016 (contre une perte de 2.7 M EUR en 2015).

**Fig. 13: Evolution du CA et de la marge opérationnelle (2003-2016) (M EUR et %)**

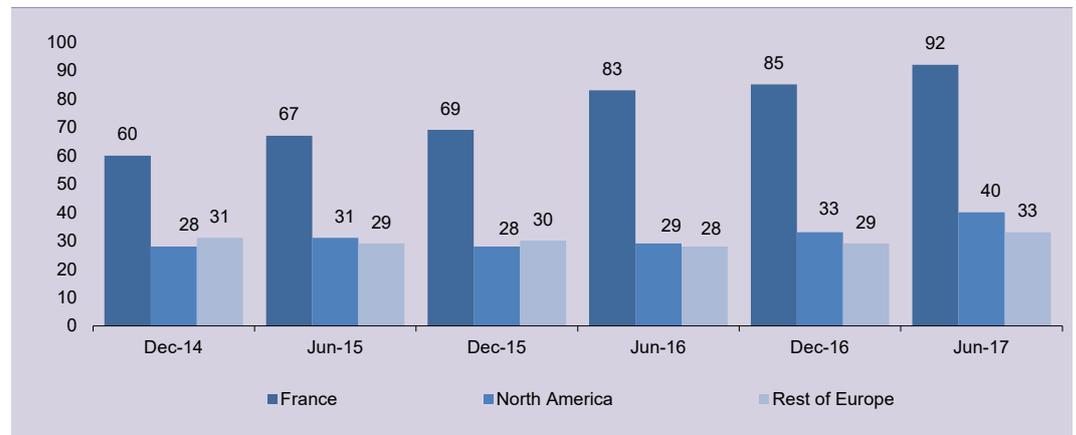


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Accentuation des recrutements en France et aux Etats-Unis.

Les exercices 2015 et 2016 ont vu les pertes se creuser par une accentuation des recrutements, notamment avec une augmentation nette de l'effectif de 16 personnes en France en 2016 et de 11 personnes en Amérique du Nord entre juin 2016 et juin 2017, comme indiqué Fig. 14 ci-dessous.

**Fig. 14: Evolution géographique de l'effectif (2014-2017)**

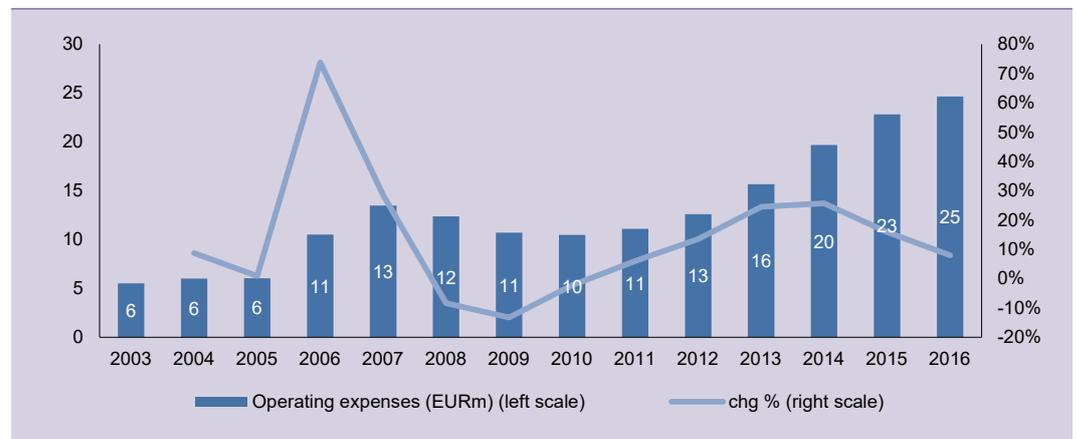


Source: Company Data.

Forte croissance des charges opérationnelles pour soutenir la croissance future.

La Fig. 15 ci-dessous montre l'évolution des charges opérationnelles. **2013 et 2014 avaient connu une hausse de l'ordre de 25% des coûts**, principalement sur les autres achats et charges externes (+35% par an sur les deux années) et les frais de personnel (+27% en 2013 et +18% en 2014), compte tenu de **l'accentuation des investissements commerciaux en Amérique du Nord**. Cette croissance s'est ralentie à **+16% en 2015 et à +8% en 2016**, avec une bonne maîtrise des frais de personnel (+16% en 2015 et +10% en 2016) et des autres achats et charges externes (+11% en 2015 et +10% en 2016).

**Fig. 15: Evolution des charges opérationnelles (2003-2016) (M EUR)**



Source: Company Data.

### 4.3. Renforcement commercial et marketing

Mise en place d'une nouvelle organisation commerciale et marketing.

Ces dernières années ont été marquées par la mise en place d'une nouvelle organisation commerciale et marketing, avec un nouveau directeur des ventes en charge de l'Europe, et un Chief Marketing Officer (CMO). L'organisation commerciale est désormais divisée en 2 équipes : 1)

l'une pour l'Europe, dirigée depuis mars 2017 par Frédéric Pierresteguy<sup>4</sup> qui chapeaute un directeur régional Europe du Sud & Amérique latine et 4 responsable pays (France, Italie, Espagne, Portugal) ; 2) l'autre dédiée à l'Amérique du Nord dirigée par Kevin Coppins<sup>5</sup> (basé à Tampa en Floride), et deux VP Sales North America : Evan Carlson<sup>6</sup> (région Est, basé à New York) et Gary Mellott<sup>7</sup> (région Ouest, basé à Denver). Sur la zone Amérique du Nord, EasyVista a mis en place 4 équipes de ventes en fonction des zones (avec des bureaux à New York, Denver, Tampa et Montréal, 40 salariés et environ 100 clients, 10 partenaires et 4 data centres) avec des ingénieurs commerciaux et préventes, et des commerciaux.

Le marketing US est désormais doté d'un management « leader ».

**L'arrivée début 2017 de John Prestridge au poste de Chief Marketing Officer (CMO)** - précédemment chez SunView (8 ans) et Citrix (5 ans) - devrait permettre à EasyVista de renforcer son travail sur la marque EasyVista dans un contexte où l'éditeur a 120 clients en Amérique du Nord. Jusqu'alors le marketing au niveau mondial était piloté par la France, ce qui n'était pas optimal lorsque l'on connaît la maturité des Etats-Unis dans le marketing digital. **Dorénavant, les Etats-Unis pilotent à 100% leur marketing local**, tandis que l'Europe garde une certaine autonomie afin de rester adapté aux spécificités de chacun des pays adressés. En quelques mois, **John Prestridge a embauché une équipe marketing de 3 personnes qui a simplifié le discours commercial** afin de l'adapter aux US : moins de communication marketing, davantage de marketing produit.

#### 4.3.1. Renforcement commercial en Europe

Objectif de développer les ventes indirectes, à 50% du CA, contre 25% actuellement.

**Concernant la zone EMEA, Frédéric Pierresteguy bénéficie de son expérience dans les ventes indirectes.** Actuellement 75% du CA d'EasyVista est réalisé en direct (via ses propres commerciaux), contre 25% en indirect, et le but est de **hisser la part des ventes indirectes à 50% à moyen terme.**

- **Développer les ventes indirectes<sup>8</sup>.** Un responsable du développement des partenaires en France et en Espagne a été nommé. EasyVista privilégie la vente directe lorsqu'il s'agit de grands comptes si ces derniers le demandent, mais le modèle deviendra par défaut la vente indirecte pour les autres

<sup>4</sup> Arrivé en mars 2017 comme VP Sales EMEA, Frédéric Pierresteguy a travaillé 12 ans chez LANDesk comme responsable des ventes pour l'Europe du Sud, le Moyen-Orient et l'Afrique (mais aussi l'Asie), et auparavant chez Altiris, Commvault, Legato et Bull.

<sup>5</sup> Arrivé en 2015 comme General Manager Americas, Kevin Coppins a notamment travaillé pendant 12 ans chez Novell comme directeur des ventes aux Etats-Unis.

<sup>6</sup> Le VP Région Est, Evan Carlson, est arrivé en 2010 pour monter l'activité d'EasyVista aux Etats-Unis après une expérience de responsable commercial chez divers éditeurs de logiciels d'administration de systèmes et réseaux.

<sup>7</sup> Le VP Région Ouest, Gary Mellott, est arrivé en 2016 après avoir travaillé pendant 6 ans chez Cherwell.

<sup>8</sup> Les principaux partenaires intégrateurs d'EasyVista sont Econocom, GFI Informatique, Infodis et LANExpert en Europe (5-10 consultants chacun dédiés à EasyVista) et FMX Solutions en Amérique du Nord (12 consultants dédiés). Les autres partenaires sont ComputerLand, Computacenter, Neurones, Doopera, Prolival, Deodis, SCC, SoluTech, IDSoft, ASI ou encore Flycast Partners.

clients. Cette clarification de l'approche commerciale passe par la redéfinition d'un programme de distribution, la motivation et la formation technique et commerciale du réseau de distributeurs, le renforcement des partenariats existants, et le recrutement actif de partenaires pour le Moyen-Orient, l'Europe de l'Est et les pays nordiques ;

- **Le positionnement commercial des solutions a été clarifié**, avec la poursuite de la vente de l'offre ITSM sur le haut du « mid market », tandis que les offres Service Workplace et Knowesia sont également vendues aux grands comptes en vue de l'acquisition de nouveaux clients en complément des offres des grands éditeurs qu'EasyVista ne remplace pas ;
- **Il a été procédé à une optimisation de l'organisation** dans les filiales espagnole, portugaise et italienne, **et à un renforcement de la force de vente** avec davantage de commerciaux sédentaires en support des vendeurs sur le terrain.

### 4.3.2. Renforcement commercial en Amérique du Nord

EasyVista a connu un développement heurté aux Etats-Unis jusqu'ici.

**EasyVista a dépensé 12 M EUR en cumulé pour son développement en Amérique du Nord depuis son ouverture en 2010.** En 2011, le CA Amérique du Nord dépassait 1 M USD (0.8 M EUR) en ligne avec le budget interne, et en 2012 les ventes progressaient de 58%. **En 2013, les investissements sur la zone ont été accélérés** pour atteindre rapidement la « taille critique », tandis que le volume d'affaires progressait de 93% et son backlog de contrats SaaS de 112%. **En 2014, l'éditeur a poursuivi ses investissements à un rythme comparable à celui de 2013**, ce qui lui a permis d'adresser des clients régionaux de taille importante et à doubler son CA sur la zone - grâce à des ventes de licences significatives. **En 2015, le CA aux Etats-Unis a souffert en raison d'un basculement massif des nouvelles affaires vers le SaaS**, mais les 13 nouveaux contrats sur la zone correspondent à des volumes d'affaires moyens 2.5x plus élevés qu'en Europe, sachant que les équipes ont continué à être renforcées pour atteindre une structure « optimale ». **En 2015, le CA Amérique du Nord atteignait 5.4 M EUR** (+8%, avec -68% sur les ventes de licences, +75% sur le SaaS et +4% sur les services). **Pour 2016, le CA Amérique du Nord atteignait 6.3 M EUR** (+17%) avec une activité SaaS à +41%, des ventes de licences à +45% et des services à -41%.

L'objectif est d'atteindre la moitié du CA en Amérique du Nord, contre 25% en 2016, et de rentabiliser la filiale locale.

**EasyVista ambitionne de réaliser 50% de son CA en Amérique, contre 25% en 2016. C'est pour cette raison que l'éditeur y a investi massivement en 2017**, en utilisant les fonds levés en 2016<sup>9</sup>, pour mettre en place des équipes, avec le **recrutement net de 11 personnes sur l'Amérique du Nord entre juin 2016 et juin 2017**. Le management estime qu'avec le temps **le taux de progression des revenus deviendra supérieur à celui des coûts**. Jusqu'ici EasyVista a privilégié la croissance à la rentabilité car il était nécessaire de prendre des positions aux Etats-Unis pour y réussir, mais la croissance du CA et l'atteinte d'une masse critique sur place devraient permettre d'atteindre ce but. **Nous estimons que ces efforts devraient pouvoir porter leurs fruits dès 2018.**

<sup>9</sup> Emission d'obligations convertibles pour 7.5 M EUR en deux tranches au prix de 40 EUR par OC : une première souscrite en juillet 2016 pour 3.1 M EUR par Isatis Développement et Conversion Funding, et une seconde souscrite en septembre 2016 pour 4.4 M EUR par Isatis Capital et Alton Invest, suite à l'obtention du label « Entreprise Innovante » par BPI France.

## 4.4. L'acquisition de Knowesia

### 4.4.1. Modalités de l'acquisition

Knowesia est un éditeur de solutions de bases de connaissances interactives pour l'automatisation des services fournis par les « service desks ».

Annoncée le 14 juin 2017, **l'acquisition de Knowesia a été finalisée le 3 juillet 2017** mais consolidée au 30 juin. **Knowesia est un éditeur de solutions de bases de connaissances interactives (« Knowledge as a Service ») pour l'automatisation des services fournis par les « help desks » et « service desks ».** Fondé en 2007 et basé près de Nantes (Saint-Herblain), Knowesia a développé une plateforme collaborative qui permet à n'importe quel métier ou secteur d'activité de **modéliser des procédures sous forme d'arbres de décision**, à partir d'un outil de script, sans code. **L'offre intègre un module analytique d'indicateurs de performance intégrant des algorithmes** pour l'amélioration continue, l'apprentissage et la résolution autonomes. Ses logiciels sont utilisés par 45% des sociétés du CAC 40 (Accor, Axa, Orange, Société Générale, L'Oréal, Bouygues...) ainsi que la SNCF, La Poste Mobile, Direct Energie, TF1 et Canal Plus.

L'acquisition a été réalisée pour 0.9x le CA et 4.7x l'EBIT 2016.

**En 2016 Knowesia a généré un CA de 1.5 M EUR** (dont 70% en mode récurrent) avec 11 personnes dont un seul commercial, et **une marge opérationnelle de 20%.** **Le modèle de vente de Knowesia était très indirect** : sa technologie était embarquée dans les offres d'infogérance de HelpLine (Neurones) et d'Atos pour leurs clients grands comptes. Ces deux prestataires représentaient à eux deux 45% du CA. La société a été acquise pour 3.2 M EUR, dont 2.2 M EUR en actions nouvelles EasyVista (78 774 à 27.61 EUR par action, soit une dilution de 5% sur le nombre d'actions non-dilué) et 1 M EUR en numéraire. Compte tenu de la trésorerie nette de 1.8 M EUR de Knowesia encaissée par EasyVista le 5 juillet 2017, **l'opération a été réalisée pour une valeur d'entreprise de 1.4 M EUR, soit 0.9x le CA 2016 et 4.7x l'EBIT 2016.**

### 4.4.2. Synergies commerciales autour de la base installée EasyVista

Knowesia enrichit l'offre d'EasyVista auprès de ses clients existants avec une brique technologique d'auto-résolution de problèmes.

**Cette acquisition enrichit l'offre d'EasyVista auprès de ses clients stratégiques et élargit son périmètre d'activité. Knowesia lui apporte une brique technologique d'auto-résolution de problème (« self care ») qui, intégrée aux Service Apps d'EasyVista sans aucun travail de R&D supplémentaire, devrait engendrer une réduction drastique des temps de résolution (moins d'appels au support clients) et du coût du « help desk » par le traitement automatique de la moitié des cas répétitifs de niveau 1,** ainsi qu'un accroissement de 30% de l'efficacité opérationnelle du personnel du help desk. Enfin, **cette brique fournit aussi aux clients le socle pour le développement d'assistants virtuels (« chatbots »).**

Nous estimons que cette acquisition sera relative de 5% sur le BNA ajusté à partir de 2018.

Nous calculons que, compte tenu de l'augmentation de capital, **cette acquisition devrait être, si l'on s'en tient aux chiffres de Knowesia de 2016, légèrement relative sur la marge opérationnelle (+0.4 point) et relative de 5% sur le BNA ajusté, à partir de 2018.** Les synergies à mettre en œuvre sont essentiellement commerciales, puisqu'il s'agit pour EasyVista de vendre à la base installée la technologie de Knowesia, sous le nom de Self Help, comme un « add-on » indépendant à la suite IT Service Manager, sachant qu'EasyVista et Knowesia n'ont que 2 clients en commun. L'intégration commerciale et marketing de Knowesia, commencée en septembre 2017, devrait être achevée d'ici fin décembre 2017 avec la formation des commerciaux d'EasyVista à la vente de Self Help à la base installée. Au-delà, l'objectif sera aussi de vendre à de nouveaux clients, par exemple en utilisant l'offre de Knowesia comme un « cheval de Troie » pour ouvrir des comptes actuellement équipés par ServiceNow ou BMC au niveau du « service desk ».

## 5. Nos prévisions

### 5.1. Objectifs maintenus pour 2017

#### 5.1.1. Le T4 sera déterminant pour réaliser l'objectif sur le SaaS

L'objectif pour 2017 était d'augmenter les investissements afin de soutenir l'accélération de la croissance du CA.

Lors de la publication des résultats 2016 en avril 2017, le management avait indiqué comme **objectif 2017 une hausse des investissements afin de soutenir l'accélération de la progression du CA (dont +25% sur le SaaS)**, avec de **nouvelles embauches au niveau de la vente** pour mieux capter les opportunités de croissance, surtout en Amérique du Nord. Ces investissements devaient aussi inclure l'ajout de fonctionnalités de mobilité, de Big Data et d'intelligence artificielle, et un renforcement des dépenses de marketing pour promouvoir les différenciateurs technologiques de la solution EasyVista. En octobre, **EasyVista a ajouté comme objectif la réussite de l'intégration de Knowesia.**

Le T4 sera déterminant pour atteindre l'objectif de croissance de 25% dans le SaaS en 2017.

**Le T4 sera déterminant pour atteindre l'objectif de croissance de 25% sur le SaaS en 2017, sachant que cette dernière n'était que de 14.8% sur 9 mois.** Pour pouvoir atteindre +25% (soit au moins 14.2 M EUR), **il faudrait qu'EasyVista publie pour le T4 2017 un CA SaaS d'au moins 4.8 M EUR, soit au moins +63% !** Un tel CA sur le SaaS permettrait d'atteindre, hors Knowesia, un CA total 2017 de 27-27.5 M EUR, avec un T4 à 8.5-9 M EUR auquel il conviendrait d'ajouter la contribution de Knowesia, que nous estimons à EUR0.8m sur le trimestre. Dans une telle configuration, nous estimons que sur la base de coûts de 29-29.5 M EUR, **la perte opérationnelle au titre de 2017 hors Knowesia ressortirait à 2-2.5 M EUR, avec un S2 2017 proche de l'équilibre.** Nous pensons que ces chiffres devraient être tenus grâce au lancement d'un nouveau modèle de vente : les licences renouvelables, ou « licences à terme ».

**Fig. 16: Nos prévisions pour 2017 et résultats sur 9 mois**

FYE 31st Dec. (EURm)	Q1 17	Q2 17	H1 17	Q3 17	Q4 17e	H2 17e	FY17e
Total revenues	6,2	6,1	12,4	6,4	9,2	15,6	28,0
% chg	16,4%	4,3%	10,1%	12,4%	51,6%	32,6%	21,6%
o/w SaaS + Term Licences	3,1	3,2	6,3	3,4	3,4	5,2	14,9
% chg	14,9%	12,0%	13,4%	17,4%	76,7%	47,1%	30,7%
o/w Licences	0,8	0,6	1,4	0,8	1,4	2,2	3,6
% chg	16,2%	-40,6%	-17,8%	10,7%	59,1%	36,8%	9,0%
o/w Maintenance	1,3	1,4	2,6	1,3	1,4	2,7	5,4
% chg	3,3%	10,5%	6,9%	8,2%	11,1%	9,7%	8,3%
o/w Services	1,1	1,0	2,1	0,8	1,2	2,0	4,1
% chg	42,9%	24,1%	33,3%	2,5%	22,2%	13,3%	22,6%
Operating expenses			-14,4			-16,0	-30,4
% chg			20,9%			26,8%	23,2%
Adj. Operating profit			-2,0			-0,4	-2,4
Adj. Operating margin (%)			-16,3%			-2,4%	-8,5%
Net profit			-2,7			-1,7	-4,4

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Le S1 et le T3 2017 reflétaient ces tendances.

**Au S1 2017, l'éditeur avait publié un CA de 12.4 M EUR, en hausse de 10.1%, avec un T1 à +16.4% (avec le SaaS à +14.9%, les licences à +16.2% et les services à +42.9%, et l'activité en Amérique du Nord en hausse de 31%) et un T2 à +4.3% (avec le SaaS à +12%, les licences à -40.6% et les services à +24.1%), et une perte opérationnelle de 2 M EUR, contre une perte opérationnelle de 0.7 M**

**EUR au S1 2016. Au T3, le CA est ressorti en hausse de 12.4%** à 6.4 M EUR (est. +6% hors Knowesia qui représentait 7% du CA T3, soit 0.4 M EUR), avec le SaaS à +17.4%, les licences à +10.7% et les services à +2.5%. Le T3 a été caractérisé par le report de plusieurs affaires, notamment en Amérique du Nord, dont la comptabilisation est prévue au T4 2017.

**Concernant les résultats du S1 2017, les éléments importants des comptes sont les suivants :**

- **Les charges opérationnelles ont progressé de 21%**, dont +18% sur les autres achats et charges externes (accélération des investissements marketing) et +17% sur les frais de personnel compte tenu d'une hausse de 18% de l'effectif total sur un an (+38% sur l'Amérique du Nord, +11% sur la France, et +18% sur le reste de l'Europe, surtout en marketing, management et force de vente) ;
- **La perte nette de 2.7 M EUR** (vs. une perte nette de 0.6 M EUR au S1 2016) **prenait en compte une dégradation de 1.3 M EUR du résultat financier** (hausse de 0.4 M EUR des charges d'intérêt du fait de l'émission d'OC, hausse de 0.9 M EUR de la perte de change à cause de la dépréciation du dollar US), entièrement compensée par un meilleur gain d'impôt (0.4 M EUR) et un produit exceptionnel de 0.7 M EUR lié à la reprise d'une provision pour redressement fiscal au titre d'une retenue à la source pour les opérations réalisées hors de France en 2006-07 ;
- **Le management restait confiant dans ses perspectives** grâce au renforcement des équipes de vente et marketing, avec un CA SaaS prévu à au moins +30% sur le S2 2017, hors Knowesia, en dépit de la croissance ralentie du CA SaaS au S1 2017 (+13.1%) par rapport à l'objectif annuel.

### 5.1.2. Le lancement du modèle de licence renouvelable

Le nouveau modèle de licence renouvelable ("licence à terme") consiste à séparer l'utilisation du logiciel en mode SaaS et la gestion de l'infrastructure cloud associée.

**Le management vient de mettre en place un modèle de licence renouvelable ou « licence à terme »**, qui existait déjà chez Knowesia. Inspiré des recommandations établies dans le cadre de la nouvelle norme comptable IFRS 15 - dont la mise en application aura lieu en janvier 2018 -, **ce modèle consiste à séparer pour le client le coût lié à l'utilisation du logiciel en mode SaaS et le coût de gestion de l'infrastructure SaaS**. Il s'agit donc d'une remise à plat de la relation contractuelle avec les clients, qui a été demandée par des grands clients car ceux-ci connaissent bien le coût d'exploitation de leur propre infrastructure informatique et souhaitent isoler la facturation de l'hébergement afin d'éventuellement internaliser ce service si besoin est.

Ce nouveau modèle modifie profondément la reconnaissance du CA des contrats SaaS chez EasyVista, avec la reconnaissance immédiate du CA associé aux licences.

Concrètement, **avec les licences renouvelables, le client loue une licence pour 3 ans** (80% de la valeur du contrat) **et paye séparément l'hébergement et la migration** (20% de la valeur). **Cela engendre des changements significatifs pour EasyVista puisque cela l'amène à reconnaître en CA la licence de 3 ans dès la signature, et à étaler la reconnaissance du CA lié à l'hébergement sur les 3 ans**. Pour autant, les modalités de paiement de la licence renouvelable restent inchangées par rapport à un contrat SaaS, puisqu'EasyVista continuera d'encaisser les redevances annuelles à la signature puis à chaque date anniversaire du contrat. **Ce type de contrat est lancé en France au T4 2017** (avec pour première référence client Elior), **et sera déployé dans les autres pays en 2018**.

**Les changements que la licence renouvelable implique pour EasyVista sont les suivants :**

- **Si nous prenons un pur contrat SaaS** de 120 000 EUR sur 3 ans, celui-ci est facturé au client 40 000 EUR par an à la signature puis à ses dates anniversaires, mais il est reconnu en CA au mois le mois pour EasyVista (3 333 EUR par mois). Si ce contrat est signé le 1<sup>er</sup> décembre, EasyVista encaissera bien 40 000 EUR à cette date, mais ne pourra enregistrer en CA que 3 333 EUR ;

- **Dans le cas d'une licence renouvelable**, le client est toujours facturé 40 000 EUR par an à la signature puis aux dates anniversaires du contrat, mais : 1) la licence de 3 ans est enregistrée en CA en une seule fois à la signature (80% de 120 000 EUR = 96 000 EUR), et, si le client le souhaite, elle sera renouvelée pour 3 ans pour 96 000 EUR à l'échéance ; 2) l'hébergement (20% = 24 000 EUR sur 3 ans) est enregistré en CA à hauteur de 8 000 EUR par an. EasyVista continue d'encaisser 40 000 EUR par an comme avec un pur contrat SaaS, mais un contrat signé le 1<sup>er</sup> décembre engendre la première année une reconnaissance de CA de 96 667 EUR (96 000 + 8 000 / 12), soit 145 fois plus qu'avec un pur contrat SaaS ! Si le contrat est signé le 1<sup>er</sup> janvier, il engendre la première année une reconnaissance de CA de 104 000 EUR (96 000 + 8 000), soit 2.6 fois plus qu'avec un pur contrat SaaS. En revanche, pour la seconde année EasyVista reconnaît seulement 8 000 EUR de CA annuel au mois le mois au titre de l'hébergement, soit 5 fois moins qu'avec un pur contrat SaaS. La contrepartie de ce nouveau modèle est que dès 2019 EasyVista devra maintenir un rythme soutenu de signatures pour maintenir une forte croissance.

Nous estimons que le modèle de licence renouvelable apportera une reconnaissance de 4-5 M EUR de CA en 2018.

**Nous estimons que le modèle de licence renouvelable apportera une reconnaissance de 4-5 M EUR de CA en 2018**, sur la base de renouvellements de contrats. Par conséquent, là où le plan initial était de générer 32-33 M EUR de CA en 2018, la contribution de Knowesia (1-2 M EUR) et le nouveau modèle de licence renouvelable (4-5 M EUR) aboutiraient selon nous à un CA de 37-38 M EUR en 2018. **Nous estimons en revanche que cela ne devrait pas engendrer de coût fixe supplémentaire** puisque le nouveau modèle n'implique pas de recrutement d'effectif supplémentaire.

## 5.2. Nous anticipons le retour aux profits en 2018

Nous prévoyons qu'avec la licence renouvelable en 2020 EasyVista atteindra 50 M EUR de CA et une marge opérationnelle proche de 13%.

**Nous prévoyons qu'avec la licence renouvelable en 2020 EasyVista atteindra 50 M EUR de CA** (soit un doublement par rapport à 2016) **et une marge opérationnelle proche de 13% basée sur une hausse des charges opérationnelles de 23% en 2017, 16% en 2018, 12% en 2019 et 13% en 2020**, comme indiqué Fig. 17 ci-dessous.

**Fig. 17: Nos prévisions de résultats (2015-2020e)**

FYE 31st Dec. (EURm)	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>Total revenues</b>	<b>20,2</b>	<b>22,9</b>	<b>28,0</b>	<b>37,6</b>	<b>44,2</b>	<b>50,9</b>
<b>% chg</b>	<b>4,2%</b>	<b>13,5%</b>	<b>22,1%</b>	<b>34,4%</b>	<b>17,4%</b>	<b>15,2%</b>
o/w SaaS + Term Licences	9,2	11,4	14,9	23,6	29,5	35,4
% chg	26,0%	24,0%	30,6%	58,6%	25,0%	20,0%
o/w Licences	2,8	3,3	3,6	3,8	3,9	4,0
% chg	-35,3%	20,3%	9,2%	5,0%	1,3%	3,9%
o/w Maintenance	4,9	5,2	5,4	5,5	5,6	5,8
% chg	10,7%	5,1%	3,8%	3,0%	2,5%	2,5%
o/w Services	3,4	3,4	4,1	4,7	5,2	5,7
% chg	1,2%	-0,7%	22,8%	14,0%	10,0%	10,0%
Operating expenses	-22,8	-24,6	-30,4	-35,1	-39,4	-44,4
% chg	15,8%	8,0%	23,2%	15,5%	12,4%	12,7%
Adj. Operating profit	-2,6	-1,7	-2,4	2,5	4,8	6,5
Adj. Operating margin (%)	-13,1%	-7,6%	-8,5%	6,8%	10,8%	12,7%
Net profit	-2,6	-2,8	-4,4	1,1	3,0	4,2
Adj. EPS (EUR)	-1,49	-0,89	-2,04	1,13	2,19	2,84

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

- **Pour 2017, compte tenu des revenus tirés des licences renouvelables, nous estimons qu'EasyVista devrait, comme pour 2016, atteindre un résultat opérationnel proche de l'équilibre sur le S2**, ce qui aboutirait à une perte opérationnelle de 2.4 M EUR sur l'année. Cela se base sur un scénario de charges opérationnelles en progression de 27% au S2 2017 (dont 7% de Knowesia), contre +21% au S1 2017, compte tenu de l'augmentation de 25% de l'effectif en Amérique du Nord sur la première partie de l'année mais dont le poids sur les coûts s'est pleinement fait ressentir sur la seconde partie, et de l'intégration de Knowesia ;
- **Pour 2018, alors que le plan initial avec le pur SaaS était de revenir à l'équilibre, nous estimons qu'avec la licence renouvelable EasyVista peut atteindre une marge opérationnelle d'environ 7%**, sur la base d'une croissance organique du CA de 32% - tirée par un CA SaaS + licences renouvelables que nous estimons à +59% - et de charges opérationnelles en hausse de 15% à 35.1 M EUR, incluant 33.5 M EUR hors Knowesia. EasyVista attend une hausse significative de la productivité des commerciaux recrutés au S1 2017, sachant qu'il faut environ 12 mois avant qu'un commercial nouvellement embauché monte en puissance et que le cycle de vente dure 6-9 mois pour chaque nouvelle affaire ;
- **Au-delà de 2018, la part du SaaS et des licences renouvelables dans le CA devrait continuer à progresser bien au-delà des 50% atteints en 2016, à 70% en 2020**, bien qu'il subsistera du CA licences perpétuelles car certains clients le demandent et EasyVista envisage de continuer à le leur proposer - un atout par rapport à ServiceNow. Les deux autres priorités stratégiques à moyen terme sont le développement sur les Service Apps, ainsi que la croissance aux US - où la croissance et la taille du marché sont supérieures à l'Europe avec des hôpitaux, universités et administrations de taille plus conséquente, plus nombreux et dotés de budgets informatiques plus élevés ;
- **Les frais financiers resteront faibles** en dépit des OC 2020 portants intérêts à 5% par an, représentant 0.4 M EUR par an.
- **EasyVista dispose de 7.5 M EUR de reports fiscaux déficitaires**, principalement en France (hérités de l'acquisition de Rift Technologies en 2013) et aux Etats-Unis (compte tenu des pertes cumulées), qu'il peut activer sur 17-18 ans. **Nous estimons que le taux d'imposition devrait, en dépit du retour à la profitabilité que nous anticipons, rester faible au moins jusqu'en 2020**, compte tenu de la capacité d'utilisation de ces reports fiscaux déficitaires. En tout état de cause, nous prévoyons qu'EasyVista ne débourse pas d'impôt jusqu'en 2019 inclus.

### 5.3. Renforcer le bilan

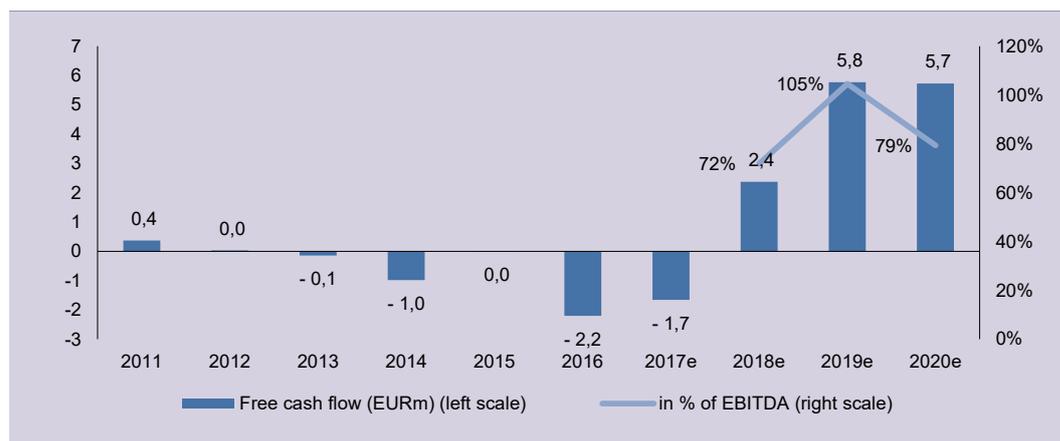
EasyVista est souvent en situation de cash flow opérationnel positif malgré les pertes.

**Malgré les pertes enregistrées depuis 2007, EasyVista est souvent en situation de cash flow opérationnel positif<sup>10</sup>, grâce à un BFR négatif** (depuis 2011) compte tenu de la montée en puissance du modèle SaaS. Ce BFR était même négatif de 6 M EUR en 2016. En effet, l'encaissement d'avance des abonnements SaaS génère un différentiel lié à la facturation d'environ 10% qui permet de financer

<sup>10</sup> Sauf en 2014 où il était négatif de 0.1 M EUR en raison d'un BFR en augmentation, et en 2016 où il était négatif de 1.8 M EUR du fait des pertes élevées. Nous estimons qu'il en sera de même en 2017 pour les mêmes raisons qu'en 2016.

les pertes comptables. En revanche, comme l'indique la Fig. 18, compte tenu des capex (0.5-0.6 MEUR par an), le free cash flow n'a pas été positif depuis 2012. **Nous prévoyons le retour à un free cash flow positif dès 2018 grâce au retour à la profitabilité.** Toutefois, nous n'anticipons pas d'accélération de la baisse du BFR car le modèle de licence renouvelable, s'il « dope » la reconnaissance de CA la première année du contrat, n'a aucune conséquence sur l'encaissement des redevances.

**Fig. 18: Free cash flow et ratio FCF/EBITDA (2011-2020e)**

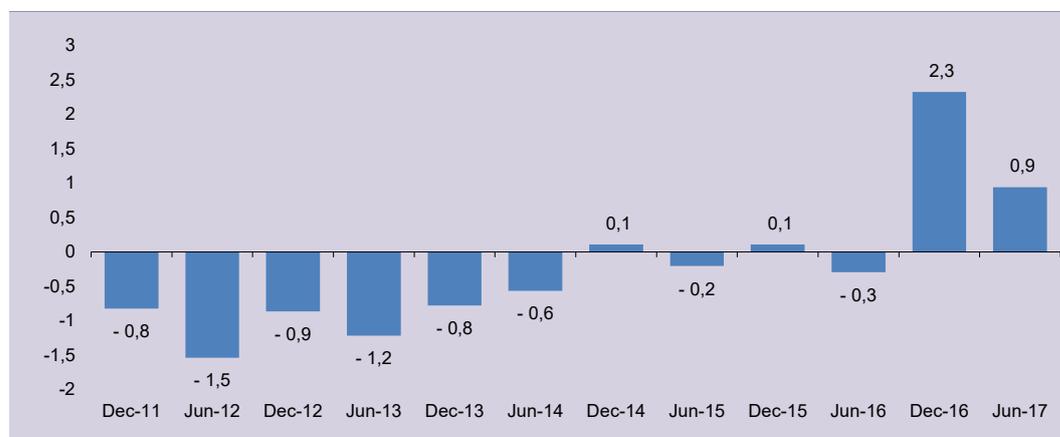


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Réduction de l'endettement financier net au S1 2017.

**Au 30 juin 2017, EasyVista avait un endettement net de 0.9 M EUR, mais qui n'intégrait pas la trésorerie de Knowesia (1.6 M EUR), qui a été encaissée par EasyVista le 5 juillet.** En conséquence, **si la trésorerie de Knowesia avait été encaissée avant la clôture du S1 2017, EasyVista aurait été en situation de trésorerie nette de 0.7 M EUR.** Cette situation était en amélioration par rapport aux 2.3 M EUR d'endettement net du 31 décembre 2016, grâce à une baisse de 4.3 M EUR du BFR au S1 2017 et un investissement net négatif de 1.3 M EUR intégrant l'effet « cash » de l'acquisition de Knowesia - qui disposait d'une trésorerie nette de 1.6 M EUR. L'endettement net au 31/12/2016 avait quant à lui pâti d'un BFR en hausse de 1.3 M EUR sur le S2 2016 et d'investissements de 1.7 M EUR.

**Fig. 19: Endettement net depuis fin 2011 (M EUR)**

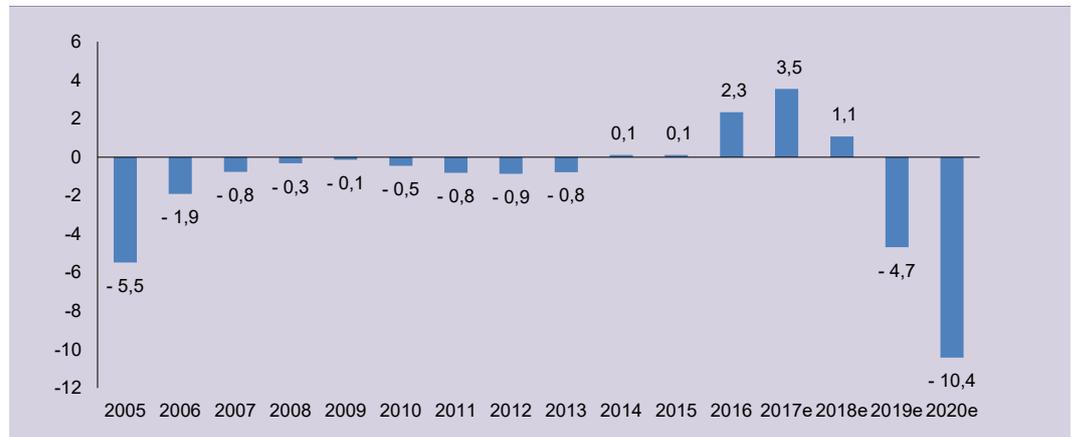


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Nous prévoyons une baisse de l'endettement financier net à partir de 2018, pour redevenir négatif fin 2019 ou 2020.

Compte tenu de ces éléments, nous prévoyons que l'endettement financier net augmente fin 2017 pour atteindre 3.5 M EUR, avant de baisser de nouveau fin 2018 et redevenir négatif fin 2019 et 2020, hors nouvelle acquisition.

**Fig. 20: Endettement financier net (2005-2020e)**



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

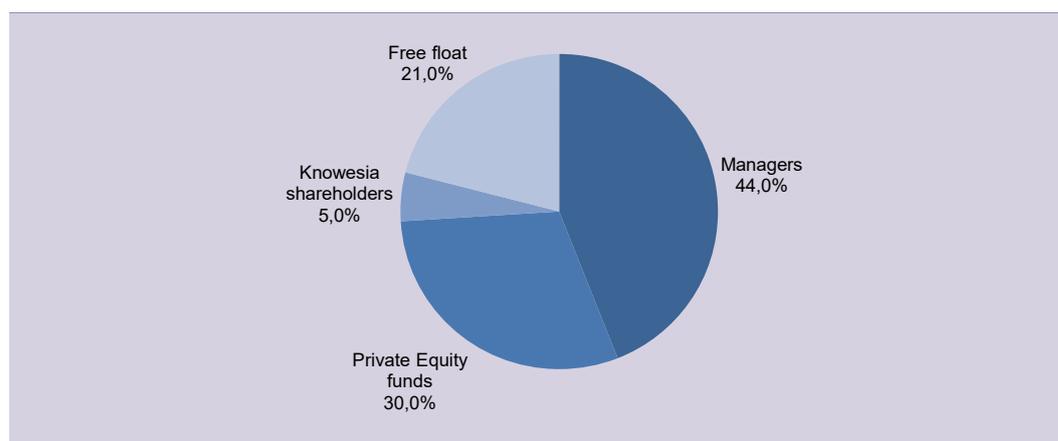
Les fonds propres consolidés sont négatifs en raison des pertes cumulées en Amérique du Nord, mais ceux de la maison-mère sont positifs de 7.6 M EUR.

**Enfin, depuis le S1 2015, EasyVista a des capitaux propres négatifs au niveau consolidé (5.7 M EUR au 30/06/2017) - intégralement imputés aux pertes liées au développement en Amérique du Nord - mais la maison-mère EasyVista SA dispose actuellement de capitaux propres positifs à hauteur de 7.6 M EUR.** Par ailleurs, ces capitaux propres peuvent être renforcés en cas de conversion des 7.5 M EUR d'obligations convertibles 2020 à condition que le cours de bourse atteigne le prix d'exercice de 40 EUR. Si la conversion avait lieu aujourd'hui, les capitaux propres consolidés totaliseraient 1.8 M EUR (15.1 M EUR pour la maison-mère). Compte tenu de nos prévisions, nous estimons que les capitaux propres consolidés atteindront environ 7.5 M EUR fin 2020 en cas de conversion des OC 2020.

## 6. Le capital d'EasyVista

Le flottant d'EasyVista est faible, puisqu'il ne représente que 21% du capital pour une capitalisation boursière de moins de 50 M EUR. Les anciens actionnaires de Knowesia, qui détiennent actuellement 4.8% du capital d'EasyVista, sont soumis à un engagement de conservation de 36 mois, soit jusqu'en juillet 2020. Les principaux individus concernés sont Thibaud Poirier de Clisson - Président de Knowesia jusqu'au rachat - et sa holding NecSem Capital (2.5%), et l'entrepreneur nantais Alain Boulicot (1.2%).

**Fig. 21: Répartition du capital**



Source: Company Data.

L'émission d'obligations convertibles pour 7.5 M EUR de l'été 2016 a été réalisée en deux tranches au prix de 40 EUR par OC : une première souscrite en juillet 2016 pour 3.1 M EUR par Isatis Développement et Conversion Funding, et une seconde souscrite en septembre 2016 pour 4.4 M EUR par Isatis Capital et Alton Invest, suite à l'obtention du label « Entreprise Innovante » par BPI France. Une conversion des OC diluerait le nombre d'actions de 11%.

## 7. Comptes

### 7.1. Compte de résultat

EURm (FYE 31/12)	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	CAGR 16-19e
<b>Net revenue</b>	<b>14,7</b>	<b>19,4</b>	<b>20,2</b>	<b>22,9</b>	<b>28,0</b>	<b>37,6</b>	<b>44,2</b>	<b>50,9</b>	<b>24,5%</b>
% change	22,9%	31,7%	4,2%	13,5%	22,1%	34,4%	17,4%	15,2%	
<b>Gross Margin</b>	<b>15,1</b>	<b>19,8</b>	<b>20,2</b>	<b>22,8</b>	<b>28,0</b>	<b>37,6</b>	<b>44,2</b>	<b>50,9</b>	
<b>% of revenue</b>	<b>99,8%</b>	<b>99,9%</b>	<b>99,9%</b>	<b>99,4%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	
Other third-party expenses	(5,5)	(7,4)	(8,2)	(9,0)	(10,0)	(11,4)	(12,6)	(14,1)	
% of revenue	36,2%	37,6%	40,9%	39,4%	35,9%	30,3%	28,6%	27,8%	
Taxes	(0,3)	(0,5)	(0,6)	(0,5)	(0,7)	(0,9)	(1,1)	(1,2)	
Personnel costs	(10,0)	(11,7)	(13,6)	(14,9)	(18,9)	(22,0)	(25,0)	(28,3)	
% of revenue	65,7%	59,2%	67,2%	65,2%	67,7%	58,5%	56,5%	55,7%	
Other expenses	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	
Amortisation	(0,2)	(0,3)	(0,5)	(0,5)	(0,8)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	
Net operating provisions	0,0	0,0	0,2	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	
<b>Adjusted EBIT</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>2,5</b>	<b>4,8</b>	<b>6,5</b>	<b>n/m</b>
<b>% of revenue</b>	<b>-6,6%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>-13,1%</b>	<b>-7,6%</b>	<b>-8,5%</b>	<b>6,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>12,7%</b>	
Net restructuring charge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Capital gains or losses	0,1	0,1	(0,0)	(0,0)	0,0	0,0	0,0	0,0	
Goodwill amortisation	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,4)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	
Stock-based compensation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Other exceptional gains (losses)	(0,0)	(0,1)	(0,0)	(1,3)	(0,0)	0,0	0,0	0,0	
<b>EBIT</b>	<b>(1,1)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(2,9)</b>	<b>(3,2)</b>	<b>(2,8)</b>	<b>1,8</b>	<b>4,0</b>	<b>5,7</b>	<b>n/m</b>
<b>% of revenue</b>	<b>-7,4%</b>	<b>-2,9%</b>	<b>-14,4%</b>	<b>-14,0%</b>	<b>-10,0%</b>	<b>4,7%</b>	<b>9,0%</b>	<b>11,2%</b>	
Cost of net debt	0,0	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,6)	(0,7)	(0,8)	(0,8)	
Other financial gains (losses)	(0,2)	0,7	0,7	0,4	(2,0)	0,0	0,0	0,0	
<b>Profit before tax</b>	<b>(1,3)</b>	<b>0,1</b>	<b>(2,2)</b>	<b>(2,9)</b>	<b>(5,4)</b>	<b>1,1</b>	<b>3,2</b>	<b>4,9</b>	<b>n/m</b>
Income taxes	0,4	0,8	(0,3)	0,0	1,0	0,0	(0,2)	(0,7)	
Tax rate	n/m	-597,7%	n/m	n/m	n/m	0,0%	6,0%	13,5%	
<b>Consolidated net profit</b>	<b>(0,9)</b>	<b>0,9</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(2,8)</b>	<b>(4,4)</b>	<b>1,1</b>	<b>3,0</b>	<b>4,2</b>	<b>n/m</b>
<b>% of revenue</b>	<b>-6,2%</b>	<b>4,5%</b>	<b>-12,8%</b>	<b>-12,3%</b>	<b>-15,7%</b>	<b>2,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>8,3%</b>	
Profit from associates	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Minority interests	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Attributable net profit</b>	<b>(0,9)</b>	<b>0,9</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(2,8)</b>	<b>(4,4)</b>	<b>1,1</b>	<b>3,0</b>	<b>4,2</b>	<b>n/m</b>
Average nb of shares - basic (m)	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	
Average nb of shares - diluted (m)	1,6	1,6	1,6	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	
<b>Basic EPS (EUR)</b>	<b>-0,60</b>	<b>0,57</b>	<b>-1,64</b>	<b>-1,78</b>	<b>-2,66</b>	<b>0,65</b>	<b>1,83</b>	<b>2,56</b>	<b>n/m</b>
% change	n/m	n/m	n/m	n/m	n/m	n/m	181,3%	40,0%	
<b>Adjusted EPS (EUR)</b>	<b>-0,50</b>	<b>0,69</b>	<b>-1,49</b>	<b>-0,89</b>	<b>-2,04</b>	<b>1,13</b>	<b>2,19</b>	<b>2,84</b>	<b>n/m</b>
% change	n/m	n/m	n/m	n/m	n/m	n/m	93,8%	30,1%	

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

## 7.2. Bilan

EURm (FYE 31/12)	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Goodwill	0,5	0,3	0,0	0,1	1,3	0,6	(0,2)	(1,0)
Intangible fixed assets	0,5	0,9	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
Tangible fixed assets	0,4	0,6	0,5	0,5	0,2	0,1	(0,1)	(0,2)
<b>Fixed assets and goodwill</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>2,1</b>	<b>1,1</b>	<b>0,2</b>	<b>(0,7)</b>
<b>Investments</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
<b>Deferred tax assets</b>	<b>1,1</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>
Inventories	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Accounts receivables	4,8	5,3	5,6	5,8	6,5	11,1	12,7	15,6
Other short term assets	0,7	0,8	0,8	1,1	1,3	1,8	2,1	2,4
<b>Current assets</b>	<b>5,5</b>	<b>6,1</b>	<b>6,4</b>	<b>6,9</b>	<b>7,9</b>	<b>12,9</b>	<b>14,8</b>	<b>18,1</b>
<b>Cash &amp; cash equivalents</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,3</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>8,3</b>	<b>14,1</b>	<b>19,8</b>
<b>TOTAL ASSETS</b>	<b>10,3</b>	<b>12,3</b>	<b>11,0</b>	<b>16,2</b>	<b>18,1</b>	<b>24,7</b>	<b>31,4</b>	<b>39,4</b>
Shareholders' equity	0,1	0,3	(3,0)	(6,2)	(8,4)	(7,3)	(4,3)	(0,1)
Minority interests	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Consolidated equity</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>(3,0)</b>	<b>(6,2)</b>	<b>(8,4)</b>	<b>(7,3)</b>	<b>(4,3)</b>	<b>(0,1)</b>
<b>Long-term provisions</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>
<b>Deferred tax liabilities</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Convertible bonds	0,0	0,0	0,0	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
Long-term debt	1,3	2,3	0,9	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Short-term debt	0,0	0,0	0,5	0,5	1,7	1,7	1,7	1,7
<b>Debt</b>	<b>1,3</b>	<b>2,3</b>	<b>1,4</b>	<b>8,2</b>	<b>9,4</b>	<b>9,4</b>	<b>9,4</b>	<b>9,4</b>
Accounts payable and accrued	0,9	1,0	1,6	2,1	2,6	3,5	4,1	4,7
Deferred revenues	4,6	5,3	6,9	7,8	9,5	12,8	15,0	17,3
Salary and income tax payable	2,5	2,3	2,9	3,0	3,7	4,9	5,8	6,6
Other liabilities	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Current liabilities</b>	<b>8,1</b>	<b>8,7</b>	<b>11,6</b>	<b>13,0</b>	<b>15,8</b>	<b>21,3</b>	<b>25,0</b>	<b>28,8</b>
<b>TOTAL LIABILITIES</b>	<b>10,3</b>	<b>12,3</b>	<b>11,0</b>	<b>16,2</b>	<b>18,1</b>	<b>24,7</b>	<b>31,4</b>	<b>39,4</b>

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

## 7.3. Tableau de financement

EURm (FYE 31/12)	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>Operating cash flow</b>	<b>(0,7)</b>	<b>0,6</b>	<b>(1,8)</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(3,2)</b>	<b>2,5</b>	<b>4,4</b>	<b>5,7</b>
Change in WCR	1,4	(0,7)	2,0	0,2	2,0	0,4	1,8	0,6
Capital expenditure	(1,4)	(1,9)	(0,2)	(0,4)	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,5)
Disposals in fixed assets	0,6	1,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net capex	(0,8)	(0,9)	(0,1)	(0,4)	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,5)
<b>Free cash flow</b>	<b>(0,1)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(0,0)</b>	<b>(2,2)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>2,4</b>	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>
Investments	0,0	0,0	0,0	0,0	(0,1)	0,0	0,0	0,0
Disposals in investments	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Acquisitions (goodwill)	(0,0)	0,0	0,0	0,0	(1,6)	0,0	0,0	0,0
<b>Cash flow after investing activity</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(0,0)</b>	<b>(2,2)</b>	<b>(3,3)</b>	<b>2,4</b>	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>
Dividends paid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Issuance of shares	0,1	0,1	0,0	0,1	2,2	0,0	0,0	0,0
Cap. Incr. for minority interests	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Incr. cash bef. loan repayments	(0,1)	(0,9)	(0,0)	(2,1)	(1,1)	2,4	5,8	5,7
Repayment of loans	0,4	0,3	(0,3)	7,3	(0,1)	0,1	0,0	0,0
<b>Net increase in cash</b>	<b>0,3</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>5,2</b>	<b>(1,2)</b>	<b>2,5</b>	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Page intentionnellement laissée blanche

## Bryan Garnier stock rating system

For the purposes of this Report, the Bryan Garnier stock rating system is defined as follows:

### Stock rating

BUY	Positive opinion for a stock where we expect a favourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential upside based on valuation), but also takes into account a number of elements that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
NEUTRAL	Opinion recommending not to trade in a stock short-term, neither as a BUYER or a SELLER, due to a specific set of factors. This view is intended to be temporary. It may reflect different situations, but in particular those where a fair value shows no significant potential or where an upcoming binary event constitutes a high-risk that is difficult to quantify. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
SELL	Negative opinion for a stock where we expect an unfavourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential downside based on valuation), but also takes into account a number of elements that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.

### Distribution of stock ratings

BUY ratings 50%

NEUTRAL ratings 35,8%

SELL ratings 14,2%

## Research Disclosure Legend

1	Bryan Garnier shareholding in Issuer	Bryan Garnier & Co Limited or another company in its group (together, the "Bryan Garnier Group") has a shareholding that, individually or combined, exceeds 5% of the paid up and issued share capital of a company that is the subject of this Report (the "Issuer").	No
2	Issuer shareholding in Bryan Garnier	The Issuer has a shareholding that exceeds 5% of the paid up and issued share capital of one or more members of the Bryan Garnier Group.	No
3	Financial interest	A member of the Bryan Garnier Group holds one or more financial interests in relation to the Issuer which are significant in relation to this report	No
4	Market maker or liquidity provider	A member of the Bryan Garnier Group is a market maker or liquidity provider in the securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
5	Lead/co-lead manager	In the past twelve months, a member of the Bryan Garnier Group has been lead manager or co-lead manager of one or more publicly disclosed offers of securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
6	Investment banking agreement	A member of the Bryan Garnier Group is or has in the past twelve months been party to an agreement with the Issuer relating to the provision of investment banking services, or has in that period received payment or been promised payment in respect of such services.	No
7	Research agreement	A member of the Bryan Garnier Group is party to an agreement with the Issuer relating to the production of this Report.	No
8	Analyst receipt or purchase of shares in Issuer	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has received or purchased shares of the Issuer prior to a public offering of those shares.	No
9	Remuneration of analyst	The remuneration of the investment analyst or other persons involved in the preparation of this Report is tied to investment banking transactions performed by the Bryan Garnier Group.	No
10	Corporate finance client	In the past twelve months a member of the Bryan Garnier Group has been remunerated for providing corporate finance services to the issuer or may expect to receive or intend to seek remuneration for corporate finance services from the Issuer in the next six months.	YES
11	Analyst has short position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a short position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
12	Analyst has long position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a long position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
13	Bryan Garnier executive is an officer	A partner, director, officer, employee or agent of the Bryan Garnier Group, or a member of such person's household, is a partner, director, officer or an employee of, or adviser to, the Issuer or one of its parents or subsidiaries. The name of such person or persons is disclosed above.	No
14	Analyst disclosure	The analyst hereby certifies that neither the views expressed in the research, nor the timing of the publication of the research has been influenced by any knowledge of clients positions and that the views expressed in the report accurately reflect his/her personal views about the investment and issuer to which the report relates and that no part of his/her remuneration was, is or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.	YES
15	Other disclosures	Other specific disclosures: Report sent to Issuer to verify factual accuracy (with the recommendation/rating, price target/spread and summary of conclusions removed).	YES

Summary of Investment Research Conflict Management Policy is available [www.bryangarnier.com](http://www.bryangarnier.com)



**BRYAN, GARNIER & CO**

---

**London**

Beaufort House  
15 St. Botolph Street  
London EC3A 7BB  
Tel: +44 (0) 207 332 2500  
Fax: +44 (0) 207 332 2559

Authorised and regulated by the Financial  
Conduct Authority (FCA)

**Paris**

26 Avenue des Champs Elysées  
75008 Paris  
Tel: +33 (0) 1 56 68 75 00  
Fax: +33 (0) 1 56 68 75 01

Regulated by the  
Financial Conduct Authority (FCA) and the Autorité  
de Contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)

**New York**

750 Lexington Avenue  
New York, NY 10022  
Tel: +1 (0) 212 337 7000  
Fax: +1 (0) 212 337 7002  
FINRA and SIPC member

**Munich**

Widenmayerstrasse 29  
80538 Munich  
Germany  
+49 89 2422 62 11

---

**Important information**

This report is prepared by Bryan Garnier & Co Limited, registered in England Number 03034095 and its MIFID branch registered in France Number 452 605 512. Bryan Garnier & Co Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (Firm Reference Number 178733) and is a member of the London Stock Exchange. Registered address: Beaufort House 15 St. Botolph Street, London EC3A 7BB, United Kingdom

This report has been prepared solely for informational purposes and is intended only for use by the designated recipient(s).

This report is non-independent research within the meaning of the FCA rules. This report is not being held out as an objective or independent explanation of the matters contained within it and has been sent to you for marketing purposes only and should not be treated as such. This report has not been prepared in accordance with the legal requirements designed to promote the independence of investment research. Bryan Garnier & Co Limited is not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research.

This information was obtained from sources we believe to be reliable, but its accuracy is not guaranteed. All information is subject to change without notice. This does not constitute a solicitation or offer to buy or sell securities or any other instruments, or a recommendation with respect to any security or instrument mentioned herein. This is not a confirmation of terms of any transaction. No representations are made herein with respect to availability, pricing, or performance. Additional information available on request.

This document should only be read by those persons to whom it is addressed and is not intended to be relied upon by any person without subsequent written confirmation of its contents. If you have received this e-mail message in error, please destroy it and delete it from your computer. Any form of reproduction, dissemination, copying, disclosure, modification, distribution and/or publication of this e-mail message is strictly prohibited.

Please note that any views or opinions presented in this e-mail are solely those of the author and do not necessarily represent those of Bryan Garnier & Co Limited.

Finally, the recipient should check this e-mail and any attachments for the presence of viruses. Bryan Garnier & Co Limited accepts no liability for any damage caused by any virus transmitted by this email.