

Date de première diffusion : 1<sup>er</sup> septembre 2010

## Rentabiliweb

### Une année 2010 qui s'annonce en fanfare

#### Commentaires sur les résultats du S1 2010

Rentabiliweb a publié, le 31 août dernier, des résultats S1 2010 très satisfaisants. Le chiffre d'affaires, de 41,1 M€, affiche une progression soutenue de +39,2 %, portée par les segments dynamiques du marketing direct (cashback, services vocaux interactifs) et du micro-paiement, et par l'accélération des effets de cross-selling entre les différents sites propres composant l'univers du BtoC. L'EBITDA fait lui un bond de +51,6 % en raison de la bonne maîtrise des dépenses, notamment internes. Le résultat net pour la période s'élève alors à 4,1 M€. Compte tenu de cette performance, et de l'actualité chargée de la société notamment en matière d'acquisitions, opérations qui devraient se révéler pertinentes à court terme, le groupe se dit confiant dans la réalisation d'un chiffre d'affaires 2010 en croissance à minima de +30 %.

#### Les développements du BtoC laissent augurer de belles performances

Les efforts de développement actuellement menés sur le pôle BtoC devraient continuer de délivrer leurs fruits au S2 2010 : 1/ le segment du cashback, en adéquation avec les tendances de consommation actuelles orientées vers la recherche de promotion, est particulièrement porteur (Mailorama a réalisé sur le S1 2010 une croissance de chiffre d'affaires de +100 %) ; 2/ l'offre de services vocaux interactifs, plus récemment développés par le groupe, devrait graduellement monter en puissance et partir à l'abordage de la monétisation des médias offline (presse, radio, TV) ; 3/ le lancement du service de processing bancaire, après obtention prochaine de l'agrément de paiement recèle, selon nous, un potentiel important à moyen terme, et ce notamment sur le marché effervescent des jeux et paris en ligne. Enfin, la récente intégration d'Edencast, ancien fournisseur pour le groupe de trafic, devrait, au-delà d'économies de coûts de reversement, venir également étayer le portefeuille de solutions de monétisation du groupe sur le référencement payant à terme.

#### Le BtoC est loin d'être en reste

Le bouquet de sites propres du groupe, constamment étoffé (notamment au travers de l'intégration de nouveaux sites hérités d'Edencast sur les thématiques de l'humour et des news), toujours sur des thématiques fidélisantes et ciblant une population adulte acheteuse, devrait continuer de générer une croissance notable (le groupe parvenant à réaliser du cross-selling entre ses sites) et une rentabilité supérieure à la moyenne du groupe.

#### Valorisation

Nous réitérons notre opinion Achat Fort et relevons nos estimations sur notre période de prévisions. Pour 2010, nous anticipons désormais un chiffre d'affaires de 88,2 M€, en croissance de +34,7 %, ainsi qu'une marge d'EBITDA de 19,3 %, améliorée par rapport à l'exercice 2009 (18,2 %). Notre objectif de cours ressort à 9,50 €, soit un potentiel d'appréciation de +29,5 %, et ce malgré la récente progression du titre.

#### Pauline ROUX

Analyste Financier  
proux@genesta-finance.com  
01.45.63.68.86

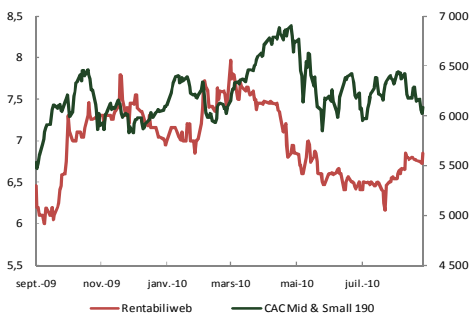
**Opinion** **1. Achat Fort**  
**Cours (clôture au 31 août 2010)** **7,33 €**  
**Objectif de cours** **9,50 € (+29,5 %)**

#### Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	BIL.PA / BIL:FP
Capitalisation boursière	130,4 M€
Valeur d'entreprise	105,9 M€
Flottant	42,6 M€ (32,7 %)
Nombre d'actions	17 787 655
Volume quotidien	53 490 €
Taux de rotation du capital (1 an)	11,0 %
Plus Haut (52 sem.)	8,00 €
Plus Bas (52 sem.)	6,00 €

#### Performances

Absolue	1 mois	6 mois	12 mois
	+12,1 %	-8,0 %	+13,5 %



#### Actionnariat

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

#### Agenda

Chiffre d'affaires T3 2010 : novembre 2010

#### Chiffres Clés

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
CA (M€)	56,3	65,4	88,2	103,6	114,5
Evolution (%)	126,5%	16,3%	34,7%	17,5%	10,5%
EBE (M€)	10,9	11,9	17,0	21,2	24,2
REX (M€)	10,2	11,2	16,1	21,5	24,6
Marge d'expl. (%)	18,2%	17,1%	18,2%	20,8%	21,5%
Res. Net. Pg (M€)	6,7	7,5	10,7	14,4	16,4
Marge nette (%)	11,9%	11,4%	12,1%	13,9%	14,3%
BPA	0,42	0,47	0,60	0,81	0,92

#### Ratios

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
VE / CA	1,4	1,5	1,2	0,9	0,7
VE / EBE	7,2	8,0	6,1	4,3	3,2
VE / REX	7,6	8,5	6,4	4,2	3,1
P / E	13,8	14,8	12,2	9,1	7,9
Gearing (%)	-38%	-35%	-42%	-51%	-57%
Dettes nette / EBE	-1,3	-1,3	-1,6	-1,9	-2,2
RCE (%)	18,2%	17,2%	16,7%	18,3%	17,3%

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](http://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. Rentabiliweb 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 de résultats semestriels de très bonne facture, et compte tenu de la guidance de la société d'une croissance annuelle de son chiffre d'affaires supérieure à +30 %, nous relevons nos estimations pour l'exercice 2010 et à moyen terme. Notre prévision de revenus pour 2010 s'élève désormais à 88,2 M€, en croissance de +34,7 %, et ce compte tenu des performances notables des activités BtoB sur les pôles dynamiques, et de l'accélération des synergies de cross-selling entre les sites sur le BtoC. Notre prévision de marge d'EBITDA 2010 ressort à 19,3 % du chiffre d'affaires, le S2 2010 devant faire l'objet d'investissements, notamment en matière de captation de trafic, mais également au niveau des charges de personnel afin d'anticiper les développements à venir. L'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, sur la base d'un coût moyen pondéré des ressources de 12,95 %, valorise le titre à 10,12 € 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 8,87 € par action.

Notre objectif de cours, résultant de la moyenne des résultats obtenus par les méthodes DCF et comparaison boursière, ressort à 9,50 € 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 (+100 % de croissance de CA de Mailorama au S1 2010) ainsi que les débuts prochains de la commercialisation de prestations de paiement en ligne pour ses clients (probablement au T3 2010), 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 continuer d'être étoffé sur de nouvelles thématiques fidélisantes (récent rachat de ClicBienEtre sur le féminin, intégration de deux sites sur les news et l'humour hérités d'Edencast, etc., ou encore sur les segments du coaching ou du sport). Des opérations de croissance externe ciblées pourraient intervenir sur ces thématiques.

### Une capacité à générer de la trésorerie démontrée et une juste utilisation pour les investissements

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'EBE du S1 2010 s'élevant à 20,0 %. 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

Nous réitérons notre opinion Achat Fort et relevons nos estimations sur notre période de prévisions. Pour 2010, nous anticipons désormais un chiffre d'affaires de 88,2 M€, soit une croissance de +34,7 %, ainsi qu'une marge d'EBITDA de 19,3 %, améliorée par rapport à l'exercice 2009 (18,2 %). Notre objectif de cours ressort à 9,50 €, soit un potentiel d'appréciation de +29,5 %, et ce malgré la récente progression du titre.



## Sommaire

---

1	Présentation.....	4
1.1	Rappel du positionnement de la société .....	4
1.2	Commentaires sur les résultats S1 2010.....	7
2	Une actualité chargée.....	9
2.1	Acquisition de Clic Bien Etre .....	9
2.2	Acquisition d'Edencast .....	9
3	Un point sur les segments en développement .....	10
3.1	Le marketing online toujours en croissance dynamique .....	10
3.2	Un positionnement prochain sur le segment des paris en ligne .....	11
3.3	La monétisation offline : une diversification pas à pas.....	12
4	Prévisions.....	13
4.1	Chiffre d'affaires et marges .....	13
4.2	Santé financière .....	14
5	Valorisation.....	15
5.1	DCF.....	15
5.2	Comparables.....	17
6	Synthèse des comptes .....	20
6.1	Compte de résultats simplifié .....	20
6.2	Bilan – principaux agrégats.....	20
6.3	Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats.....	20
6.4	Ratios financiers.....	21
7	Avertissements importants .....	22
7.1	Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research.....	22
7.2	Détection de conflits d'intérêts potentiels .....	22
7.3	Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois .....	22
7.4	Répartition des opinions .....	22
7.5	Avertissement complémentaire.....	23

## 1 Présentation

Rentabiliweb, 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 30 juin 2010, 58,8 % 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 casual, et non paris en ligne) ; 2/ Dating ; 3/ Communautés et Services ; 4/ Adulte (Internet de charme). Le segment BtoC représentait, au 30 juin 2010, 41,2 % 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 Rappel du positionnement de la société

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.

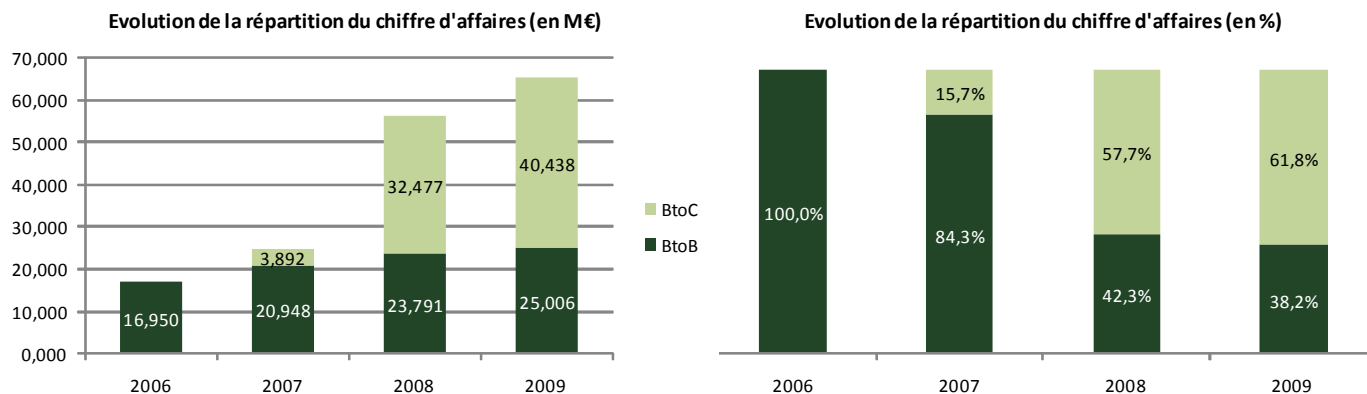
Pôle	Segment d'activité	Business model	Sites
BtoB	Micro-paiement / Paiement	Commissions sur transactions	www.rentabiliweb.com www.takepass.com www.rentabiliweb-multimedia.com
	Marketing Direct / Régie publicitaire	Revenus à la performance	www.mailorama.fr www.topoffres.com www.128b.com www.0instant.com
	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 la domicile, etc.)	www.handicap-information.com www.justiceprivee.com www.eboulot.com
	Adulte	Commissions sur télécommunications	www.eurolive.com www.mykocam.com
	Féminin	Monétisation des bases de données Acquisition de trafic et affiliation vers les autres sites et programmes (notamment cashback) du groupe	www.clicbienetre.com

Source : société, Genesta

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 annuelle du split d'activités en fonction des revenus du groupe :



Source : société

### 1.1.1 BtoB : l'ambition de devenir un one-stop-shop de la monétisation d'audience

#### UN ACTEUR HISTORIQUE DU MICRO-PAIEMENT

Au moment de la création de la société en 2001, dans un contexte de crise du secteur Internet, Rentabiliweb a décidé de parier sur le potentiel de monétisation du média Internet, jusqu'alors bâti sur un modèle à accès 100 % gratuit. Le groupe 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.

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 (comme par exemple la solution MPME, qui permet aux éditeurs de sites de facturer leurs services ou leurs contenus via la facture des opérateurs mobiles).

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, sur les sites de clients tiers (le groupe opérant déjà pour compte propre), après obtention de l'agrément de paiement (candidature en cours auprès de l'Autorité de Contrôle Prudentiel, qui remplace désormais sur ce type de sollicitations le CECEI – Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement –, probablement finalisée au T3 voire T4 2010).

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

L'envergure croissante du réseau d'affiliés de Rentabiliweb et le potentiel de monétisation de leurs bases de données ont 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 actifs<sup>1</sup> 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).

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.

#### **REGIE PUBLICITAIRE : UN SERVICE COMPLEMENTAIRE MAIS NON STRATEGIQUE**

Rentabiliweb a, en complément de ses autres services de monétisation, choisi de développer une offre de régie publicitaire performante et différenciée (notamment grâce à la vente aux enchères d'espaces publicitaires invendus) afin de proposer un panel de solutions de monétisation le plus diversifié et complet possible. Toutefois, il convient de noter que cette offre de régie publicitaire s'inscrit davantage dans une optique de constitution d'un service complémentaire que d'un actif intrinsèquement stratégique.

En effet, Rentabiliweb ne cherche pas à concurrencer les pure players ou les spécialistes de la publicité, sauf à être un acteur significatif de ces métiers à l'image de Yahoo, MSN ou Hi-Media. La société vise plutôt à intégrer cette prestation au panel de solutions de marketing interactif proposé. Nous pensons que cet axe de conduite est pertinent 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, ValueClick, TradeDoubler ou encore Yahoo et MSN, bénéficient d'une certaine prime aux leaders.

#### **SERVICES VOCAUX INTERACTIFS : ABORDER LA MONETISATION OFFLINE**

Toujours avec le même objectif d'offrir à ses clients un panel de services de monétisation d'audience le plus élargi possible, Rentabiliweb s'efforce encore, au sein du pôle BtoB, de diversifier 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 médias 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.

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. 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. La société tirerait ainsi les fruits d'actions de cross-selling entre ses différentes activités.

### **1.1.2 BtoC : l'édition d'un bouquet de sites en propre, sur des thématiques lucratives et fidélisantes, qui offre un surcroît de marge**

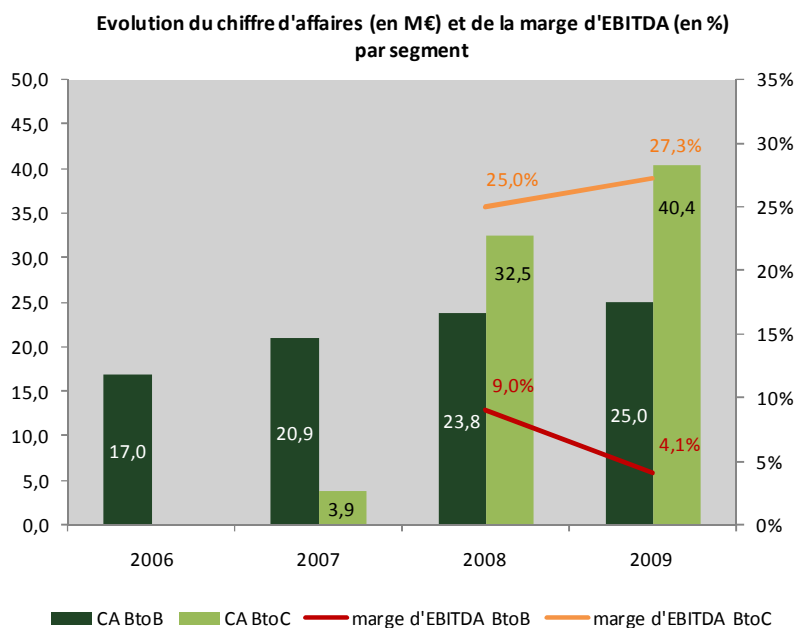
Depuis fin 2006, Rentabiliweb a choisi de démarrer une activité d'édition de contenus en propre, afin d'adapter son savoir-faire de monétisation de l'audience à ses propres sites, sur l'univers du divertissement avec des thématiques attractives et addictives. Le groupe gère aujourd'hui un véritable bouquet de sites Internet, sur un univers thématique cohérent : 1/ le Jeu ; 2/ le Dating ; 3/ les Communautés et Services ; 4/ l'Adulte ; 5/ le Féminin (depuis le rachat de ClicBienEtre en juin dernier).

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.

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



En termes de rentabilité, le segment BtoC 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 :



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 au-delà de l'apport de trafic généré 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. Par ailleurs, ce taux de reversement pourrait être réduit, la société ayant récemment procédé au rachat d'Edencast en août 2010, ancien fournisseur de solutions de référencement pour le groupe sur ses activités BtoC. Nous reviendrons de façon plus détaillée sur ce point en partie 2.

## 1.2 Commentaires sur les résultats S1 2010

Rentabiliweb a publié, le 31 août dernier, un chiffre d'affaires ainsi que des résultats au titre du S1 2010 en forte croissance. Le chiffre d'affaires ressort à 41,1 M€, réparti à 58,8 % sur le BtoC et à 41,2 % sur le BtoB. Cette progression très significative de +39,2 % de l'activité, hausse purement organique, s'explique par une amélioration notable sur les activités BtoB (+37,0 %), tout comme sur le pôle BtoC (+40,7 %).

	S1 2010	S1 2009	Δ (en %)
BtoB	16,925	12,358	37,0%
BtoC	24,156	17,163	40,7%
<b>TOTAL</b>	<b>41,081</b>	<b>29,521</b>	<b>39,2%</b>

Source : société

La croissance du pôle BtoB a été notamment boostée par le marketing direct pour compte de tiers et par une performance notable sur les ventes réalisées par Mailorama sur le segment du cashback (les revenus de l'entité affichant une hausse de +100 % sur la période). Le segment du micro-paiement a lui aussi connu de bonnes performances, tirées par d'importants contrats de monétisation tels que ConcoursMania. Enfin, les services vocaux interactifs, offre plus récente au sein du groupe, enregistrent des ventes dynamiques satisfaisantes, permettant notamment au groupe d'élargir graduellement ses services de monétisation à destination des acteurs du offline.

Le pôle BtoC a lui aussi connu une progression sensible de ses revenus, portée par les effets de cross-selling entre les thématiques des sites développés par le groupe. En effet, le bouquet de sites édités en propre par le groupe se concentre autour de thématiques fidélisantes voire addictives (jeux vidéo casual online, dating, femme/bien être, etc.) et ciblent une catégorie de population majeure à haut pouvoir d'achat.

Un visiteur d'un site du Dating est donc potentiellement une cible pour les autres sites du groupe. Le savoir-faire d'acquisition et de gestion de trafic ainsi que l'autopromotion réalisée sur ses propres sites permettent à la société de rediriger l'audience de chacun de ses sites propres vers l'ensemble de l'univers créé par le groupe. Sur ce premier semestre 2010, le pôle BtoC a donc sensiblement bénéficié d'effet de cross-selling entre les différentes thématiques mises en avant par Rentabiliweb.

Ainsi, au global, l'offre étoffée de services de monétisation de l'audience, offre one-stop-shop, mise au service de clients tiers comme pour compte propre, a permis au groupe d'asseoir sa croissance de revenus sur ce premier semestre 2010. Rentabiliweb parvient à tirer des synergies importantes entre ses différentes business unit (cross selling sur les sites du BtoC et qualification accrue des bases de données gérées, monétisation de l'audience de tiers sur un panel plus important de prestations, intégration de clients offline en BtoB, etc.).

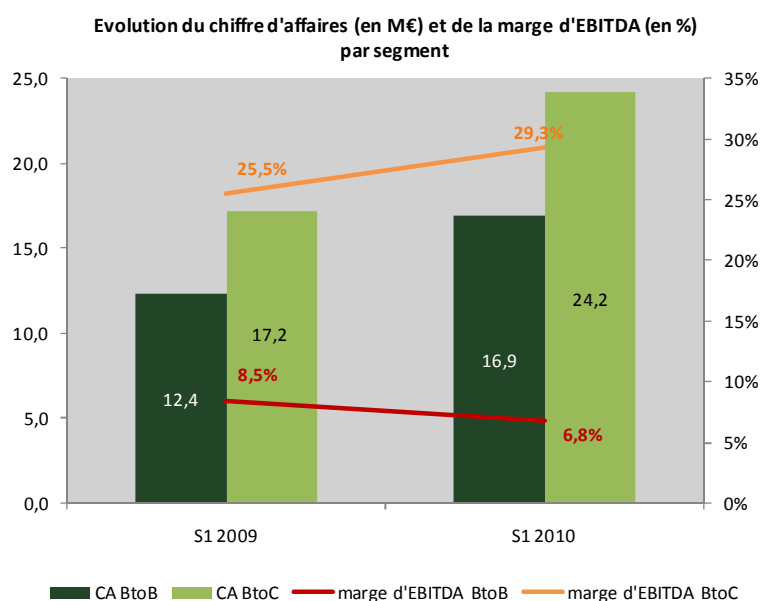
Le tableau ci-après récapitule les principaux agrégats du compte de résultats semestriel du groupe :

	S1 2010	S1 2009
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>41,080</b>	<b>29,521</b>
% évolution	39,2	
<b>Marge brute</b>	<b>20,276</b>	<b>15,491</b>
% du CA	49,4	52,5
<b>EBE</b>	<b>8,226</b>	<b>5,425</b>
% évolution	51,6	
% du CA	20,0	18,4
<b>Résultat Opérationnel Courant</b>	<b>7,879</b>	<b>5,195</b>
% évolution	51,7	
% du CA	19,2	17,6
<b>Résultat avant impôts</b>	<b>6,003</b>	<b>5,114</b>
Impôts	1,906	1,668
<b>Résultat Net part du groupe</b>	<b>4,097</b>	<b>3,447</b>
% du CA	10,0	11,7

Source : société

Sur le S1 2010, Rentabiliweb est parvenu à sensiblement améliorer sa marge d'EBITDA, passant de 18,4 % au S1 2009 à 20,0 % au S1 2010, soit une progression de +11,6 % sur la période. Si le groupe enregistre un repli de 3 points de sa marge brute sur la période, en raison d'efforts consentis sur le segment BtoC notamment (la marge brute du pôle passant de 66,4 % au S1 2009 à 60,4 % au S1 2010) en raison d'une politique assez agressive de reversements pour les affiliés, la marge d'EBITDA de ce pôle est toutefois en amélioration de près de 5 points, passant de 25,5 % au S1 2009 à 29,3 % au S1 2010 grâce à une optimisation des coûts techniques et une bonne maîtrise des frais généraux et salariaux, compensant ainsi le repli de marge brute du pôle.

En situation inverse, le pôle BtoB affiche un maintien de sa marge brute à 33,6 % (vs. 33,1 % au S1 2009), mais un retrait de la marge d'EBITDA passant de 8,5 % à 6,8 %, et ce en raison d'investissements marketing (notamment sur le programme de cashback Mailorama) et de recrutements assez importants sur la période, afin de soutenir les ambitions de développement du pôle à moyen terme.



Source : société



Ainsi, le surplus de progression du pôle BtoC, mieux margé que le reste des activités, a permis au groupe d'accélérer la croissance de sa rentabilité, à un niveau plus rythmé que celui du chiffre d'affaires. La pertinence des choix opérationnels du groupe sur son marché, combinée à une gestion des dépenses drastique et à un réinvestissement permanent des économies de coûts réalisées pour encore accélérer le développement, a clairement permis à Rentabiliweb d'afficher des résultats de bonne facture au titre du S1 2010, et très prometteurs pour l'ensemble de l'année.

Au niveau bilanciel, la situation financière reste très saine, avec une capacité de génération de trésorerie encore accrue sur cette première moitié de l'année. L'endettement nul de la société lui permet d'afficher une situation de trésorerie nette de 27,8 M€, en amélioration sensible par rapport à fin 2009 en raison notamment de la bonne maîtrise du BFR (toujours négatif) et de CAPEX mesurés sur la période (principalement des investissements techniques pour continuer à intégrer les savoir-faire clés de son métier de monétiseur d'audience et ainsi encore réduire sa dépendance vis-à-vis des fournisseurs). Rappelons enfin que la société a levé près de 10 M€ lors de son transfert sur le marché Eurolist C en début d'année 2010.

Au vu de ces résultats très satisfaisants, Rentabiliweb a donné une guidance de chiffre d'affaires pour l'ensemble de l'exercice d'environ +30 % de croissance du chiffre d'affaires par rapport à 2009, guidance que nous jugeons assez confortable. En effet, eu égard aux performances du semestre écoulé, aux perspectives de développement des segments BtoB les plus dynamiques, de la continuité du succès des sites en propre (bouquet au sein duquel le groupe a récemment intégré ClicBienEtre sur la thématique féminine), et de la récente acquisition d'Edencast (CA 2010 estimé hors contribution de Rentabiliweb de 7,2 M€ en année pleine), nous sommes pleinement confiants dans les capacités du groupe à réaliser un exercice 2010 en croissance significative, et à la rentabilité élevée.

## 2 Une actualité chargée

---

### 2.1 Acquisition de Clic Bien Etre

---

Conformément aux objectifs stratégiques annoncés par le groupe début 2010, Rentabiliweb a entamé, au travers du rachat en juillet dernier de ClicBienEtre, l'élargissement de son univers thématique de sites propres au sein du pôle BtoC. Le groupe privilégie un public cible plus féminin, toujours sur des thématiques attrayantes et lucratives. Cette opération a permis à la société d'acquérir le contenu éditorial, la marque, ainsi que la base de données du portail d'information santé et shopping du groupe Yves Rocher. Rentabiliweb parachève ainsi son univers de sites BtoC par l'ajout d'une nouvelle thématique féminine, dont l'audience est complémentaire au public plus masculin déjà ciblé par le groupe au travers de ses thématiques historiques que sont le Jeu, le Dating, ou encore l'Adulte. Poursuivant toujours la même logique d'adresser une population d'internautes adultes et monétisables, Rentabiliweb élargit ainsi son audience sur la thématique fidélisante du bien-être.

Il convient de voir qu'au-delà de l'élargissement de l'audience de ses sites propres, que cela soit en termes qualitatif (public féminin) que quantitatif (le site générant un trafic de plus de 1 million de visiteurs uniques mensuels), Rentabiliweb renforce également le potentiel de croissance de ses activités sur le pôle BtoB.

En effet, le groupe intègre au travers de cette opération un contenu de qualité dont la maintenance sera peu coûteuse, mais surtout une base de données à forte valeur ajoutée et qualifiée, composée de cyberacheteuses majeures. Ainsi, le groupe, devenu le spécialiste de la monétisation d'audience, devrait bénéficier à court terme de synergies de cross-selling entre ses deux pôles BtoC et BtoB, au travers de l'embasement et de l'exploitation de la base de données de ClicBienEtre, et ce dans le but d'alimenter les activités de marketing direct de la société : affiliation, emailing, mais surtout cashback (la population féminine étant réceptive à ce type d'opérations), l'audience Mailorama étant sensiblement similaire à celle du site de bien être.

### 2.2 Acquisition d'Edencast

---

Au-delà de l'élargissement de son pôle BtoC, Rentabiliweb a également procédé en août dernier au rachat d'Edencast, société spécialisée dans le marketing à la performance et notamment le référencement payant sur Internet. Cette acquisition, pertinente, vient compléter le panel de savoir-faire du groupe, en intégrant un spécialiste de l'acquisition de trafic, à un moment opportun où Google a annoncé la libre concurrence sur l'achat de mots clés, et notamment pour les noms de marques.

Au-delà de la complémentarité des activités des deux sociétés, il convient de souligner qu'Edencast était l'un des principaux sous-traitants de Rentabiliweb en matière d'acquisition de trafic pour le compte du groupe sur ses activités BtoC. Sur les 11,2 M€ de chiffre d'affaires 2010 estimés pour Edencast, Rentabiliweb en représente environ 4 M€, soit un peu plus de 35 %.

Ainsi, le groupe va bénéficier non seulement de l'intégration du solde de l'activité historique d'Edencast, mais aussi intégrer une marge de reversements auparavant dégagée par ce fournisseur, la prestation étant désormais assumée en interne.

En termes de profitabilité, l'EBIT normatif 2010 d'Edencast (retraité de certaines charges de gestion ajustables dès le S2 2010) s'élève à 2 M€ selon le management. Ainsi, nous évaluons l'impact sur la marge du groupe à un peu plus de 1 M€ en 2010 (économie de coûts sur les reversements et intégration sur 6 mois du groupe, à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2010).

Par-delà ses activités de marketing direct, Rentabiliweb hérite également d'une activité d'édition de sites grand public, sur les thématiques de l'humour et des news, thématiques connexes à celles du bouquet existant, et également fidélisantes conformément aux objectifs de développement du pôle BtoC. Ce sont ainsi 3 millions d'emails opt-in qui viennent renforcer les bases de données de Rentabiliweb, portant ainsi la capacité d'embasement de la société à 7,5 millions d'adresses.

Ainsi, nous considérons le rachat d'Edencast doublement fructueux compte tenu 1/ de la complémentarité des activités et savoir-faire des deux entités en matière de génération de trafic et de monétisation ; 2/ des synergies de coûts qui devraient être générées ; 3/ d'un potentiel de développement à terme au niveau commercial, le savoir-faire de référencement payant acquis venant ajouter une brique solide supplémentaire au panel de services proposés par le groupe en BtoC.

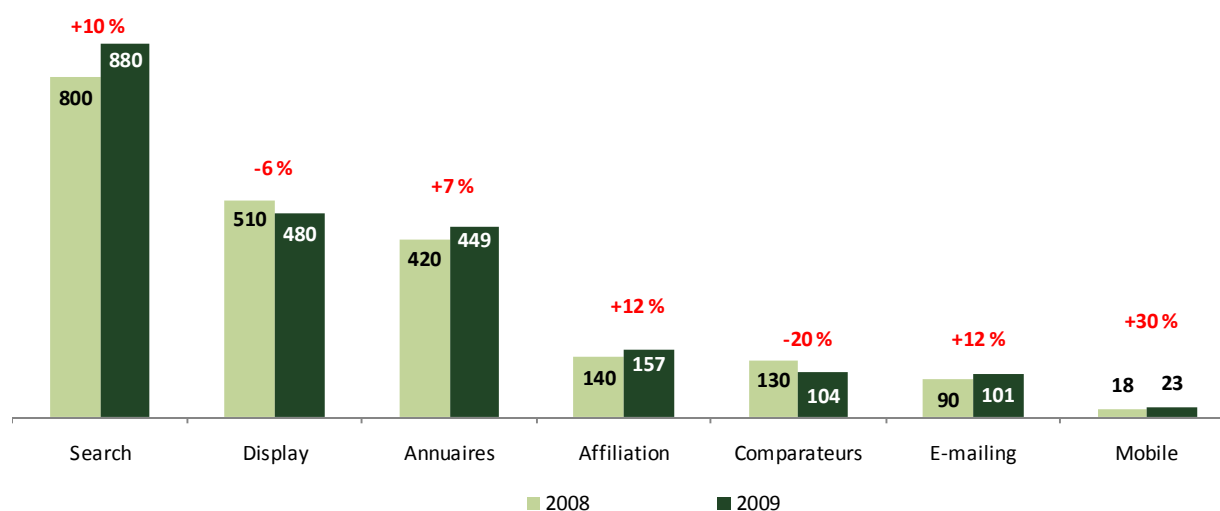
### 3 Un point sur les segments en développement

#### 3.1 Le marketing online toujours en croissance dynamique

Rentabiliweb, spécialiste de la monétisation d'audience sur Internet, opère sur divers segment du marketing online : publicité à la performance (hors branding), affiliation, emailing, etc. Ce marché, s'il a subi des évolutions contrastées selon les segments en 2009, reste un segment de la communication porteur et en progression continue, Internet représentant au S1 2010 une part de marché de 12,2 % au sein de la communication pluri-média (derrière la télévision : 33,0 % ; la presse : 28,6 % ; la radio : 14,9 %).

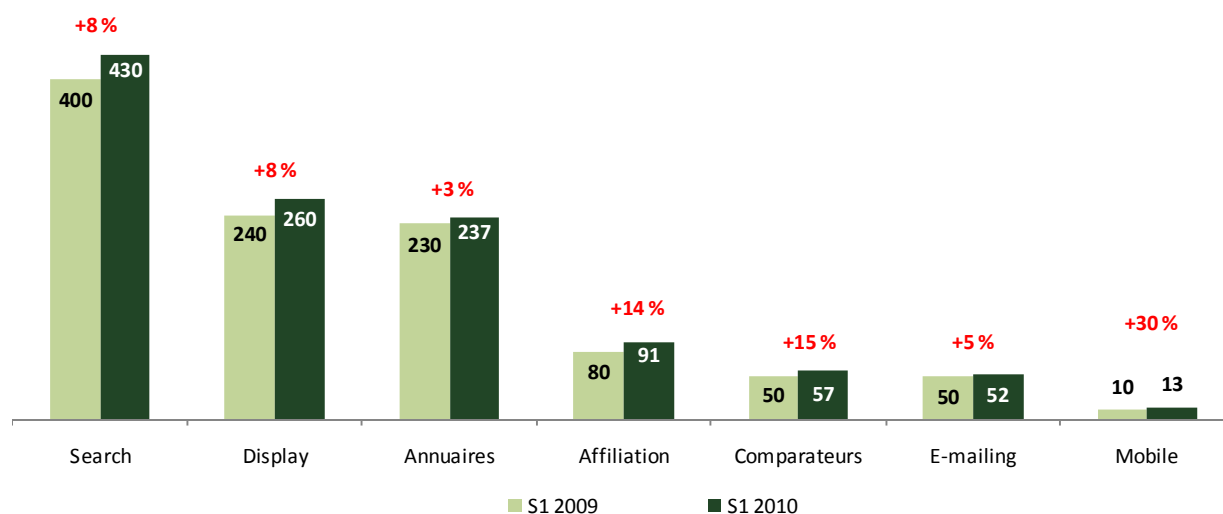
Les graphiques ci-après détaillent les évolutions, par segment, de la communication online en 2009 vs. 2008, et au S1 2010 vs. le S1 2009 :

Evolution du marché de la communication online par segment (en M€)  
2009 vs. 2008



Source : Capgemini Consulting, SRI

**Evolution du marché de la communication online par segment (en M€)  
S1 2010 vs. S1 2009**



Source : Capgemini Consulting, SRI

Il convient de souligner que les segments sur lesquels se positionne Rentabiliweb, en dehors du segment de la communication mobile encore peu mature, connaissent actuellement une forte croissance. En effet, l'affiliation, cœur de métier marketing du groupe, affiche une progression de +14 % au S1 2010 (après une année 2009 elle aussi florissante, à +12 %). L'emailing reste également porteur, avec une hausse de respectivement +12 % en 2009 et +5 % en 2010.

Si le display a accusé un repli de -6 % en 2009, en raison du repli du display branding (sur lequel Rentabiliweb ne souhaite pas se positionner), les annonceurs préférant des modèles à la performance (plus proches du modèle du groupe), le display à la performance a lui été particulièrement porteur, selon Capgemini Consulting. Sur la première moitié de 2010, le display branding affiche une tendance plus favorable, Capgemini ajoutant que le S1 2010 révèle « un certain retour des marques sur des problématiques de branding », et le display à la performance maintient sa dynamique par rapport à 2009. Au global, le segment display (branding + performance) affiche une progression de +8 % sur la première moitié de l'année 2010.

Le segment du Search, référencement Internet, sur lequel Rentabiliweb n'opère pas jusqu'alors dans sa démarche de monétisation d'audience, est lui aussi un segment de la communication online en forte amélioration, de +10 % en 2009 et +8 % au S1 2010. Si le groupe n'est pas, à ce jour, à proprement parler positionné sur ce segment, il convient de noter que l'acquisition en août dernier de la société Edencast permet à Rentabiliweb d'intégrer ce savoir-faire, dans un premier temps en interne, à des fins de monétisation de son audience propre. En effet, Edencast était un prestataire de services historique pour la monétisation d'une partie de l'audience BtoC du groupe. Ainsi, le rachat d'Edencast permet à Rentabiliweb, de compléter son expertise de monétisation en intégrant le search, et ainsi réaliser des économies de coûts liées au rachat d'un sous-traitant pour l'acquisition de trafic sur ses propres sites. Par la suite, la société pourrait véritablement intégrer ce savoir-faire au panel de services de monétisation déjà proposé en BtoC à ses clients, tiers, au-delà de sa propre audience.

Le positionnement élargi de Rentabiliweb, poursuivant son ambition d'être un one-stop-shop de la monétisation de l'audience, devrait lui permettre de profiter pleinement des tendances de marché en 2010, et ce d'autant plus que le groupe opère sur des segments en croissance dynamique.

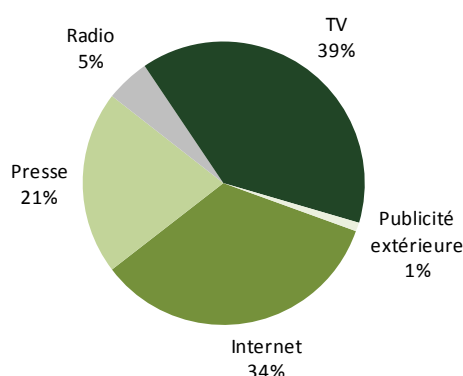
### 3.2 Un positionnement prochain sur le segment des paris en ligne

Fort de son expérience en BtoC dans le domaine du divertissement Internet (bouquet de sites en propre notamment sur les thématiques du jeu vidéo), et de son savoir-faire de monétiseur d'audience, Rentabiliweb ambitionne de se positionner sur le marché des paris online. Comme évoqué lors de notre initiation de couverture, plusieurs démarches s'offrent au groupe pour pénétrer ce marché : 1/ être lui-même opérateur de jeux ; 2/ proposer aux sites de jeux des services de monétisation d'audience, et notamment opérer selon des programmes d'affiliation dans une optique d'acquisition de trafic, d'analyse de l'audience, etc. ; 3/ offrir aux sites opérateurs des services de processing bancaire (la société étant déjà en mesure de gérer des paiements par carte bancaire, mais sur ses propres sites), le groupe étant actuellement candidat à l'obtention de l'agrément de paiement.

Compte tenu de la compétition intense qui règne entre les différents opérateurs de jeux (2 opérateurs historiques – Française des Jeux et PMU – et 16 autres opérateurs ayant obtenu la licence) et des savoir-faire de la société, nous pensons que le groupe serait plus à même d'opter pour un positionnement d'affiliateur et/ou de processeur bancaire pour le compte des sites existants.

Cet élargissement probable du champ des activités du groupe à court/moyen terme, nous semble recéler un fort potentiel, eu égard à l'expertise de monétisation du groupe sur des thématiques connexes, mais aussi à l'envergure croissante que prend ce marché. Depuis son ouverture à la concurrence en juin dernier (8 juin 2010 : autorisation des sites de paris sportifs en ligne ; 25 juin 2010 : autorisation des sites de poker en ligne), le marché des paris online a déjà agrégé à lui seul environ 50 M€ d'investissements publicitaires bruts plurimédias (source IAB, SRI, juin 2010), dont 16,7 M€ d'investissements publicitaires bruts sur Internet. Le graphique ci-après montre la ventilation des dépenses de communication des paris online par média :

**Répartition des investissements publicitaires par média des paris sportifs / poker online**



Source : IAB, SRI (juin 2010)

Internet représente d'ores et déjà 34 % de ces dépenses publicitaires, derrière la TV qui regroupe 39 % des budgets de communication. Ainsi, le mix TV/Internet semble être le duo gagnant privilégié des annonceurs. Nous pensons que Rentabiliweb dispose des atouts et des compétences nécessaires pour se positionner sur ce marché à fort potentiel, probablement au T3 voire au T4 2010. De plus, le groupe, qui ambitionne de développer en parallèle de ses services de monétisation de l'audience Internet, des services de monétisation offline, devrait bénéficier d'un profil attractif sur un secteur mixant online et offline.

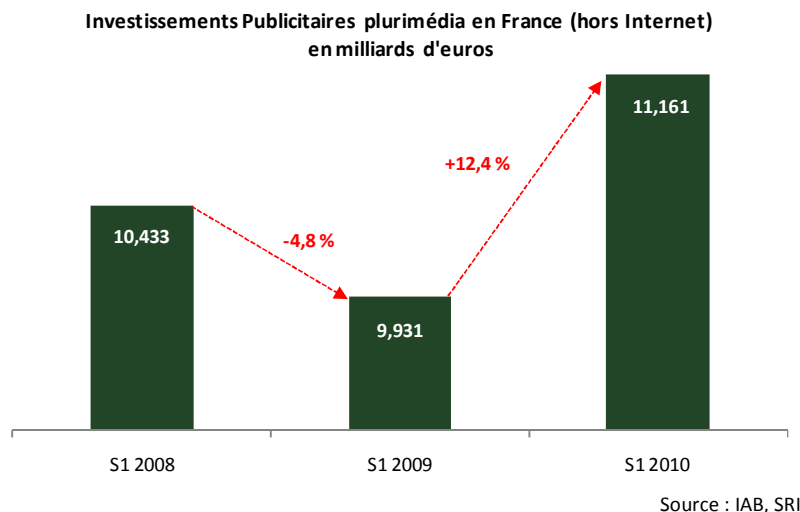
### 3.3 La monétisation offline : une diversification pas à pas

Comme évoqué ci-avant, et toujours dans la même perspective d'être un véritable one-stop-shop de la monétisation, Rentabiliweb cherche à développer des services de monétisation à destination des médias offline. Si le groupe a, au S1 2010, mis l'accent sur ses activités BtoB online et BtoC, la diversification de son panel de solutions vers le offline reste un axe stratégique majeur pour la société.

La société s'efforce ainsi de : 1/ développer des services à destination des clients offline, (radio, presse, magazines, TV), voire online souhaitant aussi communiquer sur des médias offline, par exemple au travers de services vocaux interactifs, offre que le groupe s'attache actuellement à construire ; 2/ proposer à des sociétés ou médias positionnés sur les médias offline des solutions de monétisation online, leur permettant d'élargir leurs moyens de communication, et d'éventuellement ensuite leur proposer un panel plus large de solutions in-house, à la fois online et offline.

Cette stratégie de diversification de monétisation vers le offline nous semble pertinente dans la mesure où : 1/ les budgets de communication offline, après avoir été les premiers réduits au début de la crise économique, tendent à recouvrer un certain dynamisme (cf. graphique ci-après) ; 2/ Rentabiliweb ne cherche pas à se positionner en concurrent des grandes agences de communication offline traditionnelles (JC Decaux, Publicis, ou encore les chaînes de TV), mais sur des segments de niches tels que les services vocaux interactifs, pour lequel le groupe maîtrise les savoir-faire clés depuis de nombreuses années – notamment celui de l'audiotel – ou encore des services de micro-paiement online pour des médias offline, comme par exemple la récente collaboration avec Plus Belle La Vie, pour qui Rentabiliweb prend en charge les services de micro-paiement liés au jeu décliné de la série à succès sur Internet.

Le graphique ci-après montre l'évolution des investissements offline, à périodes comparables, depuis le S1 2008 :



Si, au moment où les annonceurs ont drastiquement réduit leurs budgets de communication, le segment de la communication offline été plus sévèrement touché que le segment marketing Internet, affichant un repli de -4,8 % sur la première moitié de l'année 2009 (contre une progression continue de la publicité Internet), celui-ci retrouve des couleurs sur la première moitié de l'année 2010, avec un certain effet rattrapage par rapport à l'exercice précédent, le segment offline enregistrant une hausse de +12,4 %. Ainsi, il semble que les annonceurs, dans un contexte économique plus favorable où les budgets redeviennent plus conséquents, aient tendance à réallouer une partie de leur enveloppe à la communication offline.

Si les médias tels que la publicité extérieure ou la presse, et dans une moindre mesure la télévision, semblent être les segments les plus soumis aux aléas conjoncturels, puisque coûteux et qui présentent un ROI décalé dans le temps, les services vocaux interactifs apparaissent comme un média de communication moins coûteux et moins cyclique, avec un effet d'immédiateté pour les annonceurs. Rentabiliweb est ainsi en mesure de fournir des services innovants et personnalisés comme la mise en place de services interactifs autour d'émissions en direct à la radio ou en télévision (votes pour un candidat, messages par SMS pour alimenter un talkshow, etc.), la mise en place de jeux concours via SMS ou Audiotel ou encore le téléchargement de contenus pour mobile via SMS (vidéos, sonnerie du générique de l'émission, etc.). Ces services fonctionnent par numéro surtaxé (SMS + ou audiotel), technique maîtrisée par le groupe du fait de son expertise sur le micro-paiement et l'audiotel, et par reversement à l'annonceur d'une partie de la somme consentie par le consommateur après perception d'une commission par Rentabiliweb et l'opérateur téléphonique.

Ainsi le développement de l'offre de SVI du groupe pourrait bien constituer un relais de croissance non négligeable pour Rentabiliweb à moyen terme, et ainsi permettre à la société de couvrir un panel parachevé et étoffé de solutions de monétisation.

## 4 Prévisions

### 4.1 Chiffre d'affaires et marges

Suite à la publication par Rentabiliweb de résultats semestriels de très bonne facture, et compte tenu de la guidance de la société qui envisage une croissance annuelle de son chiffre d'affaires supérieure à +30 %, nous relevons nos estimations pour l'exercice 2010 et à moyen terme.

Notre prévision de chiffre d'affaires 2010 s'élève désormais à 88,2 M€, soit une croissance de +34,7 % par rapport à 2009. Nos prévisions se fondent sur les hypothèses suivantes :

- un rythme de croissance toujours élevé au S2 2010, porté sur le BtoB par 1/ la progression toujours soutenue des segments les plus dynamiques tels que le marketing direct et notamment le cashback, la montée en puissance des services vocaux interactifs, et les débuts probables de la commercialisation de l'offre de processing bancaire du groupe, après obtention de l'agrément de paiement auprès des autorités (probablement au T3 2010) ; mais également par 2/ l'intégration sur 6 mois des activités héritées d'Edencast, soit un chiffre d'affaires additionnel d'environ 3,6 M€ ;

- de bonnes performances sur le pôle BtoC, portées par 1/ les effets de cross-selling entre les différentes thématiques des sites, le groupe ayant un véritable savoir-faire en matière d'acquisition de trafic, de duplication de son audience d'un site à un autre et d'actions d'autopromotion efficaces ; 2/ du lancement d'une offre prometteuse de Dating nommée Just a Love, dont le concept marketing est proche de celui du site à succès chatroulette, mais dont la contribution sera surtout significative en 2011.

Pour 2011 et 2012, nos prévisions de revenus sont de 103,6 M€ et de 114,4 M€, soit des croissances respectives de +22,5 % (intégration sur 12 mois d'Edencast) et de +10,5 %.

En termes de rentabilité, nous sommes confiants dans les capacités du groupe de continuer à axer son développement selon une stratégie de croissance rentable. Nous prévoyons pour 2010 un EBITDA de 17,0 M€, soit une marge de 19,3 %, certes inférieure au 20,0 % du S1 2010, mais supérieure au 18,2 % réalisé en 2009, et ce pour les raisons suivantes :

- un progrès de la marge dû à la bonne maîtrise générale des coûts de structure, du gain sur les reversements de l'intégration d'Edencast, ainsi que d'un effet mix favorable, le pôle BtoB se développant plus vite sur les activités les mieux margées ;
- les économies étant toutefois en partie immédiatement réinvesties afin de préparer les développements à venir sur les exercices suivants, et ce notamment en termes de marketing sur les nouvelles offres (ex : Just a Love), mais surtout en investissements techniques (informatiques) et humains (recrutement prévu de nouvelles équipes afin de soutenir la croissance).

Sur les deux exercices suivants, nous anticipons un effet positif de l'intégration d'Edencast, ainsi que de la poursuite de la gestion drastique des dépenses (charges externes notamment) faisant ressortir la marge d'EBITDA à 20,5 % en 2011 et à 21,2 % en 2012.

Nous conservons notre marge d'EBITDA normative à environ 23 % du chiffre d'affaires à moyen terme.

Ainsi, après prise en compte d'amortissements mesurés sur la période, le besoin en CAPEX étant résolument modeste au sein du groupe, le résultat net ressort à 10,7 M€ en 2011, 14,4 M€ en 2012 et 16,4 M€ en 2013.

## 4.2 Santé financière

---

Au niveau bilanciel, le groupe dispose d'une situation financière confortable, et selon nous pérenne. Le BFR, structurellement négatif chez Rentabiliweb, devrait rester relativement stable sur l'ensemble de notre période de prévision à environ -5,0 % du chiffre d'affaires.

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 (sauf acquisition d'envergure), en particulier eu égard aux fonds levés lors du transfert sur Eurolist C. Nos estimations d'endettement net ressortent ainsi, à -27,1 M€ en 2010, -40,0 M€ et -53,7 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 à moyen terme, de réaliser des investissements en interne et, selon les opportunités, de procéder à des opérations de croissance externe.



## 5 Valorisation

### 5.1 DCF

#### 5.1.1 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 :

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

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 <sup>1</sup>	4	3	2	1	0
Liquidité <sup>2</sup>	[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 <sup>3</sup>	[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%
<b>TOTAL</b>						<b>2,80%</b>

Par conséquent, sur la base d'un taux sans risque de 2,95 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source Agence France Trésor), d'une prime de marché de 7,70 % (prime au 27 août 2010 calculée par Natixis Securities), d'un beta de la société de 0,94<sup>4</sup>, d'une prime de risque Small Caps de 2,80 % et de l'endettement net négatif de la société 30 juin 2010, le taux d'actualisation s'élève à 12,95 %.

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Taux de rotation du capital au cours d'une année.

<sup>3</sup> Part du chiffre d'affaires représentée par les 5 clients les plus importants.

<sup>4</sup> 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 0,94. 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.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
2,95 %	7,70 %	0,94	2,80 %	12,95 %	NS	0	33,00 %	<b>12,95 %</b>

Source : AFT, Natixis Securities, Datastream, estimations Genesta

## 5.1.2 Calcul de FCF opérationnels

Avec un taux d'actualisation de 12,95 %, 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	88,177	103,604	114,471	123,057	131,056	138,919	146,559	153,887	160,043	165,644
Excédent brut d'exploitation	11,912	17,000	21,202	24,212	26,391	28,503	30,498	32,633	34,591	36,389	38,209
Impôt	3,639	5,267	7,069	8,081	8,301	8,969	9,602	10,283	10,905	11,478	12,062
Investissements	1,597	9,500	2,500	2,850	3,078	3,309	3,540	3,753	3,941	4,098	4,221
Variation de BFR	3,973	-0,717	-0,959	-0,489	-0,386	-0,360	-0,354	-0,344	-0,330	-0,277	-0,252
FCF opérationnels	2,703	2,951	12,592	13,770	15,398	16,584	17,710	18,941	20,075	21,090	22,177
FCF opérationnels actualisés		2,833	10,704	10,364	10,261	9,784	9,250	8,758	8,218	7,644	7,116

Source : estimations Genesta

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		84,932	54,6 %
Période 11-20 ans	<b>3,0%</b>	42,512	27,3 %
Taux de croissance à l'infini	<b>2,0%</b>	28,024	18,0 %
<b>Total</b>		<b>155,468</b>	<b>100,0 %</b>
<b>dont valeur terminale</b>		70,536	45,4 %

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de Rentabiliweb ressort à 155,468 M€.

## 5.1.3 Calcul de la valeur par action

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

FCF actualisés (2009-2018)	84,932
+ Valeur terminale actualisée	70,536
+ Titres financiers	0,115
- Provisions	0,098
- Endettement financier net	-24,490
- Minoritaires	0
= Valeur des Capitaux Propres pg	179,975
Nombre d'actions	17,788
<b>Valeur par action</b>	<b>10,12</b>

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 10,12 € soit un potentiel d'appréciation de la valeur selon cette méthode de +38,0 % par rapport au cours de clôture du 31 août 2010 de 7,33 €.

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%
C M P C	11,95%	10,51	10,59	10,67	10,76	10,86
	12,45%	10,24	10,31	10,39	<b>10,48</b>	10,57
	12,95%	9,97	10,04	<b>10,12</b>	10,20	10,29
	13,45%	9,72	<b>9,78</b>	9,86	9,94	10,03
	13,95%	9,47	9,54	9,61	9,68	9,77

## 5.2 Comparables

### 5.2.1 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 (TradeDoublor, ValueClick, 1000mercis, mais aussi Maximiles pour l'emailing et le cashback) et de régie publicitaire (Hi-Media, TradeDoublor) ;
- 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 <sup>1</sup>	172,323	224,861	247,469	20,455	21,312	27,564	11,780	13,235	18,549	6,495	7,181	10,794
TradeDoublor	292,959	297,000	322,000	8,061	12,000	18,000	-10,212	7,000	13,000	-17,347	7,000	11,000
ValueClick	294,930	328,102	349,482	71,397	92,518	100,528	57,581	65,219	73,824	47,873	43,867	43,005
1000mercis	28,000	31,305	35,135	10,200	11,000	12,180	9,500	9,620	11,085	6,100	6,625	7,535
Maximiles	15,580	18,240	20,895	2,940	3,867	5,242	1,900	3,084	3,606	0,620	1,831	2,306
Dreamnex	67,331	62,630	65,182	17,048	14,897	15,966	16,000	13,947	14,697	10,580	9,336	10,100
Meetic	157,884	194,489	214,907	37,335	46,164	52,444	34,270	42,372	48,253	19,661	29,747	33,662

Source : Factset au 28/08/10

<sup>1</sup> Il convient de noter que les prévisions 2010 de REX et de RN de Hi-Media sont retraitées de l'impact de la dépréciation du Goodwill sur les activités de Publishing.

	Capitalisation boursière	Dettes nettes	Minoritaires	Valeur d'entreprise
Hi-Media	134,470	31,731	0,824	167,025
TradeDoublor	111,470	-18,906	0,000	92,564
ValueClick	737,550	-110,582	0,000	626,968
1000mercis	99,450	-14,100	0,000	85,350
Maximiles	32,660	-15,560	0,150	17,250
Dreamnex	80,400	-7,958	0,000	72,442
Meetic	470,930	-40,209	0,000	430,721

Source : WVB au 28/08/10

## 5.2.2 Valorisation

Le tableau ci-dessous détaille les principaux multiples boursiers 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	0,74	0,67	7,84	6,06	12,62	9,00	18,73	12,46
TradeDoublor	0,31	0,29	7,71	5,14	13,22	7,12	15,92	10,13
ValueClick	1,91	1,79	6,78	6,24	9,61	8,49	16,81	17,15
1000mercis	2,73	2,43	7,76	7,01	8,87	7,70	15,01	13,20
Maximiles	0,95	0,83	4,46	3,29	5,59	4,78	17,84	14,16
Dreamnex	1,16	1,11	4,86	4,54	5,19	4,93	8,61	7,96
Meetic	2,21	2,00	9,33	8,21	10,17	8,93	15,83	13,99
Moyenne	1,43	1,30	6,96	5,78	9,33	7,28	15,54	12,72
Médiane	1,16	1,11	7,71	6,06	9,61	7,70	15,92	13,20

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	88,177	103,604	17,000	21,202	16,060	21,520	10,693	14,351
Valorisation induite <sup>1</sup>	150,568	159,571	142,861	147,117	174,263	181,142	166,134	182,575
	126,482	139,634	155,624	152,960	178,878	190,183	170,280	189,413
Valorisation moyenne (€/ action) <sup>2</sup>	<b>8,10</b>		<b>8,41</b>		<b>10,18</b>		<b>9,96</b>	

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 -3,2 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	238,1	M€
Capitalisation non corrigée de la société	163,0	M€
Rapport des capitalisations	68,4 %	
<b>Décote à appliquer</b>	<b>-3,2 %</b>	

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne / action	7,84	8,15	9,86	9,64
<b>Moyenne</b>	<b>8,87</b>			

Ainsi, l'approche par la méthode des multiples boursiers de sociétés comparables nous amène à une fourchette de valorisation de 7,84 € – 9,86 €, et en moyenne à un prix par action de 8,87 €. Sur la base du cours de clôture de l'action Rentabiliweb au 31 août 2010 de 7,33 €, le titre présente selon cette approche un potentiel d'upside de +21,1 %.

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

<sup>2</sup> Avant décote de taille (cf. méthodologie ci-après)

### 5.2.3 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 boursiers 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.

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%	

## 6 Synthèse des comptes

### 6.1 Compte de résultats simplifié

Au 31/12 (en M€)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>16,95</b>	<b>24,84</b>	<b>56,27</b>	<b>65,44</b>	<b>88,18</b>	<b>103,60</b>	<b>114,47</b>
%évolution		46,5%	126,5%	16,3%	34,7%	17,5%	10,5%
<b>Matières premières et consommables</b>	<b>13,88</b>	<b>20,32</b>	<b>44,91</b>	<b>49,56</b>	<b>65,14</b>	<b>66,29</b>	<b>72,03</b>
%du CA	81,9%	81,8%	79,8%	75,7%	73,9%	64,0%	62,9%
<b>Charges de personnel</b>	<b>0,61</b>	<b>1,30</b>	<b>3,12</b>	<b>4,48</b>	<b>6,89</b>	<b>8,38</b>	<b>9,29</b>
%du CA	3,6%	5,2%	5,5%	6,8%	7,8%	8,1%	8,1%
<b>Excédent brut d'exploitation</b>	<b>2,73</b>	<b>4,62</b>	<b>10,87</b>	<b>11,91</b>	<b>17,00</b>	<b>21,20</b>	<b>24,21</b>
%évolution		69,0%	135,3%	9,6%	42,7%	24,7%	14,2%
%du CA	16,1%	18,6%	19,3%	18,2%	19,3%	20,5%	21,2%
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>2,66</b>	<b>3,17</b>	<b>10,33</b>	<b>11,16</b>	<b>16,06</b>	<b>20,04</b>	<b>22,93</b>
%évolution		19,1%	225,7%	8,1%	43,9%	24,8%	14,4%
%du CA	15,7%	12,8%	18,4%	17,1%	18,2%	19,3%	20,0%
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>2,67</b>	<b>7,04</b>	<b>10,25</b>	<b>11,16</b>	<b>16,06</b>	<b>21,52</b>	<b>24,59</b>
%évolution		163,9%	45,5%	8,9%	43,9%	34,0%	14,3%
%du CA	15,7%	28,4%	18,2%	17,1%	18,2%	20,8%	21,5%
<b>Charges financières</b>	<b>-0,11</b>	<b>-0,19</b>	<b>-0,22</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,10</b>
<b>Résultat avant impôts</b>	<b>2,56</b>	<b>6,85</b>	<b>10,03</b>	<b>11,09</b>	<b>15,96</b>	<b>21,42</b>	<b>24,49</b>
<b>Impôts</b>	<b>0,83</b>	<b>2,01</b>	<b>3,36</b>	<b>3,64</b>	<b>5,27</b>	<b>7,07</b>	<b>8,08</b>
%Taux d'impôt effectif	32,4%	29,4%	33,5%	32,8%	33,0%	33,0%	33,0%
<b>Résultat Net part du groupe</b>	<b>1,73</b>	<b>4,84</b>	<b>6,67</b>	<b>7,45</b>	<b>10,69</b>	<b>14,35</b>	<b>16,41</b>
%évolution		180,0%	37,8%	11,7%	43,5%	34,2%	14,3%
%du CA	10,2%	19,5%	11,9%	11,4%	12,1%	13,9%	14,3%
<b>Intérêts minoritaires</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

Croissance tirée par 1/ la montée en puissance des SVI, du cashback 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 moindres  
Effet intégration d'Edencast

### 6.2 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	3,14	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	0,12	0,20	0,20
<b>BFR</b>	<b>0,13</b>	<b>-13,97</b>	<b>-6,93</b>	<b>-2,99</b>	<b>-3,70</b>	<b>-4,66</b>	<b>-5,15</b>
%du CA	0,8%	-56,2%	-2,3%	-4,6%	-4,2%	-4,5%	-4,5%
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	27,16	40,00	53,66
<b>Endettement net</b>	<b>-6,36</b>	<b>-7,82</b>	<b>-13,91</b>	<b>-15,21</b>	<b>-27,14</b>	<b>-39,99</b>	<b>-53,66</b>

Endettement net négatif

### 6.3 Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats

Au 31/12 (en M€)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>CAF</b>	<b>1,80</b>	<b>5,12</b>	<b>7,03</b>	<b>8,11</b>	<b>11,53</b>	<b>15,39</b>	<b>17,55</b>
Investissements	0,24	0,68	0,64	1,60	9,50	2,50	2,85
%du CA	1,4%	2,8%	1,1%	2,4%	10,8%	2,4%	2,5%
Variation du BFR	0,68	-0,08	-0,46	3,97	-0,72	-0,96	-0,49
<b>Flux de trésorerie d'exploitation net</b>	<b>0,88</b>	<b>4,52</b>	<b>6,85</b>	<b>2,54</b>	<b>2,75</b>	<b>13,85</b>	<b>15,19</b>

Capacité à contenir le niveau d'investissements

Un business model fortement générateur de cash flows



## 6.4 Ratios financiers

Au 31/12 (en M€)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>Bénéfice net par action</b>	<b>0,29</b>	<b>0,37</b>	<b>0,42</b>	<b>0,42</b>	<b>0,60</b>	<b>0,81</b>	<b>0,92</b>
%évolution		27,6%	13,5%	-0,3%	43,5%	34,2%	14,3%
<b>Capitalisation boursière</b>	<b>52,88</b>	<b>106,04</b>	<b>91,83</b>	<b>110,45</b>	<b>130,38</b>	<b>130,38</b>	<b>130,38</b>
Valeur d'entreprise	46,53	98,22	77,92	95,25	103,25	90,39	76,72
<b>P/E</b>	<b>30,60</b>	<b>21,91</b>	<b>13,77</b>	<b>14,82</b>	<b>12,19</b>	<b>9,09</b>	<b>7,95</b>
P/CF	0,14	0,35	0,45	ND	0,65	0,87	0,99
Market to Book	7,59	4,64	2,50	2,55	2,04	1,67	1,38
<b>VE / CA</b>	<b>2,74</b>	<b>3,95</b>	<b>1,38</b>	<b>1,46</b>	<b>1,17</b>	<b>0,87</b>	<b>0,67</b>
<b>VE / EBE</b>	<b>17,02</b>	<b>21,26</b>	<b>7,17</b>	<b>8,00</b>	<b>6,07</b>	<b>4,26</b>	<b>3,17</b>
<b>VE / REX</b>	<b>17,43</b>	<b>13,94</b>	<b>7,60</b>	<b>8,53</b>	<b>6,43</b>	<b>4,20</b>	<b>3,12</b>
<b>EBE / CA</b>	<b>16,1%</b>	<b>18,6%</b>	<b>19,3%</b>	<b>18,2%</b>	<b>19,3%</b>	<b>20,5%</b>	<b>21,2%</b>
<b>REX / CA</b>	<b>15,7%</b>	<b>28,4%</b>	<b>18,2%</b>	<b>17,1%</b>	<b>18,2%</b>	<b>20,8%</b>	<b>21,5%</b>
<b>Résultat net / CA</b>	<b>10,2%</b>	<b>19,5%</b>	<b>11,9%</b>	<b>11,4%</b>	<b>12,1%</b>	<b>13,9%</b>	<b>14,3%</b>
<b>Gearing</b>	<b>-91,2%</b>	<b>-34,2%</b>	<b>-37,9%</b>	<b>-35,1%</b>	<b>-42,5%</b>	<b>-51,1%</b>	<b>-56,7%</b>
<b>Capitaux engagés</b>	<b>0,54</b>	<b>16,42</b>	<b>23,72</b>	<b>28,68</b>	<b>28,00</b>	<b>29,09</b>	<b>29,70</b>
<b>RCE</b>	<b>NS</b>	<b>934,9%</b>	<b>41,9%</b>	<b>31,7%</b>	<b>37,6%</b>	<b>51,6%</b>	<b>56,8%</b>
<b>Rentabilité des Fonds Propres</b>	<b>24,8%</b>	<b>21,2%</b>	<b>18,2%</b>	<b>17,2%</b>	<b>16,7%</b>	<b>18,3%</b>	<b>17,3%</b>

## 7 Avertissements importants

### 7.1 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.

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

### 7.2 Détection de conflits d'intérêts potentiels

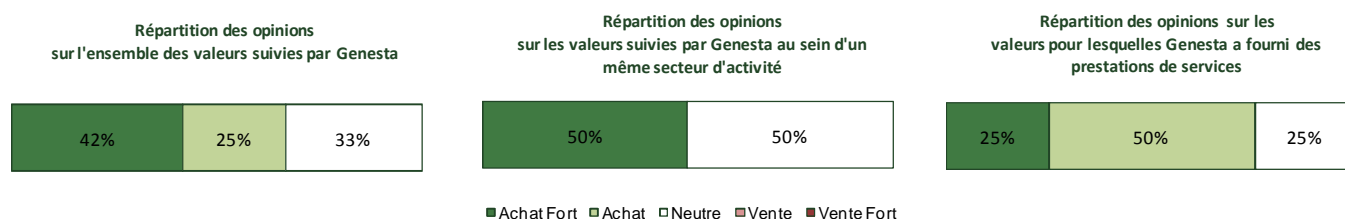
Participation de l'analyste, de Genesta et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de Genesta	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et Genesta	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et Genesta	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	Non

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.

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

Date de 1 <sup>ère</sup> diffusion	Opinion	Objectif de cours
1 <sup>er</sup> septembre 2010	Etude semestrielle <b>Achat Fort</b>	<b>9,50 €</b>
22 juin 2010	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>8,26 €</b>
27 mai 2010	Initiation de couverture <b>Achat</b>	<b>8,05 €</b>

### 7.4 Répartition des opinions<sup>1</sup>



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

## 7.5 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 États-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.