

Date de première diffusion : 5 avril 2011

Rentabiliweb

2011, une année pleine de promesses

Commentaires sur les résultats FY 2010

Après avoir publié le 9 février dernier un chiffre d'affaires 2010 de 90,0 M€, en progression de +37,6 %, porté par la forte accélération du pôle BtoB (micro paiement, services télécoms et cash back) qui progresse de +54,0 % sur l'exercice et par le développement soutenu des activités BtoC (éditions de contenus numériques), qui croissent de +28,0 %, Rentabiliweb affiche comme attendu des résultats en forte progression. L'EBITDA affiche une croissance de +38,8 % à 16,8 M€, représentant une marge de 18,6 %, en légère progression par rapport à 2009 (18,2 %). La bonne maîtrise des dépenses, notamment internes, a permis à la société de venir compenser le repli de la marge brute, qui est passée de 51,4 % en 2009 à 46,6 % des revenus en 2010, en raison principalement de politiques commerciales plus agressives sur les pôles BtoC et BtoB. Le résultat net ressort à 8,0 M€, représentant une marge nette de 8,9 % sur la période (vs. 11,4 % en 2009), impactée par des éléments non récurrents pour un montant de 2,2 M€ (litige financier, réorganisation des filiales roumaine et bulgare et des fonctions financières du groupe).

Processing paiement, un nouvel eldorado ?

Rentabiliweb a obtenu, au mois de janvier dernier, l'agrément définitif de l'ACP permettant à la société de devenir un établissement de paiement, autorisé à exécuter des virements, émettre des instruments de paiement et enregistrer des ordres de paiement par cartes bancaires. La société devrait lancer sa nouvelle solution de paiement, à destination principalement des e-commerçants, au début du second semestre 2011. En développant cette solution, Rentabiliweb s'adresse à un marché du e-commerce en pleine expansion, sur lequel plus de 85 % des transactions se réalisent via le paiement par cartes bancaires. Avant de lancer cette activité, Rentabiliweb doit se forger une notoriété afin de séduire les e-commerçants, le paiement en ligne étant un élément sensible, sur lequel les cyberacheteurs attachent une grande importance. Dans ce sens, la société a fait une demande auprès du GIE Carte Bancaire afin de siéger aux côtés des banques, et est accompagné dans cette démarche par Natixis. Rentabiliweb se lance dans une activité qui recèle un fort potentiel, la société n'ayant toutefois, pour le moment, pas donné de guidance, le management souhaitant affiner ses prévisions avant de les communiquer au marché.

Une croissance qui devrait rester soutenue en 2011 : Opinion Achat

Suite à la publication de résultats de qualité, nous réitérons notre opinion Achat sur le titre. Nous sommes confiants dans les capacités du groupe à poursuivre une croissance soutenue et rentable sur ses deux segments d'activités. Nous anticipons pour 2011 un chiffre d'affaires en progression de +22,7 % à 110,5 M€ ainsi qu'une marge d'EBITDA de 19,1 % (vs. 18,2 % en 2010). Notre objectif de cours ressort à 12,00 €, soit un potentiel d'appréciation de 15,4 %.

Thomas DELHAYE

Analyste Financier
tdelhaye@genesta-finance.com
01.45.63.68.88

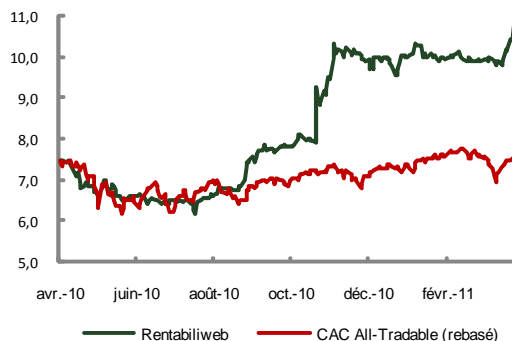
Opinion	2. Achat
Cours (clôture au 5 avril 11)	10,40 €
Objectif de cours	12,00 € (+15,4 %)

Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	BIL.PA / BIL:FP
Capitalisation boursière	185,0 M€
Valeur d'entreprise	166,8 M€
Flottant	58,83 M€ (31,8 %)
Nombre d'actions	17 789 405
Volume quotidien	116 905 €
Taux de rotation du capital (1 an)	16,37%
Plus Haut (52 sem.)	10,84 €
Plus Bas (52 sem.)	6,16 €

Performances

Absolue	1 mois	6 mois	12 mois
	+5,7 %	+34,5 %	+40,8 %



Actionnariat

Flottant : 31,8 % ; St Georges Finance : 48,7 % ; Salariés : 11,9 % ; Le Peigné : 4,6 % ; Financière LOV : 3,0 %

Agenda

Chiffre d'affaires T1 11 publié le 5 mai 2011

Chiffres Clés

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
CA (M€)	65,4	90,0	110,5	126,5	143,3
Evolution (%)	16,3%	37,6%	22,7%	14,5%	13,2%
EBE (M€)	11,9	16,8	21,1	24,4	28,4
REX (M€)	11,2	15,5	19,8	22,9	26,9
Marge d'expl. (%)	17,1%	17,2%	17,9%	18,1%	18,7%
Res. Net. Pg (M€)	7,5	8,2	13,2	15,5	18,5
Marge nette (%)	11,4%	9,1%	12,0%	12,3%	12,9%
BPA	0,5	0,6	0,7	0,9	1,0

Ratios

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
VE / CA	1,5	1,9	1,4	1,1	0,9
VE / EBE	8,0	9,9	7,3	5,8	4,4
VE / REX	8,5	10,8	7,8	6,2	4,6
P / E	14,8	22,7	14,0	11,9	10,0
Gearing (%)	-35%	-29%	-40%	-47%	-55%
Dette nette / EBE	-1,28	-1,10	-1,45	-1,79	-2,13
RCE (%)	17,2%	12,9%	17,3%	16,9%	16,7%

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

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

Présentation de la société

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

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

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

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

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

Fort de son expertise de monétiseur d'audience Internet, le groupe a récemment choisi d'élargir son domaine de compétence du online vers le offline. 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 de bonne facture, nous sommes confiants dans les capacités du groupe à poursuivre une croissance soutenue en 2011. Notre prévision de revenus pour 2011 s'élève à 110,5 M€, en croissance de +22,7 %, et ce compte tenu des perspectives des activités BtoB sur les pôles dynamiques tels que le paiement et les services télécoms, et de l'accélération des synergies de cross-selling entre les sites propres du groupe sur le BtoC.

Notre prévision de marge d'EBITDA 2011 ressort à 19,1 % du chiffre d'affaires. Nous prévoyons une marge d'exploitation sur l'exercice 2011 de 17,9 % (vs. 17,2 %). L'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, sur la base d'un coût moyen pondéré des ressources de 11,64 %, valorise le titre à 13,89 € 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 (TradeDoubler, ValueClick, 1000mercis, Maximiles) et de la régie publicitaire (Hi-Media, TradeDoubler) ;
- 3) D'édition de sites propres : Hi-Media, DNXcorp et Meetic.

L'approche par les multiples boursiers nous conduit à une valorisation de l'action Rentabiliweb de 10,11 € par action.

Notre objectif de cours, résultant de la moyenne des résultats obtenus par les méthodes DCF et comparaison boursière, ressort à 12,00 € 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
- 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
- Développement de l'offre de services vocaux interactifs pour les médias offline
- Obtention auprès de l'ACP de l'agrément de processing paiement par carte bancaire

Menaces

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

Synthèse et Opinion

Processing paiement, un nouvel eldorado ?

Rentabiliweb a obtenu, au mois de janvier dernier, l'agrément définitif de l'ACP permettant à la société de devenir un établissement de paiement, autorisé à exécuter des virements, émettre des instruments de paiement et enregistrer des ordres de paiement par cartes bancaires.

La société devrait ainsi lancer sa nouvelle solution de paiement, à destination principalement des e-commerçants, au début du second semestre 2011. En développant cette solution, Rentabiliweb s'adresse à un marché du e-commerce en pleine expansion, sur lequel plus de 85 % des transactions se réalisent via le paiement par cartes bancaires.

Avant de lancer cette activité, Rentabiliweb doit se forger une notoriété afin de séduire les e-commerçants, le paiement en ligne étant un élément sensible, sur lequel les cyberacheteurs attachent une grande importance. Dans ce sens, la société a fait une demande auprès du GIE Carte Bancaire afin de siéger aux côtés des banques, et est accompagné dans cette démarche par Natixis. Rentabiliweb se lance dans une activité qui recèle un fort potentiel, la société n'ayant toutefois, pour le moment, pas donné de guidance, le management souhaitant affiner ses prévisions avant de les communiquer au marché.

Une croissance qui devrait rester soutenue en 2011 : Opinion Achat

Suite à la publication de résultats de qualité, nous réitérons notre opinion achat sur le titre. Nous sommes confiants dans les capacités du groupe à poursuivre une croissance soutenue et rentable sur ses deux segments d'activités. Nous anticipons pour 2011 un chiffre d'affaires en progression de +22,7 % à 110,5 M€ ainsi qu'une marge d'EBITDA de 19,1 % (vs. 18,2 % en 2010).

Notre objectif de cours ressort à 12,00 €, soit un potentiel d'appréciation de 15,4 %.



Sommaire

1	Présentation.....	4
1.1	Rappel du positionnement de la société	4
1.2	Commentaires sur les résultats FY 2010.....	7
2	Le processing paiement par carte bancaire : le nouvel eldorado ?.....	9
3	Des développements toujours soutenus sur tous les segments	11
4	Prévisions	12
4.1	Chiffre d'affaires et marges.....	12
4.2	Santé financière	12
5	Valorisation	13
5.1	DCF	13
5.2	Comparables	15
6	Synthèse des comptes	18
6.1	Compte de résultats simplifié	18
6.2	Bilan – principaux agrégats	18
6.3	Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats.....	18
6.4	Ratios financiers	19
7	Avertissements importants.....	20
7.1	Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research.....	20
7.2	Détection de conflits d'intérêts potentiels	20
7.3	Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois	20
7.4	Répartition des opinions	20
7.5	Avertissement complémentaire	21

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, au second semestre 2011, 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, et 4/ les services télécoms (services vocaux interactifs et machine to machine). Le segment BtoB représentait, au 31 décembre 2010, 43,0 % 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) ; 2/ Dating ; 3/ Communautés et Services ; 4/ Adulte (Internet de charme), 5/ Humour et 6/ Le féminin. Le segment BtoC représentait, au 31 décembre 2010, 57,0 % du chiffre d'affaires.

Au total, Rentabiliweb gère plus de 500 sites pour une audience cumulée d'environ 45 millions de visiteurs uniques (VU) mensuels. Le groupe est physiquement présent dans 6 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 / machine to machine	Commissions sur télécommunications	
BtoC	Féminin	Revenus publicitaire	www.clicbienetre.com
	Humour	Revenus publicitaire	www.abrutis.com
	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

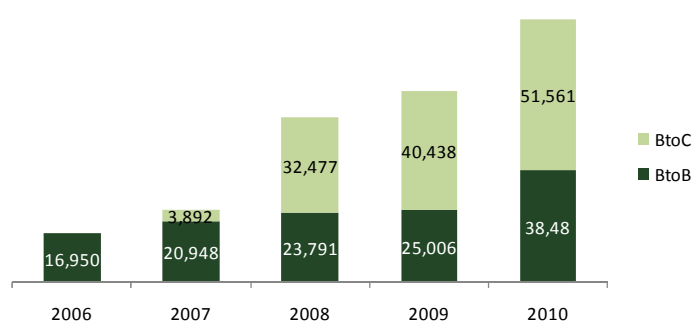
Source : Rentabiliweb, Genesta

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.

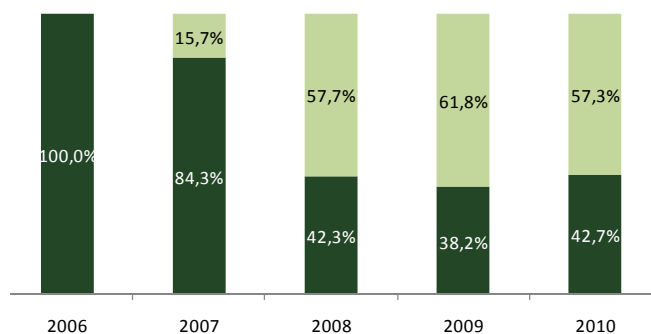
Aujourd'hui, le mix d'activités diversifié et équilibré entre les segments BtoB et BtoC permet à la société de : 1/ réduire sa dépendance à l'égard des clients tiers éditeurs de sites, ainsi qu'à l'égard des fluctuations conjoncturelles des niveaux de dépenses en investissements publicitaires des annonceurs, 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 :

Evolution de la répartition du chiffre d'affaires (en M€)



Evolution de la répartition du chiffre d'affaires (en %)



Source : Rentabiliweb

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

UN ACTEUR HISTORIQUE DU MICRO-PAIEMENT ET PROCHAINEMENT DU PAIEMENT PAR CARTE BANCAIRE

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/ lancer au second semestre 2011 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), et ce grâce à l'obtention de l'agrément de paiement obtenu auprès de la Banque de France et de l'ACP (Autorité de Contrôle Prudentiel).

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, cumulant aujourd'hui une audience de plus de 3,5 MVU, est 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, Mailocash).

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 TELECOMS : 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 medias offline. En effet, si le métier de la monétisation d'audience tel qu'exercé par le groupe a d'abord naturellement ciblé les acteurs de l'Internet, la convergence média et numérique qui s'opère actuellement offre de nouvelles opportunités pour les acteurs de l'Internet comme Rentabiliweb de proposer leurs services de monétisation. La société a récemment compléter son offre de services télécoms, grâce à l'acquisition de Vidalia, société spécialisée dans le machine to machine (communication des ascenseurs par exemple).

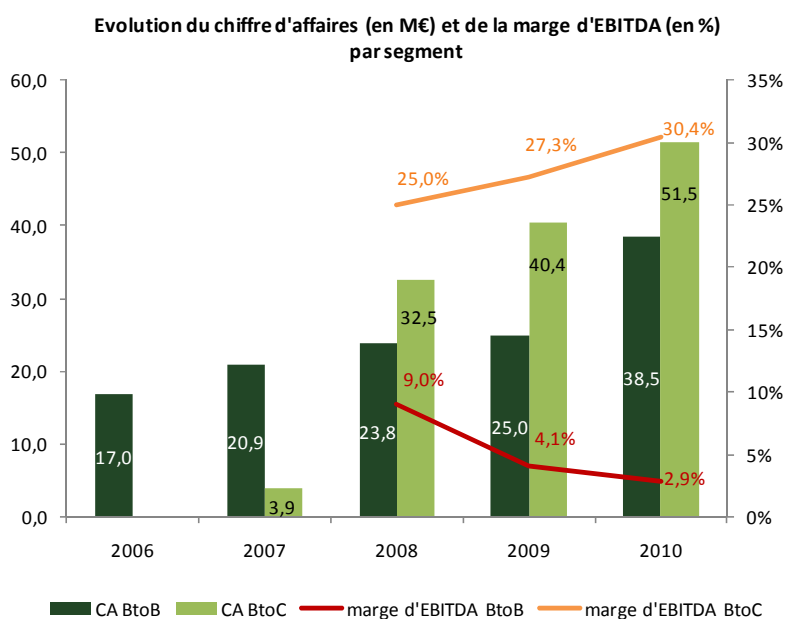
Eu égard au savoir-faire du groupe sur l'audiotel et le SMS+, nous voyons dans cet élargissement de positionnement un relais de croissance sur le segment BtoB à fort potentiel, le panel des acteurs des médias offline étant riche et leurs besoins de monétisation importants. Cette diversification de la 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.

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.

1.2 Commentaires sur les résultats FY 2010

Rentabiliweb a publié, le 31 mars dernier, des résultats au titre de l'exercice 2010 en forte croissance. Le chiffre d'affaires ressort à 90,0 M€, réparti à 57,0 % sur le BtoC et à 43,0 % sur le BtoB. Cette progression très significative de +37,6 % de l'activité, s'explique par une amélioration notable sur les activités BtoB (+53,9 %), tout comme sur le pôle BtoC (+28,0 %).

	2009	2010	Δ (en %)
BtoB	25,006	38,480	+53,9 %
BtoC	40,438	51,561	+27,5 %
TOTAL	65,444	90,041	+37,6 %

Source : Rentabiliweb

La croissance du pôle BtoB a été notamment tirée par le marketing direct et le cash-back grâce 1/ au lancement de Mailocash, logiciel d'aide à l'achat en ligne, 2/ à la performance de Mailorama (avec 3,5 MVU fin 2010 vs. 2 MVU en début d'année), et 3/ à la progression des solutions de sondages et d'études en ligne. Le segment du micro-paiement a lui aussi connu de bonnes performances, tirées par les sites de contenus digitaux et les réseaux sociaux. Enfin, les Services Télécom (téléphonie d'entreprise, services vocaux interactifs et machine to machine), 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, la croissance de ce segment a été tirée par 1/ le dynamisme des jeux casual, dont le catalogue a été décliné sur les réseaux sociaux, 2/ l'élargissement de la base clientèle, renforcé par les acquisitions de ClicBienEtre et d'Edencast.

Ainsi, au global, l'offre étoffée de services de monétisation d'audience, offre à guichet unique mise au service de clients tiers tout comme pour compte propre, a permis au groupe d'asseoir sa croissance de revenus sur l'ensemble de l'exercice 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.).

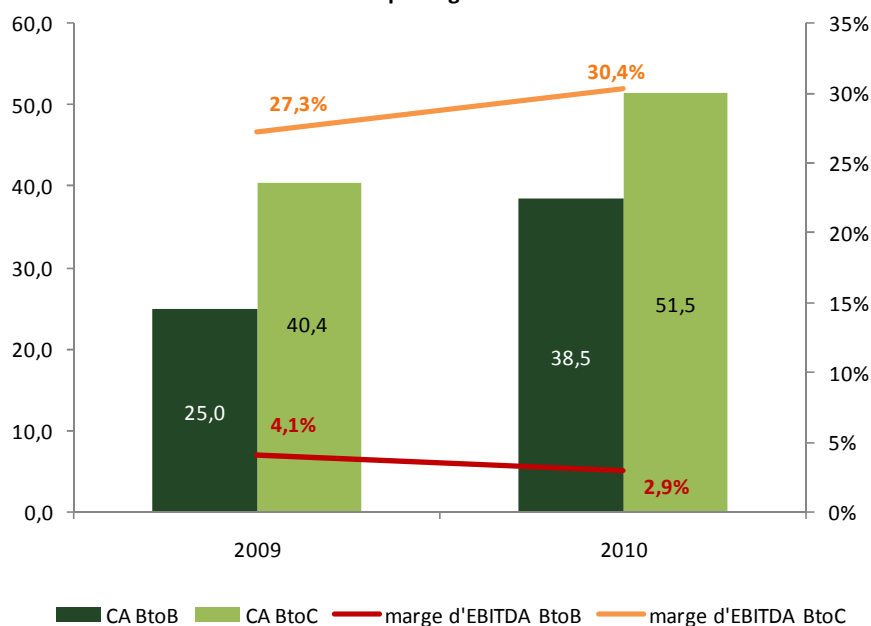
Le tableau ci-après récapitule les principaux agrégats du compte de résultats annuel du groupe :

	2009	2010
Chiffre d'affaires	65,444	90,040
% évolution		+ 37,6 %
Marge brute	33,663	41,932
% du CA	51,4 %	46,6 %
EBE	12,042	16,784
% évolution		+39,4 %
% du CA	18,4 %	18,6 %
Résultat Opérationnel Courant	11,358	15,465
% évolution		+36,2 %
% du CA	17,4 %	17,2 %
Résultat avant impôts	11,114	12,985
Impôts	3,639	4,896
Résultat Net part du groupe	7,452	8,015
% du CA	11,4 %	8,9 %

Source : Rentabiliweb

Sur l'exercice 2010, Rentabiliweb est parvenu à légèrement améliorer sa marge d'EBITDA, passant de 18,4 % du chiffre d'affaires en 2009 à 18,6 % en 2010. L'EBITDA est ainsi passé de 12,0 M€ en 2009 à 16,8 M€ en 2010, soit une progression de +39,4 % sur la période, supérieure à la progression du chiffre d'affaires. Le groupe enregistre un repli de 480 bps de sa marge brute sur la période, en raison 1/ d'efforts consentis sur le segment BtoC notamment (la marge brute du pôle passant de 63,4 % en 2009 à 62,4 % en 2010) en raison d'une politique plus agressive de reversements pour les affiliés et 2/ d'une politique commerciale agressive et d'investissements marketing et publicitaires sur le segment BtoB, entraînant un repli de la marge brute de 32,2 % des revenus en 2009 à 25,3 % en 2010.

Toutefois, la marge d'EBITDA du pôle BtoC est en amélioration en passant de 27,3 % en 2009 à 30,4 % en 2010 grâce à une optimisation des coûts techniques et une bonne maîtrise des frais généraux et salariaux, compensant ainsi le repli de la marge brute du pôle. En situation inverse, le pôle BtoB affiche un retrait de la marge d'EBITDA passant de 4,1 % à 2,9 % du chiffre d'affaires, et ce en raison d'investissements marketing (notamment sur le programme de cashback Mailorama et Mailocash) et de recrutements assez importants sur la période, afin de soutenir les ambitions de développement du pôle à moyen terme.

Evolution du chiffre d'affaires (en M€) et de la marge d'EBITDA (en %) par segment


Source : Rentabiliweb

Après prise en compte d'une charge d'impôt de 4,9 M€, le résultat net du groupe ressort à 8,0 M€, en progression +7,5 % et représentant une marge nette de 8,9 % en 2010 par rapport à 11,4 % en 2009. Cette baisse du résultat net en proportion du chiffre d'affaires provient principalement d'éléments exceptionnels pour un montant de 2,2 M€, provenant d'un litige financier, de la réorganisation des filiales roumaine et bulgare mais également d'une réorganisation des fonctions financières du groupe. Hors éléments exceptionnels, le résultat net du groupe ressortirait à 10,2 M€, en progression de +36,9 % et représentant une marge nette de 11,3 %.

Ainsi, le surplus de progression du pôle BtoC, mieux margé que le reste des activités, a permis au groupe d'améliorer 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, ont clairement permis à Rentabiliweb d'afficher des résultats de qualité au titre de l'exercice 2010.

Au niveau bilanciel, la situation financière reste très saine avec des capitaux propres en augmentation et une capacité de génération de trésorerie encore accrue. L'endettement nul de la société lui permet d'afficher une situation de trésorerie nette de 18,4 M€. 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, levée de fonds ayant notamment permis à la société de réaliser plusieurs acquisitions (EdenCast et Vidalia).

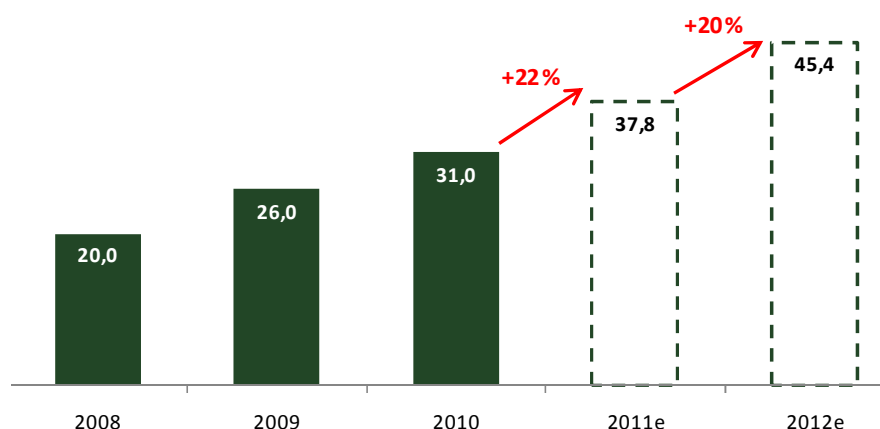
2 Le processing paiement par carte bancaire : le nouvel eldorado ?

Après être devenu l'un des leaders du micro-paiement, Rentabiliweb souhaite désormais devenir un acteur du paiement en ligne par carte bancaire. La société a obtenu de l'Autorité de Contrôle Prudentiel, au mois de janvier dernier, l'agrément définitif de paiement par carte bancaire. Cet agrément permet désormais à la société de commercialiser auprès de l'ensemble des e-commerçants une solution de paiement par carte bancaire sur Internet et sur mobile. Cet agrément autorise la société à exécuter des ordres de virement, émettre des instruments de paiement et enregistrer des ordres de paiement par carte bancaire. La société a également déposé plusieurs demandes de passporting européens de cet agrément, permettant à la société, en complément de la France, d'implanter son offre dans plusieurs pays européens. La société a d'ores et déjà obtenu cet agrément au Luxembourg et en Allemagne, et espère prochainement l'obtenir pour l'Italie, le Royaume-Uni, l'Espagne, la Belgique et la Roumanie.

UN MARCHÉ EN PLEINE EXPLOSION

Grâce à cet agrément, Rentabiliweb va pouvoir commercialiser, à partir du second semestre 2011 (date de lancement prévu de la solution de paiement), sa solution de paiement par carte bancaire à l'ensemble des e-commerçants des pays sur lesquels la société a obtenu un agrément de paiement. Le marché auquel la société s'adresse est un marché en plein développement, en croissance continue à deux chiffres. Il a représenté en Europe en 2010, selon Forrester, un marché de plus de 150 Mds €, et devrait encore connaître en 2011 une croissance supérieure à +10,0 %. En France, le montant des transactions réalisées sur Internet s'est élevé à 31 Mds € en 2010 et devrait, selon la Fevad, progresser fortement dans les années à venir. Parallèlement à la croissance du marché français, le nombre d'e-commerçants est passé de 9 300 en 2004 à plus de 80 000 sites en 2010, soit un taux de croissance annuel de plus de +30,0 %. De plus, selon le GIE carte bancaire, en 2009, sur les 26 Mds € de chiffre d'affaires du e-commerce en France, 22,3 Mds € ont été réalisés par carte bancaire, soit plus de 85,0 % (en valeur) des transactions réalisées sur Internet, la carte bancaire prenant de plus en plus le pas sur les moyens de paiements traditionnels.

Prévisions de croissance du chiffre d'affaires du e-commerce en France pour 2011 et 2012, en Mds€



Source : Fevad

Au vu de ces éléments, le marché du paiement en ligne recèle encore un très fort potentiel de croissance dans les années à venir, croissance qui devrait permettre à Rentabiliweb de se faire une place parmi les acteurs déjà présents.

La société devrait adopter un positionnement prix inférieur à celui de ses concurrents, sans pour autant proposer des tarifs low cost. Traditionnellement, les commissions perçues par les opérateurs de paiement s'échelonnent entre 0,5 % (sites marchands leaders) et 7,0 % (paris en ligne, casino), et ce, en fonction du volume de transactions. Ainsi, Rentabiliweb devrait principalement viser la tranche la plus large des sites marchands, ceux réalisant entre 1 000 et 100 000 transactions par mois, représentant plus de 60,0 % des sites marchands présents sur Internet.

UN MARCHÉ CONCURRENTIEL DOMINÉ PAR LES BANQUES ET DANS LEQUEL RENTABILIWEB N'EST PAS SEUL À SE LANCER

Avec le paiement par carte bancaire, Rentabiliweb s'attaque à un marché totalement dominé par les banques. En effet, la majorité des banques proposent un tel service, en complément ou non, de services bancaires associés. Dans un tel environnement concurrentiel, Rentabiliweb va devoir se forger une notoriété pour conquérir des parts de marché, le paiement dans le e-commerce étant l'élément le plus sensible et sur lequel les internautes sont les plus vigilants.

Afin d'institutionnaliser l'offre auprès des autorités de compensation, mais également d'affirmer sa compétence et sa crédibilité à opérer sur le marché du paiement par carte bancaire en ligne, Rentabiliweb a fait une demande au GIE Carte Bancaire afin de siéger aux côtés des établissements bancaires, et est accompagné dans cette démarche par la banque Natixis.

Toutefois, Rentabiliweb ne devrait pas être la seule société à se lancer sur le processing carte bancaire. Ainsi, deux autres sociétés, Afone et Slimpay, ont obtenu un agrément de l'ACP. Cependant, ces entreprises ne s'adresseront pas à une même cible que Rentabiliweb pour le moment. Afone devrait dans un premier temps s'adresser aux clients physiques équipés en solutions informatiques et communications que la société possède déjà et devrait par la suite s'adresser à des grands acteurs, comme les grands distributeurs physiques. Quant à Slimpay, la société devrait s'orienter vers un processing différent que celui de Rentabiliweb, la société privilégiant pour le moment les prélèvements bancaires plutôt que le processing carte bleue.

UN MARCHÉ SUR LEQUEL RENTABILIWEB POSSEDE LES COMPETENCES POUR S'IMPLANTER

La société possède les clés nécessaires afin de mener à bien ce projet. En effet, la société dispose à la fois des arguments techniques et commerciaux afin de séduire les e-commerçants :

- Une expertise en termes de fraudes et de risques grâce à des outils performants,
- Une maîtrise du tunnel de conversion, avec la personnalisation des formulaires de paiement permettant d'intégrer pleinement le processus de paiement dans l'ergonomie et le graphisme des sites marchands,
- Une offre à forte valeur ajoutée grâce aux solutions de fidélisations que la société devrait coupler à sa solution de paiement (cash back, social shopping,..).

Rentabiliweb, en plus des aspects techniques et commerciaux, possède les moyens de ses ambitions, grâce à une surface financière solide, permettant à la société de développer sa solution de paiement. Cette activité devrait, dès son lancement au début du second semestre 2011, avoir un impact positif sur l'activité du groupe. Toutefois, la société n'a, pour le moment, pas donné de guidance, le management souhaitant affiner ses prévisions avant de les communiquer au marché.

3 Des développements toujours soutenus sur tous les segments

Bien que le développement du processing paiement par carte bancaire soit la priorité du groupe en 2011, Rentabiliweb ne ralentit pas pour autant ses développements de ses autres activités.

CASH BACK ET FIDELISATION

Les solutions de cash back constituent pour le groupe un vrai axe de croissance. En effet, la France, et plus généralement les pays européens, sont en retard par rapport aux Etats-Unis et au Royaume-Uni sur les solutions de cash back et de fidélisation. En France, seuls 15 % des achats réalisés sur Internet sont couplés avec une offre de cash back, tandis que cette proportion est de 55 % au Royaume-Uni et de 65 % aux Etats-Unis. La société compte ainsi clairement sur un effet rattrapage, mais désire également étendre ses solutions grâce 1/ à l'extension des programmes de fidélité et des communautés de cyberacheteurs en Europe du Sud, 2/ déployer les offres sur tous les supports possibles (mobiles, tablettes,...), 3/ développer des outils de promotion des applications, et enfin 4/ optimiser les process de routage mails et SMS.

NOUVEAU CONTENU : L'ASTROLOGIE

Rentabiliweb devrait élargir son offre de contenus au cours de l'année 2011 en souhaitant notamment acquérir un site sur le thème de l'astrologie. Ce marché recèle un fort potentiel pour plusieurs raisons :

- Un français sur quatre lit régulièrement son horoscope,
- Ce marché est un marché éclaté et peu professionnel, avec une forte rémanence, estimé à 3 Mds€ en France,
- Un contenu numérique facilement exportable et adaptable.

Rentabiliweb ne devrait pas être le seul acteur à vouloir consolider et professionnaliser le marché de l'astrologie sur Internet, il semblerait que DNXcorp s'intéresse également à cette activité.

A travers ces développements, aussi bien sur la nouvelle activité de processing bancaire que sur ses activités traditionnelles, Rentabiliweb devrait encore connaître en 2011 une croissance soutenue, démontrant ainsi le positionnement judicieux et opportuniste de la société.

4 Prévisions

4.1 Chiffre d'affaires et marges

Suite à la publication par Rentabiliweb de résultats annuels 2010 de bonne facture, notre prévision de chiffre d'affaires 2011 s'élève à 110,5 M€, soit une croissance de +22,7 % par rapport à 2010. Nos prévisions se fondent sur les hypothèses suivantes :

- un rythme de croissance toujours élevé en 2011, porté sur le BtoB avec la progression toujours soutenue des segments les plus dynamiques tels que le marketing direct et le cashback, la montée en puissance des services télécoms, et les débuts de la commercialisation de l'offre de processing bancaire du groupe,
- 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 et 2/ la contribution du site de Dating Just a Love.

Pour 2012 et 2013, nos prévisions de revenus sont de 126,5 M€ et de 143,3 M€, soit des croissances respectives de +14,5 % et de +13,2 %.

En termes de profitabilité, nous sommes confiants dans les capacités du groupe de continuer à axer son développement selon une stratégie de croissance rentable. Nous prévoyons pour 2011 un EBITDA de 21,1 M€, soit une marge de 19,1 %, supérieure aux 18,6 % réalisés en 2010, et ce principalement grâce à 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 mix d'activité favorable aux activités BtoC, pôle mieux margée que le BtoB.

Sur les deux exercices suivants, nous anticipons une marge d'EBITDA de 19,3 % en 2012 et de 19,8 % en 2013.

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

Ainsi, après prise en compte d'amortissements en augmentation, la société souhaitant intensifier ses investissements sur les exercices à venir, le résultat net ressort à 13,2 M€ en 2011, 15,5 M€ en 2012 et 18,5 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 -6,0 % 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. Nos estimations d'endettement net ressortent ainsi à -30,6 M€ en 2011, -43,7 M€ en 2012 et -60,4 M€ en 2013.

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'entreprise¹	4	3	2	1	0
Liquidité²	[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 Client³	[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						0,60%
Taille du CA						0,60%
Rentabilité opérationnelle						0,40%
Gearing						0,20%
Risque Client						0,60%
TOTAL						2,60%

Par conséquent, sur la base d'un taux sans risque de 3,52 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source Agence France Trésor), d'une prime de marché de 5,75 % (prime au 2 mars 2011 calculée par Natixis Securities), d'un beta de la société de 0,96⁴, d'une prime de risque Small Caps de 2,60 % et de l'endettement net négatif de la société 31 décembre 2010, le taux d'actualisation s'élève à 11,64 %.

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

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

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

⁴ Le beta retenu correspond à la moyenne d'un beta sectoriel (calculé comme moyenne des betas désendettés du secteur Internet – 1,13 –, du secteur Entertainment – 1,29 –, du secteur de la publicité – 1,12 – et du secteur de l'édition – 0,94 – moyenne ensuite réimpactée du cash dont dispose la société, soit un beta final de 0,96. 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
3,52 %	5,75 %	0,96	2,60 %	11,64 %	NS	0	33,00 %	11,64 %

Source : AFT, Natixis Securities, Datastream, estimations Genesta

5.1.2 Calcul de FCF opérationnels

Avec un taux d'actualisation de 11,64 %, nous obtenons le tableau de flux de trésorerie disponible suivant (en M€) :

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Chiffre d'affaires	90,041	110,468	126,507	143,251	154,712	165,541	175,474	186,002	195,302	203,115	209,208
Excédent brut d'exploitation	16,784	21,106	24,442	28,391	31,514	34,666	38,132	41,564	44,889	48,031	50,433
Impôt	4,896	6,508	7,308	7,913	8,526	9,084	10,012	10,923	11,797	12,611	13,202
Investissements	12,243	3,500	4,500	5,500	5,885	6,238	6,550	6,878	7,153	7,367	7,588
Variation de BFR	-2,659	-1,281	-1,006	-1,050	-0,302	-0,650	-0,596	-0,632	-0,558	-0,469	-0,366
FCF opérationnels	2,304	12,378	13,639	16,028	17,405	19,993	22,166	24,395	26,498	28,522	30,009
FCF opérationnels actualisés		11,396	11,248	11,840	11,516	11,849	11,767	11,600	11,285	10,881	10,254

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		113,637	49,5 %
Période 11-20 ans	3,0%	66,498	29,0 %
Taux de croissance à l'infini	2,0%	49,443	21,5 %
Total		229,577	100,0 %
dont valeur terminale		115,941	50,5 %

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de Rentabiliweb ressort à 229,577 M€.

5.1.3 Calcul de la valeur par action

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

FCF actualisés (2010-2020)	113,637
+ Valeur terminale actualisée	115,941
+ Titres financiers	0,304
- Provisions	1,006
- Endettement financier net	-18,160
- Minoritaires	0
= Valeur des Capitaux Propres pg	247,035
Nombre d'actions	17,789
Valeur par action	13,89

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 13,89 € soit un potentiel d'appréciation de la valeur selon cette méthode de +33,5 % par rapport au cours de clôture du 5 avril 2010 de 10,40 €.

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%
CMPC	10,64%	14,48	14,63	14,79	14,97	15,18
	11,14%	14,03	14,17	14,33	14,50	14,70
	11,64%	13,60	13,74	13,89	14,05	14,24
	12,14%	13,19	13,32	13,46	13,62	13,80
	12,64%	12,80	12,92	13,06	13,21	13,38

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 (TradeDoubler, ValueClick, 1000mercis, mais aussi Maximiles pour l'emailing et le cashback) et de régie publicitaire (Hi-Media, TradeDoubler) ;
- édition de sites (Hi-Media, DNXCcorp 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.

TradeDoubler : 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.

DNXCcorp : DNXCcorp 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 10	CA 11	CA 12	EBE 10	EBE 11	EBE 12	REX 10	REX 11	REX 12	RN 10	RN 11	RN 12
Hi-Media ¹	222,000	245,000	264,900	19,500	24,800	28,400	16,000	19,000	22,000	7,790	9,900	11,900
TradeDoubler	316,294	346,519	375,975	12,636	18,522	20,131	9,191	15,344	17,416	6,816	12,656	13,507
ValueClick	325,057	341,143	374,079	96,356	102,146	114,430	69,811	76,604	90,867	68,294	47,071	54,058
1000mercis	34,300	39,700	45,350	11,000	12,700	14,300	11,000	13,000	14,800	7,550	8,500	10,100
Maximiles	16,775	19,675	22,265	3,030	3,961	4,767	1,900	2,500	3,245	1,075	1,350	2,016
DNXCcorp	61,600	61,700	63,700	13,700	13,200	14,000	13,500	12,400	13,200	9,300	8,400	9,600
Meetic	186,000	204,100	219,400	38,300	46,500	50,100	34,200	42,600	45,900	24,200	30,400	33,100

Source : Infinaancials au 04/04/11

¹ 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	Dettes nettes	Minoritaires	VE
Hi-Media	158,756	33,850	0,824	193,430
TradeDoubler	224,170	-23,300	0,000	200,870
ValueClick	821,032	-148,885	0,000	672,147
1000mercis	144,831	-21,100	0,000	123,731
Maximiles	30,089	-14,200	0,150	16,039
DNXcorp	74,733	-5,020	0,000	69,713
Meetic	351,137	-40,600	0,000	310,537

Source : Infinaucials au 04/04/11

5.2.2 Valorisation

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

	VE/CA 11	VE/CA 12	VE/ EBE 11	VE/ EBE 12	VE/REX 11	VE/REX 12	PE 11	PE 12
Hi-Media	0,79	0,73	7,80	6,81	10,18	8,79	16,04	13,34
TradeDoubler	0,58	0,53	10,85	9,98	13,09	11,53	17,71	16,60
ValueClick	1,97	1,80	6,58	5,87	8,77	7,40	17,44	15,19
1000mercis	3,12	2,73	9,74	8,65	9,52	8,36	17,04	14,34
Maximiles	0,82	0,72	4,05	3,36	6,42	4,94	22,29	14,92
DNXcorp	1,13	1,09	5,28	4,98	5,62	5,28	8,90	7,78
Meetic	1,52	1,42	6,68	6,20	7,29	6,77	11,55	10,61
Moyenne	1,42	1,29	7,28	6,55	8,70	7,58	15,85	13,25
Médiane	1,13	1,09	6,68	6,20	8,77	7,40	17,04	14,34

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 11	CA 12	EBE 11	EBE 12	REX 11	REX 12	RN 11	RN 12
Rentabiliweb	110,468	126,507	21,106	24,442	19,822	22,938	13,214	15,530
Valorisation induite	174,751	181,169	171,856	178,278	190,590	192,069	209,471	205,842
	142,974	156,608	159,107	169,657	192,088	187,832	225,153	222,691
Valorisation moyenne (€/ action)	9,21		9,54		10,72		12,13	

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 -2,8 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	257,8	M€
Capitalisation non corrigée de la société	185,0	M€
Rapport des capitalisations	71,8 %	
Décote à appliquer	-2,8 %	

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne (€/ action)	8,95	9,27	10,41	11,79
Moyenne	10,11			

Ainsi, l'approche par la méthode des multiples boursiers de sociétés comparables nous amène à une fourchette de valorisation de 8,95 € – 11,79 €, et en moyenne à un prix par action de 10,11 €. Sur la base du cours de clôture de l'action Rentabiliweb au 5 avril 2011 de 10,40 €, le titre présente selon cette approche un potentiel de downside de 2,8 %.

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€)	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Chiffre d'affaires	24,84	56,27	65,44	90,04	110,47	126,51	143,25
%évolution	46,5%	126,5%	16,3%	37,6%	22,7%	14,5%	13,2%
Matières premières et consommables	20,32	44,91	49,56	68,96	72,98	83,71	93,50
%du CA	81,8%	79,8%	75,7%	76,6%	66,1%	66,2%	65,3%
Charges de personnel	1,30	3,12	4,48	6,67	8,80	9,62	10,49
%du CA	5,2%	5,5%	6,8%	7,4%	8,0%	7,6%	7,3%
Excédent brut d'exploitation	4,62	10,87	11,91	16,78	21,11	24,44	28,39
%évolution	69,0%	135,3%	9,6%	40,9%	25,7%	15,8%	16,2%
%du CA	18,6%	19,3%	18,2%	18,6%	19,1%	19,3%	19,8%
Résultat opérationnel courant	3,17	10,33	11,16	15,47	18,34	21,28	24,81
%évolution	19,1%	225,7%	8,1%	38,6%	18,6%	16,0%	16,6%
%du CA	12,8%	18,4%	17,1%	17,2%	16,6%	16,8%	17,3%
Résultat opérationnel	7,04	10,25	11,16	15,47	19,82	22,94	26,85
%évolution	163,9%	45,5%	8,9%	38,6%	28,2%	15,7%	17,1%
%du CA	28,4%	18,2%	17,1%	17,2%	17,9%	18,1%	18,7%
Charges financières	-0,19	-0,22	-0,07	-0,21	-0,10	-0,10	-0,10
Résultat avant impôts	6,85	10,03	11,09	13,05	19,72	22,84	26,75
Impôts	2,01	3,36	3,64	4,90	6,51	7,31	8,29
%Taux d'impôt effectif	29,4%	33,5%	32,8%	37,5%	33,0%	32,0%	31,0%
Résultat Net part du groupe	4,84	6,67	7,45	8,16	13,21	15,53	18,46
%évolution	180,0%	37,8%	11,7%	9,4%	62,0%	17,5%	18,9%
%du CA	19,5%	11,9%	11,4%	9,1%	12,0%	12,3%	12,9%

Croissance tirée par 1/ la montée en puissance des SVI, du cashback et de l'activité de paiement par CB, et 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 reversments au réseau d'affiliés moindre
Effet intégration d'EdenCast

6.2 Bilan – principaux agrégats

Au 31/12 (en M€)	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Immobilisations incorporelles	2,21	2,41	3,14	3,05	3,05	3,05	3,05
Goodwill	27,95	27,95	27,95	48,46	48,46	48,46	48,46
Immobilisations corporelles	0,18	0,26	0,47	0,79	0,79	0,79	0,79
Immobilisations financières	0,04	0,03	0,12	0,30	0,30	0,30	0,30
BFR	-13,97	-6,93	-2,99	-5,65	-6,93	-7,93	-8,98
%du CA	-56,2%	-12,3%	-4,6%	-6,3%	-6,3%	-6,3%	-6,3%
Dettes financières	0,14	0,04	0,04	0,11	0,01	0,00	0,00
Trésoreries et valeurs mobilières	7,96	13,96	15,24	18,53	30,64	43,67	60,45
Endettement net	-7,82	-13,91	-15,21	-18,42	-30,63	-43,67	-60,45

Endettement net négatif

6.3 Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats

Au 31/12 (en M€)	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
CAF	5,12	7,03	8,11	9,84	15,42	18,06	21,32
Investissements	0,68	0,64	1,60	12,24	3,50	4,50	5,50
%du CA	2,8%	1,1%	2,4%	13,6%	3,2%	3,6%	3,8%
Variation du BFR	-0,08	-0,46	3,97	-2,09	-1,28	-1,01	-1,05
Flux de trésorerie d'exploitation net	4,52	6,85	2,54	-0,32	13,20	14,57	16,87

CAPEX 2010 tenant compte des acquisitions d'EdenCast et de Vidalia. Le montant estimé de CAPEX hors acquisitions est de l'ordre de 2,5 M€.

6.4 Ratios financiers

Au 31/12 (en M€)	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Bénéfice net par action	0,37	0,42	0,42	0,46	0,74	0,87	1,04
%évolution	27,6%	13,5%	-0,3%	9,4%	62,0%	17,5%	18,9%
Capitalisation boursière	106,04	91,83	110,45	185,01	185,01	185,01	185,01
Valeur d'entreprise	98,22	77,92	95,25	166,59	154,38	141,34	124,56
P/E	21,91	13,77	14,82	22,68	14,00	11,91	10,02
P/CF	0,35	0,45	ND	0,55	0,87	1,02	1,20
Market to Book	4,64	2,50	2,55	2,92	2,42	2,01	1,67
VE / CA	3,95	1,38	1,46	1,85	1,40	1,12	0,87
VE / EBE	21,26	7,17	8,00	9,93	7,31	5,78	4,39
VE / REX	13,94	7,60	8,53	10,77	7,79	6,16	4,64
EBE / CA	18,6%	19,3%	18,2%	18,6%	19,1%	19,3%	19,8%
REX / CA	28,4%	18,2%	17,1%	17,2%	17,9%	18,1%	18,7%
Résultat net / CA	19,5%	11,9%	11,4%	9,1%	12,0%	12,3%	12,9%
Gearing	-34,2%	-37,9%	-35,1%	-29,1%	-40,0%	-47,4%	-54,7%
Capitaux engagés	16,42	23,72	28,68	46,96	45,67	44,67	43,62
RCE	934,9%	41,9%	31,7%	36,8%	28,4%	34,2%	41,5%
Rentabilité des Fonds Propres	21,2%	18,2%	17,2%	12,9%	17,3%	16,9%	16,7%

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.

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

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 ^{ère} diffusion	Opinion	Objectif de cours
5 avril 2011	Etude Annuelle Achat	12,00 €
11 février 2011	Flash Valeur Achat	11,55 €
9 novembre 2010	Flash Valeur Achat	11,02 €
1 ^{er} septembre 2010	Etude semestrielle Achat Fort	9,50 €
22 juin 2010	Flash Valeur Achat Fort	8,26 €
27 mai 2010	Initiation de couverture Achat	8,05 €

7.4 Répartition des opinions

Répartition des opinions sur l'ensemble des valeurs suivies par Genesta



Répartition des opinions sur les valeurs suivies par Genesta au sein d'un même secteur d'activité



Répartition des opinions sur les valeurs pour lesquelles Genesta a fourni des prestations de services



■ Achat Fort ■ Achat □ Neutre ■ Vente ■ Vente Fort

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 Etats-Unis ni à ses ressortissants. La (les) valeur(s) mobilière(s) faisant l'objet de cette publication n'a (n'ont) pas été enregistrée(s) auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer cette étude à un résident des États-Unis est interdit.

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

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