

## Antevenio

### Augmentation de la rentabilité en 2008

Les fondamentaux solides de la valeur lui permettent de bien résister à la conjoncture dégradée même si 2009 est impactée en termes de croissance et de marge- Des opportunités

31/12	CA (M€)	REX/CA (%)	B.N.pg (M€)	B.P.A. (€)	P/E	Dettes nette (M€)	VE/REX
2007	13,7	15,4%	1,9	0,45	16,1	-8,4	10,5
2008	19,4	17,7%	2,5	0,60	7,9	-9,6	3,0
2009e	19,5	14,1%	1,9	0,44	10,8	-11,6	3,1
2010e	22,4	17,3%	2,9	0,69	6,9	-14,5	1,4

Premier opérateur espagnol du marketing interactif, Antevenio intervient dans la **régie** publicitaire (21,7% du CA 2008), le **marketing à la performance** (55,4% contre 43% en 2007), l'**email marketing** (11,2%), l'**édition de portails communautaires** (11,7%).

La marge d'exploitation a progressé en 2008, témoignant de la capacité du groupe à améliorer sa marge brute, intégrer de nouvelles entités et développer les synergies entre ses différentes activités : pour un CA en hausse de 41,3% à 19,33M€ (+23,3% en organique), le résultat d'exploitation augmente de 63,3% à 3,44M€ pour une marge opérationnelle de 17,7% en progression de 2,3 points.

En 2009, la croissance anticipée est limitée à 1% sur l'année à structure comparable, du fait d'un premier semestre en recul. Nous prévoyons par ailleurs une érosion de la marge opérationnelle à 14% (stabilité des frais de personnel en valeur absolue, augmentation en valeur relative sur le CA- légère augmentation de) de la marge brute à 47,5% et

Antevenio veut poursuivre son développement en Italie et recherche de nouvelles opportunités d'acquisitions (avec des multiples de prix intéressants) en **Europe du Sud où se trouve le plus gros potentiel de croissance** pour les prochaines années. Le groupe devra cependant faire preuve de prudence dans le contexte actuel de marché.

La valeur d'équilibre du titre à 6,7€ par action (contre 8,3€ dans notre précédente publication) fondée sur une évaluation par les DCF (WACC à 16,4% contre 15,5%) et les comparables boursiers (Adthink Media, Adverline, 1000mercis, Maximiles, Netbooster, Come&Stay).

Au prix de 4,8€, les multiples sur les prévisions 2009 sont : VE/REX : 3,1 fois et PER : 10,8 fois contre 5,3 fois et 8,3 fois pour la moyenne des comparables. Le potentiel de hausse est de 40% par rapport à la valeur d'équilibre estimée. Nous réitérons notre recommandation à l'achat.

Services marketing Internet  
Espagne

Acheter (1)

Objectif : 6,7€

Cours : 4,8€

Extrêmes : 4,36€ - 7,11€

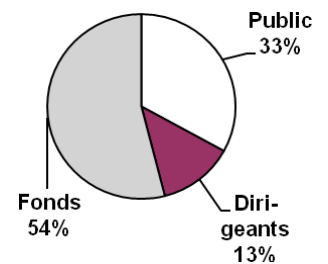
Volume moyen : 244/séance

Perf. (31/12) : -13%

Capitalisation boursière : 20M€

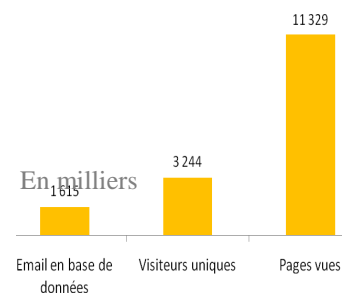
Flottant : 33%

Actionnariat



ISIN : ES0109429037

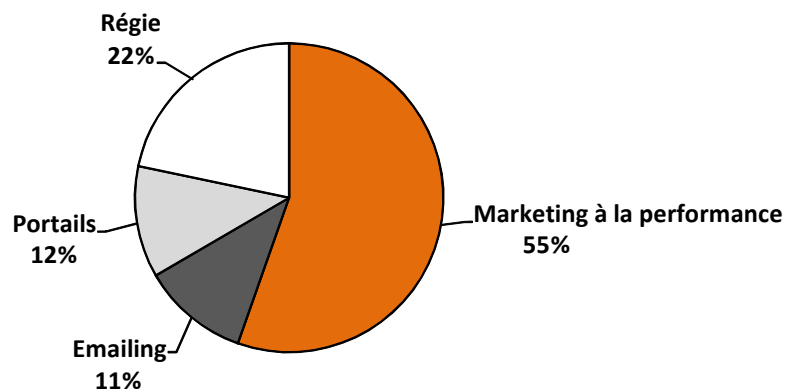
Reuters/Bloomberg :  
ALANT.PA/ALANT : FP



## Un positionnement orienté vers le marketing à la performance

Antevenio intervient dans les principaux domaines du marketing sur Internet : **régie publicitaire**, **marketing à la performance** (affiliation et lead management), **emailing**, **édition de sites communautaires**.

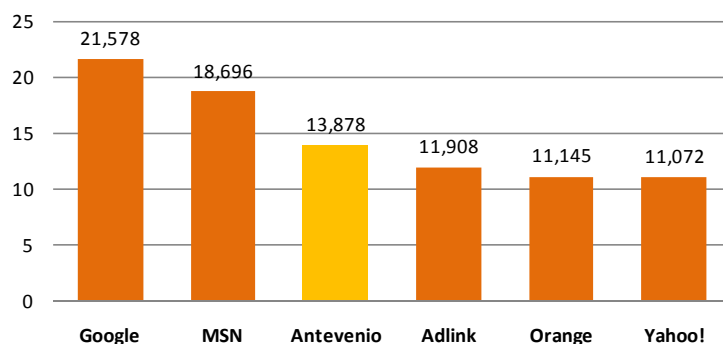
La répartition du CA 2008 pro forma, intégrant sur 12 mois Netfilia (consolidée à partir du 1<sup>er</sup> avril 2007) et Webnation (intégrée le 1<sup>er</sup> septembre 2007) est la suivante, par business units :



### 1) Antevenio Media : la 3<sup>ème</sup> audience d'Espagne

Le réseau publicitaire d'Antevenio Media se classe au 3<sup>e</sup> rang pour l'audience en Espagne. Au 31 décembre 2008, il fédère 200 sites classés parmi les premiers dans leur thématique respective et touche 13,7 millions de visiteurs uniques par mois (*source :Nielsen/NetRatings*) représentant 53% de la population internautes espagnole.

**Nombre de visiteurs uniques en Millions** (source Nielsen Fév. 2009)



Le groupe exploite tous types de formats : standards (bannières, bandeaux, *skyscrapers...*), flottants (*pop-up, pop-under, layer...*), vidéos et télévision IP et des formats spéciaux conçus à la demande de l'annonceur.

L'audience est segmentée suivant des critères socio-démographiques et comportementaux, pour des **campagnes de notoriété** au CPM (Coût Pour Mille), visant l'exposition la plus large possible auprès de la clientèle-cible de l'annonceur.

Outre les sites tiers, Antevenio Media intègre aussi les portails propriétaires édités par **Antevenio Comunidades**. Il s'agit de sites communautaires qui ont pour objectif de fédérer une audience très qualifiée autour de thématiques fortes : les ONG, la formation, les crédits bancaires...

En 2008, Antevenio a renouvelé son partenariat avec RTVE.com et de nouveaux contrats ont été signés avec d'importantes signatures telles qu' Endemol, LinkedIn, BBC, NBA, Basque TV...

Les sites du réseau ainsi que les portails propriétaires servent également de supports pour les campagnes de marketing à la performance : affiliation et *lead management*.

## 2) Marketing à la performance : regroupement de Centrocom avec Netfilia et la partie lead d'Antevenio Italia

Le **lead** est un contact « qualifié » : il a exprimé son intérêt pour un produit ou un service et présente une forte probabilité à devenir acheteur. Centrocom aide les annonceurs à capter les *leads* sur Internet et à les convertir en clients. **Centrocom utilise tous les outils du marketing en ligne et les compétences disponibles dans le groupe Antevenio, en particulier :**

- les sites propriétaires d'**Antevenio Comunidades**, sources de profils très ciblés pour générer des contacts qualifiés,
- une **plateforme de télémarketing** pour transformer les contacts en acheteurs.

L'acquisition de **Webnation**, devenue **Antevenio Italia**, a permis de renforcer ce pôle d'activité : spécialiste du *lead management* en Italie, Webnation exploite une base de données de 800.000 adresses email, le portail de recherche d'emploi [www.cliccalavoro](http://www.cliccalavoro) et une base de clientèle reconnue où figurent Prometeo, Polimedia, Eminflex...

Les campagnes d'affiliation ont pour objectif de créer du trafic « qualifié » de visiteurs qui ont manifesté leur intérêt en cliquant sur le lien menant au site de l'annonceur. Les **campagnes d'affiliation** sont vendues au CPC (Coût Par Clic, pour un minimum de 0,15€ le clic).

Antevenio s'est positionnée sur le marché de l'affiliation via l'acquisition du leader **Netfilia** en mars 2007 : son réseau réunit **plus de 35.000 affiliés** et s'adresse à une clientèle de grands comptes parmi lesquels : Banco Santander, ebookers, El Cortes Inglès, FNAC, Meetic, Yahoo !... Netfilia a enregistré un chiffre d'affaires de 2,85M€ en 2008 contre 1,31M€ en 2007.

Netfilia travaille avec une centaine de clients sur la base du CPV (Coût Par Vente) : elle exploite une technologie propriétaire qui permet au *webmaster* de gérer lui-même ses campagnes, de choisir ses partenaires annonceurs, les formats publicitaires (graphique, newsletter, email, search marketing ou liens sponsorisés) et le mode de rémunération (CPM, CPC, CPL ou CPV).

L'activité à la performance a connu une forte progression à 12,76M€ en 2008 : Centrocom enregistre une augmentation de 46,6%, Antevenio Italia +16,2% et Netfilia +80,4%. La croissance a été moins forte au S2 : détérioration de l'environnement économique impactant les commandes du secteur de la finance et baisse du budget de vente moyen par client.

De nouveaux contrats ont été signés avec des clients récurrents tels que Fenix Directo, Vital Dent, Uno-e...

### 3) Antevenio Direct : acteur de l'*email marketing*

Antevenio Direct commercialise les bases de données d'adresses email opt-in, propriété du groupe ou de ses partenaires. Ces bases de données sont ciblées suivant des critères socio-démographiques et comportementaux, en fonction du site sur lequel elles ont été collectées et de leur intérêt BtoB ou BtoC.

Antevenio Direct dispose à ce jour, de 10 millions d'adresses email opt-in en Espagne et en Italie dont 1,65 millions en propre. L'activité *email marketing* évolue dans un environnement qui devient de plus en plus concurrentiel avec une pression accrue sur les prix des CPM et des accès de plus en plus restreints par les FAI et les ESP. Le retour sur les campagnes traditionnellement de 30-40% a diminué à 20-30%. Pour renverser la tendance, Antevenio a mis en place un comité spécifique (« delivery comitee ») chargé d'augmenter le taux de livraison des emails d'un tiers en 2009. Le groupe a par ailleurs procédé à l'acquisition de OficinaEmpleo qui est une base de données comptant plus de 600 000 adresses opt-in.

### 4) La « communauté » Antevenio : l'exploitation de portails communautaires

En 3 ans, Antevenio a créé une « communauté » de plus de 30 portails propriétaires (elle en exploitait 12 en 2007), représentant au total une base de données de 1,65 millions d'emails et 3,2 millions de visiteurs uniques. Ces portails qui mettent à la disposition des internautes une information détaillée et exhaustive sur un sujet défini et qui atteignent ainsi une audience très ciblée constituent une source privilégiée pour la collecte de profils très qualifiés, à facturation plus élevée que les adresses opt-in.

En Espagne, il s'agit par exemple de :

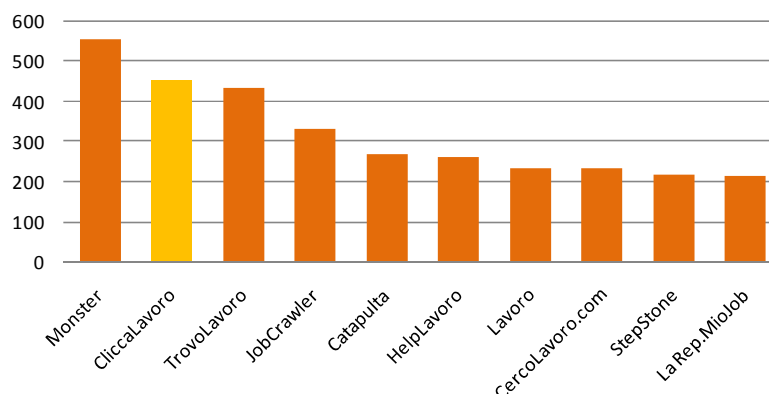
- [www.guiaongs.com](http://www.guiaongs.com) sur les organisations non gouvernementales
- [www.quierocredito.com](http://www.quierocredito.com) sur les crédits bancaires
- [www.hipoteca10.com](http://www.hipoteca10.com) sur l'hypothèque
- [www.estucurso.com](http://www.estucurso.com) sur la formation et l'éducation
- [www.clubtarjetas.com](http://www.clubtarjetas.com) sur les cartes de crédit.

Antevenio a acquis trois nouveaux portails au quatrième trimestre 2008 :

- OficinaEmpleo.com, portail d'emploi,
- TecnoBlog.net, sur les nouveautés technologiques en général,
- CiberCar, sur les automobiles

En Italie, le portail CliccaLavoro connaît un succès croissant, se positionnant comme le 2ème portail d'emploi dans la péninsule, avec plus de 1,13 million de membres (647 000 membres acquis en 2008, soit un facteur 2,3 par rapport à 2007). Son portefeuille de clients est passé de 94 à plus de 200 en un an.

**Portails d'emploi en Italie** en milliers de visiteurs uniques (Source : Nielsen)



## 5) Un Business-model intégré, générateur de marges élevées

Depuis sa création en 1997, Antevenio s'est doté des principaux outils du marketing interactif. Il se présente comme un opérateur intégré sur Internet, exploitant un modèle économique générateur de synergies et de marges élevées :

- la **régie** fournit les supports pour les campagnes de notoriété, les campagnes d'affiliation et la collecte de bases de données et commercialise les espaces disponibles sur les portails propriétaires et sur les sites partenaires,
- l'**emailing** exploite les données collectées sur tous les sites du réseau publicitaire,
- l'**affiliation** et le **lead management** permettent d'exploiter toutes les ressources disponibles au sein du groupe pour des campagnes assurant un retour sur investissement pour les annonceurs en quête de performance.
- les **portails communautaires** sont une source pour la collecte de profils très qualifiés, « matière première » du **lead management**

Ce modèle économique intégré permet d'optimiser l'exploitation de la base de clientèle et de conserver la totalité de la marge au sein du groupe. La progression de la marge opérationnelle en 2008 est le reflet de cette stratégie et de ce positionnement.

## L'Italie et l'Espagne, deux marchés à fort potentiel de croissance

Premier opérateur espagnol du marketing interactif, Antevenio s'est implanté en Italie via Webnation.

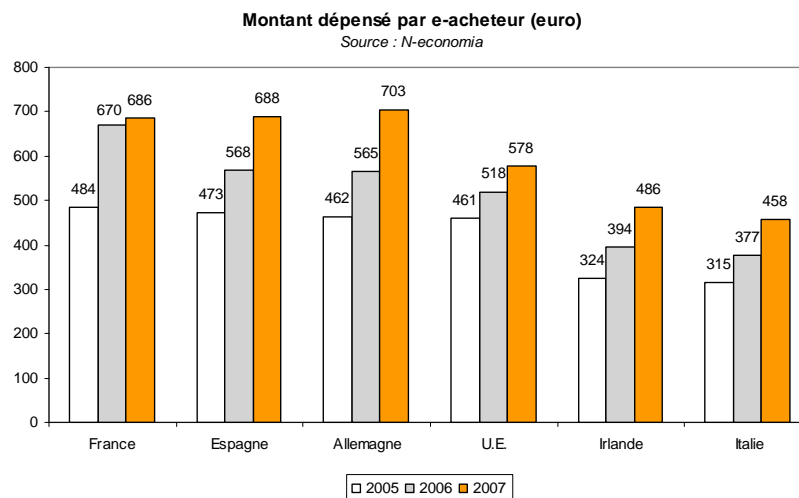
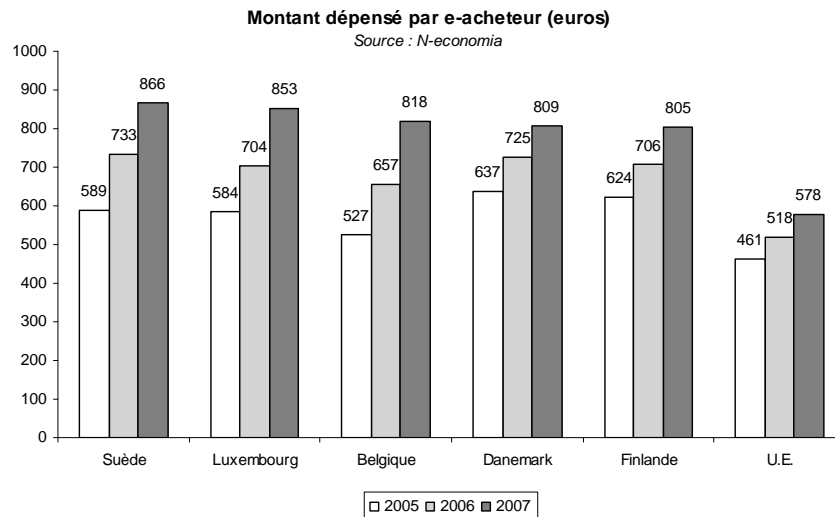
Antevenio est ainsi aujourd'hui présent sur les deux marchés les plus prometteurs d'Europe pour les prochaines années :

- le **taux de pénétration d'Internet en Espagne et en Italie** auprès des ménages, reste significativement inférieur à la moyenne européenne :

Accès des ménages à Internet (%)				
Pays	Accès à Internet		Connexion à large bande	
	2006	2007	2006	2007
<b>Europe des 27</b>	<b>49</b>	<b>54</b>	<b>30</b>	<b>42</b>
Pays-Bas	80	83	66	74
Danemark	79	78	63	70
Suède	77	79	51	67
Finlande	65	69	53	60
Luxembourg	70	75	44	58
Royaume Uni	63	67	44	57
Belgique	54	60	48	56
Allemagne	67	71	34	50
Estonie	46	53	37	48
Autriche	52	60	33	46
France	41	49	30	43
<b>Espagne</b>	<b>39</b>	<b>45</b>	<b>29</b>	<b>39</b>
Irlande	23	25	13	31
Lettonie	35	44	19	34
Hongrie	32	38	22	33
Lithuanie	42	51	23	32
Pologne	36	41	22	30
Portugal	35	40	24	30
<b>Italie</b>	<b>40</b>	<b>43</b>	<b>16</b>	<b>25</b>
Islande	83	84	72	76
Norvège	69	78	57	67

Source : Eurostat, statistiques TIC

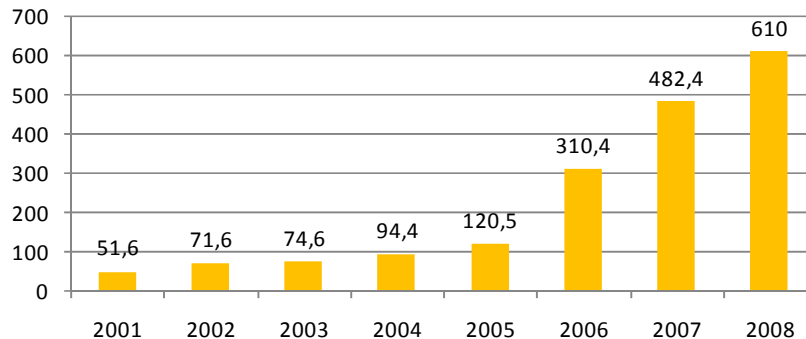
- le sous-équipement en infrastructure haut débit**, source de « confort » pour la navigation sur le Web, décourage les achats en ligne, qui suppose un *surfing* régulier et la confiance dans les systèmes de paiement en ligne. Les graphes ci-dessous présentent l'évolution des dépenses par e-shopper dans les principaux pays de l'Union Européenne :



- les investissements publicitaires sur Internet représentent 8,6% des dépenses média en Espagne et 8% en Italie contre 15% en France. Sur le marché espagnol, seuls les investissements publicitaires *online* sont en croissance. Ils ont progressé de 26,5% à 610M€ en 2007/2008 contre + 55,4% sur l'exercice précédent. Les médias conventionnels ont décliné de 11% à 7,1Mds€ (-4% pour les autres types de médias). Le marché publicitaire espagnol dans son ensemble a quant à lui reculé de 7,5% à 14,9Mds€ (source : InfoAdex).

### Investissements publicitaires internet sur le marché espagnol (M€)

Source : InfoAdex



Ces marchés offrent des perspectives encourageantes pour les prochaines années : moins mûrs que leurs voisins du Nord (Royaume Uni, Allemagne et France), ils présentent des niveaux de vie supérieurs à ceux des Etats membres plus récents de l'U.E. Ils suscitent l'intérêt des opérateurs Internet français :

- **Hi-Media**, qui exploite le 5<sup>e</sup> réseau publicitaire en Espagne, se renforce via Fotolog, le site de *networking* acquis en 2007,
- **LeGuide.com** est également présent : l'Espagne est son 3<sup>e</sup> marché derrière la France et l'Allemagne,
- **Maximiles** intensifie son action commerciale pour signer des partenariats en Espagne et en Italie, et exploite les sites <http://www.maximiles.es> et <http://www.maximiles.it>,
- **1000mercis** exploite une base de données de 2 millions d'adresses email en Espagne,
- **Come&Stay** se recentre sur les marchés les plus dynamiques notamment sur l'Espagne où le groupe a surperformé le marché,
- **Netbooster** a pris en avril 2007, le contrôle d'**AdVance** en Italie, agence de marketing spécialisée dans le référencement naturel et payant, l'affiliation et la gestion de campagnes d'emailing.

Face à ces concurrents, Antevenio dispose de plusieurs atouts :

- Antevenio sert une clientèle de **grands comptes** : **700 annonceurs** (Endesa, Banco Pastor, Porsche, Telefonica, Chanel, Barclays Bank, L'Oréal, Intel, Nokia, Nestlé, Coca Cola, Corte Ingles, Endesa, Selftrade, Plan Espana, Medicos Sin Fronteras...) et les principales **agences de publicité** (Carat, Zed Digital, Media Contacts, OMD, MindShare, Universal Media...).
- Sa position auprès des grands annonceurs a été renforcée par la **notoriété** acquise via sa cotation sur Alternext, comme en témoigne la signature de nouveaux clients de renom en 2008.
- Antevenio se présente comme un **acteur généraliste du marketing interactif** capable de répondre aux différentes problématiques en matière de publicité et de marketing en ligne, sans être en concurrence directe avec les agences de communication dont il est un prestataire de services.
- Son modèle économique intégré permet d'optimiser l'exploitation de la base de clientèle et d'atteindre des marges élevées (conservation de la totalité de la marge au sein du groupe)
- depuis les acquisitions de Netfilia et Webnation, Antevenio fait figure de **fédérateur** auprès des intervenants locaux dans la compétition internationale,

## Résultats - Prévisions

### 2008 : Poursuite de la progression des marges

Le chiffre d'affaires consolidé de 20,51M€ enregistre :

- une croissance organique globale de 23,3%, légèrement inférieure à l'évolution du marché publicitaire sur Internet en Espagne qui a progressé de 26,5% en 2008 (sachant que les ventes intra-groupe ont été multiplié par 3, atteignant 2,54 M€)
- une baisse de l'activité emailing (Antevenio Direct) de 12,8% liée à la baisse du cpm,
- la forte progression de l'activité de marketing à la performance, tant au niveau de Centrocom (+46%) que des sociétés Netfilia et Antevenio Italia, consolidées respectivement depuis le 1<sup>er</sup> avril 2007 et le 1<sup>er</sup> septembre 2007. Cette activité signe des contrats dans de nouveaux secteurs d'activité, traduisant ainsi sa capacité à diversifier ses revenus.
- L'activité de portails communautaires, malgré une baisse de 12% au second semestre (annulation de campagnes dans le secteur financier) progresse néanmoins de 25,4%

Millions d'euros	2007	2008	Var.	2007* pro forma
Antevenio Direct	2,96	2,58	-12,8%	2,96
Antevenio Media	4,09	5,01	22,5%	4,09
Antevenio Comunidades	1,18	1,48	25,4%	1,18
Netfilia	1,31	2,85	117,6%	1,58
Centrocom	4,61	6,76	46,6%	4,61
Antevenio Italia (Webnation)	1,25	4,38	250,4%	3,01
Ventes intra-groupe	-0,84	-2,54		-0,84
CA Total	14,57	20,48	40,6%	16,60
<b>CA net des remises</b>	<b>13,68</b>	<b>19,33</b>	<b>41,3%</b>	<b>15,70</b>

\* : intégrant les sociétés acquises (Netfilia et Webnation) sur 12 mois

A noter que le second semestre a été fortement impacté par la dégradation du contexte économique : décroissance de 11% par rapport au premier semestre, alors qu'il représente traditionnellement 55% de l'activité (saisonnalité propre au secteur) ; l'activité progresse néanmoins de +8% en organique par rapport au second semestre 2007.

La marge opérationnelle gagne 2,3 points et s'élève à 17,7% du CA en raison :

- du gain de 1,8 point au niveau de la marge brute : un poids plus important dans le chiffre d'affaires globale du marketing à la performance (+ 4,3 points de part de CA) et de l'édition de sites communautaires (+3,2 points de part de CA) à la marge brute plus élevée (respectivement 45% et 70%) que les autres activités
- de la maîtrise des frais de personnel qui représentent 21,4% du CA net
- le caractère relatif des opérations de croissance externe : les deux sociétés acquises sont profitables.

La progression de la marge opérationnelle en 2008 est le reflet du positionnement d'Antevenio comme modèle économique intégré : avec des ventes intra groupe qui passent de 5,7% à 12,4% du chiffre d'affaires non consolidé, la marge conservée au sein du groupe augmente fortement.

A signaler que l'activité d'Antevenio Italia enregistre en 2008 une très forte rentabilité avec un EBIT supérieur à 1M€. Le groupe souhaite poursuivre sa stratégie de croissance en capitalisant sur les revenus tirés du portail CliccaLavoro et maximiser la marge brute sur les bases de données propriétaires.

La situation financière est saine : le bilan est exempt de dettes pour des capitaux propres de 14,7M€. La trésorerie disponible totalise 9,7M€ (+1,3M€).

Avec de tels moyens financiers, Antevenio peut envisager de nouvelles opérations de croissance externe et profiter d'opportunités: le groupe souhaite acquérir des parts de marché en Europe du Sud et/ou une compétence complémentaire dans le marketing interactif.

### 2009 : un exercice impacté par la dégradation du contexte économique : faible croissance anticipée et recul des marges - des opportunités à saisir

Après une croissance organique de 23,5% en 2008, Antevenio anticipe une année contrastée : une croissance négative au S1 (dans la continuité de la tendance du second semestre 2008) et une reprise au second semestre. Sans avoir plus de précision de la part de la société, nous tablons sur une stabilité du CA net en 2009, à 19,5 M€.

Nous anticipons malgré tout un maintien de la marge brute à 48,5%, considérant que la poursuite de la montée en puissance relative du marketing à la performance compensera une possible baisse des marges sur ses activités de régie dans un contexte de décroissance de l'activité en Espagne.

Nous prévoyons une baisse de la marge d'exploitation à 14,1%, liée au poids des frais de personnel qui passe à 24% du chiffre d'affaires (maintien des effectifs de fin d'année sur l'année entière avec une augmentation moyenne de 3%). Nous escomptons par ailleurs des provisions pour créances douteuses en augmentation, de 200 K€ en 2008 à 300 K€.

Millions d'euros	2007	2007 pro forma*	2008	Var.	2009e	Var
<b>CA total</b>	<b>14,57</b>	<b>16,64</b>	<b>20,48</b>	<b>40,6%</b>	<b>20,8</b>	1,6%
Remises	-0,89	-0,90	-1,15		-1,3	
<b>CA net des remises</b>	<b>13,68</b>	<b>15,74</b>	<b>19,33</b>	<b>41,3%</b>	<b>19,5</b>	0,9%
Marge brute	6,41	7,26	9,41	46,8%	9,5	
<i>En % du CA</i>	<i>46,9%</i>	<i>46,1%</i>	<i>48,7%</i>		<i>48,5%</i>	
Résultat d'exploitation	2,11	2,28	3,44	62,9%	2,75	-20,1%
<i>Marge opérationnelle</i>	<i>15,4%</i>	<i>14,5%</i>	<i>17,8%</i>		<i>14,1%</i>	
Résultat courant av. IS	2,40	2,57	3,84	60,0%	3,0	-22,8%
IS	0,50	0,59	0,96		0,9	-10,0%
<b>Résultat net</b>	<b>1,90</b>	<b>1,98</b>	<b>2,89</b>	<b>51,8%</b>	<b>2,1</b>	-27,0%
<i>Marge nette</i>	<i>13,9%</i>	<i>12,6%</i>	<i>14,9%</i>		<i>10,8%</i>	
Résultat net part du groupe	1,89	1,91	2,53		1,9	

\* : intégration sur 12 mois des sociétés acquises en 2007

Le résultat net consolidé serait de 2,1M€ après impôt de 28,5% (le taux d'imposition marginal augmente avec la disparition des déficits fiscaux reportables) pour une marge nette de 10,8%.

Nous pensons que la marge d'exploitation peut s'approcher en 2010 de son niveau de 2008, dans un contexte de croissance de 15% des revenus, du fait principalement :

- du renforcement de la part des activités de *marketing à la performance et de portail* (fort développement des nouveaux portails acquis en Espagne en 2008, à l'aune du portail italien), à rentabilité plus élevée (mix produit plus favorable conduisant à l'augmentation de la marge brute à 50%)
- de la poursuite de la mise en œuvre des synergies internes (développement du CA intra-groupe),
- sa capacité à fidéliser ses clients (position de leader, diversité sectorielle, maintien du budget moyen par client).

## Hypothèses & valorisation

### Méthode des DCF :

Les tableaux ci-dessous présentent nos prévisions de résultats et les hypothèses retenues pour la valorisation par les Discounted Cash Flows, sur la base d'une croissance de 13% par an entre 2009 et 2016 et l'atteinte d'une marge d'exploitation de 15% à l'horizon 2016.

Cash flows en € millions	Réalisé		Projections								Valeur
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Terminale 2016
CA	14	19	20	22	26	30	34	39	43	47	
EBIT	2,1	3,4	2,7	3,9	4,6	5,5	6,2	6,6	6,9	7,3	7,3
	15%	18%	14%	17%	18%	18%	18%	17%	16%	15%	
- Impôt sur les sociétés	-0,4	-0,9	-0,8	-1,1	-1,4	-1,6	-1,8	-2,0	-2,1	-2,2	-2,2
Taux d'IS	20,8%	24,9%	28,5%	29,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
= NOPAT	1,7	2,6	2,0	2,8	3,2	3,8	4,3	4,6	4,8	5,1	5,1
+ Amortissements et provisor	0,4	0,5	0,6	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,1
- Investissements	-2,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0
- Variation du BFR	0,4	-0,6	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
= Cash Flow Libre	-0,3	1,9	1,8	2,5	3,0	3,6	4,1	4,4	4,7	5,0	5,0
Taux de croissance		-728,4%	-4,7%	38,2%	18,8%	19,8%	14,6%	8,3%	6,4%	5,5%	
Valeur Terminale											35
Coefficient d'actualisation		0,93	0,80	0,68	0,59	0,51	0,43	0,37	0,32	0,28	0,28
Cash Flow libre actualisé		1,8	1,4	1,7	1,8	1,8	1,8	1,7	1,5	1,4	10

Valeur actuelle nette des Cash Flows	14,8
+ Valeur actuelle nette de la Valeur Terr	9,7
<b>= Valeur D'entreprise</b>	<b>24,6</b>
- Dette financière 31.12.2008	9,6
<b>= Valeur des Fonds Propres</b>	<b>34,2</b>
- Décote de Taille	
<b>= Valeur des Fonds Propres après Dé</b>	<b>34,2</b>

#### Hypothèses Financières

Taux sans Risque (OAT)	3,7%
Prime de risque du marché actions	7,1%
Bêta des fonds propres	1,3
<b>Prime de risque spécifique</b>	<b>3,5%</b>
<b>Coût des Capitaux Propres</b>	<b>16,4%</b>
<b>Coût de la dette avant IS</b>	<b>5,0%</b>
<b>Structure financière cible</b>	
D / E	0,0%
D / D+E	0,0%
E / D+E	100,0%
Taux d'imposition	24,9%
<b>CMPC</b>	<b>16,4%</b>
<b>Croissance Perpétuelle</b>	<b>2,0%</b>

Nous obtenons une valeur d'équilibre de 34M€ ou 8,1€ par action.

## Comparables boursiers

Pour la méthode des comparables, nous avons retenu :

- **Adthink Media** (régie, édition, affiliation), **Adverline** (régie, micro-paiement, édition),
- **Come&Stay, 1000mercis et Maximiles** (email marketing),
- **Netbooster** (affiliation, search marketing) opérant dans la régie, le micro-paiement et l'édition.

Les tableaux ci-dessous présentent les principaux agrégats et multiples de capitalisation des sociétés comparables :

M€	Données financières															
	CA				EBE				REX				RN			
	07	08	09E	10E	07	08	09E	10E	07	08	09E	10E	07	08	09E	10E
ANTEVENIO	13,7	19,4	19,5	22,4	2,5	4,0	3,3	4,4	2,1	3,4	2,7	3,9	1,9	2,5	1,9	2,9
Adthink Media	8,7	15,6	21,0	24,8	1,3	1,7	2,5	4,3	1,0	0,7	1,8	3,4	0,6	0,3	1,1	2,2
Adverline	21,2	24,5	28,9	32,3	3,8	6,3	8,3	11,0	3,4	4,6	5,4	8,1	2,2	3,2	3,6	5,5
1000mercis	13,7	23,4	29,4	33,9	6,7	9,4	9,5	10,3	6,3	8,6	9,8	10,9	5,3	6,0	6,8	7,8
Come&Stay	25,1	27,5	28,2	29,6	2,3	2,9	3,3	3,8	1,8	1,5	2,0	2,4	0,9	0,2	1,3	1,6
Maximiles	14,8	16,5	18,1	21,2	4,5	3,5	3,6	5,1	3,1	2,4	2,5	3,6	3,8	3,6	2,1	2,6
Netbooster	33,6	48,8	60,8	65,0	2,3	5,9	8,3	10,0	1,8	2,7	4,0	7,2	0,5	1,7	2,0	2,9

M€	Marges Annuelles											
	EBE/CA				REX/CA				RN/CA			
	07	08	09E	10E	07	08	09E	10E	07	08	09E	10E
ANTEVENIO	18,1%	20,4%	16,9%	19,6%	15,4%	17,7%	14,1%	17,3%	13,8%	13,1%	9,5%	13,0%
Adthink Media	14,6%	10,9%	11,9%	17,3%	11,0%	4,4%	8,6%	13,7%	7,2%	2,0%	5,2%	8,9%
Adverline	18,0%	25,6%	28,6%	34,1%	16,2%	18,7%	18,7%	25,1%	10,1%	13,0%	12,5%	17,0%
1000mercis	48,7%	40,3%	32,3%	30,4%	46,0%	36,7%	33,3%	32,2%	38,7%	25,9%	23,1%	23,0%
Come&Stay	9,3%	10,5%	11,7%	12,8%	7,3%	5,5%	7,1%	8,1%	3,7%	0,7%	4,6%	5,4%
Maximiles	30,5%	21,1%	19,9%	24,0%	21,1%	14,7%	13,8%	17,0%	25,6%	21,5%	11,6%	12,3%
Netbooster	6,8%	12,0%	13,7%	15,4%	5,3%	5,5%	6,6%	11,1%	1,4%	3,4%	3,3%	4,4%
<b>Moyenne</b>	<b>21,3%</b>	<b>20,1%</b>	<b>19,7%</b>	<b>22,3%</b>	<b>17,8%</b>	<b>14,2%</b>	<b>14,7%</b>	<b>17,8%</b>	<b>14,5%</b>	<b>11,1%</b>	<b>10,0%</b>	<b>11,8%</b>

	Multiples de Valeur d'Entreprise															
	CA				EBE				REX				RN			
	07	08	09E	10E	07	08	09E	10E	07	08	09E	10E	07	08	09E	10E
Adthink Media	1,1x	0,6x	0,5x	0,4x	7,5x	5,6x	3,8x	2,2x	10,0x	13,8x	5,3x	2,8x	12,8x	25,1x	7,3x	3,6x
Adverline	0,9x	0,8x	0,7x	0,6x	5,2x	3,2x	2,4x	1,8x	5,8x	4,4x	3,7x	2,5x	7,4x	5,0x	4,4x	2,9x
1000mercis	5,2x	3,0x	2,4x	2,1x	10,6x	7,5x	7,5x	6,9x	11,3x	8,3x	7,2x	6,5x	15,8x	13,8x	12,3x	10,7x
Come&Stay	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	2,1x	1,7x	1,5x	1,3x	2,7x	3,3x	2,5x	2,1x	7,3x	34,4x	5,3x	4,3x
Maximiles	1,4x	1,3x	1,2x	1,0x	4,7x	6,1x	5,9x	4,2x	6,8x	8,8x	8,5x	5,9x	7,6x	8,1x	13,8x	11,1x
Netbooster	0,5x	0,4x	0,3x	0,3x	8,0x	3,1x	2,2x	1,8x	10,4x	6,8x	4,6x	2,5x	27,6x	8,0x	6,7x	4,6x
<b>Moyenne</b>	<b>1,6x</b>	<b>1,1x</b>	<b>0,9x</b>	<b>0,8x</b>	<b>6,4x</b>	<b>4,5x</b>	<b>3,9x</b>	<b>3,0x</b>	<b>7,8x</b>	<b>7,6x</b>	<b>5,3x</b>	<b>3,7x</b>	<b>13,1x</b>	<b>15,8x</b>	<b>8,3x</b>	<b>6,2x</b>

M€	Multiples de Valeur d'Entreprise															
	CA				EBE				REX				RN			
	07	08	09	10E	07	08	09	10E	07	08	09	10E	07	08	09	10E
Données de ANTEVENIO	14	19	20	22	2	4	3	4	2	3	3	4	2	3	2	3
x Multiple moyen	1,6 x	1,1 x	0,9 x	0,8 x	6,4 x	4,5 x	3,9 x	3,0 x	7,8 x	7,6 x	5,3 x	3,7 x	13,1 x	15,8 x	8,3 x	6,2 x
= Valeur d'Entreprise	21	20	17	17	16	18	13	13	16	26	15	14				
- Dette financière nette	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10				
- Intérêts minoritaires	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0				
+ Actifs hors exploitation	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0				
= Valeur des Fonds Propres	31	30	27	27	25	28	22	23	26	36	24	24	25	40	15	18
<b>Valorisation Pondérée</b>	<b>27</b>				<b>23</b>				<b>24</b>				<b>17</b>			
<b>Pondération</b>	0% 50% 50%				0% 50% 50%				0% 50% 50%				0% 50% 50%			

L'application des multiples des valeurs comparables nous donne une valorisation de 23M€ ou 5,3 € par action. Antevenio est pénalisé par le montant de sa trésorerie disponible.

La synthèse des deux méthodes d'évaluation nous donne une valeur d'équilibre de 28,3€ ou 6,7€ par action.

## Grille financière

<b>Compte de résultat (M€) 31/12</b>	<b>TMVA06/10E</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>
Chiffre d'affaires total		8,4	14,6	20,6	20,8	23,9
Chiffre d'affaires net des remises	29,7%	7,9	13,7	19,4	19,5	22,4
EBE	41,7%	1,1	2,5	4,0	3,3	4,4
EBIT	40,9%	1,0	2,1	3,4	2,7	3,9
Résultat financier		0,0	0,3	0,4	0,2	0,3
RCAI	42,8%	1,0	2,4	3,8	3,0	4,2
Résultat Exceptionnel		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IS		0,0	0,5	1,0	0,9	1,0
Amortissement des survaleurs		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RN pg publié	31,2%	1,0	1,9	2,5	1,9	2,9
RN pg retraité	31,2%	1,0	1,9	2,5	1,9	2,9
<b>Bilan (M€)</b>		<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>
Capitaux Propres		2,2	11,7	14,7	16,8	19,9
Actifs Immobilisés		0,8	3,6	4,6	4,9	5,2
BFR		0,1	0,1	0,7	0,9	1,0
Endettement net		-1,3	-8,4	-9,6	-11,6	-14,5
Capitaux Employés		0,9	3,7	5,3	5,7	6,2
<b>Tableau de financement (M€)</b>		<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>
EBE après impôt		1,1	2,0	3,0	2,4	3,4
Variation du BFR		0,4	-0,4	0,6	0,1	0,1
Cash flows opérationnel		0,7	2,3	2,4	2,3	3,2
Investissements industriels		0,3	2,7	0,6	0,6	0,6
Free cash flows opérationnel		0,3	-0,4	1,8	1,7	2,6
Aug / (Dim) de la dette nette		0,0	-7,1	-1,2	-2,0	-2,9
<b>Ratios Financiers (%)</b>		<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>
variation du CA		35%	73%	41%	1%	15%
EBE/CA		13,7	18,1	20,4	16,9	19,6
Marge d'exploitation		12,4	15,4	17,7	14,1	17,3
Marge nette publiée		12,4	13,8	13,1	9,5	13,0
Marge nette retraitée		12,4	13,8	13,1	9,5	13,0
Capitaux Employés/CA		6,6	16,6	23,1	28,3	26,6
Gearing		-59,5	-71,6	-65,5	-69,0	-72,7
ROCE		183,9	73,6	57,6	35,6	46,1
ROE		53,6	27,3	21,9	13,4	17,0
Taux de couverture (x)		-55,6	-7,2	-8,5	-12,5	-13,5
<b>Données par action (€)</b>		<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>
BPA retraité	20,6%	0,33	0,45	0,60	0,44	0,69
ANPA	59,4%	0,73	2,78	3,49	3,99	4,73
CFPA	27,0%	0,33	0,54	0,77	0,63	0,87
DPA	0,0%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Ratios boursiers (x)</b>		<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>
VE/CA		2,4	1,6	0,5	0,4	0,2
VE/EBE		17,4	8,9	2,6	2,5	1,3
VE/REX		19,4	10,5	3,0	3,1	1,4
PE		20,7	16,1	7,9	10,8	6,9
P/CFPA		20,3	13,4	6,1	7,5	5,5
P/ANPA		9,2	2,6	1,4	1,2	1,0
Payout (%)		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rendement net (%)		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

## Echelle de recommandation

Achat (1) : potentiel d'appréciation du cours > à 25%

Accumuler (2) : potentiel d'appréciation du cours compris entre +10 et 25%

Alléger (3) : potentiel de variation compris entre -15% et +10%

Vendre (4) : potentiel de baisse supérieur à -15%

## Détection potentielle de conflits d'intérêts

Avenir Finance Activité corporate finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité
Oui	Non	Non	Oui	Non

## Avertissement

Cette publication, rédigée par Avenir Finance, est délivrée à titre informatif et ne constitue en aucun cas un d'ordre d'achat ou de vente des valeurs mobilières qui y sont mentionnées. Bien que les informations exposées dans ce document proviennent de sources considérées comme dignes de foi, Avenir Finance n'en garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité, ni la fiabilité. Les opinions et appréciations peuvent être modifiées ou abandonnées sans avis préalable. Cette publication est destinée exclusivement à titre informatif aux investisseurs professionnels qui sont supposés se faire leur propre jugement. La responsabilité d'Avenir Finance ne saurait être engagée, directement ou indirectement en cas d'erreur ou omission de sa part ou en cas d'investissement inopportun de la part d'investisseurs. Ce document étant la propriété d'Avenir Finance, il ne peut être reproduit ou diffusé sans l'autorisation préalable d'Avenir Finance.



**SICAVONLINE**  
53, rue La Boétie  
75008 PARIS  
Tél. : +33 (0)1.70 .08. 08. 00  
Fax : +33 (0)1. 70 .08. 08 .09

**<http://securities.avenirfinance.fr>**

La présente analyse financière a été réalisée par Avenir Finance Securities. Avenir Finance Securities est une marque de SicavOnline.