

Date de première diffusion : 27 mai 2010

Rentabiliweb

Une société qui porte bien son nom

Commentaires sur le chiffre d'affaires du T1 2010

Rentabiliweb a publié, le 11 mai dernier, un chiffre d'affaires T1 2010 de 19,5 M€, en croissance particulièrement soutenue de +38,0 %. La progression des revenus est, sur ce trimestre, tirée par la performance du pôle BtoC (édition de sites en propre), qui affiche une nouvelle hausse de chiffre d'affaires de +49,3 % à périodes comparables, et ce principalement en raison du succès continu des sites de rencontre et de jeu édités par le groupe. Il est par ailleurs intéressant de noter la progression des activités du pôle BtoB (monétisation d'audience pour compte de tiers), de +23,3 %, marquant ainsi un retour à une croissance soutenue, dans un environnement de marché plus favorable que l'année passée.

L'ambition de devenir un guichet unique de monétisation de l'audience

Historiquement positionné sur le métier du micro-paiement, Rentabiliweb a progressivement diversifié ses activités : 1/ pour compte de tiers, en agrémentant son offre de solutions de marketing direct, d'affiliation/cashback, et plus récemment de services vocaux interactifs, mais aussi ; 2/ pour compte propre au travers du développement d'un bouquet de sites édités en interne, sur l'univers du divertissement, selon des thématiques addictives, fidélisantes et rentables (Jeu/Dating/Communautés et Services/Adulte).

Des leviers de croissance sur les pôles BtoB comme BtoC à court terme

Le segment BtoB devrait, en 2010, marquer un retour à une croissance rythmée grâce 1/ à un environnement de marché plus favorable, en raison des réinvestissements en communication online de la part des annonceurs ; 2/ à la montée en puissance des services de marketing interactif les plus récemment lancés (cashback et services vocaux interactifs) ainsi que 3/ aux débuts de commercialisation de services de paiement online par carte bancaire, attendus dans le courant de l'exercice 2010. Le pôle BtoC, regroupant le bouquet de sites édités en propre par le groupe, pourrait se voir étoffé, par opérations ciblées de croissance externe, de nouvelles thématiques ciblant plutôt une audience féminine (astrologie, bien-être), ou encore sur les segments du coaching ou du sport.

Valorisation

En initiant la couverture du titre Rentabiliweb, nous adoptons une opinion Achat. Nous anticipons pour 2010 un chiffre d'affaires de 74,5 M€, soit une croissance de +13,9 %, ainsi qu'une marge d'EBITDA de 18,7 %, encore améliorée par rapport à l'exercice 2009 (18,2 %). Notre objectif de cours ressort à 8,05 €, soit un potentiel d'appréciation intéressant de +24,4 %, le titre ayant légèrement corrigé depuis le mois de mars.

Pauline ROUX

Analyste Financier
proux@genesta-finance.com
01.45.63.68.86

Opinion	2. Achat
Cours (clôture au 26 mai 2010)	6,47 €
Objectif de cours	8,05 € (+24,4 %)

Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	BIL.PA / BIL:FP
Capitalisation boursière	111,1 M€
Valeur d'entreprise	95,9 M€
Flottant	36,3 M€ (32,7 %)
Nombre d'actions	17 169 721
Volume quotidien	43 444 €
Taux de rotation du capital (1 an)	9,2 %
Plus Haut (52 sem.)	8,00 €
Plus Bas (52 sem.)	5,63 €

Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	-6,9 %	-13,2 %	+7,3 %



Actionnariat

Flottant : 32,7 % ; St Georges Finance : 50,5 % ; Salariés : 8,7 % ; Le Peigné 4,8 % ; Financière LOV 3,3 %

Agenda

CA et résultats S1 2010 publiés le 31 août 2010

Chiffres Clés

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
CA (M€)	56,3	65,4	74,5	84,5	94,7
Evolution (%)	126,5%	16,3%	13,9%	13,3%	12,2%
EBE (M€)	10,9	11,9	14,0	16,6	19,1
REX (M€)	10,2	11,2	13,1	15,6	18,0
Marge d'expl. (%)	18,2%	17,1%	17,5%	18,5%	19,0%
Res. Net. Pg (M€)	6,7	7,5	8,7	10,4	12,0
Marge nette (%)	11,9%	11,4%	11,7%	12,3%	12,7%
BPA	0,42	0,47	0,51	0,60	0,70

Ratios

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
VE / CA	1,4	1,5	1,1	0,8	0,6
VE / EBE	7,2	8,0	5,7	4,2	3,2
VE / REX	7,6	8,5	6,0	4,5	3,4
P / E	13,8	14,8	12,8	10,7	9,3
Gearing (%)	-38%	-35%	-52%	-57%	-59%
Dettes nette / EBE	-1,3	-1,3	-2,3	-2,5	-2,6
RCE (%)	18,2%	17,2%	14,1%	14,4%	14,3%

Genesta dispose du statut de Conseiller en Investissements Financiers et est membre de l'AACIF (Numéro d'agrément AMF : B000119).

Voir avertissements importants en fin de document. Pour plus d'informations sur Genesta et ses procédures internes, se référer au site Internet www.genesta-finance.com.

Présentation de la société

Un spécialiste de la monétisation de l'audience pour compte de tiers (BtoB)...

Rentabiliweb, société belge créée en 2001, est spécialisée dans la monétisation d'audience. Initialement positionné sur segment du micro-paiement, le groupe a su, en quelques années, diversifier son portefeuille d'activités, devenant progressivement un one-stop-shop de la monétisation d'audience. Rentabiliweb dispose désormais d'une large gamme d'outils online alliant des services de micro-paiement (et bientôt de paiement en ligne), de marketing interactif (affiliation, emailing, cashback) et de régie publicitaire.

... mais aussi de son audience propre (BtoC)...

Fort de ses savoir-faire de monétisation d'audience pour compte d'éditeurs tiers, Rentabiliweb a rapidement décidé de remonter la chaîne de valeur de l'Internet, en devenant lui-même éditeur de contenus, générateur de trafic, et ce dans la perspective de monétiser sa propre audience. Le groupe a ainsi développé un véritable bouquet de sites de divertissement, sur des thématiques en adéquation avec les intérêts des internautes, thématiques à la fois rentables et addictives : Jeux, Dating, Communautés et Services, et Adulte. Avec un univers cohérent, le groupe parvient à doper son trafic par cross-selling entre ses thématiques (le ciblage de l'audience étant sensiblement le même), réduisant ainsi son coût d'acquisition clients. Ainsi, le pôle BtoC affiche un niveau de marge élevé, fortement contributif à la marge consolidée.

... et depuis peu, de l'audience de médias offline

Fort de son expertise de monétiseur d'audience Internet, le groupe a récemment choisi d'élargir son domaine de compétence du online vers le offline, et s'attache actuellement à déployer une offre de services vocaux interactifs, évolution qui recèle selon nous un fort potentiel, eu égard 1/ à l'opportunité que représentent les besoins grandissants de monétisation des médias offline, via des outils éprouvés sur le web, et 2/ à l'expérience du groupe déjà acquise sur l'Audiotel, au travers de l'activité de micro-paiement.

Méthode de valorisation

DCF

Suite à la publication par Rentabiliweb d'un chiffre d'affaires T1 2010 prometteur, nous pensons la société à même de réaliser un nouvel exercice 2010 en croissance soutenue, tant en termes de chiffre d'affaires que de rentabilité. Alors que la progression du pôle BtoC devrait s'avérer, sur l'ensemble de l'exercice, moins rythmée qu'en 2009, le pôle BtoB devrait, lui, tirer la croissance du groupe en raison de la montée en puissance des activités les plus récemment lancées telles que les services vocaux interactifs (SVI), le marketing direct, ainsi que les débuts de la commercialisation des services de paiement online par carte bancaire. Ainsi, nous anticipons une amélioration des revenus de l'ordre de +13,9 % en 2010 à 74,5 M€, de +13,3 % en 2011 à 84,5 M€ et de +12,2 % en 2012 à 94,7 M€. Compte tenu de nos hypothèses d'amélioration du mix au sein du pôle BtoB, et d'un taux de reversements aux affiliés renégocié en faveur de la société eu égard à sa taille grandissante, nous anticipons une marge d'EBITDA de 18,7 % en 2010, 19,6 % en 2011 et 20,2 % en 2012 (vs. 18,2 % en 2009). L'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles sur la base d'un coût moyen pondéré des ressources de 12,20 % valorise le titre à 9,11 € par action.

Comparables

Afin d'apprécier l'intégralité du portefeuille d'activités de Rentabiliweb, nous avons constitué notre échantillon de sociétés opérant sur les segments :

- 1) Du micro-paiement / paiement en ligne : Hi-Media ;
- 2) Du marketing Direct (TradeDoublor, ValueClick, 1000mercis, Maximiles) et de la régie publicitaire (Hi-Media, TradeDoublor) ;
- 3) D'édition de sites propres : Hi-Media Dreamnex et Meetic.

L'approche par les multiples boursiers nous conduit à une valorisation de l'action Rentabiliweb de 6,99 € par action.

SWOT

Forces

- Acteur historique de premier plan sur le micro-paiement
- Univers de sites cohérent, sur des thématiques addictives du divertissement
- Forte contribution des activités BtoC à la marge d'exploitation du groupe
- Pas de dépendance technologique : maîtrise de la chaîne technique
- Bonne génération de cash flows

Faiblesses

- Part de l'international encore très faible (environ 10 % du CA 2009)
- Activité sur le segment « Adulte », sujet à controverse

Opportunités

- Ouverture du marché des jeux d'argent et des paris en ligne en 2010
- Dynamisme continu du micro-paiement porté par 1/ la pénétration d'Internet en haut débit, 2/ la progression du parc d'acheteurs en ligne et 3/ la volonté des éditeurs de sites de mieux monétiser leur audience
- Développement de l'offre de services vocaux interactifs pour les médias offline

Menaces

- Intensification de la concurrence sur le marché du micro-paiement, et risque de pression sur les prix à moyen terme

Synthèse et Opinion

Des leviers à court terme sur le BtoB, et d'éventuelles opérations de croissance externe sur le BtoC

Avec la montée en puissance des activités de services vocaux interactifs, le succès de l'offre de cashback ainsi que les débuts prochains de la commercialisation de prestations de paiement en ligne pour ses clients, le pôle BtoB devrait afficher une croissance soutenue sur l'ensemble de l'exercice 2010. Le pôle BtoC pourrait, quant à lui, voir le bouquet de sites existant étoffé de nouvelles thématiques plus proches d'une audience féminine (astrologie, bien-être), ou encore sur les segments du coaching ou du sport. Des opérations de croissance externe ciblées sont attendues sur ces thématiques.

Une capacité à générer de la trésorerie qui devrait encore s'accroître

Grâce à l'internalisation des savoir-faire clés nécessaires à la société et à une structure de coûts flexible et maîtrisée, Rentabiliweb présente un niveau de marge élevé, la marge d'EBITDA 2009 s'élevant ainsi à 18,2 %. Le business model du groupe, bâti sur un portefeuille d'activités diversifié et résilient (récurrence de revenus par abonnement, dépendance aux revenus cycliques de la régie publicitaire limitée, etc.) est également peu consommateur de CAPEX, proposant ainsi une très bonne génération de cash flows.

Opinion : Achat

En initiant la couverture du titre Rentabiliweb, nous adoptons une opinion Achat. Nous anticipons pour 2010 une croissance du chiffre d'affaires de +13,9 % à 74,5 M€, ainsi qu'un EBITDA de 14,0 M€, soit une marge de 18,7 % (vs. 18,2 % en 2009). Notre objectif de cours, résultant de la moyenne des valorisations obtenues par une approche DCF et par comparaison boursière, ressort à 8,05 €, offrant un potentiel d'appréciation de +24,4 %.



Sommaire

1	Présentation de la société	4
1.1	Parmi les leaders de la monétisation d'audience	4
1.2	Un environnement concurrentiel dense mais assez atomisé	6
1.3	Commentaires sur le chiffre d'affaires T1 2010.....	9
2	Un portefeuille d'activités étoffé répondant à l'ensemble des problématiques de monétisation d'audience.....	10
2.1	BtoB : l'ambition de s'imposer comme un guichet unique d'outils de monétisation d'audience	11
2.2	BtoC : la monétisation de l'audience propre offre un surcroît de marge	16
3	Un business model flexible et générateur de cash.....	19
3.1	Une structure de coûts maîtrisée	19
3.2	Un positionnement multi-activités au caractère résilient, générateur de cash	20
4	Orientations stratégiques et enjeux	21
4.1	Une présence à l'international faible, qui reste à développer	21
4.2	L'ouverture des jeux d'argent et paris en ligne	21
5	Prévisions	23
5.1	Chiffre d'affaires et marges	23
5.2	Santé financière.....	24
6	Valorisation	24
6.1	DCF	24
6.2	Comparables.....	26
7	Synthèse des comptes.....	30
7.1	Compte de résultats simplifié.....	30
7.2	Bilan – principaux agrégats.....	30
7.3	Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats.....	30
7.4	Ratios financiers	31
8	Avertissements importants	32
8.1	Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research.....	32
8.2	Détection de conflits d'intérêts potentiels.....	32
8.3	Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois.....	32
8.4	Répartition des opinions	32
8.5	Avertissement complémentaire	33

1 Présentation de la société

Rentabiliweb, société belge, récemment transférée du marché Alternext vers l'Eurolist C, figure parmi les leaders européens de la monétisation et de la création d'audience Internet. Le groupe organise ses activités autour de deux principaux pôles :

- **BtoB** : monétisation de l'audience de sites Internet d'éditeurs tiers au travers de divers services dont les principaux sont 1/ le micro-paiement (une quinzaine de moyens de paiement distincts) et, vraisemblablement sous peu, le paiement (par carte bancaire) ; 2/ le marketing direct Internet / Mobile et la régie publicitaire (affiliation, cashback et régie online) ; 3/ les services vocaux interactifs (SMS push, audiotel, jeux concours, numéros antenne, etc.) destinés aux clients online mais aussi offline. Le segment BtoB représentait, au 31 décembre 2009, 38,2 % du chiffre d'affaires.
- **BtoC** : édition de sites Internet en propre auxquels la société applique les solutions de monétisation d'audience proposées aux clients du BtoB. Sur ce segment, Rentabiliweb a choisi de développer une expertise spécifique sur l'univers thématique du divertissement et des services à la personne : 1/ Jeu (gaming) ; 2/ Dating ; 3/ Communautés et Services ; 4/ Adulte (Internet de charme). Le segment BtoC représentait, au 31 décembre 2009, 61,8 % du chiffre d'affaires.

Au total, Rentabiliweb gère près de 500 sites pour une audience cumulée d'environ 45 millions de visiteurs uniques (VU) mensuels. Le groupe est physiquement présent dans 5 pays et commercialise ses prestations de monétisation d'audience dans plus de 45 pays.

1.1 Parmi les leaders de la monétisation d'audience

Au début des années 2000, alors que le secteur Internet traverse une crise profonde, ce média devient considéré comme destructeur de valeur, avec un business model basé sur la production de contenus 100 % gratuits et uniquement monétisés par la publicité Display au CPM.

Dès cette époque, Jean-Baptiste Descroix-Vernier, actuel président du groupe, a fait le constat que ce business model du web 100 % gratuit n'était pas viable à terme, et que la démultiplication des sites Internet mènerait la publicité Display à ses limites. Cependant, JBDV a gardé l'intime conviction qu'il existait un potentiel de monétisation gigantesque sur ce média en pleine croissance, potentiel qui, s'il ne passait pas par la vente d'espaces publicitaires sur des sites en accès libre, pouvait tout à fait se matérialiser par la vente de contenus et de services.

Créée en 2001, la société Rentabiliweb fera de sa conception d'un business model du Web mixte entre gratuit et payant, un axe stratégique fort qui marquera les différentes étapes de développement du groupe : 1/ lancement des activités de micro-paiement ; 2/ diversification du portefeuille d'activités vers d'autres solutions de monétisation pour compte tiers ; 3/ édition de sites en propre afin de monétiser l'audience propriétaire, en y appliquant les mêmes outils que ceux développés pour le compte de tiers.

2001-2005 : UNE POSITION DE N°2 FRANÇAIS RAPIDEMENT ACQUISE SUR LE MICRO-PAIEMENT

Ainsi, dès 2001, Rentabiliweb se positionne comme un acteur pionnier de la monétisation de l'audience et lance, quelques années après Allopass (aujourd'hui détenu par Hi-Media), sa propre plateforme de micro-paiement, développée en interne, avec une offre initiale à destination des professionnels de paiement par Audiotel. Au cours de l'année suivante, le groupe est l'un des premiers à agrémenter son offre de services SMS+ (SMS surtaxés) auxquels viendront progressivement s'ajouter les contenus rémunérés (SMS Vote, SMS Chat, etc.). Fin 2003, Rentabiliweb accélère son développement sur le segment du micro-paiement en procédant au rachat de Webytel, alors 3^{ème} acteur du secteur en France, afin d'élargir son offre et de se positionner sur le marché des particuliers. A la même époque, Rentabiliweb conclut un accord avec France Telecom et intègre à sa plateforme de micro-paiement les systèmes Internet + (paiement « kiosque Internet » de l'opérateur téléphonique).

En parallèle du déploiement de ses activités de micro-paiement, Rentabiliweb s'attache à rapidement développer un réseau d'affiliés auxquels la société propose ses solutions de monétisation en échange d'une commission sur vente au titre de leur apport d'affaires. L'extension rapide de ce réseau permet en outre à Rentabiliweb d'exploiter, en sus de ses bases propres, les bases de données des éditeurs faisant partie du réseau d'affiliation et de leur appliquer les solutions de monétisation proposées par le groupe.

Ainsi, en 2005, Rentabiliweb dispose d'une offre déjà étoffée et diversifiée de solutions de micro-paiement, de studios de développement implantés en Russie, ainsi que d'une offre émergente de régie publicitaire avec le lancement en 2004 d'un serveur de gestion des espaces publicitaires nommé « 128b ». Par ailleurs, dans une optique d'optimisation des coûts et de poursuite de l'internalisation des savoir-faire, Rentabiliweb décide de créer une seconde entité en Russie, afin de renforcer son pôle de conception de contenus multimédia payants. Rentabiliweb Agency est alors en charge du développement des logiciels, de l'internationalisation des systèmes de paiement, ainsi que de la création des outils proposés au réseau d'affiliés (bannières, liens cliquables, etc.).

2006 : DIVERSIFICATION DES ACTIVITES ET INTRODUCTION EN BOURSE

Au cours de l'année 2006, Rentabiliweb s'attache à graduellement diversifier son portefeuille d'activités en développant des offres complémentaires à son cœur de métier historique. Cette diversification de portefeuille se matérialise alors par :

- l'élargissement du champ d'activités de régie publicitaire avec la création du site Oinstant.com, site de mise aux enchères d'espaces publicitaires online, venant compléter l'adserver de gestion des espaces publicitaires « 128b » lancé l'année précédente ;
- le lancement d'une activité d'édition de sites en propre, sites sur lesquels le groupe va appliquer les mêmes solutions de création et de monétisation de l'audience que celles proposées à ses clients externes. 2006 est ainsi l'année du lancement du site de jeu online, www.toox.com, premier site édité en propre par la société et qui connaîtra très vite un succès considérable (200 000 membres acquis en moins de 5 mois, et ce, selon le groupe, sans aucun investissement publicitaire).

Au travers de l'enrichissement de son spectre d'activités, Rentabiliweb est ainsi rapidement parvenu à s'imposer comme l'un des acteurs incontournables de la monétisation d'audience Internet, avec une offre progressivement étoffée, proposée à la fois aux sites Internet d'éditeurs tiers mais aussi appliquée aux sites propres du groupe.

La nouvelle dimension de la société et les perspectives de développement accéléré amènent Rentabiliweb à s'introduire en bourse sur le marché Alternext fin 2006 et à financer sa croissance, notamment le déploiement du pôle édition, via une opération de près de 6 M€ (dont 5 M€ par augmentation de capital), dans le cadre d'un placement privé.

2007-2009 : ACCELERATION DU DEVELOPPEMENT PAR CROISSANCE EXTERNE PUIS EN INTERNE

L'actualité de l'année 2007 est marquée pour le groupe par une série d'opérations de croissance externe, suivant une logique double : d'une part la poursuite de l'internalisation des savoir-faire et des technologies clés pour le développement des activités, et d'autre part, la diversification des thématiques couvertes par le pôle édition, tout en restant concentré sur l'univers du divertissement addictif.

La première acquisition de l'année 2007, pour un montant de 0,2 M€, concerne la société Eiole, ancien fournisseur d'hébergement pluri médias pour le compte de Rentabiliweb. Le rachat d'Eiole, qui sera renommé Rentabiliweb Multimédia, permet alors au groupe 1/ de consolider sa maîtrise de la chaîne de production en intégrant une compétence supplémentaire, et ainsi de parachever son infrastructure technique interne devenue quasi intégralement autonome (ingénierie de gestion de systèmes, services en mobilité tels que la 3G, transmission de vidéos sur mobiles, etc.) ; 2/ d'acquies le statut d'opérateur télécom grâce à l'obtention de licences auprès de l'ARCEP, constituant un atout indéniable dans le développement futur de nouvelles offres de monétisation auprès des éditeurs web.

A l'automne 2007, Rentabiliweb annonce la signature d'un protocole d'accord en vue du rachat de son concurrent canadien Opale Net, spécialiste des solutions de micro-paiement et d'édition de contenus de divertissement. Cette acquisition devait s'inscrire dans une stratégie de renforcement du pôle de monétisation de sites d'éditeurs tiers (BtoB) et d'élargissement de ses contenus propres au sein du pôle d'édition (BtoC), toujours sur la thématique du divertissement. Cette opération, qui attestait pourtant de la volonté de Rentabiliweb d'axer sa stratégie de développement vers les activités d'édition, à plus forte valeur ajoutée et mieux margées, sera finalement annulée en 2008, suite à la découverte d'un risque fiscal (TVA et IS) estimé à 12 M€ au titre d'une société américaine, hors du périmètre d'acquisition.

Enfin, fin 2007, Rentabiliweb procède au rachat de la société Montorgueil, principal acteur francophone de la rencontre online et du divertissement pour adultes. L'opération, d'un montant conséquent de 22 M€ (hors earn-outs¹), est financée par augmentation de capital (11,2 M€), par emprunt bancaire (3,5 M€), le solde étant assuré par la trésorerie de la société. La nouvelle entité, renommée Rentabiliweb Belgique, agrège plusieurs millions de visiteurs uniques et se positionne comme l'un des premiers programmes d'affiliation pour adultes sur Internet en France.

¹ Earn-outs plafonnés à 5 millions d'euros et calculés sur les résultats nets 2007, 2008 et 2009.

Cette acquisition aura permis à Rentabiliweb de : 1/ parachever son expertise dans l'édition de sites grand public, déclinés autour de l'univers du divertissement, univers désormais agrémenté des sites de Montorgueil sur la thématique Adulte ; 2/ bénéficier d'une base de données colossale de plusieurs millions de profils qualifiés, avec pour vocation à moyen terme d'être monétisée au travers des pôles de régie publicitaire et de marketing direct ; 3/ d'intégrer de nouvelles technologies propres telles qu'une plateforme technique de prise en charge des formats vidéo live / webcams. Montorgueil a notamment apporté à Rentabiliweb Belgique les sites à succès www.eurolive.com, un site d'animation et de show online comptabilisant environ 200 000 VU par jour, et Yes!messenger, un logiciel de rencontre dont les fonctionnalités sont proches de celle de MSN et qui compte aujourd'hui plus d'un million d'inscrits.

Après une année 2007 dense en opérations de croissance externe et particulièrement impliquante en termes de montants investis, 2008 constitue pour Rentabiliweb une année d'intégration des entités acquises et de déploiement des activités, en interne. Après avoir annulé l'acquisition d'Opale Net, et revu sa guidance à la baisse compte tenu de l'impact négatif en pro forma de 5,6 M€ sur le chiffre d'affaires 2007 de ce dédit, la société va mener à bien sa politique d'intégration des activités nouvellement reprises, tout en procédant à des restructurations, notamment via la cession d'une partie des actifs non stratégiques et notamment une partie des sites adultes hérités du rachat de Montorgueil.

Avec pour perspective la construction d'un portefeuille d'activités diversifié et équilibré, Rentabiliweb poursuit en 2008 le développement de ses activités d'édition de sites en propre, avec le lancement de jeu.org (plateforme de jeux gratuits en ligne en complément de toox.com) sur la thématique Jeu, ainsi que la création d'une nouvelle thématique Communautés/Services à la personne, avec la création de www.handicap-information.com (portail communautaire sur le handicap) et de www.justiceprivee.com (centre online privé de règlement de litiges par l'arbitrage).

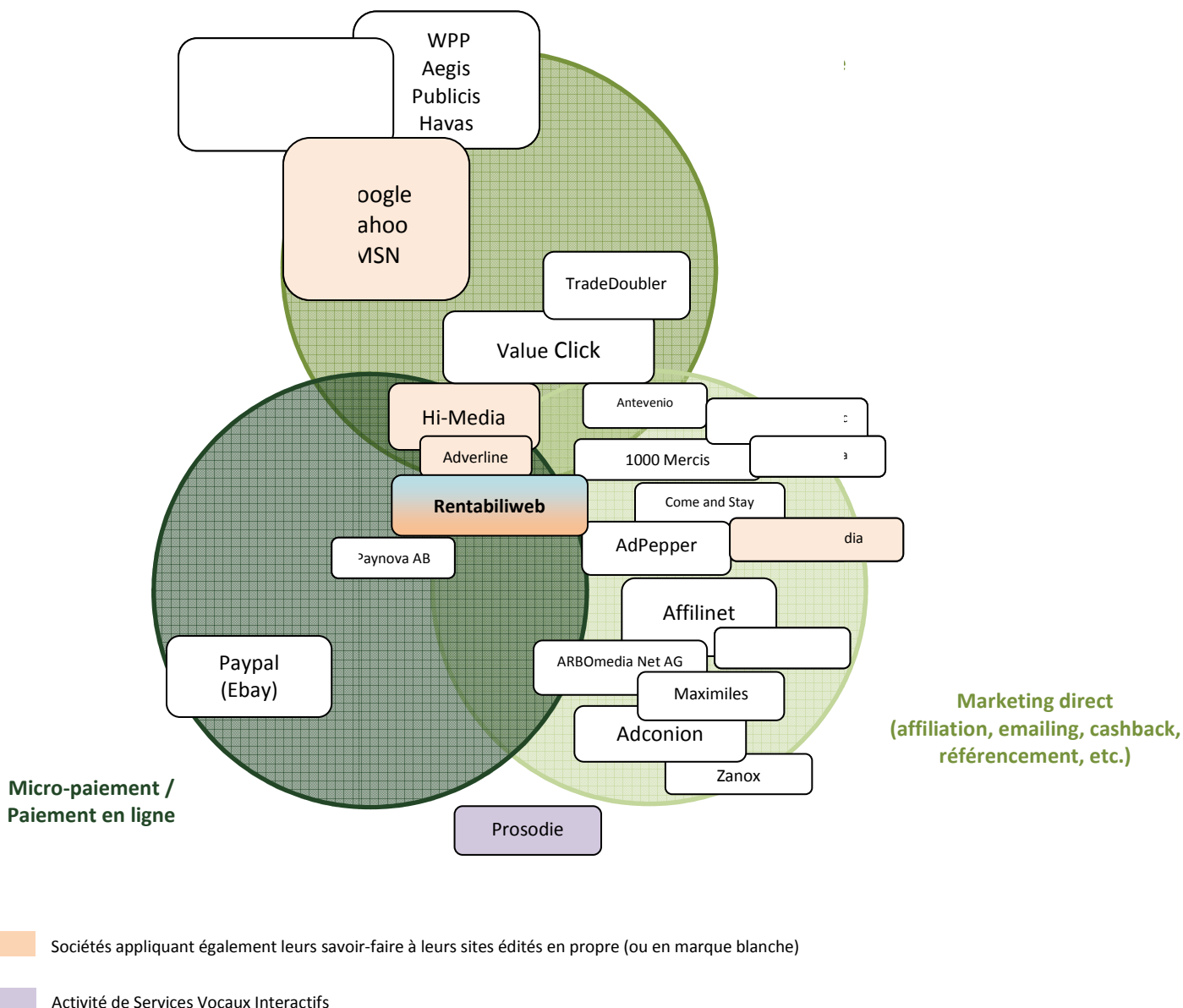
Ainsi, à fin 2008, Rentabiliweb dispose d'un business model abouti et solide, la société ayant toujours été rentable. Le positionnement dual, à la fois en BtoB et en BtoC du groupe, lui permet de réduire sa dépendance aux évolutions et fluctuations du niveau d'investissements publicitaires des acteurs Internet tiers, et d'améliorer sensiblement sa rentabilité en appliquant, à ses sites détenus en propre, les mêmes solutions de monétisation que celles proposées à ses clients. Rentabiliweb a su bâtir son modèle sur un portefeuille d'activités diversifié et étoffé, articulé autour de deux segments complémentaires que sont 1/ le BtoB composé des activités de micro-paiement, de marketing direct et de régie publicitaire pour compte de tiers ; 2/ l'édition de contenus propres sur les thématiques Jeu, Dating, Communautés/Services et Adulte, auxquels le groupe applique les solutions de monétisation du BtoB et pour lesquels la société s'attache aujourd'hui à optimiser les synergies générées entre ces deux pôles.

1.2 Un environnement concurrentiel dense mais assez atomisé

UN TISSU CONCURRENTIEL PARSEME D'UNE MULTITUDE D'ACTEURS HETEROCLITES

Le secteur de la monétisation d'audience Internet regroupe une multitude d'acteurs de tailles très diverses et dont les positionnements varient sensiblement selon les segments de marché adressés. A l'instar du split d'activités de Rentabiliweb, le marché du marketing online se divise en deux grandes catégories que l'on peut distinguer comme suit : 1/ celle du BtoB, monétisation d'audience pour le compte de tiers, qu'ils soient annonceurs, régies ou éditeurs de sites et 2/ celle du BtoC, restant de la monétisation d'audience, mais intégrant également les étapes préalables de création de contenus multimédias et génération de trafic.

Le graphique ci-après permet de dresser un mapping concurrentiel des cœurs de métier de Rentabiliweb sur les segments de la création d’audience pour compte propre (édition de sites) et de la monétisation d’audience pour compte de tiers ou pour compte propre, et ce en fonction des pôles d’expertise correspondant (micro-paiement/paiement, marketing direct, régie online) :



Source : Genesta

Il ressort que Rentabiliweb se situe à la croisée de 3 segments de marché, et, en ce sens, doit faire face à des pressions concurrentielles distinctes.

Sur le segment BtoB, le groupe se définit comme un comptoir de solutions de monétisation d’audience, chacune d’entre elle faisant l’objet d’un environnement concurrentiel distinct. Ainsi, sur les prestations de marketing interactif direct, il convient de distinguer les intervenants selon les typologies de services proposés :

Sur le métier du micro-paiement, et les zones sur lesquelles Rentabiliweb est présent, l’environnement concurrentiel est centré autour de trois principaux acteurs, que sont le n°1 Hi-Media avec sa solution Allopass, Rentabiliweb occupant une belle seconde place, devant le groupe Adverline proposant le service Optelo. Si Hi-Media devance sensiblement Rentabiliweb en termes de volume d’affaires sur le segment du micro-paiement, Rentabiliweb est tout de même parvenu à capter environ 35 % de parts de marché sur les zones France et Benelux (la portion occupée par Adverline étant peu significative). Ainsi, au-delà de la pression du leader Allopass, Rentabiliweb ne semble pas être véritablement menacé sur sa position de n°2, dans la mesure où les barrières à l’entrée sur ce segment (en termes de technologie, de taille critique permettant des économies d’échelle, etc.) sont suffisamment prononcées pour décourager ou freiner les quelques nouveaux entrants (comme BD Multimédia en France ou encore Absolu Telecom au Luxembourg) ;

- Sur les segments de l'affiliation et de l'emailing, Rentabiliweb s'inscrit comme un concurrent des sociétés 1000mercis, Come&Stay, Netbooster, Antevenio ou encore Affilinet. Il existe par ailleurs d'autres acteurs non cotés sur ce segment tels que Etoile Media Group, également présent sur le segment de la régie publicitaire online, ou encore Atoutmail, mais ces derniers ne constituent pas de réelles menaces pour le groupe dans la mesure où leur volume d'affaires est bien inférieur à celui de Rentabiliweb (CA 2008 en deçà de 5 M€) ;
- Sur le segment du cashback, Rentabiliweb a pour principal concurrent la société Maximiles, avec son programme de cashback Fabuleos, mais aussi des sociétés non cotées à programme de cashback par argent telles que Ebuyclub, Cashstore ou encore igras.com, ou de cashback par système de points comme Edengo ;
- Sur le segment des services vocaux interactifs, Rentabiliweb s'inscrit à ce jour comme un challenger de sociétés détenant des parts de marché historiquement fortes – ce métier étant relativement mature – comme la société Prosodie ;
- Sur les prestations de régie publicitaire, segment non stratégique pour le groupe, Rentabiliweb fait face à 1/ divers intervenants assez comparables en termes d'offre et de business model tels que Hi-Media ou encore Adverline, positionnés du côté des éditeurs de sites, mais entre également en compétition avec 2/ des acteurs souvent internationaux opérant pour le compte d'annonceurs ou de régies publicitaires globalisées, et adoptant soit un modèle mixte entre le offline et le online (Publicis, WPP), soit un positionnement de pure player de l'Internet (Yahoo, MSN).

Sur le segment du BtoC, le développement des activités d'édition propre de sites de divertissement sur les thématiques Jeu, Dating, Services à la personne et Adulte font entrer la société en concurrence avec une multitude d'autres sites sur des thématiques semblables. On peut ainsi citer les principaux éditeurs de sites au sein des sous-thématiques suivantes :

- Sur le Jeu, Toox.com entre en concurrence avec un ensemble de sites de jeu casual français comme étrangers, tels que cashpot.fr, banalotto.com, kingoletto.fr, gameduell.com, etc. ;
- Sur le Dating, Rentabiliweb fait face à la concurrence des autres acteurs de la rencontre online classique tels que Easyflirt, et à plus grande échelle Meetic (notamment le site Cleargay de Meetic entrant en concurrence frontale avec le site mykodial de Rentabiliweb), mais aussi de sites de rencontre sexy tels que adopteunmec.com, edenflirt (appartenant à la société Dreamnex) ;
- Sur les Services à la personne/Réseaux communautaires, les sites communautaires thématiques sont également de potentiels concurrents des sites de Rentabiliweb justiceprivee.com et handicap-information.com ;
- Quant à l'Adulte, la multitude de sites de charme constitue une concurrence démultipliée des sites de Rentabiliweb, dont les sites live show de Dreamnex, des sites tels que Francolive.com, ou encore Xcams.be et Enjoy.be en Belgique.

AU SEIN DUQUEL PEU DE SOCIETES DE TAILLE EQUIVALENTE SONT MULTISERVICES

Compte tenu de la diversité des segments d'activités développés par Rentabiliweb, la société évolue dans un environnement concurrentiel de la monétisation d'audience Internet particulièrement dense. Toutefois, il convient de noter que dans ce contexte, Rentabiliweb dispose non seulement 1/ d'une taille désormais critique sur la majorité de ses métiers (micro-paiement, cashback, affiliation, etc.) qui lui confère une notoriété forte auprès du monde Internet et lui permet de distancer nombre d'acteurs de taille plus modeste, mais aussi 2/ d'un positionnement multiservices, véritable comptoir à solutions de monétisation que peu de concurrents sont parvenus à construire, restant soit des pure players sur un métier ou ayant diversifié leur portefeuille sur 2 voire 3 segments uniquement.

Ainsi les sociétés de taille modeste par rapport à Rentabiliweb représentent plus des challengers que de véritables menaces à court terme pour le groupe, dans la mesure où celles-ci n'ont bien souvent pas la capacité de gérer des campagnes de marketing direct de grande envergure comme sont à même de le faire des sociétés ayant atteint une taille critique.

Au-delà de sa capacité d'exécution de projets d'importance, le véritable avantage concurrentiel du groupe, par rapport à d'autres sociétés de taille équivalente voire supérieure, réside dans la profondeur de son offre de monétisation. Ainsi, en comparaison de Hi-Media, société de taille sensiblement plus importante qui est souvent présentée comme le comparable le plus direct du groupe en raison de son leadership sur le micro-paiement et de ses activités de Publishing, il convient de souligner que Rentabiliweb dispose d'un portefeuille d'outils de monétisation plus vaste encore.

Les atouts compétitifs du groupe résident alors dans :

- une offre de marketing à la performance étoffée (solutions d'affiliation, d'emailing, de cashback, etc.), qui, de part son exhaustivité offre une force de frappe certaine de monétisation de bases de données, qu'elles soient propres au groupe ou appartenant au réseau d'affiliés ;
- une offre en totale adéquation avec les attentes actuelles des annonceurs qui arbitrent leurs investissements marketing selon une logique de ROI.

Ainsi, Rentabiliweb est sans conteste l'un des rares acteurs à être présent sur autant de typologies de services du marketing online, tout en y occupant des positions de premiers rangs, excepté sur les segments du micro-paiement et de la régie publicitaire Display sur lesquels Hi-Media reste le leader dominant. Malgré une taille encore relative par rapport à d'autres acteurs sur le secteur du marketing online, Rentabiliweb a su développer un portefeuille d'activités étoffé et diversifié, lui permettant de répondre à tout type d'attentes en termes de solutions de monétisation, les outils proposés par le groupe étant complémentaires. Au travers de l'amélioration continue de son offre multiservices, nous jugeons Rentabiliweb à même de matérialiser à court terme son ambition de devenir un one-stop-shop de la monétisation d'audience.

1.3 Commentaires sur le chiffre d'affaires T1 2010

Rentabiliweb a publié le 11 mai dernier un chiffre d'affaires au titre du T1 2010 de 19,5 M€, en croissance uniquement organique de +38,0 %. Si cette performance a, une nouvelle fois été tirée par le développement soutenu du pôle BtoC (+49,3 %), il convient de noter que le pôle de monétisation pour compte de tiers renoue lui aussi avec une croissance vigoureuse en début d'année 2010. La progression de ce segment BtoB, en amélioration à périodes comparables de +23,3 %, semble marquer un certain retour des annonceurs à investir en communication Internet, ce que nous jugeons de bon augure pour Rentabiliweb, qui dispose d'un véritable catalogue complet de marketing online.

Le tableau ci-après permet d'apprécier, à périodes comparables, la performance de chacun des segments du groupe :

	T1 2010	T1 2009	Δ (en %)
BtoB	7,545	6,121	+23,3 %
BtoC	11,947	8,002	+49,3 %
TOTAL	19,493	14,123	+38,0 %

Source : société

Sur le segment BtoB, les activités de micro-paiement ont, dans un marché gagnant pourtant en maturité, connu un rythme de progression à deux chiffres, progression qui devrait rester soutenue au cours des prochains trimestres grâce à la contribution plus sensible des récents contrats à fort potentiel, et notamment avec Libération, Marianne, France Télévision ou encore ConcoursMania. Sur le reste des prestations de marketing direct, les services de monétisation à la performance ont également délivré de bons résultats sur ce trimestre, notamment l'affiliation et la fidélisation email et SMS, mais aussi les solutions de cashback, qui enregistrent une amélioration de +70 % sur le T1 2010. Il convient également de noter la contribution de plus en plus significative de l'offre de services vocaux interactifs, progressivement déployée auprès des médias offline.

Le segment BtoC poursuit sa croissance dynamique (+49,3 % sur ce premier trimestre), reflet de la pertinence de l'univers de divertissement cohérent sur des thématiques addictives et rentables (Jeu, Dating, Services et communautés et Adulte), jusqu'ici assez orienté vers le public masculin, mais devant s'étendre à terme au public féminin avec la création de nouvelles thématiques.

Avec un bouquet complet, la société parvient à maîtriser son coût d'acquisition clients, et s'attache désormais à maximiser les revenus provenant de cross-selling entre les diverses catégories. En effet, les clients d'une typologie de sites, par exemple le Dating, se révèlent être proches ou semblables à la cible du site Toox.com au sein de la catégorie du Jeu. Ainsi, les synergies entre thématiques permettent au groupe de ne pas avoir à consentir d'efforts importants de recrutement de clients (les faisant passer d'un site propre à un autre par autopromotion et selon les process d'un portail), mais surtout d'augmenter le revenu moyen par client (ARPU). Ainsi le savoir-faire du groupe en matière de maîtrise des sources de trafic lui permet d'avoir une connaissance approfondie de son audience, et ce afin de la rediriger vers plusieurs de ses sites édités en propre.

Ainsi, ce premier trimestre 2010, en croissance dynamique, offre des perspectives toujours prometteuses pour le groupe sur l'exercice, en termes de croissance de revenus, comme de marge avec la contribution favorable et croissante des activités SVI (services vocaux interactifs) et de marketing à la performance au sein du pôle BtoB. Ainsi, ce pôle devrait recouvrer un poids légèrement plus important au sein du mix d'activités, progressant à un rythme plus rapide que le segment BtoC, qui affiche lui sur ce premier trimestre une croissance de l'ordre de 1 % en séquentiel.

Par ailleurs, eu égard à sa santé financière solide, la société n'exclut pas de réaliser quelques opérations de croissance externe de taille modeste, en priorité sur le segment BtoC avec le rachat éventuel de sites Internet, en adéquation avec l'univers thématique de divertissement du groupe, et qui offriraient alors sur l'exercice 2010 un complément de revenus.

2 Un portefeuille d'activités étoffé répondant à l'ensemble des problématiques de monétisation d'audience

Historiquement positionné sur le métier du micro-paiement, Rentabiliweb s'est attaché à progressivement diversifier ses activités, selon deux axes principaux : 1/ l'élargissement des services de micro-paiement à d'autres prestations du marketing online (monétisation des bases de données affiliées comme propres au travers de l'affiliation, de l'emailing, puis du cashback, activités de régie publicitaire, etc.) et 2/ la constitution d'un bouquet de sites édités en propre, sur l'univers du divertissement, afin d'y appliquer les mêmes solutions de monétisation que celles proposées à ses clients, et ainsi booster le niveau de chiffre d'affaires comme de marge de la société.

Aujourd'hui Rentabiliweb dispose d'un portefeuille d'activités étoffé, diversifié et équilibré, réparti entre les activités BtoB de monétisation d'audience pour compte de tiers et les activités BtoC de monétisation de l'audience propre. Le tableau ci-après permet de récapituler l'offre du groupe et les business model associés par segment.

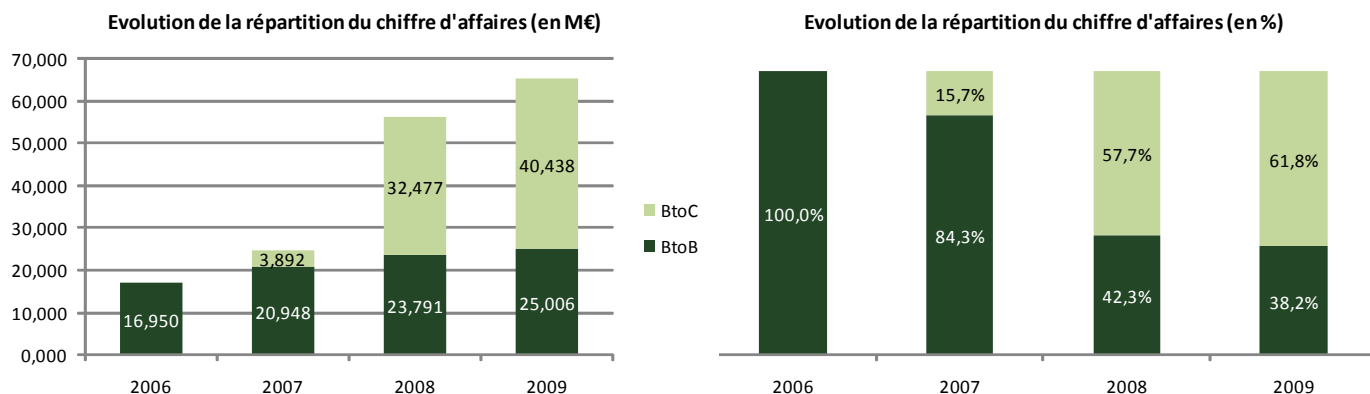
Pôle	Segment d'activité	Business model	Sites
BtoB	Micro-paiement / Paiement	Commissions sur transactions	www.rentabiliweb.com www.takepass.com www.rentabiliweb-multimedia.com
	Marketing Direct / Régie publicitaire	Revenus à la performance	www.mailorama.fr www.topoffres.com www.128b.com www.0instant.com
	Services vocaux interactifs	Commissions sur télécommunications	
BtoC	Jeu	Abonnements Ventes d'add-on Monétisation des bases de données	www.toox.com www.jeu.org www.coinche-gratuit.com
	Dating	Abonnements	www.yes-messenger.com www.mykodial.com www.purflirt.com
	Communautés et services	Commissions Ventes de services divers (arbitrage juridique, services à domicile, etc.)	www.handicap-information.com www.justiceprivee.com www.eboulot.com
	Adulte	Commissions sur télécommunications	www.eurolive.com www.mykocam.com

Source : société

Le savoir-faire de monétisation d'audience Internet et l'expertise acquise par Rentabiliweb sur le segment du BtoB, ont progressivement amené la société à dupliquer son modèle sur la base d'une audience propre (segment BtoC). Depuis fin 2006, le groupe s'est alors attaché à développer des contenus propres afin d'y appliquer les mêmes outils de monétisation que sur le segment du BtoB.

Aujourd'hui, le mix d'activités diversifié et équilibré entre les segments BtoB et BtoC permet à la société de : 1/ réduire sa dépendance à l'égard des clients tiers éditeurs de sites, ainsi qu'à l'égard des fluctuations conjoncturelles des niveaux de dépenses en investissements publicitaires des annonceurs, conférant ainsi au business model du groupe une certaine résistance en périodes difficiles ; 2/ dynamiser son niveau de revenus et de marge opérationnelle, l'activité BtoC étant fortement positivement contributive à la rentabilité globale du groupe.

Le graphique ci-après détaille l'évolution du split d'activités en fonction des revenus du groupe depuis sa cotation :



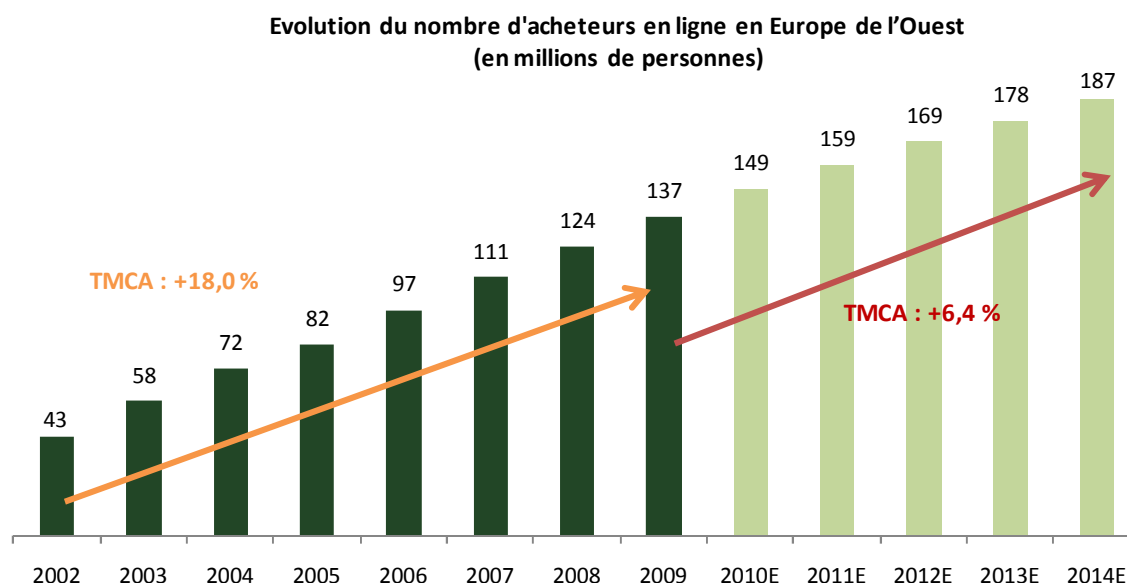
Source : société

2.1 BtoB : l'ambition de s'imposer comme un guichet unique d'outils de monétisation d'audience

2.1.1 L'un des acteurs historiques majeurs du micro-paiement

Au moment de la création de Rentabiliweb en 2001, dans un contexte de crise du secteur Internet, JBDV a décidé de parier sur le potentiel de monétisation du média Internet, alors bâti sur un modèle à accès 100 % gratuit. En effet, le groupe a rapidement perçu 1/ les limites, pour les éditeurs de l'offre de contenus, d'un modèle reposant sur la gratuité de l'Internet pour les utilisateurs ; 2/ l'évolution, du côté de la demande, des tendances de consommation et comportements d'achat, la population adoptant progressivement l'usage du commerce online, et acceptant de plus en plus de payer certains services ou contenus Internet, jugés « premium » ; 3/ le timing favorable au développement de l'activité de paiement en ligne, grâce aux avancées technologiques permettant l'utilisation d'un panel diversifié de moyens de paiement (audiotel, SMS, carte prépayée, carte bancaire, etc.).

Suite à ce constat Rentabiliweb s'est attaché à développer une offre à destination des éditeurs de sites Internet, offre alternative au modèle de contenus en accès libre jusqu'alors uniquement monétisés par la vente d'espaces publicitaires. Rentabiliweb se positionne donc en pionnier sur le segment du micro-paiement, quelques mois seulement après le lancement d'Allopass (aujourd'hui leader sur ce segment en Europe et détenu par Hi-Media) et lance en 2002 sa propre plateforme de micro-paiement. L'arrivée rapide du groupe sur le marché du paiement online sur des transactions inférieures à 5/10 € lui a permis de gagner rapidement des parts de marché sur un secteur émergent et en forte croissance au début des années 2000, comme le montre le graphique ci-après :



Source : Forrester

La pénétration accélérée de l'Internet haut-débit au sein des foyers européens passant respectivement de 30 % en 2003 à 71 % en 2006, pour atteindre environ 90-92 % aujourd'hui, a eu effet de démocratiser les achats online de biens et de services. Ainsi observe-t-on depuis le début des années 2000 une propension croissante des internautes à réaliser des paiements en ligne, que cela soit pour l'achat de biens (e-commerce) ou de services (dont les contenus web payants).

Dans un environnement de marché dynamique, Rentabiliweb a concentré ses efforts sur la qualité et l'exhaustivité de son offre. La société a ainsi développé une plateforme de services de paiement complète, avec à ce jour une quinzaine de moyens de paiement différents, qui vont du micro-paiement par carte bancaire, à l'abonnement, au SMS, mais aussi des produits exclusifs comme l'Audiotel, outil qui a fortement contribué à la renommée du groupe, l'ensemble de ces services étant commercialisé dans environ 45 pays.

Il convient alors de souligner que Rentabiliweb se considère sur ce segment comme un agrégateur de solutions de paiement online, la société n'ayant pas vocation à ne proposer à ses clients que des solutions « in house », qui réduiraient l'attractivité de son offre par manque de profondeur. Au contraire c'est bien l'exhaustivité des outils proposés par le groupe, comme le paiement Paypal (appartenant à eBay) qui permet à la société d'adresser une cible de clients éditeurs la plus vaste possible. Ainsi, le développement de nouveaux moyens de paiement devrait, à terme, continuer de booster les activités du pôle. A titre d'exemple, le lancement de la solution MPME (Micro-Paiement Mobile & Enablers), qui permet aux éditeurs de sites de facturer leurs services ou leurs contenus via la facture des opérateurs mobiles, offre une solution de paiement supplémentaire et simple d'utilisation favorisant les comportements d'achat impulsif des internautes. Grâce à ce large panel d'outils, Rentabiliweb est en mesure de répondre de façon adaptée aux critères de chaque typologie de clients et ainsi leur permettre de générer des revenus additionnels dans un souci d'optimisation de la monétisation de leur trafic.

Sur ce segment d'activité, toujours dynamique malgré une concurrence intensifiée par la consolidation de ce marché autour d'intervenants globaux, Rentabiliweb entend 1/ conforter sa position de co-leader en France derrière Allopass, grâce à l'intégration de nouvelles solutions de paiement afin d'enrichir encore son offre ; 2/ accélérer l'expansion de ses activités à l'international (avec par exemple l'extension des exclusivités du groupe en Europe de l'est) ; 3/ développer une offre de paiement par carte bancaire pour des montants plus importants, comme nous le verrons en partie 2.1.3.

Si le segment du micro-paiement ne devrait pas être le premier moteur de croissance pour le groupe au cours des prochaines années dans la mesure où la société a déjà acquis sur ce segment une position de premier plan, nous pensons que Rentabiliweb dispose d'atouts de choix (notoriété, savoir-faire éprouvé, profondeur de la gamme d'outils proposés) pour continuer à bénéficier du dynamisme du marché, marché toujours tiré par la pénétration de l'Internet ADSL, par l'évolution des tendances de consommation favorable au paiement en ligne et au paiement par Mobile (MPME, SMS+, etc.).

2.1.2 Une gamme de services de marketing interactif continuellement enrichie

LA REGIE PUBLICITAIRE : UN « NICE TO HAVE », MAIS NON STRATEGIQUE POUR LE GROUPE

En parallèle de son cœur de métier historique sur le micro-paiement, Rentabiliweb a toujours affirmé sa volonté de devenir un guichet unique de solutions de monétisation d'audience numérique et a axé sa stratégie sur la constitution d'une gamme de services marketing interactifs afin de proposer une offre la plus complète possible.

L'accroissement rapide du réseau d'affiliés du groupe, composé aujourd'hui de plus de 4 000 sites partenaires, a rapidement amené Rentabiliweb à diversifier son portefeuille de services, et ce en premier lieu sur des activités de régie publicitaire, offre que tout acteur global du média Internet se doit d'être en mesure de proposer. C'est dans cette perspective que la société a lancé 128b.com, une agence de centrale publicitaire à destination des éditeurs tiers. Ce serveur de publicité, qui englobe la plupart des formats d'affichages et permet une segmentation affinée des types de campagnes à réaliser, a vocation à être commercialisé en complément des autres services du groupe de telle sorte que les affiliés puissent bénéficier d'économies d'échelle significatives en confiant la gestion de l'ensemble de leur stratégie de marketing online au groupe. Aussi, la possibilité pour les webmasters de payer Rentabiliweb de façon graduelle par micro-paiement constitue un avantage concurrentiel non négligeable par rapport à d'autres acteurs pure players de ce segment.

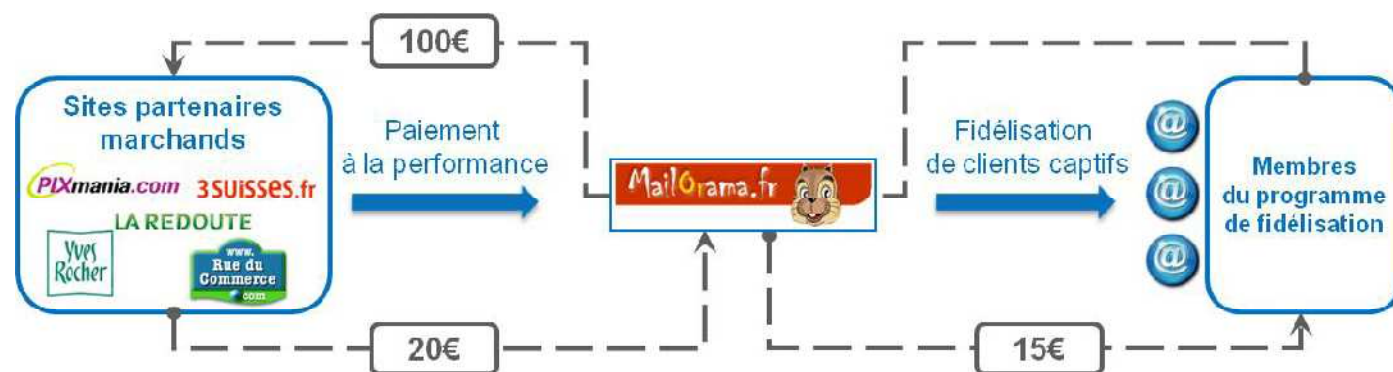
En parallèle de cette offre de régie traditionnelle, Rentabiliweb commercialise également, par mise aux enchères, des espaces publicitaires invendus. Afin d'ouvrir le marché de la publicité à des campagnes dont le coût moyen est inférieur à 1 000 €, Rentabiliweb a lancé fin 2005 le site Oinstant.com, une salle de ventes aux enchères automatisée mettant en contact direct éditeurs de sites et annonceurs. Ce mode de fonctionnement favorise alors pour chacune des deux parties une certaine flexibilité dans la gestion des relations et des négociations, puisqu'il n'y a pas d'intermédiaire.

Ainsi, Rentabiliweb a su développer une offre de régie publicitaire performante et différenciée (notamment grâce à la vente aux enchères d'espaces publicitaires invendus) davantage dans une optique de constitution d'une offre complémentaire que d'un actif intrinsèquement stratégique. En effet, Rentabiliweb ne cherche pas à concurrencer les pure players ou les spécialistes de la publicité tels que Hi-Media, mais à intégrer cette prestation au panel de solutions de marketing interactif proposé par le groupe. Nous pensons que cet axe de conduite est pertinent de la part du groupe dans la mesure où 1/ Rentabiliweb n'est pas un acteur historique expert de ce segment du marché du marketing interactif ; 2/ la publicité Display online, gagne progressivement en maturité en Europe de l'Ouest, et croît désormais moins vite que d'autres segments d'activité tels que le marketing online à la performance ; 3/ la société rencontrerait des difficultés à gagner des parts de marché sur ce secteur, au sein duquel les acteurs historiques les plus significatifs comme Hi-Media bénéficient d'une certaine prime aux leaders. Il n'en reste pas moins que Rentabiliweb devrait, afin de conserver une gamme de services complète, continuer d'être présent sur le segment de régie online, bien que celui-ci ne fasse pas, selon nous, l'objet à court ni à moyen terme d'investissements ou de développements plus marqués.

MARKETING DIRECT ET FIDELISATION : MONETISER LES BASES DE DONNEES TIERCES ET PROPRES

L'envergure croissante du réseau d'affiliés de Rentabiliweb, et le potentiel de monétisation de leurs bases de données, a également fortement incité la société à développer une offre de marketing direct, principalement de fidélisation, au travers de l'emailing et du cashback. Lancée en 2004, la marque Mailorama est aujourd'hui perçue par près de 700 000 cyberacheteurs actifs¹ sur Internet et sur Mobiles comme l'une des offres de fidélisation la plus performante du web francophone. Selon une stratégie de marque ombrelle, afin de maximiser la notoriété du groupe auprès de diverses niches de consommateurs, Mailorama décline son offre de fidélisation selon deux services que sont l'emailing (avec Mailorama emailer) et le cashback (avec Mailorama Cashback).

Les concepts marketing associés à ces deux prestations sont puissants et se sont révélés pertinents dans un contexte de baisse de la consommation des ménages, alors préoccupés par leurs contraintes budgétaires. Ainsi, le premier a pour politique de rémunérer l'internaute selon l'acte réalisé (lire un mail, participer à un jeu concours, effectuer un achat sur un site partenaire, etc.). Le second propose au cyberacheteur de bénéficier d'un reversement (au même titre qu'un coupon de réduction a posteriori) en cash sur son achat auprès d'un site partenaire. Mailorama joue alors le rôle d'intermédiaire, rémunéré par commission, entre les utilisateurs du service Mailorama Cashback et les sites marchands affiliés, comme expliqué par le graphique présenté ci-après :



Source : société

Avec ces deux services de fidélisation et de marketing direct, Rentabiliweb a su compléter son portefeuille de services de solutions lui permettant d'optimiser la monétisation de l'ensemble des bases de données auxquelles le groupe a accès (propres comme celles de tiers), et ce d'autant plus que cette offre à la performance est en pleine adéquation avec les attentes actuelles des éditeurs qui cherchent à maîtriser leur coût d'acquisition de trafic, tout en optimisant leur taux de conversion.

¹ Membre actif : membre ayant consommé un produit ou un service via Mailorama au cours des 3 derniers mois.

2.1.3 Les leviers de croissance du BtoB

EXTENSION DU SPECTRE DE LA MONÉTISATION D'AUDIENCE ONLINE VERS LE OFFLINE

Toujours avec le même objectif de devenir un one-stop-shop de solutions de monétisation d'audience, Rentabiliweb axe actuellement la stratégie du pôle BtoB sur l'élargissement de son portefeuille de services, et ce, à destination des acteurs du offline. La société s'attache ainsi à étendre ses outils à destination des radios, TV et autres medias offline.

En effet, si le métier de la monétisation d'audience tel qu'exercé par le groupe a d'abord naturellement ciblé les acteurs de l'Internet, la convergence média et numérique qui s'opère actuellement offre de nouvelles opportunités pour les acteurs de l'Internet comme Rentabiliweb de proposer leurs services de monétisation. Ainsi, l'offre de services vocaux interactifs, la mise en place de SMS push ayant par exemple pour objet de permettre à un téléspectateur de participer à un jeu concours présenté lors d'une émission, par téléphone avec numéro surtaxé, ainsi que la gestion du service d'appel téléphonique de certaines radios répond pleinement aux attentes des acteurs des médias offline.

Eu égard au savoir-faire du groupe sur l'audiotel et le SMS+, nous voyons dans cet élargissement de positionnement un relais de croissance sur le segment BtoB à fort potentiel, le panel des acteurs des médias offline étant riche et leurs besoins de monétisation importants. A titre d'exemple, Rentabiliweb a récemment conclu un contrat d'exclusivité avec la société Zed pour assurer la promotion pluri-média du dernier film du scénariste de Shrek intitulé Planète 51, comprenant un programme de communication via jeu concours SMS, audiotel et web mobilisant les chaînes TV, les radios, la presse l'Internet et les supports mobiles. On voit ainsi combien le développement des outils de monétisation offline, notamment les services vocaux interactifs confèrent une nouvelle complétude à l'offre du groupe, en tant que guichet unique de solutions de monétisation pluri-médias.

Cette diversification de la gamme d'outils de Rentabiliweb pourrait amener la société, au-delà de la seule gestion de la monétisation de nouveaux clients offline 1/ à être progressivement en charge de leur stratégie de communication et de monétisation sur le online et 2/ à accéder à la monétisation de leur base de données. A titre d'illustration, Libération, historiquement acteur de la presse papier, a récemment choisi Rentabiliweb pour la gestion de sa stratégie online. Ainsi, l'exhaustivité encore accrue du portefeuille d'outils commercialisé par le groupe lui permet également de se positionner comme un apporteur de technologies commerciales et marketing sur la version online de médias traditionnellement offline, soucieux de valoriser sur le vecteur online, vecteur qui n'est pas leur cœur de métier, leurs contenus comme leur audience.

A l'issue du T1 2010, Rentabiliweb se dit satisfait du déploiement de cette activité, qui recèle selon nous un potentiel important et devrait, à court comme moyen termes, devenir sensiblement contributive à la croissance du pôle BtoB.

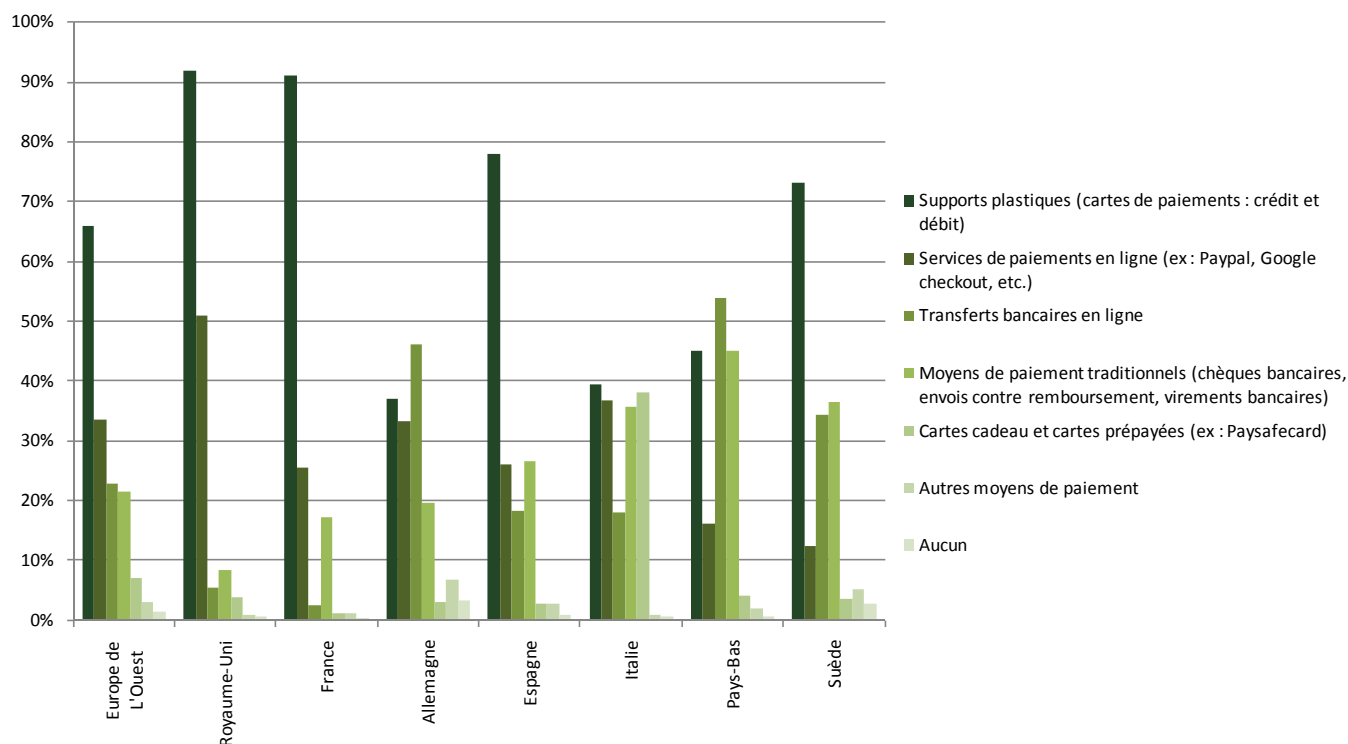
L'ENTREE IMMINENTE SUR LE SEGMENT DU PAIEMENT EN LIGNE

Fort d'une expérience de longue date sur le segment du micro-paiement et de sa maîtrise désormais éprouvée des transactions sur Internet, Rentabiliweb ambitionne de pénétrer le marché du paiement en ligne. A cet effet, le groupe a récemment déposé un dossier pour l'obtention d'un agrément de paiement auprès de l'ACP (Autorité de Contrôle Prudentiel), qui remplace désormais sur ce type de sollicitations le CECEI (Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement). Une fois cet agrément délivré, Rentabiliweb sera en mesure de gérer de façon autonome les paiements sur les sites d'éditeurs tiers (la société n'ayant eu jusqu'ici la possibilité d'utiliser sa solution de paiement par carte bancaire qu'uniquement sur ses propres sites) ou d'acteurs du commerce en ligne, et ce, en France comme à l'étranger.

L'extension des services de micro-paiement vers des solutions de paiement par carte bancaire pour des montants plus importants vient sans conteste parachever l'offre de paiement en ligne de la société. En effet, avec l'intégration du moyen de paiement le plus utilisé par les acheteurs en ligne en Europe, Rentabiliweb dispose désormais d'une offre complète de paiement en ligne, sans limitation de montant ni de volume global de transaction.

Le graphique ci-après montre le taux d'utilisation des divers moyens de paiement à disposition des acheteurs en ligne en Europe :

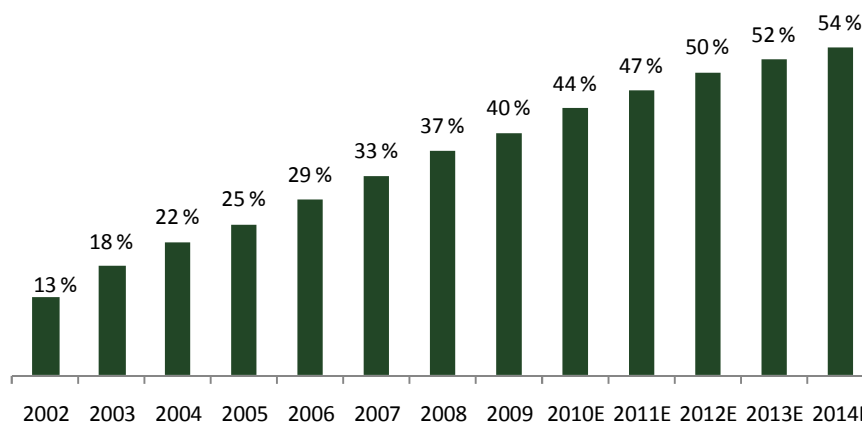
Moyens de paiement utilisés régulièrement par les acheteurs en ligne en Europe (2009)



Source : Forrester

Avec ce nouvel agrément de paiement, Rentabiliweb pourra ainsi proposer, en plus de la possibilité de réaliser des transactions par carte bancaire sur ses sites propres, cette même solution aux éditeurs de sites clients du BtoB. Afin de capter rapidement des parts de marché, la société devrait proposer des tarifications relativement agressives par rapport aux autres acteurs concurrents sur ce métier, et notamment aux établissements bancaires qui jouissent à ce jour d'une certaine primauté de notoriété et de confiance. Eu égard au rythme de croissance particulièrement soutenu des transactions réalisées online, en termes de volume comme de proportion d'internautes achetant en ligne, nous voyons dans l'obtention de cet agrément de paiement un véritable relais de croissance pour le groupe, qui maîtrise déjà parfaitement en interne les technologies afférentes au paiement en ligne, héritées de sa longue expérience du segment du micro-paiement.

Taux de pénétration du e-commerce en Europe de l'ouest (en % du total des internautes)



Source : Forrester

La part de la population internautes réalisant des achats sur Internet, qui a triplé entre 2002 et 2009 devrait encore sensiblement progresser, pour atteindre à horizon 2014 plus de la moitié des internautes en Europe de l'Ouest. Ainsi, Rentabiliweb, qui sera sous peu en mesure de proposer sa solution de paiement à l'ensemble des éditeurs de sites Internet, y compris les e-marchands, devrait pleinement bénéficier de la croissance du secteur du e-commerce à moyen terme.

2.2 BtoC : la monétisation de l'audience propre offre un surcroît de marge

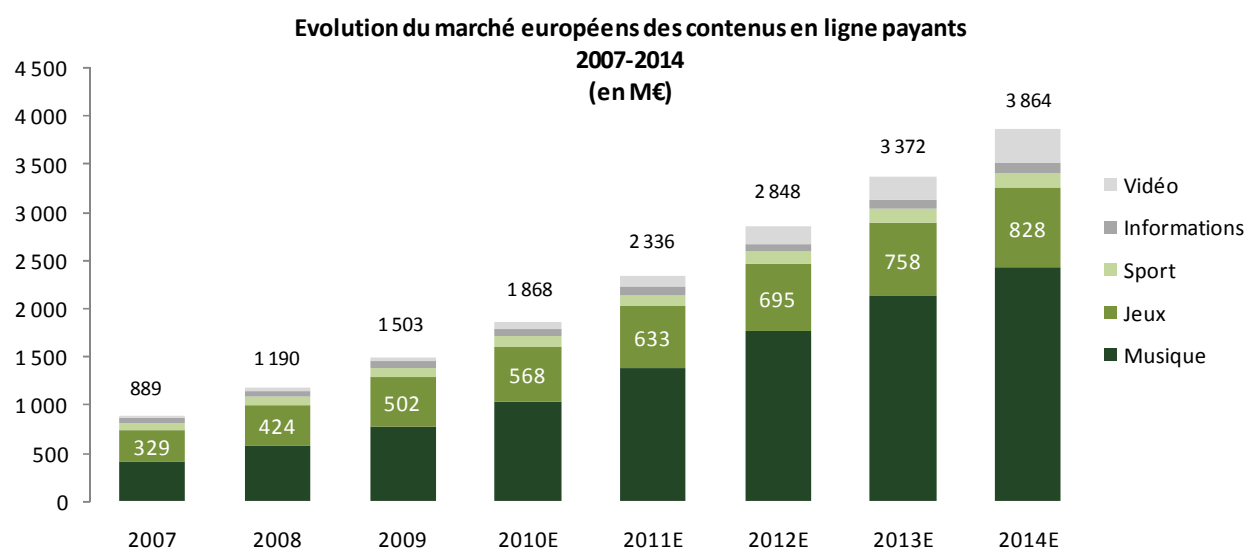
2.2.1 Un univers publishing sur des thématiques lucratives et fidélisantes

Depuis fin 2006, Rentabiliweb a choisi de démarrer une activité d'édition de contenus en propre, afin d'adapter son savoir-faire de monétisation de l'audience à ses propres sites, sur l'univers du divertissement avec des thématiques attractives et addictives. Le groupe gère aujourd'hui un véritable bouquet de sites Internet, orienté vers un public plutôt masculin, sur un univers thématique cohérent : 1/ le Jeu ; 2/ le Dating ; 3/ les Communautés et Services ; 4/ l'Adulte.

La construction de ce bouquet de sites de divertissement s'est inscrite dans la volonté du groupe 1/ de créer des contenus ciblant une population adulte, avec un pouvoir d'achat non restreint sur le divertissement ; 2/ de se positionner sur des thématiques fidélisantes et addictives, favorisant les achats d'impulsion et la récurrence des revenus ; 3/ de bâtir un univers de sites dont les thématiques connexes, favorisent les effets de cross-selling d'une thématique à l'autre, l'audience d'un site étant re-dirigeable vers un site d'une autre thématique du groupe.

Ainsi, le point fort de l'activité d'édition de Rentabiliweb réside dans son positionnement sur un univers qui plaît aux internautes, le divertissement, décliné selon des thématiques voisines de telle sorte que l'audience puisse naviguer de l'une à l'autre, ces thématiques disposant chacune d'un fort potentiel de génération de revenus et enregistrant des croissances soutenues.

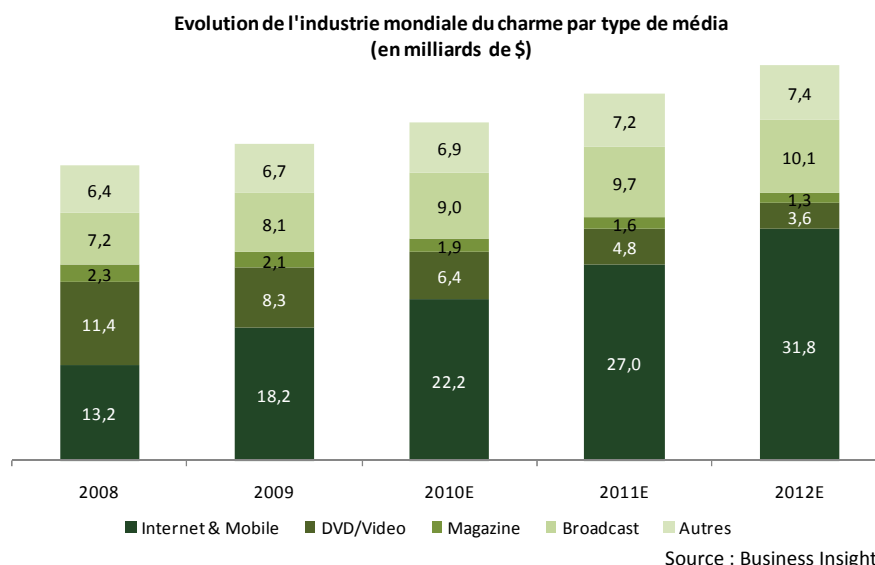
A titre d'illustration, les graphiques ci-après permettent d'illustrer l'ampleur de certains des secteurs sur lesquels le groupe se positionne :



Source : Business Insight

Ce graphique permet de mettre en avant la part significative du segment des Jeux parmi les contenus payants sur le Web, derrière le téléchargement de musique, mais bien devant le paiement de contenus de sport, d'informations et même de vidéo. Les jeux online ont ainsi générés en 2009 plus de 500 M€ en Europe soit environ 1/3 des contenus en ligne payants, et devrait continuer à générer un chiffre d'affaires en croissance comprise entre 9 % et 13 % selon les années sur la période 2010-2014. Dès lors, Toox, site de jeu majeur du groupe proposant un catalogue de près de 45 jeux gratuits et disponibles en version payantes premium, et qui regroupe plus de 500 000 membres, devrait continuer de profiter de la progression de ce segment.

Autre segment sur lequel Rentabiliweb opère, le charme constitue lui aussi une thématique prépondérante du divertissement online, avec des volumes de ventes importants et en constante progression, comme le montre le graphique ci-après :

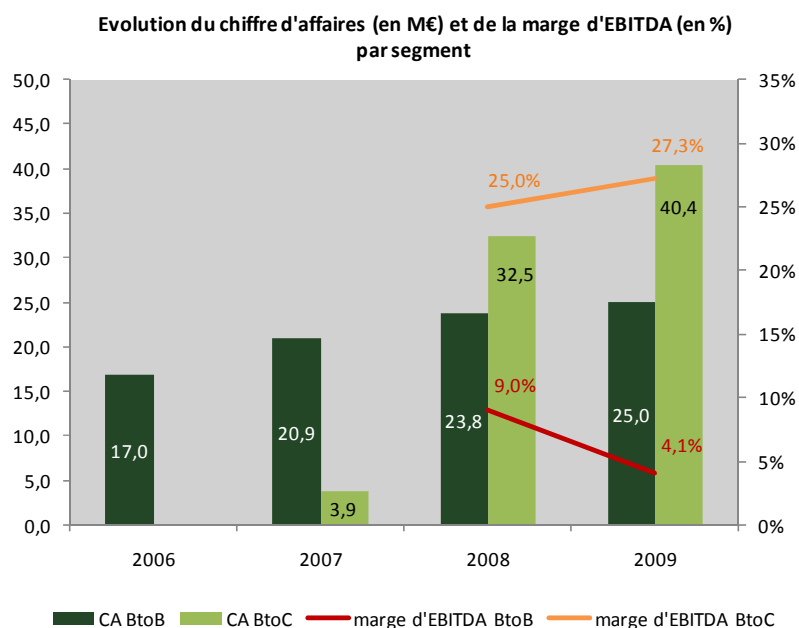


Sur le segment de l'Adulte, il convient de souligner, au-delà la croissance continue de ce segment, le poids toujours plus significatif du média Internet. En effet, avec 18,2 milliards d'euros de chiffre d'affaires, Internet représentait en 2009 près de 41 % des revenus générés par l'industrie du charme à niveau mondial. Sur un secteur attendu en croissance de près de +25 % à horizon 2012, Internet devrait encore gagner en poids pour représenter environ 60 % du marché. On voit alors par ce nouvel exemple la pertinence du positionnement du groupe sur des thématiques 1/ fortement lucratives ; 2/ dont les perspectives de croissance sont prometteuses et 3/ suscitant des comportements de consommation addictifs.

Par ailleurs, il convient de souligner la cohérence du bouquet de sites édités par la société, avec pour objectif de développer des synergies de cross-selling entre les différentes thématiques. En effet, l'audience agrégée sur l'une des thématiques, par exemple le Dating, est sensiblement équivalente ou connexe à celle ciblée par une autre, comme le Jeu casual. Ainsi Rentabiliweb parvient à faire croître son audience globale sur la base de la démultiplication du trafic existant sur un site, et ce en le redirigeant, par autopromotion sur les sites des autres thématiques du groupe.

2.2.2 Un segment nettement contributif à la marge du groupe

Au sein du portefeuille d'activités de Rentabiliweb, le segment BtoB s'avère clairement positivement contributif à la rentabilité du groupe. Le graphique ci-après permet d'apprécier l'évolution du chiffre d'affaires et de la marge du groupe, par activité :



En 2009, Rentabiliweb a réalisé un chiffre d'affaires global de 64,5 M€ réparti à 61,8 % sur le segment BtoC, le solde sur l'activité BtoB. En ce qui concerne la marge, il est intéressant de noter le surcroît de rentabilité de l'édition de sites en propre par rapport aux prestations de monétisation d'audience pour compte de tiers, les marges d'EBITDA de ces deux activités s'élevant respectivement pour l'année 2009 à 27,3 % vs. 4,1 %.

Il apparaît donc clairement que les activités du segment BtoC, dirigées en interne, offrent une rentabilité nettement supérieure à celle du BtoB, la société appliquant ses outils de monétisation à ses propres sites. Dès lors, le groupe parvient à générer du chiffre d'affaires par cross selling entre ses différentes thématiques, grâce à une politique d'autopromotion de ses sites sur l'ensemble de son bouquet. Avec l'autopromotion de son offre éditoriale globale sur chacun de ses propres sites, Rentabiliweb parvient à générer des ventes sans toujours passer par son réseau d'affiliés. Ainsi, le niveau de reversements accordés aux affiliés, en pourcentage du chiffre d'affaires généré, s'avère bien inférieur en BtoC par rapport au BtoB. En effet, le taux de reversement global du BtoB s'élevait en 2009 à 66,4 % du chiffre d'affaires du pôle quand il n'atteignait que 37,0 % en 2009 sur la partie BtoC.

Avec une augmentation graduelle du poids du BtoC au sein du mix d'activités, la marge d'EBITDA du groupe s'est, en consolidé, sensiblement améliorée au fil des exercices passant de 16,1 % en 2006 à 19,3 % en 2008 et 18,2 % en 2009, cette dernière année ayant été impactée par une baisse de la marge du BtoB en raison d'efforts promotionnels ponctuels consentis en période délicate pour les éditeurs qui réduisaient la voilure en matière d'investissements publicitaires.

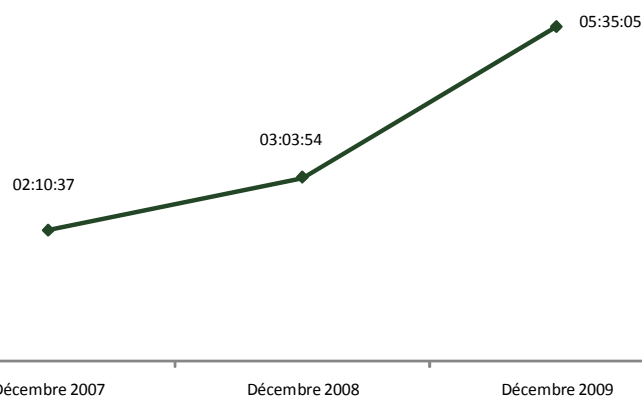
2.2.3 Les leviers de croissance du BtoC : élargissement des thématiques couvertes

LES JEUX RENTABILIWEB A L'ABORDAGE DES RESEAUX SOCIAUX

Comme de nombreux autres acteurs Internet, Rentabiliweb souhaite se positionner rapidement sur les réseaux sociaux afin de monétiser l'incroyable audience générée par ces sites communautaires. Le graphique ci-après fournit quelques chiffres clés de l'importance de l'audience des réseaux sociaux dans le monde, ainsi que l'évolution récente du temps moyen consacré à ces médias.

Nombre d'internautes et temps passé par mois sur les réseaux sociaux		
	Audience unique (en milliers de personnes)	Temps par personne (hh:mm:ss)
Etats-Unis	142 052	06:09:13
Japon	46 558	02:51:21
Brésil	31 345	04:33:10
Royaume Uni	29 129	06:07:54
Allemagne	28 057	04:11:45
France	26 786	04:04:39
Espagne	19 456	05:30:55
Italie	18 256	06:00:07
Australie	9 895	06:52:28
Suisse	2 451	03:54:34

Temps moyen mensuel passé par un internaute sur les réseaux sociaux dans le monde



Source : Nielsen

Eu égard à ces données, nul doute de la croissance quasi exponentielle du trafic généré par les réseaux sociaux, du temps croissant accordé par les internautes à ces médias et donc du potentiel de monétisation des sites communautaires, qui tâtonnent encore à ce jour pour bâtir un business model optimisé.

Fort de son savoir-faire de monétisation, Rentabiliweb axe sa stratégie autour de la déclinaison progressive de son offre de casual gaming sur ces supports médias. A la manière de biens virtuels proposés sur Facebook, Rentabiliweb proposera un catalogue de jeux gratuit sur les réseaux commentaires, jeux qui seront monétisés 1/ par la vente d'add-on complémentaires augmentant la jouabilité, ou de versions premiums des jeux en accès libre mais aussi par 2/ l'exploitation des bases de données de joueurs acquis via ce média.

Compte tenu de l'envergure de l'audience des réseaux sociaux, nous jugeons cette duplication des sites casual du groupe comme une véritable opportunité de croissance, sans réel risque opérationnel dans la mesure où le groupe proposera dans un premier temps, les jeux existants, qui seront seulement adaptés aux technologies utilisées par les réseaux communautaires.

L'ELARGISSEMENT DES THEMATIQUES COUVERTES SELON LES OPPORTUNITES DE CROISSANCE EXTERNE

Eu égard aux bonnes performances enregistrées sur le segment du BtoC au cours des 3 dernières années, Rentabiliweb souhaite poursuivre, voire même intensifier ses investissements sur ce segment. Ainsi la société pourrait, au cours de l'exercice 2010, compléter le bouquet de sites propres existant de nouvelles thématiques en procédant à des acquisitions ciblées et de taille modeste. Le groupe souhaite rester concentré sur l'univers du divertissement et cherche à se positionner sur un ou plusieurs des segments suivants : féminin (bien-être, astrologie, voyance), information/sport, paris/jeux payants (nous reviendrons sur cette dernière thématique en partie 4).

Nous considérons cette stratégie de développement BtoC par croissance externe sur l'univers du divertissement judicieuse selon une logique d'augmentation de son trafic à monétiser et ce selon des critères pertinents : le rachat de sites dont les contenus sont addictifs ou fidélisant, dont les audiences sont rentables, ayant déjà prouvé leur performance sur leur marché domestique et avec la possibilité d'être dupliqués aisément à l'international.

Ainsi, si l'année 2010 devrait être marquée par un retour à la croissance dynamique des activités du pôle BtoB, le pôle BtoC ne devrait pas être en reste et pourrait être étoffé de sites rachetés en cours d'exercice, et ainsi booster les revenus du pôle les années suivantes.

3 Un business model flexible et générateur de cash

3.1 Une structure de coûts maîtrisée

DES SAVOIR-FAIRE INTERNALISES

Compte tenu de la typologie des métiers sur lesquels le groupe est présent et des enseignements tirés de l'expérience de la crise Internet au début des années 2000, Rentabiliweb a toujours mis un point d'honneur à avoir une structure de coûts maîtrisée et flexible.

Dans cette perspective, la société s'efforce de maîtriser l'ensemble de sa chaîne de valeur, et a ainsi progressivement internalisé certaines fonctions à forte valeur ajoutée afin de développer une expertise et un savoir-faire propres aujourd'hui reconnus et valorisés sur l'ensemble de ses métiers. Ainsi, sur les métiers du BtoB, le groupe gère en interne sa propre plateforme de micro-paiement, sa régie publicitaire ainsi que les logiciels et adservers associés, ainsi que la plateforme technique sur les activités de marketing direct. Quant au segment BtoC, le groupe maîtrise là encore l'ensemble de la chaîne de valeur de l'édition, de la conception et du développement d'un site Internet jusqu'à sa fabrication, son hébergement, son acquisition de clients et sa facturation au client final, c'est-à-dire in fine, sa monétisation.

Cette maîtrise, en interne, des compétences clés sur son métier s'est bâtie au fur et à mesure des étapes de diversification du portefeuille d'activités de la société, en organique, mais aussi via l'intégration des sociétés acquises, telles que des savoir-faire d'édition avec notamment le rachat de Montorgueil en 2007, mais aussi techniques avec la reprise, la même année, des activités d'Eiole sur l'hébergement Internet ou encore de la maîtrise des capacités vidéo (notamment live) de Montorgueil. Ainsi l'internalisation des compétences de la chaîne de valeur du web marketing constitue pour Rentabiliweb un avantage compétitif de poids au sein d'un marché très concurrentiel.

L'OPTIMISATION DES DEPENSES

Depuis sa création, Rentabiliweb considère qu'il n'est de croissance vertueuse que si celle-ci est rentable et a, dans cette optique, toujours adopté une politique budgétaire orthodoxe, impliquant le maintien des dépenses d'exploitation à minima et en optant pour un modèle flexible.

Au-delà d'un strict contrôle des dépenses administratives comme des achats, optimisé et mutualisé entre les diverses entités, ainsi que des bénéfices provenant de l'implantation dans 6 pays des 12 entités composant le groupe, Rentabiliweb joue sur deux principaux effets de levier :

- La maîtrise des frais de reversements au réseau d'affiliés et de ses propres dépenses marketing. En effet, compte tenu de son audience cumulée de près de 45 millions de visiteurs uniques, conférant un certain effet taille au groupe, Rentabiliweb semble à même de contenir le niveau des reversements d'apport d'affaires octroyés aux partenaires du groupe au sein du réseau d'affiliés. Ainsi, malgré un contexte économique difficile ces derniers trimestres, le groupe semble ne pas avoir consenti de modèle de partage des revenus plus favorable à l'égard de ses partenaires.

De plus, en ce qui concerne le segment BtoC, Rentabiliweb attache une attention toute particulière à limiter ses investissements marketing externes, préférant l'autopromotion de l'un de ses sites sur les autres sites du bouquet édité en propre, au travers de bannière, de liens cliquables, etc. En effet, le groupe, qui a une excellente maîtrise de ses sources de trafic a construit son portefeuille de sites propres de telle sorte que les visiteurs d'un site donné soient potentiellement intéressés et donc redirigés vers le site d'une autre thématique. In fine, Rentabiliweb, au travers de la maîtrise de sa politique de partage de revenus avec son réseau d'affiliés ainsi qu'au travers de l'autopromotion de ses sites en BtoC, parvient à minimiser son coût d'acquisition clients ;

- La gestion drastique des dépenses de personnel passant par la délocalisation des activités à moindre valeur ajoutée ou considérées comme non cruciales par le groupe telles que le design ou encore la conception graphique des sites Internet, la réalisation des bannières publicitaires, le développement des jeux casual des sites en propre par un studio implanté en Russie, etc.

Grâce à ces divers leviers, qui nous semblent pérennes, Rentabiliweb opère ses activités selon un business model flexible, avec une structure de coûts fixes comme variables optimisée.

3.2 Un positionnement multi-activités au caractère résilient, générateur de cash

UNE DEPENDANCE AU SECTEUR DE LA PUBLICITE ONLINE PROGRESSIVEMENT ATTENUÉE

Le portefeuille d'activités diversifié de Rentabiliweb lui a historiquement permis de s'affranchir d'une dépendance aux fluctuations conjoncturelles des investissements publicitaires des annonceurs online. Avec la croissance soutenue des activités de BtoC et l'élargissement graduel des activités du pôle BtoB, au sein duquel les revenus de régie publicitaire sont peu significatifs, Rentabiliweb est majoritairement positionné sur des segments peu impactés en périodes économiques difficiles.

Ainsi la faible exposition du groupe aux revenus publicitaires issus de l'affichage par opposition 1/ aux prestations de marketing direct à la performance, ces dernières adoptant une logique de ROI fortement appréciée des annonceurs en période de crise ; 2/ à l'attractivité des solutions de cashback à un moment où les ménages cherchent à limiter la baisse de leur pouvoir d'achat ; 3/ aux solutions de micro-paiement, permettant aux éditeurs de sites Internet de mieux monétiser leur audience que par la seule vente d'espaces publicitaires, confère au business model du groupe un caractère résistant.

De plus, le développement des activités BtoC, activités d'édition de sites en propre sur des thématiques du divertissement en adéquation avec les intérêts des internautes et addictives telles que les jeux, le dating ou encore le live a permis au groupe de 1/ gagner en autonomie par rapport aux revenus provenant des éditeurs tiers et 2/ de profiter de segments de consommation assez acycliques, le dating ou le jeu casual online étant assez faiblement corrélés aux indicateurs conjoncturels.

DES REVENUS POUR PARTIE RECURRENTS

Afin de gagner en visibilité sur ses différents business et sécuriser une partie de ses revenus, Rentabiliweb a tendance à privilégier la facturation de ses prestations sous forme de revenus récurrents, par abonnement (vs. le paiement à l'acte ou à l'usage). Si une part importante des activités du groupe suit un business model de génération de revenus par commission sur ventes, donc un paiement à l'acte, (notamment sur le micro-paiement), la société propose de plus en plus des services à l'abonnement, surtout en BtoC et plus particulièrement sur les segments du Jeu et du Dating. Ainsi, avec le renforcement de son mix produits et l'édition de contenus et services, le groupe devrait continuer à accroître et généraliser la part de ses revenus sous forme d'abonnements, dans un souci de prédictibilité de ses activités.

4 Orientations stratégiques et enjeux

4.1 Une présence à l'international faible, qui reste à développer

ASSEOIR SA POSITION EN FRANCE...

Rentabiliweb regroupe aujourd'hui 12 filiales, physiquement présentes dans 6 pays, et dont le potentiel commercial couvre près de 45 pays (essentiellement sur les activités de micro-paiement). Toutefois, la répartition du chiffre d'affaires sur les derniers exercices montre que l'essentiel des revenus du groupe est réalisé en France et en Belgique (environ 90 % du CA 2009).

La société a en effet d'abord cherché à se construire des positions solides sur les pays européens francophones et y atteindre une certaine taille critique avant d'aborder l'étape du déploiement de ses activités à l'étranger, approche que nous considérons prudente et raisonnée.

Si l'on peut regretter, après près d'une dizaine d'années d'existence, que Rentabiliweb n'ait pas encore amorcé plus avant son développement à l'international, au niveau commercial, il convient néanmoins de souligner que le groupe dispose déjà d'infrastructures administratives et d'actifs à l'étranger avec en Russie, l'entité Rentabiliweb Agency, en charge de la création et du design des sites Internet propres du groupe et des outils de régie publicitaire, ainsi que les studios de développement des jeux online, une filiale en Bulgarie dédiée à l'édition et au développement de logiciels, une entité en Belgique centrée sur les services de jeu en ligne, ainsi qu'une filiale en Roumanie chargée du développement des services du groupe sur les pays d'Europe de l'Est.

... AVANT DE SE DEPLOYER A L'ETRANGER

Fort d'une infrastructure déjà multi locale et de fonds importants levés à l'occasion de l'introduction en bourse du groupe et de son transfert sur Eurolist C, Rentabiliweb envisage d'accélérer sa croissance à l'international à moyen voire court terme, selon deux principaux axes :

- l'internationalisation des solutions de monétisation qui devraient être graduellement proposées en BtoB sur de nouvelles zones : notamment le micro-paiement avec l'accélération du déploiement des prestations du groupe et des exclusivités sur ce segment en Europe de l'Est, mais aussi la collecte et la monétisation de bases de données étrangères ou encore le développement de services d'encaissement sur les principales devises étrangères ;
- l'internationalisation des activités du pôle BtoC du groupe, au sein duquel les sites édités en propre sont assez aisément déclinables à l'étranger, la typologie des contenus du Jeu, du Dating ou de l'Adulte ne nécessitant pas d'adaptation majeure d'un pays à un autre (hormis la traduction des sites). Le groupe ambitionne ainsi d'accélérer son acquisition de trafic étranger, afin d'internationaliser son réseau d'affiliés, voire de s'implanter de façon ciblée sur les pays les plus dynamiques si ces premières démarches s'avéraient fructueuses ;

Eu égard aux implantations actuelles de la société, Rentabiliweb ambitionne de s'installer en premier lieu sur les pays d'Europe de l'Est, zone encore assez peu mature en matière de monétisation Internet mais dont le potentiel de croissance au cours des prochaines années est inéluctable, ainsi que sur les pays d'Europe du Sud où peu d'acteurs multiservices sont présents et où Rentabiliweb pourrait rapidement gagner des parts de marché. En revanche le groupe souhaite éviter les Etats-Unis, zone jugée trop chère par la société notamment en ce qui concerne la gestion des campagnes publicitaires, ainsi que la Chine, à ce jour trop peu mature et trop risquée.

Ainsi, nous pensons que le déploiement des activités à l'international devrait donner un nouvel élan à la société, et sommes confiants dans les capacités du groupe de mener à bien son expansion, de façon maîtrisée et graduelle.

4.2 L'ouverture des jeux d'argent et paris en ligne

UN SEGMENT CERTES A FORT POTENTIEL...

Après plusieurs mois de décalage, la loi sur l'ouverture du marché français des jeux en ligne – paris hippiques, paris sportifs, jeux de poker (vraisemblablement étendue à terme à l'ensemble des jeux de table) – est désormais actée. Mettant fin au duopole Française Des Jeux/PMU et à celui des casinos pour le poker, l'ARJEL a lancé les appels à candidatures afin d'attribuer de nouvelles licences pour une durée de 5 ans.

Eu égard à 1/ la multiplication des sites d'informations sportives ; 2/ la volonté croissante des éditeurs de monétiser leur audience par du contenu ou des services web payants ; 3/ l'approche du coup d'envoi de la Coupe du Monde de Football 2010 qui constitue un évènement crucial pour le décollage de ce marché, nombre d'acteurs ambitionnent de se positionner dès l'ouverture effective du marché sur un ou plusieurs des segments du jeu en ligne et déposent actuellement leur candidature.

En effet, que ce soit en offline comme en online, les jeux d'argent représentent des flux colossaux, ce marché étant estimé à près de 21,6 milliards d'euros en France en 2009, dont environ 700 M€ sur Internet, et ce sans prise en compte des transactions opérées de façon illégale au sein d'établissements ou de sites Internet non agréés. Avec l'ouverture à la concurrence des jeux et paris en ligne, on estime ce marché à respectivement 2 et 2,5 milliards d'euros en 2010 et 2011, soit un quasi triplement du marché lié à son ouverture, suivie d'une croissance d'environ +25 % l'année suivante.

Les tableaux ci-après détaillent le marché des jeux d'argent, physiques et sur Internet, selon les données à ce jour disponibles :

Bilan et prévisions du marché français des jeux d'argent offline et online	
Chiffre d'affaires réalisé par les jeux d'argent en France en 2009 (paris hippiques, loterie, jeux de grattage, casinos, jeux online, etc.)	21,6 milliards d'euros¹ (dt 700 M€ sur Internet)
Chiffre d'affaires estimé des jeux en ligne en France en 2010 (pondéré de l'absence des jeux de casinos et autres, interdits en France)	2,0 milliards d'euros
Chiffre d'affaires estimé des jeux en ligne en France en 2011	2,5 milliards d'euros (soit +25 % par rapport à 2009)

Source : Les Echos, étude de F. Merlin - consultant

Répartition estimée des parts de marché (du jeu en ligne)	
Jeux de casino	32%
Paris sportifs	28%
Poker	30%
Paris hippiques	10%

Source : étude de F. Merlin, consultant

MAIS TRES CONVOITE

Au vu des données présentées ci-avant, on comprend pourquoi l'ouverture du marché des jeux d'argent fait émaner un tel buzz médiatique. Si le gâteau semble suffisamment important pour être partagé, l'engouement qu'il suscite est tel que ce marché nous semble, avant même d'être effectivement ouvert, éminemment concurrentiel. Ainsi, nous pensons que seuls les acteurs majeurs de l'Internet remplissant des critères de forte notoriété/audience, de positionnement adéquat (Informations/Sport, Jeux, etc.) et de confiance de la part des internautes pour le paiement online, parviendront à capter de façon pérenne des parts de marché.

Rentabiliweb, qui a toujours adopté une démarche pionnière quant à la monétisation sur Internet, est convaincu du potentiel de ce secteur et a annoncé vouloir s'y positionner. En termes de démarches, plusieurs scenarii sont envisageables : 1/ soit le groupe choisit de lui aussi déposer sa candidature sur les paris sportifs et les jeux de poker (le groupe n'étant pas un expert du domaine hippique) afin de proposer à son audience BtoC des prestations de jeux d'argent en ligne (intégration de ses jeux sur les sites de la thématique Jeu, sans nul doute, mais éventuellement aussi sur les sites de Dating et de Charme, le public de ses sites semblant assez proche en termes de ciblage) ; 2/ soit le groupe décide de se positionner sur ce segment, non pas comme intervenant « front office » mais comme intermédiaire de paiement grâce à ses services de micro-paiement et bientôt de paiement par carte bancaire, et ainsi « processer » les transactions d'acteurs de jeux tiers ; 3/ soit le groupe choisit de mettre son expertise clients au profit des sites opérateurs de paris en ligne et ainsi de recruter, comme apporteur d'affaires, des internautes pour le compte des sites de paris online, à l'image du mode de fonctionnement du groupe avec son réseau d'affiliés actuel.

Si nous ne disposons pas encore de plus d'informations concernant la stratégie adoptée par le groupe, nous sommes pleinement confiants dans les capacités de la société à adopter une démarche opportuniste judicieuse et à construire une position de choix sur ce segment, grâce aux savoir-faire de monétisation du groupe (notamment sa maîtrise des moyens de paiement) et éditoriaux, l'univers thématique sur lequel le groupe a une expérience éprouvée étant connexe à celui des jeux d'argent online.

¹ Ce chiffre ne tient pas compte du jeu clandestin qui inclut entre 10 000 à 40 000 machines à sous illégales aux tripots privés, mais aussi les sites illégaux de jeux et paris sur Internet.

5 Prévisions

5.1 Chiffre d'affaires et marges

La publication par la société, le 11 mai dernier, d'un chiffre d'affaires T1 2010 en croissance soutenue et même accélérée par rapport à 2009, confirme nos anticipations de progression toujours rythmée des résultats pour les prochains exercices.

Nos prévisions de chiffre d'affaires à moyen terme s'élèvent à 74,5 M€ en 2010, 84,5 M€ en 2011 et 94,7 M€ en 2012 soit des croissances respectives de +13,9 %, +13,3 % et +12,2 %. Ces estimations se fondent sur les hypothèses suivantes :

- Un retour sensible à l'amélioration des revenus du pôle BtoB, après une année 2009 difficile compte tenu de la frilosité des annonceurs à investir en communication online (impactant les revenus de la régie et de l'emailing) et de la baisse du pouvoir d'achat des ménages (impact le cashback). Ainsi, nous prévoyons une amélioration du chiffre d'affaires BtoB de +25,0 % en 2010, +20 % en 2011 et +18,0 % en 2012, portée par un environnement plus favorable et par la montée en puissance des segments les plus récemment développés par la société (cashback, monétisation offline avec un contribution plus marquée des services vocaux interactifs) ;
- Une progression satisfaisante mais moins élevée des revenus du pôle BtoC, cette progression s'effectuant d'une part sur une base de comparaison moins favorable et sur des volumes de ventes plus conséquents. Nous estimons ainsi la croissance de ce pôle à +7,0 % en 2010, +8,5 % en 2011 (la société ayant annoncé vouloir réinvestir sur la thématique jeu dès 2010) et +7,5 % en 2012, ces chiffres ne prenant pas en compte le surcroît de chiffre d'affaires que pourraient apporter d'éventuelles acquisitions de sites sur la thématique féminine.

A moyen et long terme, nous faisons graduellement décroître la croissance du chiffre d'affaires, passant de +9,0 % en 2013 à environ +3,0 % en année normative.

En ce qui concerne la rentabilité du groupe, nous anticipons une marge d'EBITDA de respectivement 18,7 % en 2010, 19,6 % en 2011 et de 20,2 % en 2012 (vs. 18,2 % en 2009). Cette amélioration progressive de la marge brute d'exploitation du groupe devrait être liée, conformément à nos hypothèses, à :

- Une maîtrise des charges de personnel, les recrutements modérés sur la période étant principalement liés à l'internationalisation des activités vers l'Europe de l'Est et du Sud ;
- Un poids moins élevé des autres achats et charges externes, principalement composés des reversements au réseau d'affiliés. En effet, nous prévoyons des taux de reversements respectifs, sur les trois prochains exercices, de 63,0 %, 62,0 % et 60,0 % pour le segment BtoB (vs. 66,4 % en 2009) et de 36,0 %, 35,0 % et 35,0 % pour le segment BtoC (vs. 37,0 % en 2009). Cette diminution relative des reversements en proportion du chiffre d'affaires sera selon nous réalisable grâce à 1/ une taille augmentée de la société, en termes d'audience, approchant d'une taille critique permettant la renégociation en faveur du groupe des commissionnements aux apporteurs d'affaires ainsi que du partage des revenus avec les opérateurs de téléphonie ; 2/ sur le segment BtoC, une autopromotion au sein même des divers sites composant le bouquet propre du groupe des sites des thématiques voisines ;
- Un effet mix favorable au sein même du segment BtoB, les activités à plus forte marge que sont le marketing direct, les services vocaux interactifs et le processing de paiement par carte bancaire (par opposition au micro-paiement) progressant de façon plus rythmée que le micro-paiement, activité, elle, moins margée.

Par extrapolation de ces hypothèses, nous fixons une marge d'EBITDA normative de 23,0 % à terme.

Après prise en compte de dotations aux amortissements et aux provisions stables en proportion du chiffre d'affaires, l'activité de la société ne nécessitant que peu d'investissements industriels, nos prévisions de résultat net ressortent à 8,7 M€ en 2010, 10,4 M€ en 2011 et 12,0 M€ en 2012.

5.2 Santé financière

En ce qui concerne le BFR, structurellement négatif chez Rentabiliweb, nous formulons une hypothèse de relative stabilité sur l'ensemble de notre période de prévision à environ -5,0 % du chiffre d'affaires, certains opérateurs télécoms faisant en sorte, pour des raisons comptables, de décaler le paiement à la société de leurs dus de fin d'année en début d'année suivante, ce qui a un impact facialement défavorable sur le bilan de Rentabiliweb au 31 décembre.

Par ailleurs, l'endettement net de la société, lui aussi négatif depuis plusieurs années, devrait encore s'améliorer, la société ayant des capacités élevées de génération de cash flows et n'ayant pas de besoin immédiat de recourir à l'endettement, en particulier eu égard aux fonds levés lors du transfert sur Eurolist C. Nos estimations d'endettement net ressortent ainsi, après prise en compte de l'augmentation de capital réalisée en début d'exercice (de plus de 6 M€) à -32,0 M€ en 2010, -40,8 M€ et -50,0 M€ en 2012.

Comme évoqué ci-avant, les métiers sur lesquels Rentabiliweb est présent requièrent peu de CAPEX, investissements que nous estimons maintenus à terme à un niveau inférieur à 3,0 % du chiffre d'affaires.

Nos estimations prennent également en compte, le paiement courant 2010, d'un dividende de 0,03 € par action. Nos prévisions intègrent pour les deux exercices suivants un dividende de respectivement 0,05 € et 0,08 € par action. Si les rendements peuvent paraître faibles, la société dit préférer maintenir une position de cash confortable afin d'être en mesure, à court comme moyen termes, de réaliser des investissements en interne et, selon les opportunités, de procéder à des opérations de croissance externe.

6 Valorisation

6.1 DCF

6.1.1 Détermination du taux d'actualisation

Le taux d'actualisation correspond au coût moyen entre le coût des fonds propres et le coût de la dette financière, et ce de manière pondérée en fonction de l'importance de ces deux ressources dans le financement global de la société. Le coût des fonds propres a été déterminé sur la base du modèle du CAPM auquel est intégrée une prime de risque Small Cap, selon la formule suivante :

$$\text{Coût des Fonds Propres} = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \text{Prime Small Caps}$$

avec R_f : taux sans risque
 $(R_m - R_f)$: prime de marché action

En effet, compte tenu de la taille de la société, nous affectons une prime de risque Small Caps au coût des fonds propres. La prime Small Caps est déterminée selon 6 critères, dont l'évaluation est factuelle et objective. L'échelle de notation pour chaque critère comporte 5 paliers allant de - - à ++. Chaque franchissement de palier ajoute 20 points de base au coût des fonds propres.

Les critères sont appréciés de la façon suivante :

Critère	Echelle de notation				
	++	+	=	-	--
Gouvernance d'entreprise ¹	4	3	2	1	0
Liquidité ²	[66 % ; 100 %]	[33 % ; 66 %]	[15 % ; 33 %]	[5 % ; 15 %]	[0 % ; 5 %]
Taille du CA (M €)	[150 ; +∞[	[100 ; 150[	[50 ; 100[	[25 ; 50[	[0 ; 25[
Rentabilité opérationnelle	[25 % ; 100 %]	[15 % ; 25 %]	[8 % ; 15 %]	[3 % ; 8 %]	[0 % ; 3 %]
Gearing	] -∞ % ; -15 %]	] -15 % ; 15 %]	] 15 % ; 50 %]	] 50 % ; 80 %]	] 80 % ; +∞ %]
Risque Client ³	[0 % ; 10 %]	] 10 % ; 20 %]	] 20 % ; 30 %]	] 30 % ; 40 %]	] 40 % ; 100 %]

Dans le cas de Rentabiliweb, nous obtenons la matrice suivante :

	++	+	=	-	--	Prime Small Caps
Gouvernance d'entreprise						0,20%
Liquidité						0,80%
Taille du CA						0,60%
Rentabilité opérationnelle						0,40%
Gearing						0,20%
Risque Client						0,60%
TOTAL						2,80%

Par conséquent, sur la base d'un taux sans risque de 3,33 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source Agence France Trésor), d'une prime de marché de 6,70 % (prime au 20 mai 2010 calculée par Natixis Securities), d'un beta de la société de 0,91⁴, d'une prime de risque Small Caps de 2,80 % et de l'endettement net négatif de la société 31 décembre 2009, le taux d'actualisation s'élève à 12,20 %.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
3,33 %	6,70 %	0,91	2,80 %	12,20 %	NS	0	33,00 %	12,20 %

Source : AFT, Natixis Securities, Datastream, estimations Genesta

6.1.2 Calcul de FCF opérationnels

Avec un taux d'actualisation de 12,20 %, nous obtenons le tableau de flux de trésorerie disponible suivant (en M€) :

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Chiffre d'affaires	65,444	74,526	84,455	94,728	103,254	111,514	119,320	126,479	132,803	138,115	142,259
Excédent brut d'exploitation	11,912	13,973	16,588	19,123	21,418	23,774	25,914	27,987	29,946	31,443	32,701
Impôt	3,639	3,639	4,281	5,111	6,712	7,461	8,140	8,799	9,424	9,900	10,300
Investissements	1,597	2,000	2,500	2,850	3,092	3,340	3,573	3,788	3,977	4,136	4,260
Variation de BFR	3,973	-0,144	-0,975	-0,525	-0,533	-0,413	-0,390	-0,358	-0,316	-0,266	-0,207
FCF opérationnels	2,703	8,478	10,782	11,687	12,147	13,387	14,591	15,758	16,861	17,673	18,347
FCF opérationnels actualisés		7,927	8,985	8,680	8,040	7,897	7,671	7,384	7,041	6,577	6,086
FCF opérationnels actualisés		7,927	8,985	8,680	8,040	7,897	7,671	7,384	7,041	6,577	6,086

Source : estimations Genesta

¹ La qualité de la gouvernance d'entreprise est évaluée selon les quatre critères suivants : séparation des fonctions de Présidence et de Direction Générale ou fonctionnement sur la base d'un Conseil de Surveillance et d'un Directoire ; présence de membres indépendants au sein du Conseil d'Administration ou du Conseil de Surveillance ; présence de censeurs ou d'organes de contrôle ; existence de comités spécialisés.

² Taux de rotation du capital au cours d'une année.

³ Part du chiffre d'affaires représentée par les 5 clients les plus importants.

⁴ Le beta retenu correspond à la moyenne d'un beta sectoriel (calculé comme moyenne des betas désendettés du secteur Internet – 1,13 –, du secteur Entertainment – 1,29 –, du secteur de la publicité – 1,12 – et du secteur de l'édition – 0,94 – moyenne ensuite réimpactée du cash dont dispose la société, soit un beta final de 0,91. Eu égard aux disparités des informations transmises par nos bases en ce qui concerne le bêta de la société elle-même, informations qui ne nous semblent pas cohérentes avec son profil et ses activités, nous avons retenu la méthode de calcul présentée ci-avant.

Sur la période post prévisionnelle, nous appliquons un taux de croissance à l'infini, en deux temps, et obtenons les prévisions suivantes (en M€) :

	Croissance des FCF	Valeur	%
Période 1-10 ans		76,289	54,0 %
Période 11-20 ans	3,0%	38,115	27,0 %
Taux de croissance à l'infini	2,0%	26,785	19,0 %
Total		141,189	100,0 %
dont valeur terminale		64,900	46,0 %

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de Rentabiliweb ressort à 141,189 M€.

6.1.3 Calcul de la valeur par action

La valeur des fonds propres par action est obtenue comme suit :

FCF actualisés (2009-2018)	76,289
+ Valeur terminale actualisée	64,900
+ Titres financiers	0,115
- Provisions	0,098
- Endettement financier net	-15,205
- Minoritaires	0
= Valeur des Capitaux Propres pg	156,411
Nombre d'actions	17,170
Valeur par action	9,11

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 9,11 € soit un potentiel d'appréciation de la valeur selon cette méthode de +40,8 % par rapport au cours de clôture du 26 mai 2010 de 6,47 €.

A titre informatif, le tableau de sensibilité de la valorisation en fonction du taux d'actualisation retenu et de la croissance à l'infini est le suivant (en €) :

		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
CMP	11,20%	9,48	9,56	9,64	9,74	9,85
	11,70%	9,21	9,29	9,37	9,46	9,57
	12,20%	8,96	9,03	9,11	9,20	9,30
	12,70%	8,71	8,78	8,86	8,94	9,04
	13,20%	8,48	8,54	8,62	8,70	8,79

6.2 Comparables

6.2.1 Choix des comparables

Afin d'apprécier l'activité des pôles BtoB et BtoC de Rentabiliweb, nous avons constitué notre échantillon de comparables de sociétés Internet positionnées sur un ou plusieurs des segments suivants :

- micro-paiement / paiement en ligne (Hi-Media) ;
- marketing direct (TradeDoubler, ValueClick, 1000mercis, mais aussi Maximiles pour l'emailing et le cashback) et de régie publicitaire (Hi-Media, TradeDoubler) ;
- édition de sites (Hi-Media, Dreamnex sur l'Adulte et Meetic sur le Dating) ;

Par ailleurs, il convient de noter que nous n'avons pas intégré à notre échantillon les sociétés Paynova, Adverline, (micro-paiement) ni Netbooster, comparables en termes de segment d'activités mais qui ne disposent pas de consensus de marché.

Hi-Media : Hi-Media est une société française, spécialisée dans la monétisation de l'audience Internet, et articule ses activités autour de trois pôles : 1/ le pôle Advertising, comprenant la régie publicitaire et, depuis peu, une offre de publicité à la performance ; 2/ le pôle Paiement, avec d'une part une offre de solutions de micro-paiement via Allopass (n°1 européen) et un portefeuille électronique virtuel dénommé Hipay ; 3/ le pôle Publishing, en charge de l'édition de contenus des sites propres du groupe afin d'y appliquer les mêmes solutions de monétisation que celles proposées à ses clients. Bien que la part des activités de régie publicitaire (environ 45 % du CA 2009) au sein de ce groupe soit plus importante que chez Rentabiliweb, Hi-Media, positionné sur des segments similaires, nous apparaît comme le comparable le plus proche de Rentabiliweb.

TradeDoublor : cette société suédoise est spécialisée dans les prestations de marketing digital, au service des éditeurs de sites Internet, axées principalement autour de la régie publicitaire, du marketing interactif, du search marketing et de l'affiliation.

ValueClick : cette société américaine est spécialisée dans les prestations de marketing interactif et propose une offre de régie publicitaire, d'affiliation, de comparateur de prix, de liens sponsorisés ou encore de génération de lead.

1000mercis : 1000mercis est une société française spécialisée dans les prestations de publicité (environ la moitié du chiffre d'affaires) et de marketing interactif (environ l'autre moitié). Le groupe s'attache à développer des solutions d'optimisation de campagnes de publicité et de marketing auprès de ses clients, sur les médias interactifs que sont Internet et le Mobile.

Maximiles : cette société française figure parmi les leaders européens de la fidélisation Internet, au travers de divers programmes (emailing, collecte de points, etc.), et notamment, à l'instar de Rentabiliweb, d'un programme de cashback en cours de déploiement. Le groupe dispose également d'une activité d'access panel.

Dreamnex : Dreamnex est le leader européen de la distribution en ligne de contenus et de produits de charme pour adultes. Les revenus du groupe sont générés à environ 80 % par la vente d'abonnements, le solde correspondant à des activités de vente à distance en e-commerce.

Meetic : Meetic est le leader européen de la rencontre en ligne, segment sur lequel est également présent Rentabiliweb. Les revenus du groupe proviennent majoritairement de la vente d'abonnements.

Le tableau ci-dessous récapitule les principaux agrégats, en M€, des sociétés composant notre échantillon :

	CA 09	CA 10	CA 11	EBE 09	EBE 10	EBE 11	REX 09	REX 10	REX 11	RN 09	RN 10	RN 11
Hi-Media	172,323	230,807	256,017	20,455	29,115	37,061	11,780	20,741	28,810	6,919	12,937	18,141
TradeDoublor	292,959	307,000	334,000	8,061	15,000	19,000	-10,212	10,000	15,000	-17,347	7,000	11,000
ValueClick	294,930	330,513	350,260	71,397	92,351	99,351	57,581	63,867	70,316	47,873	40,496	41,044
1000mercis	28,000	31,470	35,420	10,200	10,805	12,173	9,500	9,710	11,000	6,100	6,700	7,461
Maximiles	15,580	17,100	18,820	2,940	3,686	4,608	1,900	2,293	2,714	0,620	0,767	1,196
Dreamnex	67,331	63,024	66,118	17,048	14,683	15,740	16,000	14,300	15,600	10,580	9,946	10,882
Meetic	157,884	194,544	214,945	37,335	46,190	52,462	34,270	42,397	48,271	19,661	28,642	32,684

Source : Factset au 26/05/10

	Capitalisation boursière	Dettes nettes	Minoritaires	Valeur d'entreprise
Hi-Media	207,240	31,731	0,824	239,795
TradeDoublor	122,600	-18,906	0,000	103,694
ValueClick	730,280	-110,582	0,000	619,698
1000mercis	97,100	-14,100	0,000	83,000
Maximiles	31,110	-15,560	0,150	15,700
Dreamnex	76,560	-5,100	0,000	71,460
Meetic	455,190	-40,209	0,000	414,981

Source : WVB au 26/05/10

6.2.2 Valorisation

Le tableau ci-dessous détaille les principaux multiples bousiers des sociétés comparables composant notre échantillon :

	VE/CA 10	VE/CA 11	VE/ EBE 10	VE/ EBE 11	VE/REX 10	VE/REX 11	PE 10	PE 11
Hi-Media	1,04	0,94	8,24	ND	11,56	8,32	16,02	11,42
TradeDoublor	0,34	0,31	6,91	5,46	10,37	6,91	17,51	11,15
ValueClick	1,87	1,77	6,71	6,24	9,70	8,81	18,03	17,79
1000mercis	2,64	2,34	7,68	6,82	8,55	7,55	14,49	13,01
Maximiles	0,92	0,83	4,26	3,41	6,85	5,78	40,56	26,01
Dreamnex	1,13	1,08	4,87	4,54	5,00	4,58	7,70	7,04
Meetic	2,13	1,93	8,98	7,91	9,79	8,60	15,89	13,93
Moyenne	1,44	1,32	6,81	5,73	8,83	7,22	18,60	14,34
Médiane	1,13	1,08	6,91	5,85	9,70	7,55	16,02	13,01

Le tableau ci-après montre les valorisations induites (en M€) pour Rentabiliweb en fonction des multiples appliqués sur la base des valorisations actuelles affichées par les sociétés de l'échantillon.

	CA 10	CA 11	EBE 10	EBE 11	REX 10	REX 11	RN 10	RN 11
Rentabiliweb	74,526	84,455	13,973	16,588	13,073	15,588	8,692	10,377
Valorisation induite ¹	122,461	126,268	110,324	110,229	130,647	127,789	161,683	148,762
	99,707	106,484	111,800	112,204	142,052	132,824	139,238	135,049
Valorisation moyenne (€/ action)²	6,62		6,47		7,77		8,51	

Compte tenu de la différence entre la capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon de comparables retenu et celle de Rentabiliweb, nous appliquons une décote de taille, sur la base du modèle de Eric-Eugène Grena, présenté dans la note méthodologique ci-après, afin d'obtenir une valorisation plus pertinente du titre.

Appliquée à Rentabiliweb, cette méthode nous amène à mettre en œuvre une décote de taille de -4,2 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	245,7	M€
Capitalisation non corrigée de la société	126,1	M€
Rapport des capitalisations	51,3 %	
Décote à appliquer	-4,9 %	

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne / action	6,30	6,16	7,39	8,10
Moyenne	6,99			

Ainsi, l'approche par la méthode des multiples bousiers de sociétés comparables nous amène à une fourchette de valorisation de 6,16 € – 8,10 €, et en moyenne à un prix par action de 6,99 €. Sur la base du cours de clôture de l'action Rentabiliweb au 26 mai 2010 de 6,47 €, le titre ne présente selon cette approche qu'un potentiel d'upside limité de +8,0 %.

6.2.3 Méthodologie de la décote

Compte tenu de la différence éventuelle entre la capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon de comparables retenus et celle de la société à évaluer, Genesta applique une décote ou une prime, inspirée du modèle de Eric-Eugène Grena, afin d'obtenir une valorisation plus pertinente de la société.

Les travaux menés par Eric-Eugène Grena – membre de la SFAF, ancien responsable du bureau d'analyse financière de BNP Paribas et directeur associé de Clinvest – ont montré le risque qu'il existe à appliquer la méthode d'évaluation par les comparables bousiers sans tenir compte de l'existence d'écarts parfois non négligeables entre la taille de la société évaluée et celle des sociétés retenues comme référentiel boursier.

¹ La valeur induite est calculée sur la base des moyennes et médianes des agrégats présentées ci-dessus.

² Avant décote de taille (cf. méthodologie ci-après)

Il semble donc important de procéder à une correction en calculant, le cas échéant une décote ou une prime à appliquer à la société évaluée. L'étude réalisée sur un échantillon probant a révélé une décroissance des P/E avec la taille des sociétés de l'échantillon et que la correction à pratiquer doit être du même ordre de grandeur.

La démarche que Genesta adopte consiste à :

- 1) Calculer le rapport entre la capitalisation boursière de la société à évaluer et la capitalisation boursière moyenne du groupe de comparables ;
- 2) Appliquer, selon le ratio obtenu, la décote ou la prime selon l'abaque défini par les travaux d'Eric-Eugène Grena en prenant soin de pratiquer une extrapolation linéaire entre chaque palier ;
- 3) Impacter cette décote ou cette prime sur la valorisation de la société concernée et ainsi affiner la pertinence de la valorisation par les comparables.

Rapport des capitalisations	Ajustement à appliquer	
<2%	-40%	} Décote
2%	-34%	
5%	-26%	
10%	-20%	
20%	-14%	
30%	-10%	
40%	-7%	
50%	-5%	
60%	-4%	
80%	-2%	
100%	0%	} Prime
120%	2%	
140%	4%	
150%	5%	
160%	7%	
170%	10%	
180%	14%	
190%	20%	
195%	26%	
198%	34%	
>198%	40%	

7 Synthèse des comptes

7.1 Compte de résultats simplifié

Au 31/12 (en M€)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Chiffre d'affaires	16,95	24,84	56,27	65,44	74,53	84,46	94,73
%évolution		46,5%	126,5%	16,3%	13,9%	13,3%	12,2%
Matières premières et consommables	13,88	20,32	44,91	49,56	55,97	62,44	69,23
%du CA	81,9%	81,8%	79,8%	75,7%	75,1%	73,9%	73,1%
Charges de personnel	0,61	1,30	3,12	4,48	5,49	6,08	6,78
%du CA	3,6%	5,2%	5,5%	6,8%	7,4%	7,2%	7,2%
Excédent brut d'exploitation	2,73	4,62	10,87	11,91	13,97	16,59	19,12
%évolution		69,0%	135,3%	9,6%	17,3%	18,7%	15,3%
%du CA	16,1%	18,6%	19,3%	18,2%	18,7%	19,6%	20,2%
Résultat opérationnel courant	2,66	3,17	10,33	11,16	13,07	15,59	18,02
%évolution		19,1%	225,7%	8,1%	17,1%	19,2%	15,6%
%du CA	15,7%	12,8%	18,4%	17,1%	17,5%	18,5%	19,0%
Résultat opérationnel	2,67	7,04	10,25	11,16	13,07	15,59	18,02
%évolution		163,9%	45,5%	8,9%	17,1%	19,2%	15,6%
%du CA	15,7%	28,4%	18,2%	17,1%	17,5%	18,5%	19,0%
Charges financières	-0,11	-0,19	-0,22	-0,07	-0,10	-0,10	-0,10
Résultat avant impôts	2,56	6,85	10,03	11,09	12,97	15,49	17,92
Impôts	0,83	2,01	3,36	3,64	4,28	5,11	5,91
%Taux d'impôt effectif	32,4%	29,4%	33,5%	32,8%	33,0%	33,0%	33,0%
Résultat Net part du groupe	1,73	4,84	6,67	7,45	8,69	10,38	12,01
%évolution		180,0%	37,8%	11,7%	16,6%	19,4%	15,7%
%du CA	10,2%	19,5%	11,9%	11,4%	11,7%	12,3%	12,7%
Intérêts minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Croissance tirée par 1/ la montée en puissance des SVI et de l'activité de paiement par CB ; 2/ la poursuite des développements en édition en propre

Amélioration graduelle de la marge grâce à un effet mix favorable et à un taux de reversements au réseau d'affiliés moindre

7.2 Bilan – principaux agrégats

Au 31/12 (en M€)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Immobilisations incorporelles	0,18	2,21	2,41	3,14	4,00	5,00	6,00
Goodwill	0,05	27,95	27,95	27,95	27,95	27,95	27,95
Immobilisations corporelles	0,17	0,18	0,26	0,47	0,50	0,60	0,70
Immobilisations financières	0,01	0,04	0,03	0,12	0,20	0,20	0,20
BFR	0,13	-13,97	-6,93	-2,99	-3,13	-4,11	-4,63
%du CA	0,8%	-56,2%	-12,3%	-4,6%	-4,2%	-4,9%	-4,9%
Dettes financières	0,09	0,14	0,04	0,04	0,02	0,01	0,00
Trésoreries et valeurs mobilières	6,45	7,96	13,96	15,24	32,05	40,83	50,03
Endettement net	-6,36	-7,82	-13,91	-15,21	-32,03	-40,82	-50,03

Stabilisation du BFR en valeur relative

Endettement net négatif

7.3 Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats

Au 31/12 (en M€)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
CAF	1,80	5,12	7,03	8,11	9,49	11,28	13,01
Investissements	0,24	0,68	0,64	1,60	2,00	2,50	2,85
%du CA	1,4%	2,8%	1,1%	2,4%	2,7%	3,0%	3,0%
Variation du BFR	0,68	-0,08	-0,46	3,97	-0,14	-0,97	-0,53
Flux de trésorerie d'exploitation net	0,88	4,52	6,85	2,54	7,64	9,75	10,68

Capacité à contenir le niveau d'investissements

Un business model fortement générateur de cash flows

7.4 Ratios financiers

Au 31/12 (en M€)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Bénéfice net par action	0,29	0,37	0,42	0,43	0,51	0,60	0,70
%évolution		27,6%	13,5%	3,3%	16,6%	19,4%	15,7%
Capitalisation boursière	52,88	106,04	91,83	110,45	111,09	111,09	111,09
Valeur d'entreprise	46,53	98,22	77,92	95,25	79,06	70,27	61,06
P/E	30,60	21,91	13,77	14,82	12,78	10,71	9,25
P/CF	0,14	0,35	0,45	ND	0,55	0,66	0,76
Market to Book	7,59	4,64	2,50	2,55	1,80	1,54	1,32
VE / CA	2,74	3,95	1,38	1,46	1,06	0,83	0,64
VE / EBE	17,02	21,26	7,17	8,00	5,66	4,24	3,19
VE / REX	17,43	13,94	7,60	8,53	6,05	4,51	3,39
EBE / CA	16,1%	18,6%	19,3%	18,2%	18,7%	19,6%	20,2%
REX / CA	15,7%	28,4%	18,2%	17,1%	17,5%	18,5%	19,0%
Résultat net / CA	10,2%	19,5%	11,9%	11,4%	11,7%	12,3%	12,7%
Gearing	-91,2%	-34,2%	-37,9%	-35,1%	-51,8%	-56,5%	-59,4%
Capitaux engagés	0,54	16,42	23,72	28,68	29,52	29,64	30,22
RCE	NS	934,9%	41,9%	31,7%	30,7%	35,5%	40,8%
Rentabilité des Fonds Propres	24,8%	21,2%	18,2%	17,2%	14,1%	14,4%	14,3%

8 Avertissements importants

8.1 Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research

Les opinions mentionnées par Genesta Equity Research traduisent la performance absolue attendue, à un horizon compris entre 6 et 12 mois, pour chaque valeur considérée, et ce, en monnaie locale.

1. Achat fort	Le titre devrait réaliser une performance absolue supérieure à +25 %
2. Achat	Le titre devrait réaliser une performance absolue comprise entre +10 % et +25 %
3. Neutre	Le titre devrait évoluer entre +10 % et -10 %
4. Vente	Le titre devrait réaliser une contre performance absolue comprise entre -10 % et -25 %
5. Vente fort	Le titre devrait réaliser une contre performance absolue supérieure à -25 %

8.2 Détection de conflits d'intérêts potentiels

Participation de l'analyste, de Genesta et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de Genesta	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et Genesta	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et Genesta	Rémunération de Genesta par l'émetteur au titre de l'établissement de la présente analyse financière	Rémunération de Genesta par l'émetteur au titre d'autres prestations que l'établissement de la présente analyse financière	Communication de l'analyse financière à l'émetteur préalablement à sa diffusion
Non	Non	Non	Non	Non	Non	Oui *

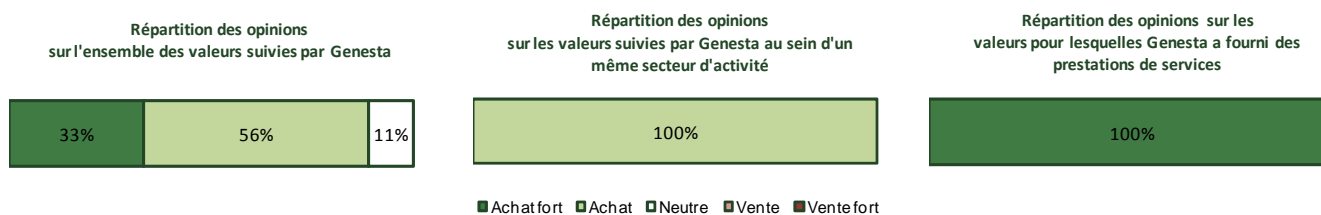
* : Aucun changement significatif n'a été réalisé suite à la communication de l'analyse financière à l'émetteur.

En qualité de Conseiller en Investissements Financiers, membre de l'AACIF, Association des Analystes Conseillers en Investissements Financiers, Genesta se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par cette association pour son fonctionnement interne, en particulier dans le respect du Code de Bonne Conduite défini par l'AACIF et des Procédures prévues par l'AACIF en matière de gestion des conflits d'intérêts. Des procédures internes à Genesta définissent par ailleurs certains aspects complémentaires au fonctionnement des activités d'analyse financière. Des informations supplémentaires peuvent être obtenues sur simple demande écrite adressée à la société Genesta quant à ces règles de fonctionnement.

8.3 Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois

Date de 1 ^{ère} diffusion	Opinion	Objectif de cours
27 mai 2010	Initiation de couverture Achat	8,05 €

8.4 Répartition des opinions¹



¹ Il convient de noter que Genesta ne couvre aujourd'hui qu'un nombre limité de valeurs.

8.5 Avertissement complémentaire

Les informations présentées dans les pages précédentes restent partielles. Elles ne peuvent être considérées comme ayant une valeur contractuelle.

Cette publication a été rédigée par Genesta et est délivrée à titre informatif. Elle ne constitue en aucun cas un ordre d'achat ou de vente de la (les) valeur(s) mobilière(s) qui y est (sont) mentionnée(s). Elle est destinée aux investisseurs professionnels et ne constitue en aucun cas une décision d'investissement. De ce fait, ni Genesta, ni ses dirigeants, ni ses employés ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Les informations, estimations et commentaires exprimés dans cette étude proviennent de sources jugées dignes de foi. Toutefois, Genesta n'en garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité, ni la fiabilité. Ainsi, sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants, ni de ses employés, ne pourrait être engagée d'aucune manière à ce titre. Les opinions, appréciations, estimations et prévisions contenues dans cette publication reflètent le jugement de Genesta à la date mentionnée en première page du document, et peuvent ultérieurement faire l'objet de modifications ou d'abandons sans préavis, ni notification.

Cette publication ne peut être diffusée auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme 'personnes autorisées ou exemptées' selon le 'Financial Services Act 1986' du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du 'Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997' peuvent avoir accès à la publication ci-présente. Celle-ci ne saurait être distribuée ou communiquée, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. La (les) valeur(s) mobilière(s) faisant l'objet de cette publication n'a (n'ont) pas été enregistrée(s) auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer cette étude à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que Genesta ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, cette publication pourra être réalisée par Genesta de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

Cette publication reste la propriété de Genesta et ne peut être reproduite ou diffusée sans autorisation préalable de Genesta.