



NexResearch

EMAILVISION

FR0004168045 - ALEMV

FAIR VALUE : 3,1 €

Données boursières (28/04/06)		Compte de résultat, €M				
		2004	2005	2006 ^e	2007 ^e	
Dern. Cours	2,9 €	Chiffre d'affaires	3,96	6,86	10,29	15,43
Vol moyen (3m)	72 050	Résultat opérationnel	-0,63	0,31	0,98	2,39
Cap. Boursière, M€	45,39	Marge d'exploitation	-15,9%	4,50%	9,49%	15,48
Nombre d'actions	15 650 766	Résultat net	-0,43	0,55	1,02	2,44
Var. sur 1 an :	2,22-3,18	Marge nette	-10,86%	8%	9,94%	15,8%
		BNA €		0,049	0,065	0,156
		P/E		59,18	44,62	18,59

NOTRE OPINION

EN UTILISANT LA MOYENNE PONDEREE DES METHODES DCF, P/E 06 ET VE/CA 06, NOUS OBTENONS UNE FAIR VALUE DE 3,1€ PAR ACTION, 6,9% AU-DESSUS DU DERNIER COURS

RESUME - CONCLUSION

Au titre de l'exercice 2005, Emailvision a réalisé un chiffre d'affaires de 6,86 M€, en hausse de 73% par rapport à 2004. Le chiffre d'affaires du T1 2006 qui ressort à 1,9 M€, en progression de plus de 40% confirme ce trend haussier.

Du côté des performances opérationnelles, le résultat d'exploitation s'établit à 0,31 M€ sur l'exercice, soit une marge d'exploitation de 4,5%. Le résultat net du groupe, quant à lui, bénéficie d'un résultat exceptionnel positif de 0,39 M€ et ressort ainsi à 0,55 M€ contre une perte de 0,43 M€ en 2004, soit une marge nette de 8%.

Emailvision compte bien enregistrer des taux de croissance de 50% sur les trois prochains exercices et ainsi doubler sa part de marché. Ce business plan bien ambitieux pourra se réaliser via le renforcement de l'équipe commerciale, le développement de nouveaux services technologiques pour le marketing et l'implantation dans de nouvelles régions. D'ailleurs, les fonds levés lors de l'introduction doivent pour une grande partie servir à financer des opérations de croissance externe sur des zones géographiques encore non couvertes en Europe ou acquérir des entreprises ayant une technologie complémentaire.

A ces niveaux de valorisation (PER 2006 estimé de 45), nous adoptons une opinion neutre sur la valeur, Emailvision devant confirmer ces belles promesses.

De bons résultats 2005

Sur l'ensemble de l'exercice 2005, EmailVision a réalisé un chiffre d'affaires de 6,86M€, en hausse de 73% par rapport à 2004. Le résultat d'exploitation ressort à 0,31 M€ sur l'exercice 2005 et s'accompagne d'une appréciation de la marge d'exploitation qui atteint 4,5%. Le résultat net du groupe, quant à lui s'établit à 0,55 M€ contre une perte de 0,43 M€ en 2004, soit une marge nette de 8%.

Et l'année 2006 confirme cette tendance avec un chiffre d'affaires au T1 2006 de 1,9 M€ contre 1,3 M€ sur la même période de l'exercice précédent. Cette croissance étant conforme au plan de marche de la société.

Une offre complète

L'offre d'Emailvision est articulée autour du service applicatif Campaign Commander, applicatif développé pour une cible de professionnels du marketing direct afin qu'ils puissent concevoir, personnaliser, segmenter, distribuer, mesurer et analyser le retour sur investissement de leurs campagnes d'emailing et de SMS.

La force de cette offre repose sur une combinaison entre la richesse fonctionnelle de la solution, la performance de la plateforme technique. D'ailleurs, Campaign Commander a été reconnu comme une des meilleures solutions professionnelles de gestion de campagnes d'emailing en terme de fonctionnalités pour l'email marketing par le cabinet allemand Absolute Upspring en 2003 et 2005, et par le cabinet français Florence Consultant en 2003.

Toujours sur le qui-vive

Emailvision fait évoluer continuellement son produit pour répondre aux nouvelles demandes et exigences de ses clients. Des mises à jour de l'applicatif Campaign Commander sont réalisées régulièrement, en moyenne tous les trimestre sans coût supplémentaire pour ses clients. Effectivement, les clients Emailvision bénéficient automatiquement et gratuitement de la dernière version de Campaign Commander.

De plus, afin d'être à la pointe des tendances et des évolutions de marché, Emailvision s'est rapproché des organisations américaines (AIM et DMA). En France, la société est membre du SNCD¹, de la FEVAD², de l'EBG³ et de l'ACSEL⁴. En Grande-Bretagne, Emailvision a été l'un des membres fondateurs de l'e-mail Marketing Association (eMMA). Et en Allemagne, elle est membre de la DDV⁵.

Un marché en forte croissance

Emailvision inscrit son développement au carrefour de tendances de marché très favorables avec une pénétration accrue de l'Internet et de l'email en Europe, le développement du marché du e-commerce et la hausse des volumes des investissements en marketing Internet.

Une étude d'IDC met également en exergue le potentiel du marché sur lequel se situe Emailvision. En effet, le marché mondial du software « On Demand » devrait augmenter de 41% par an entre 2004 et 2009.

¹ Syndicat national de la Communication Directe.

² Fédération des Entreprises de Vente à Distance.

³ Electronic Business Group.

⁴ Association pour le Commerce et les Services en Ligne.

⁵ Deutscher Direktmarketing Verband.

Une vive concurrence

Le marché sur lequel intervient Emailvision évolue rapidement et est marqué par de nombreux changements technologiques. De fait, il est assez aisé d'entrer sur ce marché et concurrencer les entreprises présentes.

Trop d'e-mails tue l'e-mail ?

C'est une question légitime tant le nombre de mails de publicité « spameuse » ou autres sollicitations diverses encombrant déjà les boîtes mails des internautes et l'amalgame avec le marketing interactif volontaire pourrait être aisé. Les FAI (fournisseurs d'accès à Internet) commencent à sérieusement s'en préoccuper et développent des filtres anti-Spams sensés limiter l'afflux de ces courriers indésirables. Cette technologie n'est pas encore parfaitement au point, mais la solution pourrait venir de là. En séparant le bon grain de l'ivraie, les FAI amélioreraient la visibilité du marketing interactif (en ne le mélangeant plus à des spams) et favoriseraient ainsi son développement.

Sur ce point, notons qu'Emailvision a développé des technologies et des relations spéciales avec les FAI afin d'aider leurs clients à maximiser leurs taux de livraison et réduire leurs probabilités d'être filtrés par erreur.

Risque d'externalisation du service

Avec le développement de ce marché et la croissance du nombre de mails à envoyer, il n'est pas à exclure, à terme, une externalisation des campagnes d'emailing marketing des entreprises.

VALORISATION

EN UTILISANT LA MOYENNE PONDEREE DES METHODES DCF, P/E 06 ET VE/CA 06, NOUS OBTENONS UNE FAIR VALUE DE 3,1€ PAR ACTION, 6,9% AU-DESSUS DU DERNIER COURS

	Poids	Fair Value
Discounted Cash Flow	33%	4,0 €
Valorisation VE/CA	33%	3,2 €
Valorisation P/E	33%	2,1 €
Fair Value		3,1 €

DCF

Estimations des FCF, K€	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
CA	10 290	15 435	23 153	30 098	36 118
<i>croissance CA</i>	<i>50,0%</i>	<i>50,0%</i>	<i>50,0%</i>	<i>30,0%</i>	<i>20,0%</i>
EBIT	977	2 390	4 726	6 321	7 765
<i>marge EBIT</i>	<i>9,5%</i>	<i>15,5%</i>	<i>20,4%</i>	<i>21,0%</i>	<i>21,5%</i>
EBIT*(1-taux d'impôt)	642	1 570	3 105	4 153	5 102
+ Dotations aux amortissements	240	274	419	632	632
- Investissements nets	206	278	417	602	722
<i>capex/CA</i>	<i>2,0%</i>	<i>1,8%</i>	<i>1,8%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>
- Augmentation du BFR	181	259	347	305	385
<i>BFR/CA</i>	<i>1,8%</i>	<i>1,7%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,1%</i>
= Free Cash Flow (FCF)	1 268	2 381	4 288	5 692	6 841
Valeur résiduelle (VR)					73 436

Source : Nexresearch

Coût moyen pondéré du capital (WACC)	
Taux sans risque	3,9%
Prime de risque du marché	7,5%
Facteur beta	1,10
Coût des capitaux propres	12,15%
Coût de la dette	3,4%
Taux marginal d'imposition	34,3%
Coût de la dette après impôt	2,2%
Coût moyen pondéré du capital (WACC)	12,0%
Taux de croissance à l'infini	2,5%

Source : Nexresearch

Discounted Cash Flow	K€
Valeur présente de FCF	15 195
+Valeur présente de VR	46 589
= Valeur d'entreprise	61 783
- Dettes nettes	468
= Valeur	62 251
Valeur par action	4,0 €

Source : Nexresearch

Valorisation par les comparables

Valorisation VE/CA	K€
CA 2006e	10 290
VE/CA comparable, 2006e	4,76
= Valeur d'entreprise	48 988
- Dettes nettes	468
= Valeur	49 456
Valeur par action	3,2 €

Source : Nexresearch

Valorisation P/E	
BNA 2006e, €	0,07
P/E comparable, 2006e	32,2
Valeur par action	2,1 €

Source : Nexresearch

	Price	MAR CAP, mn	EV, Mn	P/E 05	P/E 06	EV/REV 05	EV/REV 06
Comparables US							
Aquantive (\$)	25,2	1 700,0	1 660,0	54,8	42,1	5,5	4,4
Axiom Corp (\$)	26,7	2 320,0	2 780,0	36,1	26,7	2,1	1,9
Rightnow Technologies	18,61	595	529,05	66,80	46,15	4,840	4,523
WebSideStory Inc	17,17	340	311,26	37,33	31,22	6,890	4,761
Unica Corporation	12,77	243	177,79	39,91	36,49	2,673	2,213
Comparables Fr							
Maximiles	13,7	47,8	45,6	49,1	26,4	6,2	5,1
1000Mercis	19,00	65,3	69,2	44,2	32,2	16,9	9,9
Mediane				44,19	32,20	6,21	4,76

PROFIL ET ACTIVITE

Créée en 1999, la société EmailVision est spécialisée dans l'édition de logiciels « On Demand » destinés à la gestion des campagnes d'e-mail marketing. Son produit phare, Campaign Commander permet de concevoir, gérer et analyser des campagnes marketing de type opt-in⁶.

Le modèle « On Demand » est un nouveau modèle de commercialisation de logiciels via Internet permettant aux entreprises d'éviter l'achat de licences, d'infrastructure et l'embauche de ressources techniques spécialisées. L'applicatif Campaign Commander est hébergé par Emailvision et vendu sous forme d'abonnement.

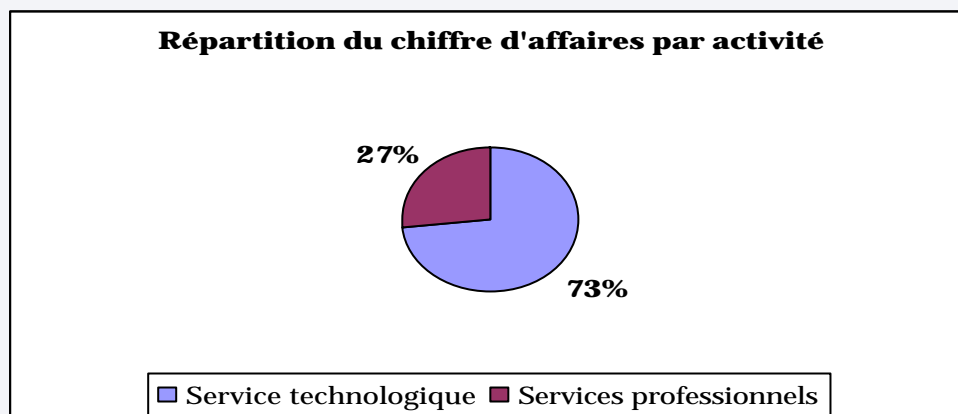
Notons qu'Emailvision dispose d'une plateforme technique qui permet d'assurer l'envoi de plus de 300 millions de messages par mois, et propose également à ses clients des services professionnels de formation, intégration, support et conseil.

Le chiffre d'affaires d'Emailvision est ainsi généré par deux activités distinctes :

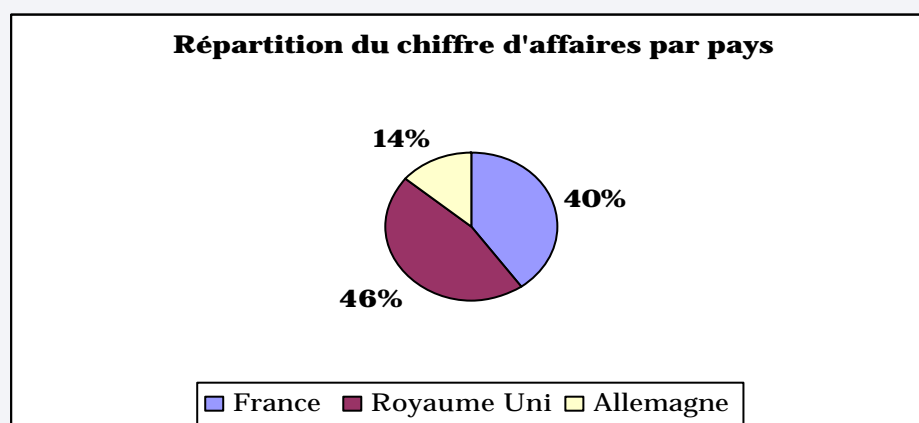
- Le service technologiques Campaign Commander qui comprend la licence, l'exploitation de la plate-forme le routage email et SMS et le support client et la mise à jour des versions.
- Les services professionnels qui comprennent la formation des utilisateurs, la production des campagnes, le traitement des données et d'autres services optionnels fournis au client.

⁶ Inscription et acceptation explicite pour recevoir des messages.

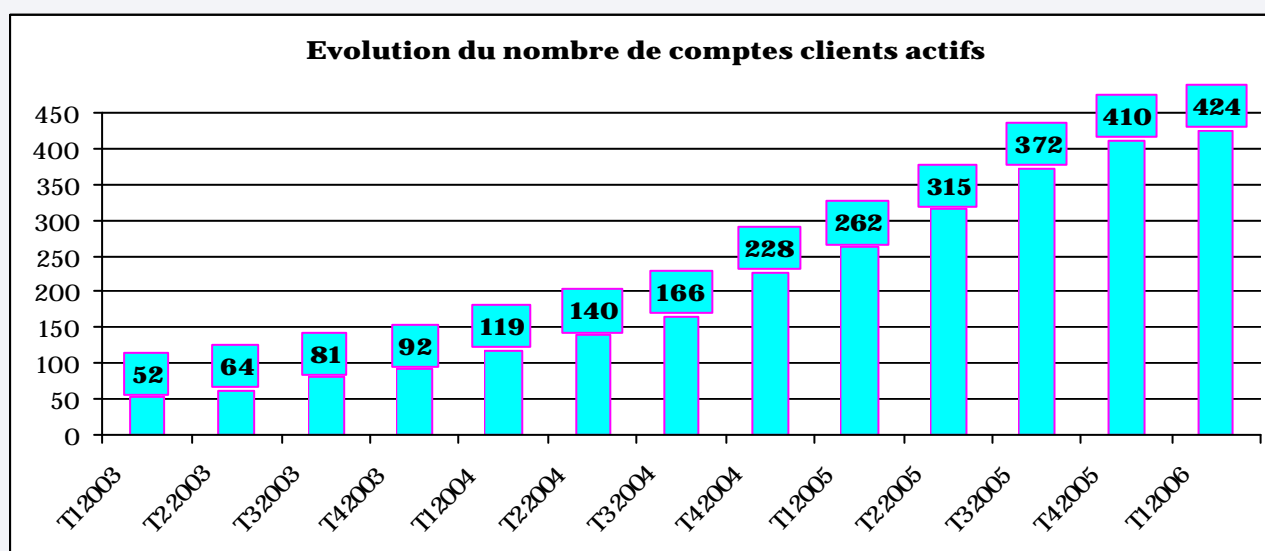
En 2005, le service technologique représente 73% du chiffre d'affaires de la société et les services professionnels 27%.



Implantée sur les trois principaux marchés européens avec des bureaux à Paris, Londres et Hambourg, Emailvision réalise 46% de son chiffre d'affaires au Royaume-Uni, 40% en France, et 14% en Allemagne au titre de l'année 2005.



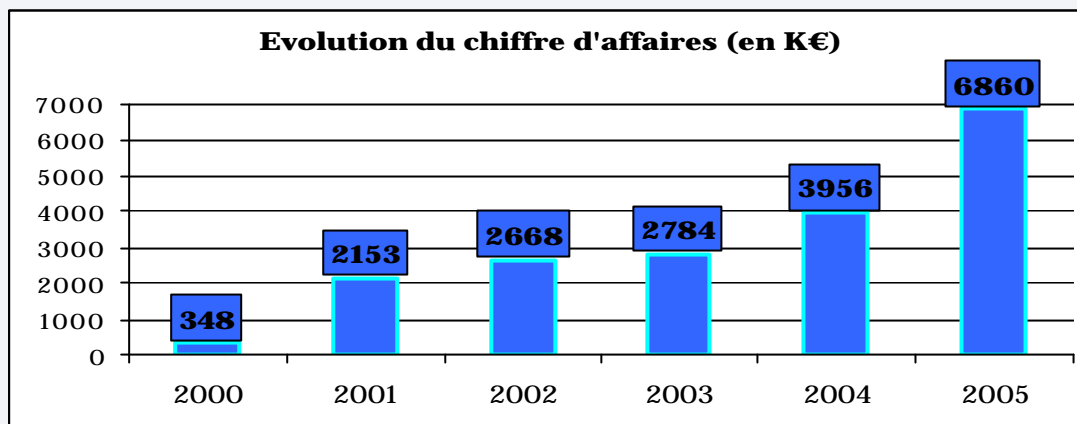
Emailvision dispose de plus de 400 comptes clients actifs, i.e. comptes clients Campaign Commander qui ont été utilisés depuis moins de 30 jours.



Un chiffre d'affaires en croissance

Pour le compte du T1 2006, Emailvision a réalisé un chiffre d'affaires de 1,9 M€ contre 1,3 M€ sur la même période de l'exercice précédent. Cette croissance est conforme au plan de marche de la société.

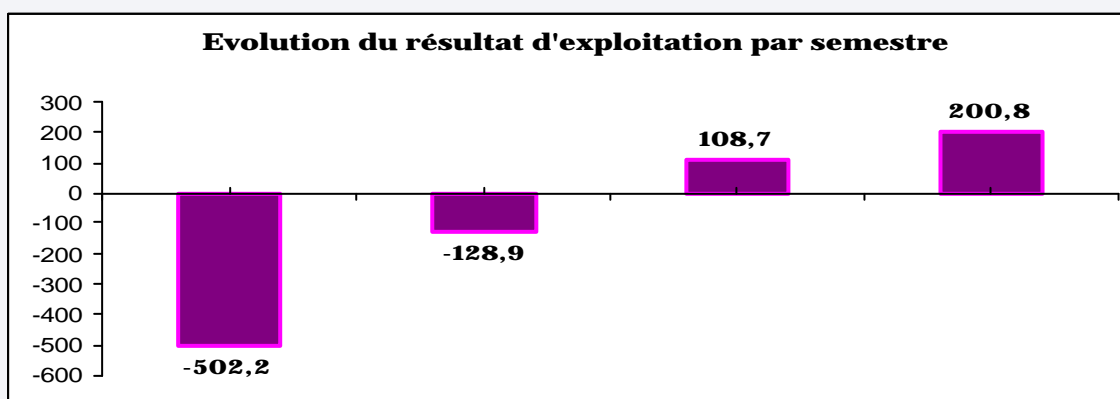
Sur l'ensemble de l'exercice 2005, EmailVision a réalisé un chiffre d'affaires de **6,86M€**, en hausse de 73% par rapport à 2004.



Une « Performance » opérationnelle

En M€	31/12/2005	31/12/2004
CA	6,86	3,96
Résultat d'exploitation	0,31	-0,63
Résultat net	0,55	-0,43

Le résultat d'exploitation s'établit à 0,31 M€ sur l'exercice 2005 et s'accompagne d'une appréciation substantielle de la marge d'exploitation qui atteint 4,5%. Le graphique ci-dessous met en exergue l'évolution du résultat d'exploitation par semestre. Au 31 décembre 2004, il était négatif (-631,1 K€) et est devenu positif pour la première fois au 30 juin 2005 (108,7K€).



Quant au résultat net du groupe, ce dernier bénéficie d'un résultat exceptionnel positif de 0,39 M€ et ressort ainsi à 0,55 M€ contre une perte de 0,43 M€ en 2004, soit une marge nette de 8%.

NOTRE MODELE

en milliers d'euros	2003	2004	2005e	2006e	2007e	2008e
Chiffre d'affaires net	2798	3956	6860	10290	15435	23153
Croissance du CA %		41,40%	73,40%	50,00%	50,00%	50,00%
Autres produits d'exploitation	294	68	0	0	0	0
Total des produits d'exploitation	3092	4024	6860	10290	15435	23153
Achats achats et charges externes	-1604	-1933	-2691	-3807	-5171	-7177
Autres charges	-28	-75	-113	-164	-222	-320
Impôts taxes et vers. assimilés	-71	-99	-172	-175	-178	-182
Salaires et traitements	-1825	-1960				
Charges sociales	-442	-398				
Charges de personnel	-2267	-2358	-3334	-4919	-7100	-10187
Dotation aux amortissements sur immobilisations	-520	-188	-240	-247	-370	-556
Dotation aux provisions sur actif circulant	-9	-2	-2	-2	-3	-5
Total des charges d'exploitation	-4499	-4655	-6551	-9313	-13045	-18426
% Autres achats et charges externes	-57,34%	-48,87%	-39,23%	-37,00%	-33,50%	-31,00%
% Autres charges	-0,99%	-1,89%	-1,64%	-1,59%	-1,44%	-1,38%
% Impôts Taxes et vers. Assimilés	-2,54%	-2,51%	-2,50%	-2,50%	-2,40%	-2,30%
% charges de personnel	-81,03%	-59,61%	48,60%	-47,80%	-46,00%	-44,00%
% dotation aux amortissements sur immo	-18,58%	-4,76%	-3,50%	-2,40%	-2,40%	-2,40%
% dotation aux provisions sur actif circulant	-0,32%	-0,05%	-0,03%	-0,02%	-0,02%	-0,02%
Résultat d'exploitation	-1407	-631	309	977	2390	4726
Marge d'exploitation	-50,29%	-15,95%	4,50%	9,49%	15,48%	20,41%
Produits Financiers	84	85	94	84	89	97
Charges Financières	204	33	42	38	40	44
Résultat Financier	-121	53	30	46	49	53
Résultat courant avant impôts	-1528	-578	339	1023	2439	4780
Produits exceptionnels	156	209	0	0	0	0
Charges exceptionnelles	644	59	0	0	0	0
Résultat exceptionnel	-487	150	390	0	0	0
Impôts	-615	1	180	0	0	0
Résultat net des entreprises intégrées	-1400	-430	549	1023	2439	4780
Quote-part dans les résultats des sociétés mises en équivalence	0	0	0	0	0	717
Résultat avant amort. Aux écarts d'acquisition	-1400	-430	549	1023	2439	4063
Dotations aux amortissements des écarts d'acquisition	0	0	0	0	0	0
Résultat net de l'ensemble consolidé	-1400	-430	549	1023	2439	4063
Part revenant aux minoritaires	0	0	0	0	0	0
Résultat net du groupe	-1400	-430	549	1023	2439	4063
Marge nette	-50,04%	-10,86%	8,00%	9,94%	15,80%	17,55%
Résultat net par action avant dilution	-0,027	-0,004	0,049	0,065	0,156	0,260

GRAPHIQUE EMAILVISION

