



Le 4 décembre 2007

## CORTIX

### Industriel de la création de sites internet

Fourchette de prix : 15,90 €/ 18,10 € (milieu de fourchette : 17,00 €)

Secteur d'activité : Internet / Distribution

Recommandation : Souscrire

En K€/ Exercices au 30/06	2007	2008e	2009e	2010e	2011e
Chiffre d'affaires	14 059	31 331	66 946	88 293	100 958
EBITDA	1 472	5 065	13 572	20 143	26 673
Résultat d'exploitation	1 335	4 288	11 760	17 885	24 057
Résultat avant impôt	957	3 797	11 475	17 854	24 273
Résultat net	703	2 204	7 054	11 221	15 345
Distribution	442	408	880	2 822	4 488
Capitaux propres	1 257	7 483	13 657	22 056	32 912
Endettement financier net	590	-9 299	-18 171	-26 505	-38 455
Marge d'EBITDA	10,5%	16,2%	20,3%	22,8%	26,4%
Marge d'exploitation	9,5%	13,7%	17,6%	20,3%	23,8%
Marge nette	5,0%	7,0%	10,5%	12,7%	15,2%
PE (x)	-	24,1	7,5	4,7	3,5
Rendement (%)	-	1,7%	5,3%	8,5%	11,6%
Pay Out (%)	-	58,0%	39,9%	40,0%	40,0%
EV / CA (x)	-	1,4	0,5	0,3	0,0
EV / EBIT (x)	-	10,1	2,9	1,4	0,6

Multiples calculés en milieu de fourchette

Source : ARKEON Finance

- Fondée en 1999 par Mr Hassane Hamza, la société CORTIX, basée à Mérignac a pour métier la création et la maintenance de sites web pour les travailleurs indépendants et les PME-PMI, marché adressable très large (plus de 2,5 millions d'entreprises en France et plus de 19 millions de sociétés en Europe) et encore relativement peu équipé dans ce domaine. L'offre CORTIX couvre la création, la mise en ligne, l'hébergement, le référencement et la maintenance. Elle est proposée via un abonnement mensuel packagé de l'ordre de 122 €/par mois en moyenne sur 48 mois.

- Au 30 juin 2007, CORTIX disposait d'un portefeuille de 7 500 clients. Le Chiffre d'Affaires a atteint 14 M€ pour un résultat net de 703 K€ soit une marge nette de 5%. La société s'est lancée dans un plan agressif de déploiement commercial au plan européen et devrait passer de 7 agences uniquement en France en juin 2006 à plus de 50 agences à l'horizon 2009 implantées en Espagne, Belgique, Allemagne, Suisse, Hollande, Grande Bretagne et Italie. Le portefeuille client devrait ainsi, selon le business plan, atteindre plus de 30 000 clients dès 2009 et le Chiffre d'Affaires devrait dépasser 65 M€ et franchir le seuil des 100 M€ en juin 2011. Il est prévu au business plan un résultat net de 2.2M€ au titre de l'exercice en cours (juin 2008) puis de 7 M€ en 2009 (juin) et 11 M€ en 2010 (juin).

- Le modèle économique de CORTIX se caractérise par trois éléments clés qui expliquent le fort potentiel de la société, la forte visibilité et la sécurité qu'il procure : 1/ l'ensemble de la production des sites et une partie de la prospection commerciale (centre d'appel dédié) sont délocalisés en Tunisie permettant ainsi d'offrir un produit à bas coûts, 2/ le financement de la croissance de la société est largement assuré par le refinancement des contrats de location auprès de sociétés de leasing, principalement Parfip. Environ 72% des contrats d'abonnements sont cédés en leasing ce qui permet à CORTIX de recevoir « up-front » environ 24 mois de loyers soit environ 2 900 € pour chaque client nouveau dont le dossier a été accepté par le leaser, puis 20% du loyer mensuel pendant 48 mois au titre de la maintenance. Le taux de reversement au leaser est voisin de 30%, 3/ l'importance de l'autofinancement ainsi dégagé permet la distribution d'un dividende (pay-out de 40%).

- Sur la base du prix de milieu de fourchette soit 45 M€, le potentiel de réévaluation du titre nous semble être très significatif car le PE 2009 ressort à seulement 7.5x soit un niveau plus que raisonnable au vu de la croissance attendue du Chiffre d'Affaires et des résultats. Plus fondamentalement, nos modèles d'évaluation par comparaison boursière, DCF et actualisation des dividendes fixent un objectif de valorisation qui se situe à près de 70 M€ post money soit un potentiel de valorisation de plus de 35% par rapport à la valeur d'introduction en milieu de fourchette.

## Modalités de l'introduction sur Alternext

### Nombre d'actions composant le capital social :

Avant introduction : 2 649 000 actions

Après introduction, sur la base du milieu de fourchette : 3 119 705

<b>Actions</b>	<b>Nombre d'actions</b>
Actions existantes	2 649 000
Augmentation de capital (milieu de fourchette)	294 118
Attribution gratuite aux salariés	176 587
Nombre total d'actions diluées après introduction (milieu de fourchette)	3 119 705

**Fourchette de prix proposé : 15.90 €/ 18.10 €**

**Nombre d'actions proposé au marché : 599 118 actions en milieu de fourchette.**

**Par augmentation de capital : 294 118**

**Par cession : 305 000**

CORTIX souhaite réaliser une augmentation de son capital social de 5 M€ Dans ce contexte, l'augmentation du capital social avec suppression du droit préférentiel de souscription emportera l'émission d'un nombre maximum de :

<b>Sur la base du prix :</b>	<b>Bas de fourchette</b>	<b>Milieu de fourchette</b>	<b>Haut de fourchette</b>
Nombre d'actions nouvelles	314 466	294 118	276 244

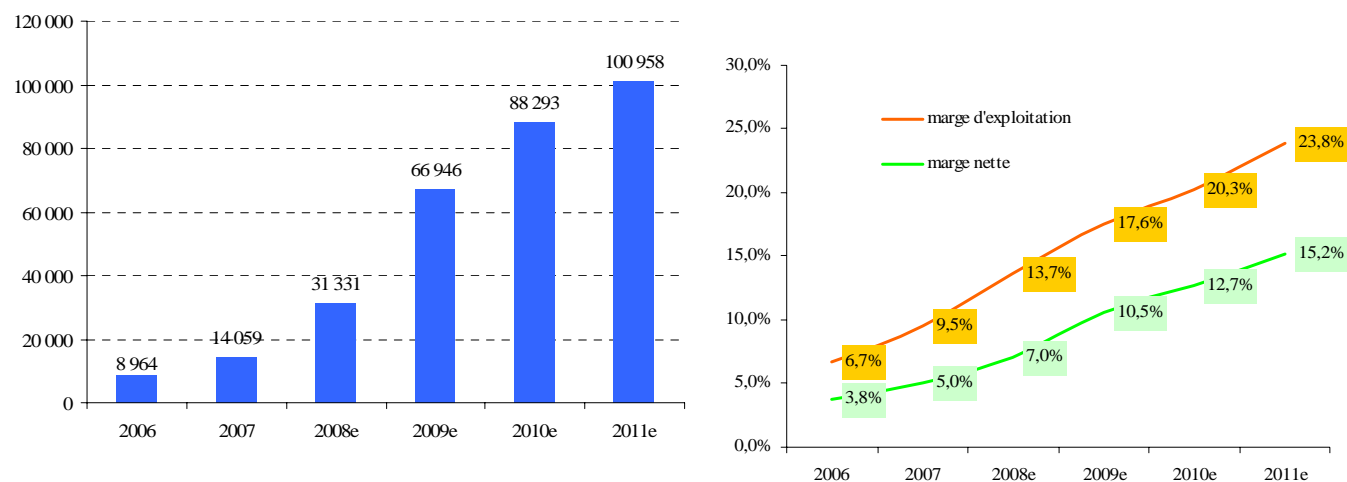
Par ailleurs, 305 000 actions seront cédées, quel que soit le prix définitif qui sera arrêté.

### Géographie de capital après IPO et avant attribution gratuite aux salariés sur la base du milieu de fourchette

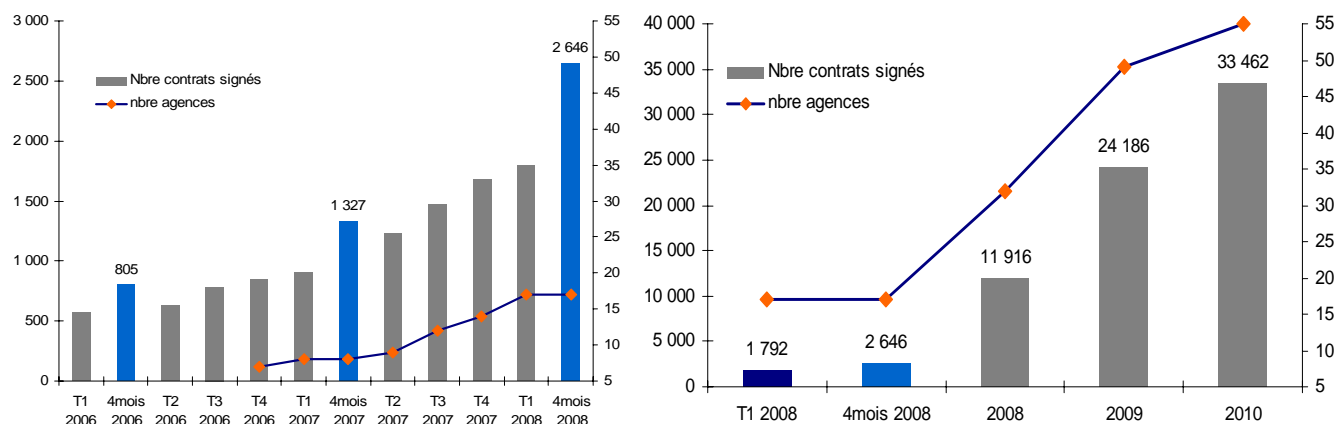
	<b>Répartition du capital social</b>		<b>Répartition des droits de vote</b>	
	<b>Nombre</b>	<b>%</b>	<b>Nombre</b>	<b>%</b>
2H TECHNOLOGIES	2 013 600	68,42%	2 014 200	56,29%
Hassane HAMZA	326 200	11,08%	957 400	26,75%
Fatouma TOKO	1 200	0,04%	2 400	0,07%
Autres personnes physiques	3 000	0,10%	5 400	0,15%
Investisseurs	599 118	20,36%	599 118	16,74%
	<b>2 943 118</b>	<b>100,00%</b>	<b>3 578 518</b>	<b>100,00%</b>

## Données clés CORTIX

### Evolution du Chiffre d'Affaires et des marges au Business Plan (K€)



### Evolution du nombre de nouveaux contrats signés au premier quadrimestre 2007/ 2008 et au Business Plan



### Evolution de l'activité commerciale et du portefeuille de clients au Business Plan

	2006	2007	2008e	2009e	2010e	2011e
Nombre annuel moyen d'agences	7,00	10,50	24,25	43,00	54,00	55,00
Effectifs commerciaux	43	84	144	276	368	382
Nombre de nouveaux contrats signés	2 833	5 282	11 916	24 186	33 462	35 709
variation %	-	+86,4%	+125,6%	+103,0%	+38,4%	+6,7%
Production nette des premiers rejets	-	-	8 559	17 376	24 033	25 644
Nombre de sites actifs	-	7 459	15 595	30 988	50 614	68 569
variation %	-	-	+109,1%	+98,7%	+63,3%	+35,5%

Source : CORTIX

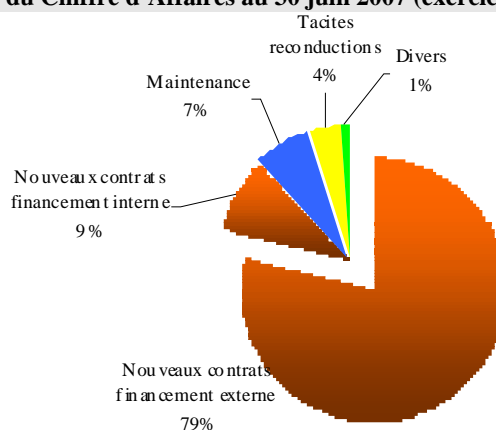
## Sommaire

<b>DONNEES CLES CORTIX .....</b>	<b>3</b>
<b>ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT.....</b>	<b>5</b>
<b>VALORISATION.....</b>	<b>8</b>
La méthode des DCF.....	8
La méthode des comparables boursiers .....	9
1- Website Pros .....	10
2- SQL.....	10
3- Emakina .....	10
4- Micropole Univers .....	11
5- Proximedia .....	11
La méthode de l'actualisation des dividendes .....	13
Synthèse de la valorisation .....	14
<b>POSITIONNEMENT DE CORTIX SUR SON MARCHÉ .....</b>	<b>15</b>
Un marché adressable très étendu en France et en Europe.....	15
1- La création de sites.....	15
2- Démographie des TPE et PME .....	16
Une offre packagée à destination des petites entreprises.....	18
1- Package technique.....	18
2- Package financier .....	18
3- Un positionnement prix attractif et une offre unique sur le marché.....	19
4- Un positionnement concurrentiel focalisé sur les PMI-PME.....	19
Une offre focalisée sur l'équipement en sites internet.....	21
Une organisation commerciale bien rodée .....	21
Une organisation de production à faibles coûts.....	21
<b>UN MODELE EN PHASE DE DEPLOIEMENT EUROPEEN .....</b>	<b>23</b>
Historique de la société .....	23
Une stratégie offensive de déploiement européen.....	25
Perspectives du business plan.....	26
Hypothèses retenues pour les prévisions du Chiffre d'Affaires .....	26
Hypothèses retenues pour les prévisions de charges d'exploitation.....	28
Comptes prévisionnels et perspectives.....	30
<b>DONNEES FINANCIERES .....</b>	<b>34</b>

## Argumentaire d'investissement

- CORTIX a su construire en quelques années un modèle de développement très efficace et qui recèle un potentiel de croissance et d'évolution extrêmement conséquent. En effet, sur un marché nouveau, celui des sites internet pour les petites et moyennes entreprises qui ne demande qu'à émerger et à se développer, CORTIX est le premier en France et en Europe à pouvoir proposer une offre packagée à bas prix, très efficace et rentable à la fois pour le client et pour la société. Cette capacité unique résulte des choix qui ont été faits, notamment en délocalisant une partie des charges d'exploitation en Tunisie et en ayant recours au leasing des contrats d'abonnements proposés aux clients.

### Répartition du Chiffre d'Affaires au 30 juin 2007 (exercice 2007)

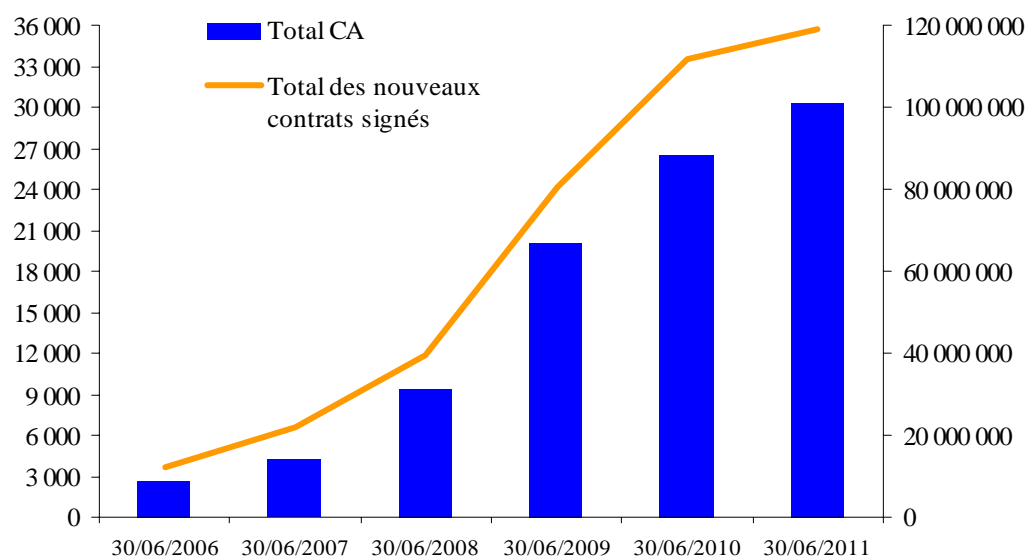


Source : CORTIX

- Les cinq années qui se présentent devant CORTIX vont selon nous se dérouler en trois phases plus ou moins concomitantes : 1/ le déploiement européen grâce au modèle éprouvé de « chasse » commerciale que CORTIX a su mettre en place grâce au rapport qualité prix de son offre packagée et qui fonctionne en France et déjà au bout de quelques mois en Espagne, 2/ de nouveaux progrès dans la standardisation de l'offre et dans la productivité de la base Tunisienne de production. Ce sont 200 modèles de bases qui seront proposés aux clients pour faciliter le choix de leur site internet et les temps de production seront encore réduits de 4h30mn à 3h30mn, 3/ au fur et à mesure que l'acquisition de clients va faire émerger un parc significatif de clientèle « captive » pour CORTIX, l'effort de fidélisation dans la durée (troisième étage de la fusée) et l'enrichissement de l'offre autour du site internet ouvrent des voies de développement qui pourraient à terme transformer le profil de la société. Si le business plan ne décline pas cette évolution qui sera à notre avis dans la logique stratégique du groupe, CORTIX apparaît déjà comme une société dont le socle d'activité qui se déploie très rapidement va lui fournir un actif sur lequel la valorisation pourra être décuplée. Cet actif, ce sont les dizaines de milliers de clients abonnés qui auront leur site internet géré par CORTIX et pour lesquels CORTIX pourra tel un FAI asseoir une récurrence et un enrichissement de ses revenus avec des offres complémentaires ou des services connexes à son métier de base. Fédérateur de ces sites, Cortix pourra notamment avoir un pouvoir de négociation avec Google par exemple en matière de référencement, pourra créer un ou des portails sectoriels fédérateurs des ses PMI clientes et générer des revenus publicitaires complémentaires, enrichir son offre packagée à ses clients, monter en gamme de prestations et dans la complexité de son offre pour toucher un marché encore plus rémunérateur que sont les PMI de plus de 10 salariés, etc...

- Tout ce qui est évoqué ci dessus n'est bien entendu pas décliné dans le business plan ni dans la valorisation de la société. Cette valorisation découle de la construction d'un business plan qui repose essentiellement sur les effets du déploiement européen de la société et dans lequel les hypothèses de prix et les mécanismes financiers sont paramétrés de manière conservatrice. Par exemple, le taux de reversement aux leasers est supposé être stable et pénalisant (30%) , le niveau moyen de l'abonnement client (122 €) est inflaté de 2 € par an seulement alors que tout indique que si ces prix sont réalistes en France, ils sont beaucoup trop prudents pour les autres pays européens ; le taux de mortalité des contrats et leur taux de renouvellement (70%) sont également supposés stables dans le temps, alors qu'ils se trouvent à des niveaux qui semblent relativement facilement améliorables ; le « mix » entre les contrats cédés en leasing (72%) et les contrats portés par Cortix (4%) est enfin supposé stable alors que la société dispose sur ce plan d'une marge de manœuvre financière croissante et que le choix stratégique de porter relativement plus de contrats dans l'avenir aurait comme conséquence très favorable d'économiser la perte du taux de reversement consenti au leaser (30% de la valeur totale de l'abonnement sur 48 mois) avec un impact très favorable sur les marges.
- Au vu des prévisions de la société et selon nos modèles d'évaluation, nous retenons une valorisation post money de CORTIX de 68 M€ Cette évaluation est la résultante de la moyenne pondérée des trois méthodes utilisées pour évaluer CORTIX : DCF, valeur induite par les multiples de sociétés comparables et actualisation des dividendes futurs.
- A l'occasion de son entrée sur Alternext, la société entend lever 10 M€ dont 5 M€ en augmentation de capital qui permettront de sécuriser le développement de la société avec notamment un grand nombre d'ouvertures d'agences et de recrutements.
- Pour autant, et du fait de son modèle de refinancement des abonnements clients, la société génère du cash dans sa phase actuelle de forte croissance et distribue un dividende à ses actionnaires. Le taux de distribution paramétré au business plan est de 40% sur des résultats en très forte croissance qui devraient passer de 2.2 M€ pour l'exercice en cours qui s'achève au 30 juin 2008 à 7 M€ en 2009 et 11 M€ en 2010 soit une multiplication par cinq en deux ans.
- Au total, seul le risque d'exécution dans le rythme de déploiement commercial pourrait selon nous justifier une opinion prudente mais la taille déjà acquise par la société (7 500 clients actifs au 30 juin 2006), le rythme de croissance commerciale qu'elle affiche, la visibilité et la capacité de pilotage du résultat que procure le modèle économique, nous conduisent à recommander d'investir dans CORTIX. En tout état de cause, les niveaux de valorisation retenus pour l'introduction en bourse laissent à notre sens un potentiel de réévaluation très significatif à moyen terme. Sans vouloir pousser la comparaison, le modèle économique de CORTIX est proche de celui d'Easydentic et le parcours financier et boursier de Easydentic depuis son introduction peuvent donner une idée du potentiel dont dispose CORTIX si la société délivre les performances attendues.

**Evolution du nombre de nouveaux contrats signés et du Chiffre d'affaires au BP**



Source : CORTIX

## Valorisation

La valorisation de CORTIX a été réalisée à partir de trois méthodes :

- Actualisation des cash flow disponibles (DCF)
- Comparaison des multiples avec des sociétés cotées
- Actualisation des dividendes futurs, CORTIX a en effet l'intention de poursuivre la distribution d'un dividende et l'hypothèse d'un taux de distribution de 40% a été retenue pour le business plan.

### La méthode des DCF

La détermination des flux de cash disponibles a été paramétrée sur 10 ans avec les principales hypothèses suivantes :

Sur la période 2008-2011, les données sont celles du business plan qui intègre une augmentation de capital de 5M€

Sur la période 2012-2018, nous avons retenu un taux de croissance du Chiffre d'Affaires de 5 % par an en supposant que les marges seront constantes par rapport au niveau atteint en 2011.

Le taux d'actualisation retenu a été fixé à 20%.

La valeur de sortie a été calculée en utilisant la formule de Gordon Shapiro avec un taux de croissance à l'infini supposé être de 2%.

Par souci de prudence et compte tenu de l'impact significatif sur le cash flow libre du BFR négatif (qui découle de la politique de leasing des contrats d'abonnement), nous avons neutralisé cet impact en choisissant d'actualiser le free cash flow **avant** impact de la variation du BFR.

**Tableau des flux de trésorerie (K€)**

	juin-07	juin-08	juin-09	juin-10	juin-11	juin-12	juin-13	juin-14	juin-15	juin-16	juin-17	juin-18
CA	14 059	31 331	66 946	88 293	100 958	106 006	111 306	116 872	122 715	128 851	135 294	137 999
% de la variation du CA		122,9%	113,7%	31,9%	14,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
EBIT	1 335	4 288	11 760	17 885	24 057	25 259	26 522	27 848	29 241	30 703	32 238	32 883
Marge d'exploitation	9,5%	13,7%	17,6%	20,3%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%
Impôt	254	1 592	4 421	6 633	8 929	9 351	8 832	9 274	9 737	10 224	10 735	10 950
Amortissements	137	777	1 812	2 259	2 616	2 747	2 884	3 029	3 180	3 339	3 506	3 576
<b>Trésorerie d'exploitation</b>	<b>1 218</b>	<b>3 473</b>	<b>9 151</b>	<b>13 510</b>	<b>17 744</b>	<b>18 655</b>	<b>20 575</b>	<b>21 604</b>	<b>22 684</b>	<b>23 818</b>	<b>25 009</b>	<b>25 509</b>
<b>Investissements nets</b>	<b>1 127</b>	<b>1 041</b>	<b>1 875</b>	<b>1 976</b>	<b>2 020</b>	<b>2 121</b>	<b>2 227</b>	<b>2 338</b>	<b>2 455</b>	<b>2 577</b>	<b>2 706</b>	<b>2 760</b>
<b>Cash flows Disponible avant variation BFR</b>	<b>92</b>	<b>2 432</b>	<b>7 277</b>	<b>11 534</b>	<b>15 725</b>	<b>16 535</b>	<b>18 348</b>	<b>19 266</b>	<b>20 229</b>	<b>21 240</b>	<b>22 303</b>	<b>22 749</b>
BFR	696	-3 463	-6 850	-7 141	-8 048	-8 450	-8 873	-9 316	-9 782	-10 271	-10 785	-11 000
en % du CA	4,9%	-11,1%	-10,2%	-8,1%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%
<b>Variation du BFR</b>		<b>-4 159</b>	<b>-3 387</b>	<b>-291</b>	<b>-907</b>	<b>-402</b>	<b>-423</b>	<b>-444</b>	<b>-466</b>	<b>-489</b>	<b>-514</b>	<b>-216</b>
<b>Cash Flows Disponibles</b>	<b>92</b>	<b>6 591</b>	<b>10 664</b>	<b>11 825</b>	<b>16 631</b>	<b>16 937</b>	<b>18 771</b>	<b>19 709</b>	<b>20 695</b>	<b>21 730</b>	<b>22 816</b>	<b>22 964</b>

Source : ARKEON Finance

**Tableau des flux de trésorerie avant variation du BFR actualisés (K€)**

	juin-07	juin-08	juin-09	juin-10	juin-11	juin-12	juin-13	juin-14	juin-15	juin-16	juin-17	juin-18
Taux actualisation	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Coefficient d'actualisation		0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	5,50	6,50	7,50	8,50	9,50	10,50
FCF actualisés		2 220	5 535	7 312	8 307	7 279	6 731	5 890	5 154	4 509	3 946	3 354

Source : ARKEON Finance

La valorisation qui découle de ce tableau des flux est résumée ci-dessous :

**Tableau récapitulatif de la valorisation par actualisation des flux (K€)**

<b>Somme des FCF actualisés</b>	<b>56 884</b>
Valeur de sortie 2018	126 381
<b>Valeur de sortie actualisée</b>	<b>18 633</b>
<b>TOTAL FCF actualisés + valeur de sortie actualisée</b>	<b>75 517</b>
- Intérêts minoritaires	0
+Actifs hors exploitation	605
- dette nette au 30/06/08	-9 299
<b>Evaluation</b>	<b>85 422</b>

Source : ARKEON Finance

La somme des cash flow disponibles actualisés représente une valeur actuelle de 56.9M€ et la valeur de sortie actualisée ressort à 18.6M€. Après ajustement de la valeur comptable des actifs financiers et déduction de l'endettement financier net au 30/06/2008, la valeur post money des capitaux propres de Cortix est de **85.4 M€**

## La méthode des comparables boursiers

Il n'existe pas de société cotée strictement comparable à CORTIX et aucune société cotée n'a fait du métier de la création de sites internet son « core-business ». Il existe à notre connaissance des sociétés de communication et de marketing sur internet qui offrent à leurs clients, à titre de service complémentaire, la création de site, appelé « web-mastering ». On retrouve ainsi ce métier notamment dans le modèle économique de Business Interactif racheté récemment par Publicis sur la base d'un multiple d'acquisition (PER) de 22x l'exercice 2007 et de 16.3x l'exercice 2008, d'Adverline ou de se Loger.com. Pour autant nous n'avons pas retenu ces sociétés comme des comparables de CORTIX car la partie création de sites ne représente pas plus de 10% du chiffre d'affaires de ces sociétés.

Par défaut, nous avons retenu un échantillon de cinq sociétés qui se rapprochent le plus des caractéristiques de CORTIX en termes de métier. Nous avons fait figurer dans nos tableaux Business Interactif à titre d'information mais cette société n'est pas retenue dans les calculs de valorisation induite de CORTIX

Un rapide descriptif de ces sociétés est donné ci-dessous.

### **1- Website Pros**

Website Pros Inc (Nasdaq: WSPI) est un leader dans la conception de site internet « Do-it-for-me », de marketing interactif et de solutions de première génération, qui permettent aux entreprises de maintenir une présence efficace sur le Web.

La société offre une gamme complète de solutions Internet, incluant la conception et le design du site, la publicité et le marketing via Internet, l'optimisation des moteurs de recherche, les supports clients et les technologies de première génération, adapté aux sites vitrine et aux sites de e-commerce. WebSite Pros commercialise notamment un programme WebSite Pro, qui permet de construire un site Web facilement et rapidement. Avec WebSite Pro il est ainsi possible créer un site Internet complet composé de nombreuses pages Web liées entre elles et remplies avec du texte, des images, des galeries photos, des animations, des vidéos et enfin de publier le tout sur Internet via une session FTP.

Le CA de 2006 s'est élevé à 52 millions de dollars, en croissance de 38%. Par rapport à l'année précédente, le nombre d'abonnements a augmenté de 44% générant 46.8M\$, les revenus de licence ont diminué de 7% à 3.6M\$, les revenus liés aux services aux professionnels se sont élevés à 1.7M\$ (+ 25%).

### **2- SQLI**

Créée en 1990, SQLI est une SSII spécialisée dans la conception et la mise en œuvre de systèmes d'informations reposant sur les nouvelles technologies orientées internet et e-business.

Le CA de 91.1M€ en 2006 se répartit comme suit :

- conception et intégration de technologies Internet (64%) : développement et intégration de systèmes d'information, mise en oeuvre d'applications Internet, mise en place de solutions logicielles ;
- prestations de conseil (13%) : audit des processus de gestion des entreprises, conseil dans le choix d'architectures techniques des systèmes d'information, définition des politiques de sécurisation (matériel, logiciels et applications), etc. ;
- prestations de tierce maintenance applicative (11%) ;
- conception graphique, ergonomique et éditoriale de sites Internet (8%) ;
- prestations de formation (4%).

SQLI emploie 1400 personnes.

### **3- Emakina**

Créée en 1998, Emakina est spécialisée notamment dans la conception de sites web. Son activité s'articule autour de 4 métiers :

- la création de site web d'entreprises
- la réalisation de campagnes de marketing interactif
- les prestations de conseil
- le développement de sites de e-commerce

Le Chiffre d'Affaires de la société atteint 8.4 millions d'euros en 2006 pour un résultat net de 300 000 euros.

#### 4- Micropole Univers

Micropole-Univers est un groupe de services informatiques spécialisé dans les systèmes d'information décisionnels et dans les applications Internet. L'activité du groupe s'organise essentiellement autour de trois pôles :

- prestations de conseil : conseil en choix technologique, en infrastructures et en méthodologies, analyse d'impacts et de transformations techniques, etc. ;
- prestations d'ingénierie et d'intégration de systèmes : développement d'architectures Internet et d'applications de commerce électronique, mise en oeuvre de systèmes de pilotage de processus de gestion (ressources humaines, ventes, achats, finance, etc.), mise en place d'outils d'aide à la décision, intégration de systèmes ERP et de progiciels, tierce maintenance applicative ;
- prestations de formation.

#### 5- Proximedia

Créée en 1998, Proximédia est une entreprise belge qui fournit des services multimédia aux PME. Son activité s'articule autour de 4 métiers :

- la location et la maintenance de matériel informatique
- la création, la mise à jour et l'hébergement de sites Internet
- la fourniture de services Internet (gestion nom de domaines)
- la formation à Internet

L'entreprise est principalement présente sur les marchés belges, allemands et français. Son Chiffre d'Affaires en 2006 s'élève à 16.4 millions d'euros pour un résultat net de 1.2 millions d'euros.

Les comparaisons boursières qui ont été menées se fondent sur l'analyse de quatre multiples : valeur d'entreprise sur Chiffre d'Affaires (VE/CA), valeur d'entreprise sur Excédent Brut d'Exploitation (VE/EBITDA) valeur d'entreprise sur Résultat d'Exploitation (VE/REX) et le multiple de Résultat Net (PER).

La valorisation boursière théorique de CORTIX est déterminée par application aux données financières 2008 et 2009 estimées des multiples moyens observés sur les sociétés cotées comparables.

Ces multiples ont été ajustés pour tenir compte du fait que les cinq sociétés clôturent leurs exercices au 31/12 alors que CORTIX clôture au 30/06.

En retenant la moyenne de ces quatre séries de valorisation résultant de l'application de ces quatre multiples, on obtient une évaluation de CORTIX.

**Données financières des sociétés comparables**

Données financières				DETTE			VE			CA			EBITDA			EBIT			BPA			RNP/G		
	COURS	N° actions	CA Plein M	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
BUSINESS INTERACTIF (valeur de transaction)	10,10€	13 345 300	134,8	-1,8	-9,8	-18,6	133,0	123,0	116,2	40,0	49,5	57,0	9,0	12,0	14,3	7,3	9,9	12,0	0,46	0,62	0,66	6,1	8,3	8,8
WEBSITEPROS	10,80€	17 886 000	193,3	-55,2	-55,2	-55,2	138,1	138,1	138,1	82,6	134,0	154,1	11,2	27,7	31,9	6,7	21,8	25,1	0,30	0,80	0,92	2,9	12,2	14,0
SQLI	2,90€	29 988 895	87,0	-3,5	-8,9	-16,3	83,5	78,1	70,7	116,0	131,0	141,5	9,4	11,7	13,0	9,1	11,3	12,6	0,22	0,23	0,26	6,6	6,9	7,8
EMAKINA	12,20€	3 435 400	41,9	-5,8	-7,1	-9,1	36,2	34,9	32,9	13,2	18,6	23,9	2,0	3,1	4,3	1,9	3,0	4,2	0,30	0,50	1,00	1,0	1,7	3,4
MICROPOLE UNIVERS	1,20€	27 988 246	33,6	3,2	0,5	-3,0	36,8	34,1	30,6	73,6	78,0	81,2	3,5	4,2	4,9	2,8	3,4	4,1	0,06	0,09	0,11	1,7	2,5	3,1
PROXIMEDIA	11,04	2 016 722	22,3	-1,0	-2,7	-3,5	21,3	19,6	18,8	18,9	20,6	22,2	4,3	4,5	4,9	2,4	2,5	2,7	0,73	0,81	0,90	1,4	1,5	1,8

Sources : ARKEON Finance, CORTIX

**Ratios financiers des sociétés comparables**

Ratios financiers	EBITDA/CA			EBIT / CA			Marge nette			Croissance CA		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
BUSINESS INTERACTIF (valeur de transaction)	22,5%	24,2%	25,0%	18,3%	20,0%	21,0%	15,3%	16,7%	15,5%		23,8%	15,2%
WEBSITEPROS	13,6%	20,7%	20,7%	8,1%	16,3%	16,3%	3,5%	9,1%	9,1%		62,2%	15,0%
SQLI	8,1%	8,9%	9,2%	7,8%	8,6%	8,9%	5,7%	5,3%	5,5%		12,9%	8,0%
EMAKINA	15,2%	16,7%	18,0%	14,4%	16,1%	17,6%	7,8%	9,2%	14,4%		40,9%	28,5%
MICROPOLE UNIVERS	4,7%	5,4%	6,0%	3,8%	4,4%	5,0%	2,3%	3,2%	3,8%		6,0%	4,1%
PROXIMEDIA	22,5%	21,8%	21,8%	12,4%	12,1%	12,1%	7,5%	7,4%	8,2%		9,0%	8,0%
CORTIX	10,5%	16,2%	20,3%	9,5%	13,7%	17,6%	5,0%	7,0%	10,5%		122,9%	113,7%

Source : ARKEON Finance,

**Valorisation induite de CORTIX**

Multiples	VE/CA (x)			VE/EBITDA (x)			VE/EBIT (x)			PER (x)		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
WEBSITEPROS	1,7	1,0	0,9	12,3	5,0	4,3	20,6	6,3	5,5	21,6	13,5	11,7
SQLI	0,7	0,6	0,5	8,9	6,7	5,4	9,2	6,9	5,6	13,2	12,6	11,2
EMAKINA	2,7	1,9	1,4	18,1	11,3	7,7	19,1	11,6	7,8	40,7	24,4	12,2
MICROPOLE UNIVERS	0,5	0,4	0,4	10,6	8,1	6,3	13,3	9,9	7,5	20,0	13,3	10,9
PROXIMEDIA	1,1	0,9	0,8	5,0	4,3	3,9	9,0	7,8	6,9	15,1	13,6	12,3
Moyenne des multiples	1,4	1,0	0,8	11,0	7,1	5,5	14,3	8,5	6,7	22,1	15,5	11,7
Moyenne ajustée des multiples		1,2	0,9		9,0	6,3		11,4	7,6		18,8	13,6
Données CORTIX	14 059	31 331	66 946	1 472	5 065	13 572	1 335	4 288	11 760	703	2 204	7 054
Valorisation induite		36 495	59 457		45 749	85 410		48 844	89 480		41 453	95 761
Endettement financier net		-9 299	-18 171		-9 299	-18 171		-9 299	-18 171			
Valorisation induite des Fonds propres		45 794	77 627		55 048	103 580		58 143	107 650		41 453	95 761

Sources : ARKEON Finance, CORTIX

Sur les perspectives de résultats au 30/06/2008, la valorisation induite de CORTIX ressort, selon les multiples observés, entre 41.4 M€ et 58.2 M€ avec une moyenne des quatre multiples qui est de **50.1 M€**

Sur les perspectives de résultats au 30/06/09, la valorisation induite de CORTIX serait, selon les multiples observés, comprise entre 77.6 M€ et 107.7 M€ et la moyenne des quatre multiples est de **96.1 M€**

## La méthode de l'actualisation des dividendes

Cette méthode de valorisation a été calculée en déterminant le niveau des dividendes futurs par action post money en supposant que l'augmentation de capital soit réalisée en milieu de fourchette ce qui impliquerait que le nombre d'actions diluées de l'attribution gratuite serait de 3 102 273.

### Tableau prévisionnel des flux de dividende par action

date de détachement	oct-07	oct-08	oct-09	oct-10	oct-11	oct-12	oct-13	oct-14	oct-15	oct-16	oct-17	oct-18
Résultat net (année n-1)	341	703	2 204	7 054	11 221	15 345	15 981	16 595	17 203	17 797	18 367	19 285
Pay Out	129%	58%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Distribution en K€	442	408	880	2 822	4 488	6 138	6 393	6 638	6 881	7 119	7 347	7 714
Nombre d'actions diluées	2 649 000	3 102 273	3 102 273	3 102 273	3 102 273	3 102 273	3 102 273	3 102 273	3 102 273	3 102 273	3 102 273	3 102 273
Dividende par action en €	0,17	0,13	0,28	0,91	1,45	1,98	2,06	2,14	2,22	2,29	2,37	2,49

Source : ARKEON Finance

Le pay out est de 40% sur la période. Le taux d'actualisation retenu est le taux sans risque des obligations d'Etat (4.28%) augmenté de la prime de risque du marché (4%) multiplié par le bêta supposé de l'action que nous avons estimé à 1.5. Le taux d'actualisation ainsi paramétré ressort à 10.28%.

### Tableau des flux de dividendes par action actualisés

	oct-07	oct-08	oct-09	oct-10	oct-11	oct-12	oct-13	oct-14	oct-15	oct-16	oct-17	oct-18
Taux d'actualisation	10,28%	10,28%	10,28%	10,28%	10,28%	10,28%	10,28%	10,28%	10,28%	10,28%	10,28%	10,28%
Coefficient d'actualisation		0,92	1,92	2,92	3,92	4,92	5,92	6,92	7,92	8,92	9,92	10,92
Dividendes actualisés		0,12	0,24	0,68	0,99	1,22	1,15	1,09	1,02	0,96	0,90	0,85

Source : ARKEON Finance

### Détermination de la valeur par action de Cortix

<b>Somme des dividendes actualisés</b>	<b>8,37</b>
Valeur de sortie 2018	30,03
<b>Valeur de sortie actualisée</b>	<b>10,32</b>
<b>TOTAL div actualisés + valeur de sortie actualisée</b>	<b>18,69</b>

**Valorisation CORTIX en K€**

**57 978**

Source : ARKEON Finance

Il ressort de ces calculs que la valorisation de CORTIX serait de 18.69 € par action soit 57.978 K€ que nous arrondissons à **58 M€**

## Synthèse de la valorisation

En conclusion, selon les méthodes appliquées, la valeur post money de CORTIX est la suivante :

Par les comparables 2008 : 50.1M€

Par les comparables 2009 : 96.2M€

Par les DCF : 85.4 M€

Par actualisation des dividendes : 58 M€

L'introduction se réalisant en milieu d'exercice 2008 de CORTIX nous avons retenu une pondération de la valorisation par les comparables 2008 de 0.40 et nous pondérons la valorisation par les comparables 2009, par les DCF et par l'actualisation des dividendes à 0.20 chacune.

**Tableau récapitulatif des valorisations (en K€)**

	<u>valo</u>	<u>pondération</u>
<b>Moyenne comparables 2008</b>	<b>50 119</b>	<b>0,40</b>
<b>Moyenne comparables 2009</b>	<b>96 167</b>	<b>0,20</b>
<b>DCF</b>	<b>85 422</b>	<b>0,20</b>
<b>Actualisation des dividendes</b>	<b>57 978</b>	<b>0,20</b>
<b>Moyenne pondérée</b>	<b>67 961</b>	

*Source : ARKEON Finance*

L'application de ces pondérations donne une valorisation post money de CORTIX de **68 M€**

## Positionnement de Cortix sur son marché

Cortix développe son activité dans le domaine de l'offre de solutions d'aide à la communication par Internet. Les solutions proposées permettent d'optimiser la communication professionnelle des entreprises (TPE et PME) et d'assurer la promotion de leurs produits et services.

L'offre concerne la création d'un site Internet en intégrant les besoins du client, la conception du site, l'hébergement, le référencement, la maintenance et le financement du projet.

- Soit à partir d'un produit standard packagé,
- Soit à partir d'un produit quasi-standard, avec des modules prédéfinis ; le package intégrant un module de mise à jour des pages à distance par le client,
- Soit à partir de modules spécifiques développés pour répondre aux spécifications du cahier des charges client,
- Soit encore à partir d'un produit incluant une charte graphique permettant la création du site.

Il est envisagé de lancer des offres complémentaires qui feront l'objet d'un abonnement ou d'un paiement à la carte. Ces compléments concernent :

- Le référencement additionnel destiné à répondre aux besoins de promotion d'une action commerciale ou institutionnelle par exemple,
- La télé-sauvegarde des données internes du client.

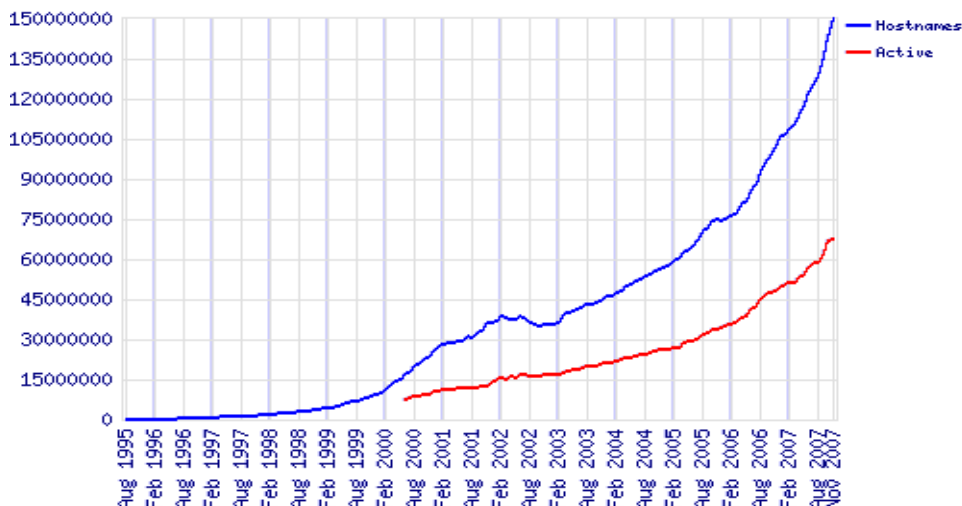
## Un marché adressable très étendu en France et en Europe

### 1- La création de sites

La création de sites Internet dans le monde connaît une dynamique presque exponentielle. En effet, entre 1995 et aujourd'hui, le nombre de sites Internet est passé de 19 000 à 150 millions.

Selon le cabinet d'étude Netcraft, le nombre de sites Internet dans le monde s'élève en novembre 2007 à 149 784 002, soit une croissance de 73% en un an. Selon Comscore, le nombre d'internautes dans le monde est de l'ordre de 1 milliard.

#### Nombre total de sites répertoriés dans le monde



Source : NETCRAFT

## 2- Démographie des TPE et PME

### En France

Le tissu économique français compte 2.9 millions d'entreprises. Il se décompose de la manière suivante : 96.1% de TPE (de 0 à 10 salariés), de 3.7% de PME (de 20 à 249 salariés) et de 0,2% de grandes entreprises (GE) de plus de 250 salariés.

#### Nombre d'entreprises répertoriées en France

TPE = 2 789 000			PME=106 000			GE=7 000	
0 salarié	1 à 9 salariés	10 à 19 salariés	20 à 50 salariés	50 à 99 salariés	100 à 249 salariés	250 salariés et plus	TOTAL
1617,17	1067,57	104,7	70	23,87	13	7,04	2903,15

Source : Insee, 31 décembre 2005

On ne dispose pas d'informations statistiques homogènes à propos de l'équipement des entreprises en sites internet, mais seulement de sondages et d'enquêtes réalisés par différents cabinets d'études. Ainsi, on estime que seules 27% des 2.8 millions de TPE françaises disposent d'un site Internet (Source Microsoft Office Live), ce qui est équivalent à environ 750 000 entreprises.

Selon une étude réalisée par BNP Lease Group :

- 62% des entreprises de plus de 10 salariés disposent d'un site Internet
- 54% des entreprises de 10 à 19 salariés disposent d'un site Internet
- 92% des entreprises de plus de 250 salariés disposent d'un site Internet

On remarque que d'une part que le taux d'équipement en site Internet varie en fonction de la taille de l'entreprise ; et d'autre part que la présence d'un site est plus fréquente dans les services (66%) et le commerce de gros (61%) que dans les transports.

Sur les 2.8 millions de TPE existantes en France, 73% ne sont donc pas équipées en site Internet soit environ 2 millions de sociétés. Parmi ces entreprises, certaines envisagent de se doter d'un site Internet dans les années à venir, et d'autres n'en voient pas l'utilité (50%). Le nombre d'entreprises françaises de moins de 20 salariés non équipées et qui souhaitent se doter d'un site internet est donc estimé à environ 1 million dans les années à venir.

Sur ce marché adressable extrêmement large, CORTIX a construit environ 7500 sites internet ce qui représente moins de 1% du marché adressable et montre bien la profondeur du marché potentiel et par là même le potentiel commercial de CORTIX.

## En Europe

Le tissu des entreprises en Europe est composé en moyenne à 96% de TPE de moins de 20 salariés sur un total de 19 millions d'entreprises.

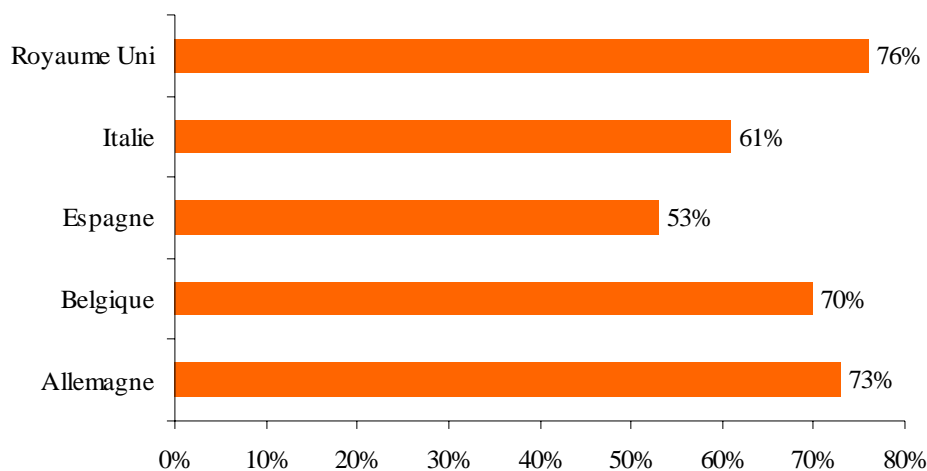
### Répartition par pays du pourcentage d'entreprise en fonction du nombre de salariés

En %			TPE			PME	Grandes Entreprises
	0 à 9 salariés	10 à 19 salariés	de 0 à 19 salariés	20 à 49 salariés	50 à 249 salariés	de 0 à 249 salariés	de 250 salariés et +
Allemagne	82,9	9,9	92,9	4,4	2,3	99,5	0,5
Belgique	92,4	4	96,4	2,5	0,9	99,8	0,2
Espagne	91,9	4,3	96,2	2,6	1	99,8	0,2
Hollande	89	6,1	95	3,3	1,4	99,7	0,3
Italie	96,4	2,5	99	0,8	0,2	100	0
Portugal	91,4	4,3	95,6	2,6	1,5	99,7	0,3
Royaume Uni	87,9	7,7	95,6	3	1,2	99,7	0,3
Union européenne	91,7	4,6	96,4	2,4	1,1	99,8	0,2

Source : Eurostat-Newschronos-SBS/DCASPL

Comme en France, plus la taille de l'entreprise est faible moins son taux d'équipement en sites Internet est élevé.

### Taux d'équipement en sites Internet des entreprises de 10 salariés et plus



Source : enquête communautaire sur l'utilisation TIC, Avril 2007 (entreprises de 10 salariés ou plus).

Globalement les ordres de grandeur à retenir pour le marché européen sont les suivants : sur environ 19 millions de sociétés, au moins 18 millions sont des sociétés de moins de 10 salariés. Si l'on pose que, comme en France environ 75% des entreprises de moins de 10 salariés ne sont pas équipées d'un site Internet et que environ la moitié de ces sociétés ont vocation à se doter d'un site, c'est un marché potentiel adressable de au moins 6 millions de sites qui constitue la cible de marché de CORTIX.

Dans son business plan CORTIX ambitionne de disposer d'un portefeuille clients de plus de 30 000 sociétés à l'horizon 2009 ce qui ne représente que 0.5% du marché adressable.

La taille extrêmement large du marché laisse donc à CORTIX une forte capacité de pénétration à partir d'une offre adaptée à la cible des PME/PMI.

## Une offre packagée à destination des petites entreprises

CORTIX s'adresse majoritairement à des micros entreprises, qui en général ont des connaissances limitées en technologie de l'information et de la communication. Afin de simplifier les choses, Cortix propose une solution clé en main intégrant toutes les fonctionnalités requises pour la conception et le fonctionnement d'un site sur la toile.

### 1- Package technique

Le but de Cortix est de faciliter la tâche aux clients, pour cela il propose une offre complète qui comprend :

- L'hébergement, mise à disposition d'un espace disque sur un serveur web afin de diffuser de l'information par le biais d'un site web sur la toile, est assuré par France Telecom.
- Le dépôt du nom de domaine.
- Le développement et l'architecture du site.
- Le référencement vise à optimiser la visibilité d'un site dans les différents outils de recherche disponibles sur Internet, est assuré par Gold Référencement.

Les besoins des clients sont intégrés lors de la conception du site qui diffère en fonction des entreprises.

Les principales vocations d'un site internet sont :

- Assurer la notoriété et l'image de marque.
- Recueillir des règlements de clients (paiement en ligne).
- Présentation des produits avec un catalogue en ligne.
- Procurer des services aux clients tels que l'actualité.
- Visionner des vidéos.

Pour garantir la qualité de ses prestations, la maintenance du site Internet est incluse pendant toute la durée du contrat à savoir pendant 4 ans.

### 2- Package financier

L'offre de CORTIX est proposée sous forme d'abonnement qui est généralement de 48 mois pour une mensualité qui est en moyenne de 122€ Pendant toute la durée du contrat, (48mois), le client bénéficie d'une prestation complète décrite ci dessous.

Le package proposé par CORTIX comprend :

- Le site internet personnalisé de 3 pages.
- L'hébergement.
- Le référencement.
- L'administration et la maintenance.
- Le nom de domaine du site.
- La boîte courrier électronique.
- 3 modifications par année permettant l'actualisation du site tant sur ses aspects rédactionnels que sur les photographies qui l'illustrent.
- Le module actualité : il permet la publication en ligne d'articles (Titre / Contenu / Photo / document PDF) et leur classement par mois ou catégorie. Une administration en ligne accessible par une page sécurisée permet au client une gestion de l'ensemble du contenu des articles affichés en ligne sur son site.
- Une hotline dédiée.

**Exemple de page d'accueil d'un site internet réalisé par Cortix**

**3- Un positionnement prix attractif et une offre unique sur le marché.**

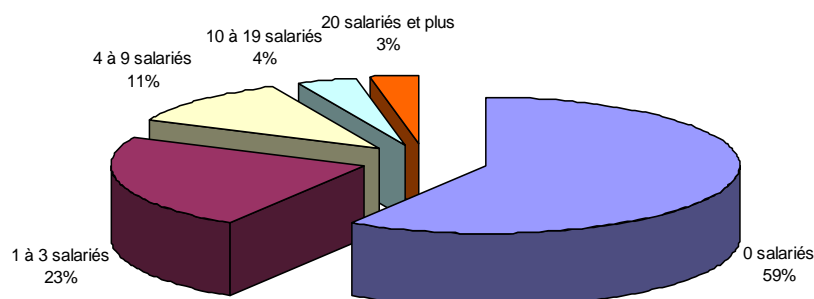
Afin que les PME et TPE bénéficient d'un site Internet personnalisé, nécessaire aujourd'hui à la promotion et à la communication de leur activité, CORTIX a développé une offre packagée inédite « tout en un » et éprouvée depuis bientôt 8 ans.

Cette offre packagée est en train de rencontrer un succès grandissant auprès de la cible de marché visée par CORTIX des PME-PMI comme en témoigne l'accélération de la performance commerciale du groupe et lui donne une position concurrentielle de premier plan en France.

**4- Un positionnement concurrentiel focalisé sur les PMI-PME**

La plupart des entreprises qui interviennent dans la création de sites Internet prospectent surtout sur les marchés des PME de plus de 20 salariés et les grandes entreprises. Ce sont souvent des sociétés de type SSII ou sociétés de communication sur internet qui intègrent, en complément de leur activité principale, le métier de création de sites.

La singularité de CORTIX est double. D'une part son métier est focalisé sur la création, le fonctionnement et la maintenance de sites Internet en intégrant tout ce qui concerne le fonctionnement concret d'un site (nom de domaine, hébergement, référencement...). D'autre part, la cible de marché de CORTIX est celui des TPE et PME/PMI qu'il adresse avec une puissance financière et technique permettant d'offrir des produits de qualité à des prix concurrentiels.

**Répartition des clients CORTIX au 30 juin 2007**


Source : Cortix

Le marché français recèle de petits acteurs déroulant un modèle proche de celui de CORTIX, mais avec une présence nationale beaucoup moins étoffée et donc un Chiffre d'Affaires largement inférieur à celui de CORTIX. Il s'agit de sociétés comme IDEP Multimédia, Axecibles, Icare, Top Technology, Kemmen.

Le seul véritable concurrent européen de CORTIX est le groupe Proximedia. Il est présent en Belgique, au Pays-Bas et en France.

Pour le reste de l'Europe, le marché est similaire à celui de la France, c'est-à-dire composé d'acteurs importants privilégiant les entreprises moyennes et grandes ainsi que de sociétés de faible taille ne proposant pas une offre aussi complète que celle de CORTIX et n'ayant pas non plus les ressources financières et techniques suffisantes pour offrir une certaine stabilité de service.

**Principales données commerciales et financières de Proximedia**

milliers EUR	12.03	12.04	12.05	12.06	S1 2007	12.07	12.08
Nouveaux contrats			2 400	2 802	1 374	2 100	
Contrats renouvelés							
Portefeuille de contrats		10 303	10 614	10 961			
Dont contrats gérés en interne		1 961					
Nombre de salariés				171			
Nombre de commerciaux				56			
Chiffre d'affaires	13 036	13 074	14 525	16 410	9 828	18 900	20 600
<b>croissance</b>		+0,3%	+11,1%	+13,0%	+26,7%	+15,2%	+9,0%
Achats consommés	2 420	2 352	2 736	2 696			
Frais de personnel	4 868	4 891	5 477	6 171			
<b>en % du CA</b>	<b>37%</b>	<b>37%</b>	<b>38%</b>	<b>38%</b>			
EBE		3 133	2 883	3 896	2 577	4 250	4 500
<b>en % du CA</b>		<b>24,0%</b>	<b>19,8%</b>	<b>23,7%</b>	<b>26,2%</b>	<b>22,5%</b>	<b>21,8%</b>
Amortissements et prov		2 140	1 183	1 796		1 900	2 000
Résultat d'exploit.	589	993	1 700	2 100	1 355	2 350	2 500
<b>en % du CA</b>	<b>4,5%</b>	<b>7,6%</b>	<b>11,7%</b>	<b>12,8%</b>	<b>13,8%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,1%</b>
Impôts	102	262	384	518			
Résultat net	74	464	933	1 260	675	1 424	1 526
<b>marge nette</b>	<b>0,6%</b>	<b>3,5%</b>	<b>6,4%</b>	<b>7,7%</b>	<b>6,9%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,4%</b>
RN part du groupe	58	432	844	1 195	676	1 424	1 526

Sources: Proximedia, estimations De Groof

## **Une offre focalisée sur l'équipement en sites internet**

A la différence de la totalité des sociétés exerçant le métier de la création de sites, CORTIX se consacre uniquement et à 100% à tout ce qui concerne la création, l'installation et le fonctionnement du site internet.

En ce sens CORTIX se distingue comme la seule entreprise qui a mis au point, depuis huit ans d'existence, un processus de fabrication « quasi-industriel » et délocalisé en Tunisie et une stratégie commerciale forte à partir d'un offre packagée et standardisée au maximum pour le client.

CORTIX travaille en effet à partir d'un design homogène et de maquettes (une centaine de modèles aujourd'hui) qui laissent une marge de manœuvre relativement limitée pour la personnalisation du produit.

## **Une organisation commerciale bien rodée**

La société développe une stratégie de « marketing push ». La méthode simple et efficace, est la même pour toutes les agences, en France ou en Europe. Chaque agence dispose de 3 commerciaux lors de son démarrage puis de 6 commerciaux en rythme de croisière. Les commerciaux opèrent 3 jours par semaine sur le terrain, le reste du temps étant consacré au phoning. Une partie du phoning est assurée par Proxitel, filiale tunisienne de 2H Technologies. Au bout de 30 appels par heure, un rendez-vous est obtenu pour un commercial. Chaque semaine, sur 15 rendez-vous obtenus, 3 ventes seront conclues en moyenne. Tous les commerciaux bénéficient d'une formation au sein de l'entreprise avant toute prospection de clientèle.

## **Une organisation de production à faibles coûts**

Le développement, la maintenance de logiciels et la création de site Internet sont assurés par Cortix Tunisie.

Les activités de télémarketing sont assurées par la société Proxitel Communication Tunisie.

Ainsi, en délocalisant en Tunisie le centre de production qui compte 65 personnes et la hotline, l'entreprise réalise des économies de coûts de production et d'acquisition de clients importantes. A titre d'exemple, la masse salariale de 38 graphistes basés en Tunisie est équivalente à celle de 5 graphistes basés en France. De cette manière, les coûts de production sont optimisés. Le coût de revient unitaire d'un site internet standard est estimé selon nous à environ 200 € pour un prix de vente client de 122 € mensuel sur 48 mois soit 5 850 €

La création d'un site Internet suit une logique de flux tendus. Après la signature du contrat, le client dispose d'un délai de rétractation de 7 jours. Par la suite, le leaser évalue le risque client et donne son approbation à l'entreprise. L'étape suivante consiste à choisir le modèle parmi les 100 proposés et à numériser les documents relatifs au client. Le dossier sera alors transmis à la plateforme technique basée en Tunisie.

Le processus de fabrication est lui-même optimisé pour faire que le délai de fabrication d'un site soit de moins de 4h30 minutes avec les étapes suivantes :

- o Le directeur informatique est chargé de la qualification du projet (15 minutes)
- o Le chargé de production est responsable de la répartition des flux (10 minutes)
- o La phase de déclinaison industrielle du modèle prend 2h30mn :
  - Adaptation et intégration des images par les graphistes
  - Programmation et intégration des modules des pages par les développeurs
- o L'application des contrôles qualité dure une heure :
  - Graphique : qualité visuelle
  - Technique : développement et programmation
  - Cahier des charges : adaptation des besoins spécifiques des clients

Au total, 15 jours s'écoulent entre la signature du contrat et la mise en ligne et la facturation du site.

## Un modèle en phase de déploiement européen

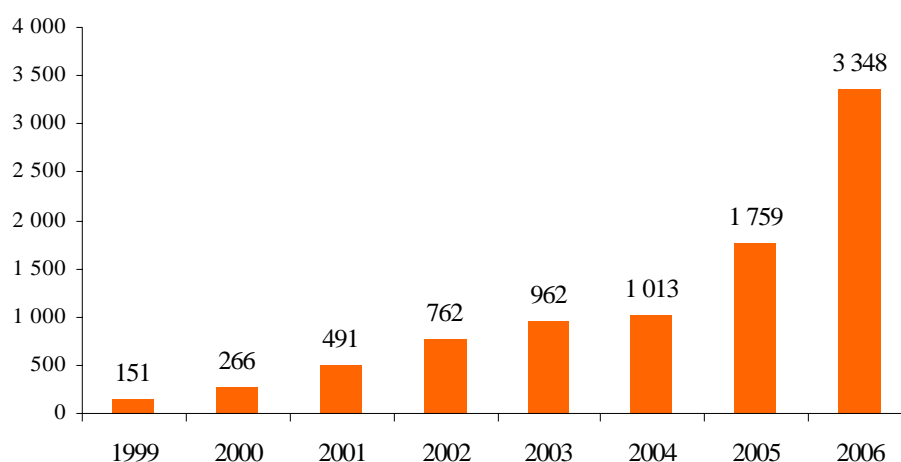
La réussite de l'implantation de CORTIX sur le marché français et l'amorçage d'une phase de forte croissance ont conduit la direction du groupe à lancer un plan de déploiement européen, réplique du modèle commercial en vigueur sur le territoire français.

### Historique de la société

Depuis sa création, en 1999, CORTIX a connu deux périodes : entre 1999 et 2003 la construction du modèle économique n'était pas complète et la société après un démarrage prometteur s'est retrouvée en difficultés en 2003.

Depuis 2003, la décision de délocaliser la production et les progrès dans l'organisation et les méthodes commerciales, le peaufinement du modèle de financement des contrats, la structuration de l'entreprise ont accompagné le déploiement de la société sur le territoire français.

#### Evolution du nombre de nouveaux contrats signés entre 1999 et 2006



Source : Cortix

Depuis 2004, Cortix s'est ainsi déployé en ouvrant des agences commerciales dans les principales métropoles françaises, son Chiffre d'Affaires a commencé à décoller et les résultats, qui sont encore inférieurs à 1M€ au 30 juin 2007 sont désormais la résultante mécanique d'un modèle économique et financier bien rodé et dont les paramètres sont clairement identifiés et pilotés.

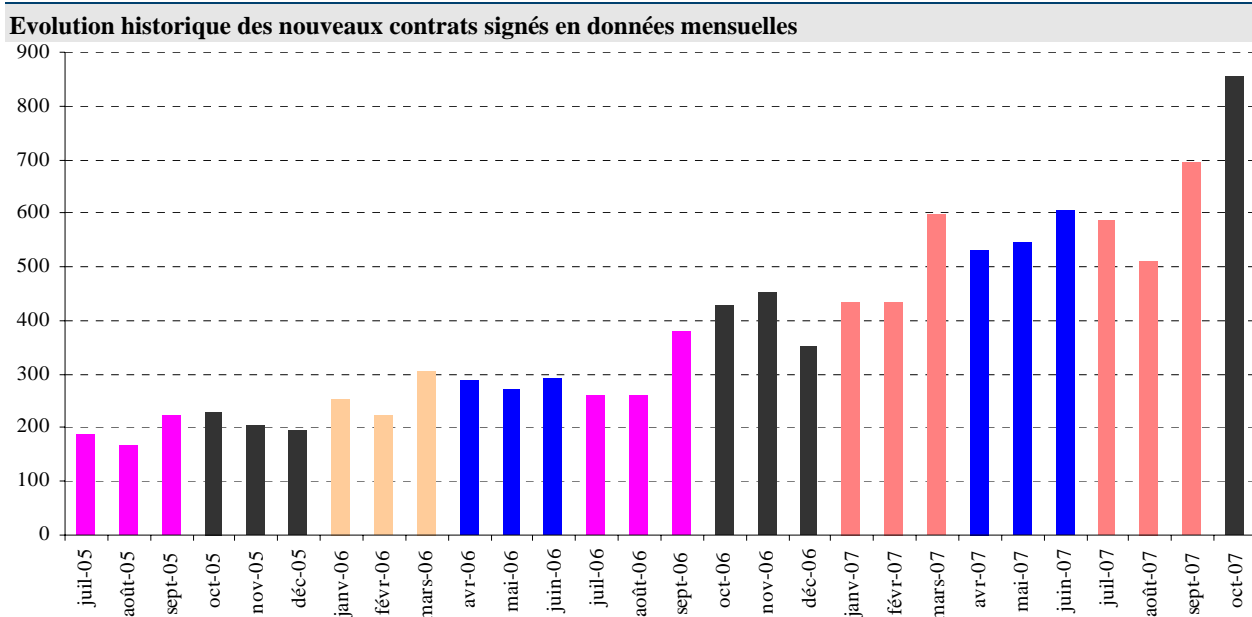
#### Evolution historique des résultats (Comptes sociaux)

exercice au 30/06 (K€)	2004	2005	2006	2007
CA	2 549	4 320	8 964	14 059
EBE	89	635	602	1 472
REX	49	378	604	1 335
Résultat courant	22	348	572	1 297
Impôt	0	-92	-231	-254
Résultat net	22	256	341	703

Source : Cortix

Le dernier exercice clos le 30 juin 2007 a été marqué par une nouvelle et forte progression de l'activité et des résultats. En données non strictement comparables du fait de la modification des règles de reconnaissance comptable du Chiffre d'Affaires, CORTIX a enregistré une progression de 57% de son Chiffre d'Affaires, une augmentation de 121% du résultat d'exploitation et un doublement du son résultat net qui représente une marge nette de 5%.

Cette nouvelle amélioration des performances financières de la société résulte de la réussite du déploiement commercial qui s'est traduit depuis deux ans par une amélioration constante du nombre de nouveaux contrats signés.



Source : Cortix

Ce tableau permet de constater l'accélération du rythme des ventes qui ne se dément pas depuis 2005. En octobre 2007, CORTIX a battu son record historique en signant la création de 850 sites. Sur le premier quadrimestre de l'exercice 2008 qui clôture en juin prochain, le groupe a signé 2 646 sites soit une augmentation de + 99, 4% par rapport à la même période de l'exercice précédent. Par rapport à l'objectif de l'année en cours qui est fixé au business plan à 11 916 sites signés, le groupe est en ligne puisque sur le premier quadrimestre le nombre d'agences en activité était de 17 et que le rythme des ouvertures de nouvelles agences en Europe portera leur nombre à 32 au 30 juin prochain.

## Une stratégie offensive de déploiement européen

En plus des 17 agences commerciales déjà en fonctionnement au 30 septembre 2007, les prévisions établies tiennent compte du démarrage commercial de 38 nouvelles agences entre le 1er octobre 2007 et le 31 décembre 2009 selon le calendrier suivant :

**Plan des ouvertures d'agences en Europe 2007-2011**

Pays / Trimestre	Agences existantes au 30 juin 2006	2006/2007				2007/2008				2008/2009				2009/2010				2010/2011				Total Général
		1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	
France	7	1	1	2	1	2																14
Espagne				1		1	1	1	1	2	1											8
Belgique						1		1														2
Allemagne							1		2	2		1	2									8
Suisse							1	1														2
Italie								2	2		1	2										7
Portugal									1	1												2
Pays-Bas								1		2		1										4
Eire								1														1
Royaume-Uni								1		2	2	2										7
Total par période	7	1	1	3	1	4	3	8	4	3	8	2	4	2	4	0	0	0	0	0	0	55

Ouvertures réelles déjà réalisées

Ouvertures planifiées

Source : Cortix

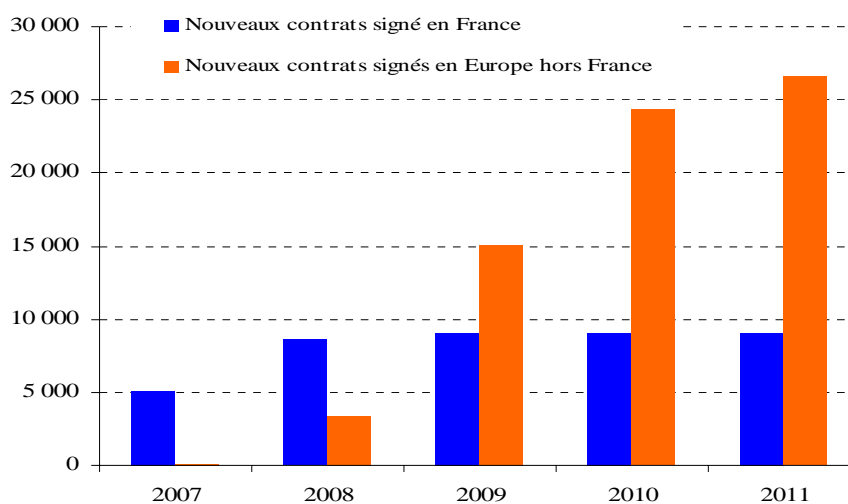
CORTIX amorce la duplication du modèle en Europe. La première agence espagnole, située à Barcelone a démarré commercialement à la mi-mars 2007. Les sept premiers mois d'activités sur le terrain de cette agence ont déjà placé l'agence de Barcelone dans le top 5 des agences Cortix.

A la fin de l'exercice clos le 30 juin 2007, 149 contrats ont été générés hors France et sont issus de la seule agence de Barcelone.

L'activité commerciale a démarré en août 2007 en Belgique et en octobre 2007 pour l'Allemagne et la Suisse.

Sur l'ensemble de l'exercice en cours, l'objectif est d'atteindre un montant total de 11 916 nouveaux contrats signés (+ 126%) dont 8 559 en France (+ 67%) et 3 357 contrats hors France (x 22).

**Evolution des nouveaux contrats signés en France et en Europe au BP**



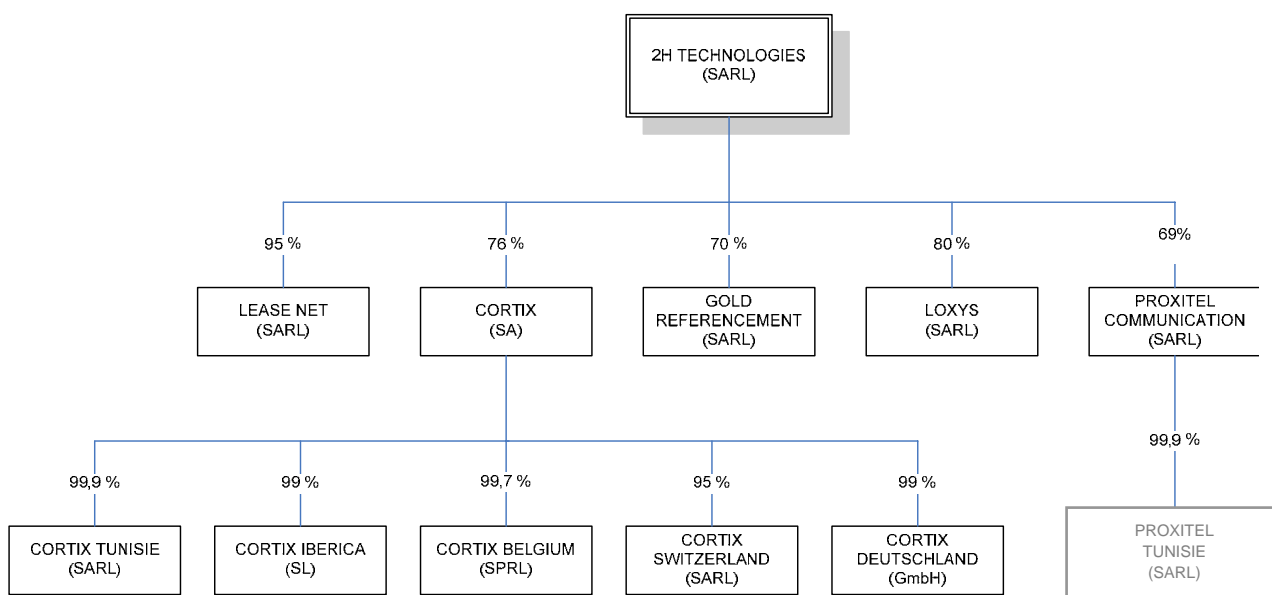
Source : Cortix

## Perspectives du business plan

Les prévisions de CORTIX, filiale à hauteur de 76% de la société 2H Technologies couvrent le périmètre des filiales commerciales pays et les activités de CORTIX Tunisie. Toutefois, le groupe ne publie pas encore de comptes consolidés. Ce sera le cas à la clôture des comptes au 30 juin 2008. Toutefois, dans le cadre de la construction du Business Plan, la filiale tunisienne n'a pas été consolidée mais ses coûts, notamment de charges de personnel, ont été prise en compte en charges externes, comme si Cortix Tunisie était un prestataire externe au même titre que Proxitel ou Gold Referencement.

Ce traitement comptable a été retenu pour des raisons de commodité et ne modifie en rien le niveau et l'analyse du résultat d'exploitation.

### Organigramme du groupe 2H Technologies et de sa filiale CORTIX



Source : Cortix

### Hypothèses retenues pour les prévisions du Chiffre d'Affaires

- Les contrats sont exclusivement conclus sur 48 mois
- La mensualité moyenne est fixée à 122 € pour l'exercice clos le 30 juin 2008
- Dans un souci de prudence :
  - o le montant moyen des mensualités est considéré comme égal dans les différents pays (alors que des mensualités plus élevées sont attendues dans des pays tels que l'Allemagne, la Grande-Bretagne ou la Suisse)
  - o la hausse moyenne des mensualités est limitée à +2 €/ an (alors que l'on observe près de 4€/ an d'augmentation depuis la création de CORTIX).
- Pour chaque contrat signé, le client est facturé de 100€ de frais de dossiers (par prudence, ce montant est considéré comme égal dans les différents pays et n'est pas inflaté sur l'ensemble de la période couverte par les prévisions).

- Le taux d'acceptation de refinancement par les leasers des contrats signés et n'ayant pas fait l'objet d'une rétractation dans les 7 jours suivants la signature est fixé à 72 % (un taux de 77,2% a été observé sur le premier semestre 2007).
- Coefficients de refinancement utilisés : ils sont conformes aux derniers protocoles signés avec les leasers en retenant une répartition moyenne conservatrice à 50 / 50 entre les dossiers scorés par les leasers comme étant à « risque normal » et « risque majoré »
- Montants des premiers rejets (cas des clients qui n'honorent pas le paiement de leur première échéance et dont les contrats sont purement et simplement enlevés du chiffre d'affaires) : ils sont paramétrés à 5% du montant des contrats financés par les leasers ou portés directement par Cortix (taux supérieur à celui constaté sur les derniers mois d'activité)

### **Nouveaux contrats financés à l'extérieur**

Dans un délai de 4 jours après la mise en ligne du site internet du client, le leaser finançant le contrat verse à CORTIX un montant égal en moyenne à 24 mensualités (21 mensualités lorsque le client est en « risque majoré » et 27 mensualités lorsqu'il est en « risque normal ») sur les 48 mensualités versées par le client sur les 4 ans du contrat.

En plus du montant de 24 mensualités en moyenne versé à CORTIX par le leaser dans un délai de 4 jours après la mise en ligne du site internet du client, le leaser reverse chaque mois à CORTIX 20% des mensualités payées par le client au titre de la maintenance du site.

- Par prudence, la mensualité moyenne retenue comme base des reversements de maintenance pour l'ensemble des prévisions est fixée à 122 €(d'où un montant moyen annuel perçu de  $122\text{€} * 20\% * 12 \text{ mois} = 293 \text{ €}$ ).
- Pour le calcul du nombre de contrats concernés chaque année par ce chiffre d'affaires récurrent, les prévisions prennent en compte un taux de rupture prématurée des contrats de 10% annualisé.

### **Contrats financés en interne**

- Nouveaux contrats

5% du total des nouveaux dossiers signés n'ayant pas fait l'objet d'une rétractation dans les 7 jours suivants la signature sont autofinancés par CORTIX (3,9% pour l'exercice clos le 30 juin 2007 et une volonté d'autofinancer un nombre croissant de dossiers)

Pour les contrats financés en interne, CORTIX perçoit directement la totalité des mensualités versées mensuellement par les clients

Le premier flux de Chiffre d'Affaires comptabilisé à la mise en ligne du site Internet correspond à 70% du total du contrat (les 30% restants sont étalés mensuellement sur les 4 ans du contrat au titre des prestations de maintenance).

Cette répartition 70/30 est conforme à celle retenue pour la comptabilisation du Chiffre d'Affaire des contrats financés en externe pour lesquels le 24 mois de Chiffres d'Affaires reconnus initialement correspondent bien à 70% de la totalité des flux perçus par Cortix compte tenu de la marge du leaser qui représente environ 14 mois.

Ainsi,  $24 / (48-14) = 70.6\%$  arrondis à 70%.

- **Renouvellement de contrats et tacites reconductions**

Il s'agit des clients qui arrivent au bout du contrat de 4 ans et qui signent un nouveau contrat de 4 ans avec CORTIX ou passent en tacite reconduction. Le taux de renouvellement est fixé par hypothèse à 70% d'une génération de contrats auxquels un taux de mortalité de 10% annualisé a été appliqué (cf plus haut). Ainsi sur 100 contrats facturés directement ou cédés à un leaser, il en reste 66 au bout de 48 mois dont 70% seront renouvelés ou tacitement reconduits soit 46 contrats.

Les renouvellements ont volontairement été appréhendés de façon très prudente dans les prévisions car elles reposent sur une stratégie commerciale relativement nouvelle chez CORTIX qui n'a véritablement débuté qu'en janvier 2007.

Un total de 320 contrats arrivent à échéance en France lors de l'exercice 2007/2008 et constituent ainsi chacun un potentiel renouvellement de 224 contrats. Ce total passe à 479 contrats sur le premier semestre de l'exercice 2008/2009.

Pour les tacites reconductions, le montant moyen de la mensualité est 10€ inférieur à celui utilisé pour les contrats nouveaux financés en externe (le montant moyen des anciens contrats partant en tacite reconduction étant statistiquement légèrement inférieur à celui des contrats nouveaux).

### **Hypothèses retenues pour les prévisions de charges d'exploitation**

- **Achats**

Le poids du coût d'achat des produits vendus est estimé comme stable sur l'ensemble du business plan et reste inférieur à 1% du Chiffre d'Affaires. Il correspond essentiellement aux achats de noms de domaine pour les sites Internet.

- **Charges externes**

1/ **Les coûts de téléprospection** (du démarchage des clients potentiels jusqu'à la prise de rendez-vous pour les commerciaux) proviennent de la plate-forme de téléprospection basée à Tunis (Proxitel Communication, société du Groupe 2H). Le poids de ce poste progresse avec l'activité sur l'ensemble du business plan entre 9% et 10.4% du Chiffre d'Affaires (8,2% pour l'exercice clos le 30 juin 2007).

2/ **Le coût de revient de production** des sites et de leur maintenance correspond :

- au coût complet de fonctionnement de la filiale tunisienne en charge de la production, du premier niveau de contrôle qualité des sites Internet et de la réalisation des modifications demandées par les clients. Le poids de ce poste, fonction du nombre de sites produits est estimé comme stable sur l'ensemble du business plan à 4% du Chiffre d'Affaires ;
- aux coûts de sous-traitance lorsque CORTIX fait appel à des prestataires externes pour procéder à certaines réalisations de sites en cas de pics de production. L'extension en cours du site de production tunisien doit permettre à CORTIX de limiter fortement le recours à la sous-traitance. Le poids de ce poste est estimé à 1,1% du Chiffre d'Affaires pour l'exercice clos le 30 juin 2008 (1% constatés pour l'exercice clos le 30 juin 2007);

- au coût de référencement des sites qui est réalisé par Gold Référencement (société du Groupe 2H). Le poids du coût du référencement est estimé comme stable sur l'ensemble du business plan à 30€ par site (0,9% du Chiffre d'Affaires constaté pour l'exercice clos le 30 juin 2007).

Le reste des charges externes ainsi que les autres charges d'exploitation est principalement composé des éléments suivants :

-frais de fonctionnement du siège et des agences (dont location de locaux et de véhicules, frais de maintenance et d'assurances, frais de télécommunications,...) ;

-honoraires conseils ;

-personnel intérimaire ;

-frais de déplacement ;

-frais de recrutement.

**Le poids total de ce poste est estimé à 27.2%** du Chiffre d'Affaires pour l'exercice clos le 30 juin 2008 puis 31,2% en juin 2009 du fait de la montée en charge rapide des filiales étrangères avant une décroissance progressive sur les deux exercices suivants, respectivement 28,3% et 27,7% (31,2% constatés pour l'exercice clos le 30 juin 2007). La décroissance anticipée sur ce poste correspond à une phase de stabilisation au regard du chiffre d'affaires généré après des deux années de développement international intense.

- **Charges de personnel**

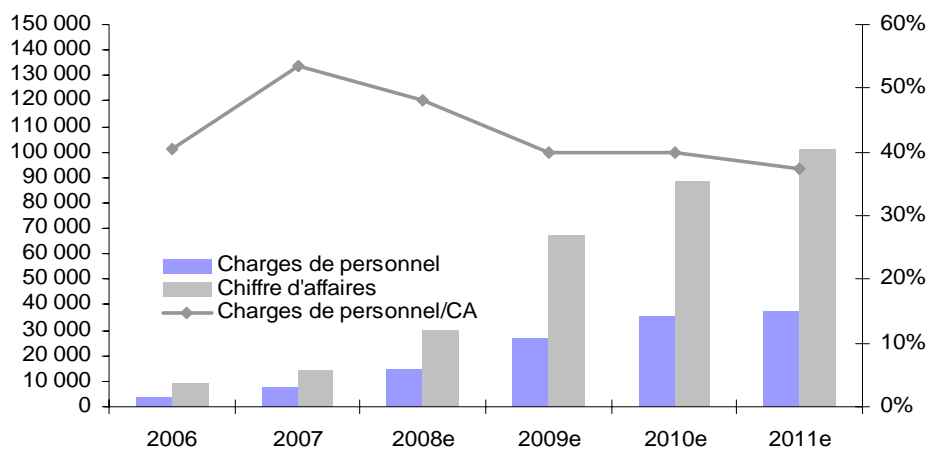
La rémunération de la force commerciale représente 70% de la masse salariale de CORTIX.

La hausse moyenne des rémunérations, hors force commerciale rémunérée en fonction de l'activité générée, est fixée à 4 % par an (hors participation légale).

Le ratio charges de personnel sur Chiffre d'Affaires passe de 48% à 37% sur la période 2008-2011 pour les raisons suivantes :

- Le modèle de rémunération de la force commerciale va évoluer au cours de l'exercice 2007-2008 du fait notamment de la croissance des effectifs de la plate-forme de téléprospection qui assurera la totalité du phoning et dégagera ainsi davantage de temps aux commerciaux pour opérer sur le terrain.
- Les recrutements pour création de postes (notamment de cadres) au siège du Groupe, particulièrement conséquents en 2007 et sur le premier semestre 2008, vont particulièrement décélérer à compter de l'exercice 2008-2009.
- La productivité accrue des agences commerciales avec des équipes complètes et matures.
- La montée en puissance rapide et continue des agences européennes (73% de l'activité en 2011) dont le niveau moyen de rémunération ainsi que les taux de charges sociales sont inférieurs.
- La mise en place progressive, notamment sur le second semestre 2007, d'outils de plus en plus performants d'aide à la production des sites va aboutir à une croissance des effectifs localisés en France affectés au second niveau de contrôle qualité de la production inférieure à celle du volume d'activité.

### Analyse des charges de personnel hors Cortix Tunisie



- **Amortissements et Production immobilisée**

Par un raisonnement conservateur, le poids relatif des dotations aux amortissements et provisions par rapport au Chiffre d’Affaires sont considérés comme stables et égal à 2.5 %.

Les amortissements dépendent de deux facteurs : les investissements et la production immobilisée.

Deux éléments composent le poste production immobilisée :

- Les sites correspondants aux contrats financés en interne sont capitalisés à leur coût de revient (faible puisque correspondant essentiellement aux coûts de la filiale de production tunisienne) et amortis sur la durée du contrat (4 ans);
- Certains logiciels, techniques (outils d’aide à la production des sites,...) ou commerciaux (gestion de la relation client,...), développés en interne.

Le poids relatif de la production immobilisée passe de 2,3% à 1,5% sur la période 2008-2011 du fait du passage des logiciels développés en interne d’une phase de développement à une phase de maturité sur cette période (4% au 30 juin 2007).

### Comptes prévisionnels et perspectives

La mécanique simplifiée du business modèle de la société pourrait donc se résumer comme suit :

- 1- CORTIX se lance dans un plan de déploiement européen qui va porter le nombre d’agences commerciales à 55 unités en Europe contre 17 agences au 30 septembre 2007.
- 2- Sachant que chaque agence comporte à maturité 6 commerciaux et que leur taux de signature est connu, on détermine le nombre de contrats signés.
- 3- Compte tenu d’un taux de conversion des contrats signés de l’ordre de 72% en contrats effectivement facturés on détermine le Chiffre d’Affaires.

- 4- Le loyer mensuel au contrat facturé est, en moyenne de 122 € par mois sur 48 mois soit un flux total de 5 856 €. Ce loyer est supposé augmenter de 2 € par an pour les nouveaux contrats signés en année n+1 et ainsi de suite pour les années suivantes.
- 5- Le calcul du Chiffre d’Affaires se décline en deux parties principales qui dépendent du mode de financement de l’abonnement client : soit en leasing, soit en autofinancement et le mix entre les deux modes de financement est supposé être de 95% en leasing et de 5% en autofinancement.
- 6- Dans le cas d’un contrat cédé en leasing Cortix touche « up front » 24 mois de loyers puis 20% sur 48 mois au titre de la maintenance. Ceci implique que sur la durée du contrat, le taux de reversement au leaser (ou marge du leaser) est de 30%.
- 7- Dans le cas d’un contrat autofinancé, CORTIX touche l’intégralité des mensualités sans versement « up front » et sur 48 mois.

Ainsi, les données en volumes retenues au business plan sont résumées dans le tableau suivant :

<b>Prévisions résumées d’activité en volume au business plan</b>						
Activité en volume	30/06/2006	30/06/2007	30/06/2008	30/06/2009	30/06/2010	30/06/2011
Nombre d’agences en France	7	12	14	14	14	14
Nombre d’agences en Europe hors France	0	1	18	35	41	41
<b>Nombre total d’agences</b>	<b>7</b>	<b>13</b>	<b>32</b>	<b>49</b>	<b>55</b>	<b>55</b>
Nombre de nouvelles agences en France		5	2	0	0	0
Nombre de nouvelles agences en Europe hors France		1	17	17	6	0
<b>Nombre total de nouvelles agences</b>		<b>6</b>	<b>19</b>	<b>17</b>	<b>6</b>	<b>0</b>
Nouveaux contrats signés en France		5 133	8 559	9 084	9 084	9 084
Nouveaux contrats signés en Europe hors France		149	3 357	15 102	24 378	26 625
<b>Total des nouveaux contrats signés</b>	<b>2 833</b>	<b>5 282</b>	<b>11 916</b>	<b>24 186</b>	<b>33 462</b>	<b>35 709</b>
dont contrats signés par les nouvelles agence ouvertes dans l’année		<b>1 309</b>	<b>3 582</b>	<b>3 780</b>	<b>1 950</b>	
<b>Production nette des premiers rejets</b>			<b>8 559</b>	<b>17 376</b>	<b>24 033</b>	<b>25 644</b>
<b>taux de conversion sur contrats signés</b>			<b>71,83%</b>	<b>71,84%</b>	<b>71,82%</b>	<b>71,81%</b>
dont contrats leasés			8 154	16 551	22 890	24 432
dont contrats portés			405	825	1 143	1 212
Pondération contrats leasés			95%	95%	95%	95%
Pondération contrats portés			5%	5%	5%	5%

Source : Cortix

Compte tenu des hypothèses de prix décrites précédemment, il en découle les prévisions d’activités et de résultats qui font ressortir les points forts suivants :

Sur l’exercice 2008

Le Chiffre d’Affaires devrait passer de 14.1 M€ à 31.3 M€ soit une progression de +123% cohérente avec le rythme des ouvertures de nouvelles agences en Europe et la performance commerciale déjà enregistrée sur le premier quadrimestre de l’exercice qui se solde par un Chiffre d’Affaires de 6.6 M€ sur une période de l’année qui n’est pas très active (juillet – août) et avec 17 agences qui seront au nombre de 32 au 30 juin prochain. En particulier le lancement de 8 nouvelles agences est programmé pour le troisième trimestre de l’exercice en cours (janvier – mars 2008).

Le résultat d’exploitation devrait atteindre 4.3 M€ contre 1.3 M€ en 2007 soit une marge d’exploitation de 13.7% contre 9.5% en 2007.

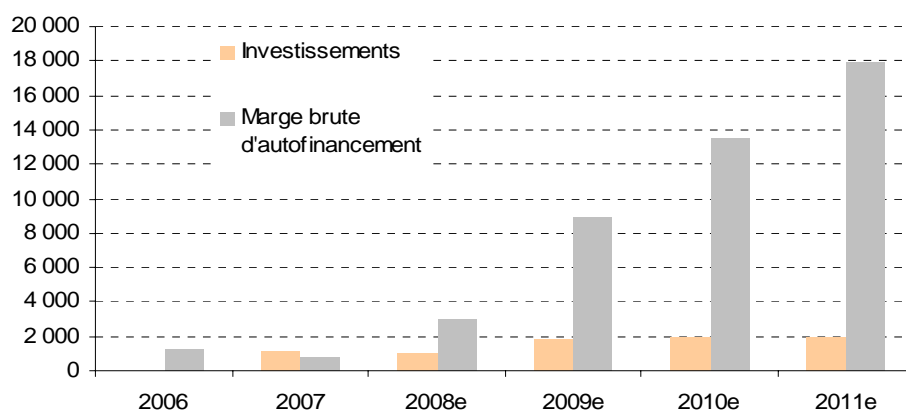
Le résultat net serait ainsi de 2.2 M€ contre 0.7 M€ en 2007.

Sur les exercices 2009 et suivants :

Le modèle de déploiement européen, le renforcement de la base de production en Tunisie et la poursuite des efforts de standardisation de l'offre devraient se traduire par un Chiffre d'Affaires qui dépassera 65M€ en 2009 pour un objectif de 100M€ en 2011.

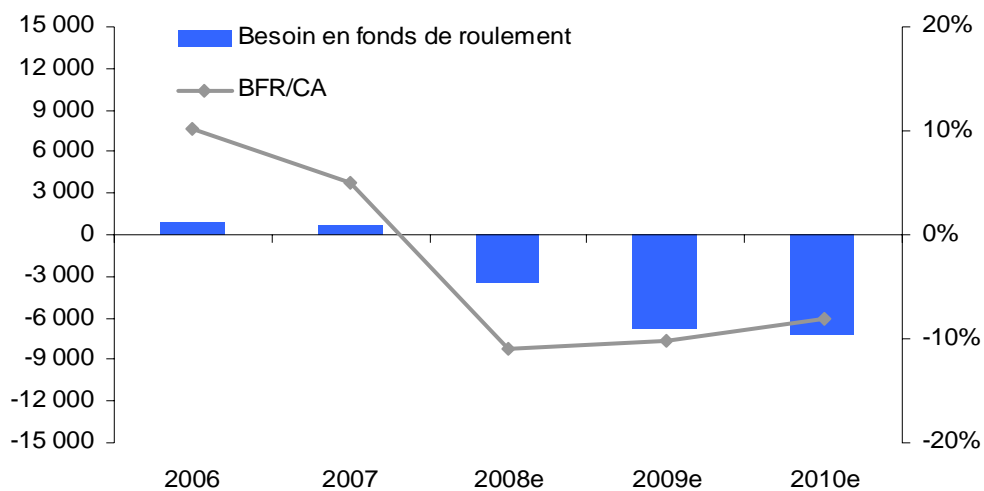
Compte tenu de la génération de cash flow qui caractérise le modèle financier du groupe, notamment du fait d'un BFR nettement négatif et d'un niveau d'investissement relativement faible, CORTIX devrait être en mesure de dégager des résultats nets qui dépasseront le niveau des 10M€ à partir de l'exercice 2010 pour une marge nette de plus de 12% contre 5% en 2007 et de poursuivre sa politique de distribution de dividende.

#### Investissements et MBA au BP

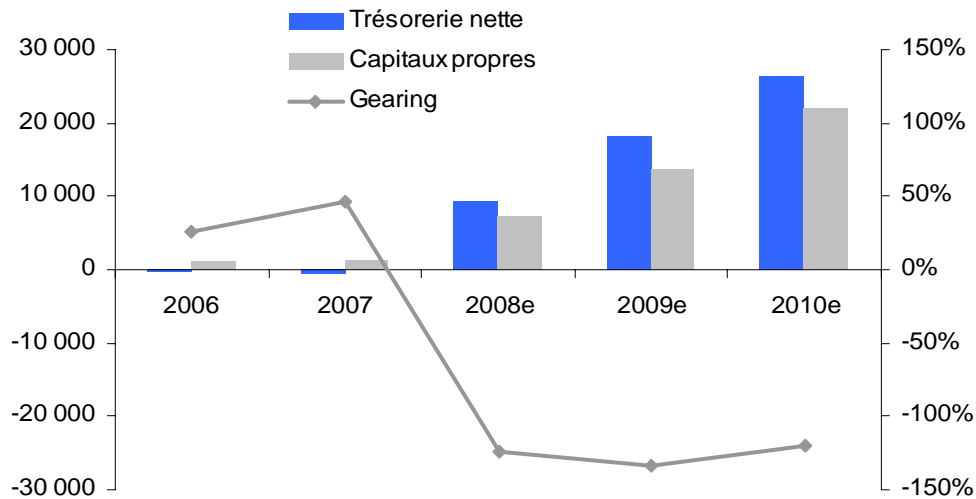


Source : Cortix

**Prévisions de BFR au BP**



**Eléments de structure financière au BP**



## Données financières

<b>DONNEES COMMERCIALES 30/06 (K€)</b>	<b>2007</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>
Nombre annuel moyen d'agences	11	24	43	54	55
Effectifs commerciaux	84	144	276	368	382
Nombre de nouveaux contrats signés	5 282	11 916	24 186	33 462	35 709
variation %	+86%	+126%	+103%	+38%	+7%
Production nette des premiers rejets	-	8 559	17 376	24 033	25 644
Nombre de sites actifs	7 459	15 595	30 988	50 614	68 569
variation %	-	+109%	+99%	+63%	+35%

<b>COMPTE DE RESULTAT AU 30/06 (K€)</b>	<b>2007</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>
Chiffre d'affaires	14 059	31 331	66 946	88 293	100 958
Autres produits d'exploitation nets	1 158	880	1 487	1 736	1 738
Achats de marchandises et variations stocks	843	1 860	4 366	6 322	6 839
<b>Marge brute</b>	<b>14 373</b>	<b>30 351</b>	<b>64 067</b>	<b>83 707</b>	<b>95 857</b>
Charges de personnel	7 537	15 050	26 713	35 239	37 719
Autres achats et charges externes	5 112	9 689	23 130	27 647	30 756
Impôts et taxes	252	548	651	678	709
<b>Excédent Brut d'Exploitation</b>	<b>1 472</b>	<b>5 065</b>	<b>13 572</b>	<b>20 143</b>	<b>26 673</b>
Dotation aux Amortissements et provisions	137	777	1 812	2 259	2 616
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>1 335</b>	<b>4 288</b>	<b>11 760</b>	<b>17 885</b>	<b>24 057</b>
Résultat financier	-39	132	503	845	1 244
<b>Résultat courant des sociétés intégrées</b>	<b>1 297</b>	<b>4 420</b>	<b>12 263</b>	<b>18 730</b>	<b>25 301</b>
Participation	344	523	788	876	1 028
Résultat exceptionnel	4	-100	0	0	0
Impôts sur les bénéfices	254	1 592	4 421	6 633	8 929
<b>Résultat net des entreprises intégrées</b>	<b>703</b>	<b>2 204</b>	<b>7 054</b>	<b>11 221</b>	<b>15 345</b>
Intérêts minoritaires	0	0	0	0	0
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>703</b>	<b>2 204</b>	<b>7 054</b>	<b>11 221</b>	<b>15 345</b>

<b>BILAN (K€)</b>	<b>2007</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>
Ecart d'acquisition	0	0	0	0	0
Actif immobilisé	1 324	2 097	3 401	4 583	5 333
Stocks et en-cours	5	9	17	17	11
Clients et comptes rattachés	5 618	6 785	12 800	16 340	17 399
Disponibilités et FCP	1 520	11 275	19 363	27 190	38 567
Comptes de régul	0	0	0	0	0
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>8 467</b>	<b>20 166</b>	<b>35 580</b>	<b>48 131</b>	<b>61 310</b>
Capitaux propres	1 257	7 483	13 657	22 056	32 912
Intérêts minoritaires	0	0	0	0	0
Provisions pour risques et charges	187	481	1 131	1 979	2 929
Emprunts et dettes financières	2 110	1 976	1 192	686	112
Fournisseurs et comptes rattachés	1 626	2 805	5 238	6 696	7 561
Dettes fiscales et sociales	3 302	7 451	14 429	16 802	17 897
Autres dettes et comptes de régularisation	-14	-31	-67	-88	-101
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>8 467</b>	<b>20 166</b>	<b>35 580</b>	<b>48 131</b>	<b>61 310</b>

Source : ARKEON Finance

<b>TABEAU DE FINANCEMENT</b>	<b>2007</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>
Marge brute d'autofinancement	807	2 982	8 866	13 479	17 961
+ Nouveaux emprunts	1 651	0	0	0	0
+ Augmentations de capital	0	4 430	0	0	0
+ Cessions d'actifs	358	0	0	0	0
<b>= Ressources</b>	<b>2 816</b>	<b>7 411</b>	<b>8 866</b>	<b>13 479</b>	<b>17 961</b>
- Investissements industriels	1 127	1 041	1 875	1 976	2 020
- Investissements financiers	0	0	0	0	0
- Variation du BFR	-222	-4 159	-3 387	-291	-907
- Remboursements emprunts et CC	110	118	804	528	586
- Dividendes aux actionnaires	442	408	880	2 822	4 488
<b>= Emplois</b>	<b>1 456</b>	<b>-2 593</b>	<b>172</b>	<b>5 035</b>	<b>6 188</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>1 359</b>	<b>10 004</b>	<b>8 694</b>	<b>8 445</b>	<b>11 773</b>

<b>RATIOS</b>	<b>2007</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>
Marge brute	102,2%	96,9%	95,7%	94,8%	94,9%
Marge d'EBITDA	10,5%	16,2%	20,3%	22,8%	26,4%
Marge d'exploitation	9,5%	13,7%	17,6%	20,3%	23,8%
Marge nette	5,0%	7,0%	10,5%	12,7%	15,2%
ROE (RN/Fonds propres)	55,9%	29,5%	51,7%	50,9%	46,6%
ROCE (NOPAT/Capitaux employés)	70,9%	-139,1%	-182,4%	-359,6%	-467,7%
Dettes nettes / Fonds propres	46,9%	-124,3%	-133,1%	-120,2%	-116,8%

<b>MULTIPLES</b>	<b>2007</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>
EV / CA (x)	0,0	1,4	0,5	0,3	0,1
EV / EBITDA (x)	0,0	8,5	2,5	1,3	0,5
P / CF (x)	55,8	17,8	6,0	3,9	3,0
BNPA (en €)	0,27	0,75	2,40	3,81	5,21
PE (x)	64,0	24,1	7,5	4,7	3,5
Dividende par action (en €)	0,15	0,28	0,90	1,44	1,97
Rendement net	0,9%	1,7%	5,3%	8,5%	11,6%
Taux de distribution	58,0%	39,9%	40,0%	40,0%	40,0%

Multiples calculés en milieu de fourchette

Source : ARKEON Finance

**- Contacts ARKEON Finance -****Analyse financière sell-side**

**Arnaud RIVERAIN** 01 53 70 50 10  
[ArnaudRiverain@ArkeonFinance.fr](mailto:ArnaudRiverain@ArkeonFinance.fr)  
*Responsable Recherche / Internet - Stock-Picking*

**Fanny ALVAREZ** 01 53 70 50 04  
[FannyAlvarez@ArkeonFinance.fr](mailto:FannyAlvarez@ArkeonFinance.fr)  
*Biens de consommation – Transport & logistique*

**Stéphane DUBOSQ** 01 53 70 50 05  
[StephanDubosq@ArkeonFinance.fr](mailto:StephanDubosq@ArkeonFinance.fr)  
*Santé - Plaisance*

**Alexandre KOLLER** 01 53 70 29 43  
[AlexandreKoller@ArkeonFinance.fr](mailto:AlexandreKoller@ArkeonFinance.fr)  
*Environnement*

**Charles-Louis PLANADE** 01 53 70 50 43  
[CharlesPlanade@ArkeonFinance.fr](mailto:CharlesPlanade@ArkeonFinance.fr)  
*Edition Multimédia - Environnement*

**Jean-Pierre TABART** 01 53 70 45 34  
[Jean-PierreTabart@ArkeonFinance.fr](mailto:Jean-PierreTabart@ArkeonFinance.fr)  
*Stock-Picking*

**Analyse Financière Corporate**

**Isabelle BLAIZE** 01 53 70 50 49  
[IsabelleBlaize@ArkeonFinance.fr](mailto:IsabelleBlaize@ArkeonFinance.fr)

**Christel CLEME** 01 53 70 45 31  
[ChristelCleme@ArkeonFinance.fr](mailto:ChristelCleme@ArkeonFinance.fr)

**Jean-Louis SEMPÉ** 01 53 70 50 15  
[JeanLouisSempe@ArkeonFinance.fr](mailto:JeanLouisSempe@ArkeonFinance.fr)

**Corporate Broking**

**Stéphane DERAMAUX** 01 53 70 50 38  
[StephanedeRamaux@ArkeonFinance.fr](mailto:StephanedeRamaux@ArkeonFinance.fr)

**Edouard des ISNARDS** 01 53 70 29 46  
[EdouarddesIsnards@ArkeonFinance.fr](mailto:EdouarddesIsnards@ArkeonFinance.fr)

**Vente Actions**

**Charles-Henri BERBAIN** 01 53 70 50 23  
[CharlesHenriBerbain@ArkeonFinance.fr](mailto:CharlesHenriBerbain@ArkeonFinance.fr)  
*Responsable Vente*

**Maxime ABOUJDID** 01 53 70 45 30  
[MaximeAboujdide@ArkeonFinance.fr](mailto:MaximeAboujdide@ArkeonFinance.fr)

**Benjamin DEROUILLON** 01 53 70 50 20  
[BenjaminDerouillon@ArkeonFinance.fr](mailto:BenjaminDerouillon@ArkeonFinance.fr)

**Cyril DIEU** 01 53 70 50 24  
[CyrilDieu@ArkeonFinance.fr](mailto:CyrilDieu@ArkeonFinance.fr)  
*Vente UK*

**Nitin KHEDNAH** 01 53 70 50 27  
[NitinKhednah@ArkeonFinance.fr](mailto:NitinKhednah@ArkeonFinance.fr)

**Nassim LEDAD** 01 53 70 50 35  
[NassimLedad@ArkeonFinance.fr](mailto:NassimLedad@ArkeonFinance.fr)

**Cédric LE GALL** 01 53 70 29 38  
[CedricLegall@ArkeonFinance.fr](mailto:CedricLegall@ArkeonFinance.fr)

**Laurent RYTLEWSKI** 01 53 70 50 21  
[LaurentRytlewski@ArkeonFinance.fr](mailto:LaurentRytlewski@ArkeonFinance.fr)

**Négociation**

**Frédéric LARTIGUE** 01 53 70 50 30  
[FredericLartigue@ArkeonFinance.fr](mailto:FredericLartigue@ArkeonFinance.fr)

**Daniel SAUVAGE** 01 53 70 50 22  
[DanielSauvage@ArkeonFinance.fr](mailto:DanielSauvage@ArkeonFinance.fr)

**Pascal TEISSEBRE** 01 53 70 50 37  
[PascalTeissedre@ArkeonFinance.fr](mailto:PascalTeissedre@ArkeonFinance.fr)

**Fax Salle des marchés :** 01 53 70 50 19

**Fax Corporate :** 01 53 70 50 01

Cette publication a été rédigée par ARKEON Finance. Elle est délivrée à titre informatif uniquement et ne constitue en aucun cas une sollicitation d'ordre d'achat ou de vente des valeurs mobilières qui y sont mentionnées. L'information contenue dans cette publication ainsi que toutes les opinions qui y sont reprises, sont fondées sur des sources présumées fiables. Cependant ARKEON Finance ne garantit en aucune façon l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations et personne ne peut s'en prévaloir. Toutes les opinions, projections et/ou estimations contenues dans cette publication reflètent le jugement d'ARKEON Finance à la date de celle-ci et peuvent être sujettes à modification sans notification. Cette publication est destinée exclusivement à titre informatif aux investisseurs professionnels qui sont supposés élaborer leur propre décision d'investissement sans se baser de manière inappropriée sur cette publication. Les investisseurs doivent se faire leur propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière mentionnée dans cette publication en tenant compte des mérites et risques qui y sont attachés, de leur propre stratégie d'investissement et de leur situation légale, fiscale et financière. Les performances historiques ne sont en aucun cas une garantie pour le futur. Du fait de cette publication, ni ARKEON Finance, ni aucun de ses dirigeants ou de ses employés, ne peut être tenu responsable d'une quelconque décision d'investissement. Cette publication est, en ce qui concerne sa distribution au Royaume-Uni, uniquement destinée aux 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 auprès de personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du 'Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997' et n'est pas destinée à être distribuée ou communiquée, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. La distribution de cette publication dans d'autres juridictions peut être limitée par la législation applicable, et toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions.