

26 juillet 2006



NexResearch

# EMAILVISION

## FR0004168045 - ALEMV

### FAIR VALUE: 2,1 €

		Compte de résultat, K€	2005	2006e	2007e	2008e
Dern. Cours	1.85€	Chiffre d'affaires	6860	9947	14025	19776
Vol moyen (3m)	n/a	Résultat opérationnel	309	620	823	1440
Cap. Boursière, M€	28 954	Marge d'exploitation	4,50%	6,23%	5,87%	7,28%
Nombre d'actions	15 651	Résultat net	549	666	872	1269
Var. sur 1 an :	3,18/1,71	Marge nette	8,00%	6,70%	6,21%	6,42%
		BNA €	0,05	0,04	0,06	0,08
		P/E		43	33	23

#### NOTRE OPINION

EN UTILISANT LA MOYENNE PONDEREE DES METHODES DCF, P/E 07 ET VE/CA 07, NOUS OBTENONS UNE FAIR VALUE DE 2,1€ PAR ACTION, 13% AU-DESSUS DU DERNIER COURS

#### RESUME - CONCLUSION

**La publication du chiffre d'affaires du premier semestre 2006 révèle une croissance du volume de l'activité substantielle mais néanmoins inférieure à nos attentes (+34% par rapport à la même période de l'exercice précédent contre 50% attendus). A périmètre constant, la croissance semestrielle s'établit à 31%.**

**Le carnet de commandes est en forte progression, 68% au dessus de celui du S1 2005 et s'élève à 4,2M€, ce qui nous reconforte dans nos estimations de croissance du CA et de rentabilité en 2007.**

**L'activité de R&D devrait porter ses fruits au travers de la nouvelle version du logiciel Campaign Commander V5.0.**

**La dégradation de la rentabilité opérationnelle, dont nous avertit le communiqué de presse publié hier par Emailvision (« le résultat d'exploitation 2006 devrait ressortir en dessous de la fourchette basse prévue lors de l'introduction en bourse »), peut être expliquée en partie par la politique de recrutement active de commerciaux et de managers (objectif de + 100% d'investissements en commerciaux en 2006).**

**Ceci nous amène à revoir à la baisse notre fair value qui s'établit désormais à 2,2€, notamment en raison de la baisse de la rentabilité au cours du S1 mais aussi du fait de la contraction des multiples du secteur qui vient réduire nos estimations.**

**Nous sommes tout de même optimistes sur cette valeur dont l'objectif est de devenir un des acteurs majeurs de l'édition de logiciels « on demand » en Europe.**

## VALORISATION

EN UTILISANT LA MOYENNE PONDEREE DES METHODES DCF, P/E 06 ET VE/CA 06, NOUS OBTENONS UNE FAIR VALUE DE 2,1€ PAR ACTION, 13% AU-DESSUS DU DERNIER COURS

	Poids	Fair Value
Discounted Cash Flow	50%	2,3 €
Valorisation VE/CA	25%	2,9 €
Valorisation P/E	25%	0,9 €
<b>Fair Value</b>		<b>2,1 €</b>

### DCF

Estimations des FCF, K€	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
<b>CA</b>	<b>9 947</b>	<b>14 025</b>	<b>19 776</b>	<b>26 697</b>	<b>36 041</b>
<i>croissance CA</i>	45,0%	41,0%	41,0%	35,0%	35,0%
<b>EBIT</b>	<b>620</b>	<b>823</b>	<b>1 440</b>	<b>1 869</b>	<b>2 487</b>
<i>marge EBIT</i>	6,2%	5,9%	7,3%	7,0%	6,9%
<b>EBIT*(1-taux d'impôt)</b>	<b>407</b>	<b>541</b>	<b>946</b>	<b>1 228</b>	<b>1 634</b>
<b>+ Dotations aux amortissements</b>	<b>240</b>	<b>274</b>	<b>419</b>	<b>632</b>	<b>632</b>
<b>- Investissements nets</b>	<b>199</b>	<b>252</b>	<b>356</b>	<b>534</b>	<b>721</b>
<i>capex/CA</i>	2,0%	1,8%	1,8%	2,0%	2,0%
<b>- Augmentation du BFR</b>	<b>181</b>	<b>259</b>	<b>347</b>	<b>305</b>	<b>385</b>
<i>BFR/CA</i>	1,8%	1,8%	1,8%	1,1%	1,1%
<b>= Free Cash Flow (FCF)</b>	<b>1 027</b>	<b>1 326</b>	<b>2 068</b>	<b>2 699</b>	<b>3 372</b>
<b>Valeur résiduelle (VR)</b>					<b>41 578</b>

Source : Nexresearch

Coût moyen pondéré du capital (WACC)	
Taux sans risque	4,0%
Prime de risque du marché	7,5%
Facteur beta	1,00
Coût des capitaux propres	11,50%
Coût de la dette	3,4%
Taux marginal d'imposition	34,3%
Coût de la dette après impôt	2,2%
<b>Coût moyen pondéré du capital (WACC)</b>	<b>11,4%</b>
<b>Taux de croissance a l'infini</b>	<b>3,0%</b>

Source : Nexresearch

Discounted Cash Flow	K€
Valeur présente de FCF	8 033
+Valeur présente de VR	27 043
= Valeur d'entreprise	35 077
- Dettes nettes	468
= Valeur	35 545
<b>Valeur par action</b>	<b>2,3 €</b>

Source : Nexresearch

## Valorisation par les comparables

Valorisation VE/CA	K€
CA 2006e	14 025
VE/CA comparable, 2006e	3,2
= Valeur d'entreprise	44 833
- Dettes nettes	468
= Valeur	45 301
<b>Valeur par action</b>	<b>2,9 €</b>

Source : Nexresearch

Valorisation P/E	
BNA 2006e, €	0,06
P/E comparable, 2006e	16,7
<b>Valeur par action</b>	<b>0,9 €</b>

Source : Nexresearch

03-juil-06	Cours	Capit., millions	VE, millions	VE/CA 2006	VE/CA 2007	PE 2006	PE 2007
<b>France</b>							
Maximiles	12,02€	41,79€	40,81€	4,44	3,74	23,1	16,7
Business Interactif	5,05€	65,33€	57,90€	2,14	1,47	18,0	10,7
1000Mercis	15,70€	53,91€	44,91€	6,42	4,40	24,2	16,7
Weborama	5,90€	16,40€	13,70€	3,81	2,92	19,7	15,5
<b>Etats-Unis</b>							
Aquantive	22,44	1 709,93€	1 712,87€	4,22	3,48	45,8	34,5
Acxiom Corp	24,17	2 130,10€	2 030,10€	1,56	1,42	25,4	22,4
<b>Mediane</b>				<b>4,02</b>	<b>3,20</b>	<b>23,63</b>	<b>16,70</b>

## NOTRE MODELE

en milliers d'euros	2004	2005	2006e	2007e	2008e
<b>Chiffre d'affaires net</b>	<b>3956</b>	<b>6860</b>	<b>9947</b>	<b>14025</b>	<b>19776</b>
<b><i>Croissance du CA %</i></b>	<b><i>41,40%</i></b>	<b><i>73,40%</i></b>	<b><i>45,00%</i></b>	<b><i>41,00%</i></b>	<b><i>41,00%</i></b>
Autres produits d'exploitation	68	0	0	0	0
<b>Total des produits d'exploitation</b>	<b>4024</b>	<b>6860</b>	<b>9947</b>	<b>14025</b>	<b>19776</b>
Achats achats et charges externes	-1933	-2691	-3979	-5750	-7910
Autres charges	-75	-113	-158	-202	-273
Impôts taxes et vers. assimilés	-99	-172	-175	-178	-182
<i>Salaires et traitements</i>	-1960				
<i>Charges sociales</i>	-398				
Charges de personnel	-2358	-3334	-4775	-6732	-9492
Dotation aux amortissements sur immobilisations	-188	-240	-239	-337	-475
Dotation aux provisions sur actif circulant	-2	-2	-2	-3	-4
<b>Total des charges d'exploitation</b>	<b>-4655</b>	<b>-6551</b>	<b>-9327</b>	<b>-13202</b>	<b>-18336</b>
<i>% Autres achats et charges externes</i>	<i>-48,87%</i>	<i>-39,23%</i>	<i>-40,00%</i>	<i>-41,00%</i>	<i>-40,00%</i>
<i>% Autres charges</i>	<i>-1,89%</i>	<i>-1,64%</i>	<i>-1,59%</i>	<i>-1,44%</i>	<i>-1,38%</i>
<i>% Impôts Taxes et vers. Assimilés</i>	<i>-2,51%</i>	<i>-2,50%</i>	<i>-2,50%</i>	<i>-2,40%</i>	<i>-2,30%</i>
<i>% charges de personnel</i>	<i>-59,61%</i>	<i>-48,60%</i>	<i>-48,00%</i>	<i>-48,00%</i>	<i>-48,00%</i>
<i>% dotation aux amortissements sur immo</i>	<i>-4,76%</i>	<i>-3,50%</i>	<i>-2,40%</i>	<i>-2,40%</i>	<i>-2,40%</i>
<i>% dotation aux provisions sur actif circulant</i>	<i>-0,05%</i>	<i>-0,03%</i>	<i>-0,02%</i>	<i>-0,02%</i>	<i>-0,02%</i>
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>-631</b>	<b>309</b>	<b>620</b>	<b>823</b>	<b>1440</b>
<b><i>Marge d'exploitation</i></b>	<b><i>-15,95%</i></b>	<b><i>4,50%</i></b>	<b><i>6,23%</i></b>	<b><i>5,87%</i></b>	<b><i>7,28%</i></b>
Produits Financiers	85	94	84	89	97
Charges Financières	33	42	38	40	44
<b>Résultat Financier</b>	<b>53</b>	<b>30</b>	<b>46</b>	<b>49</b>	<b>53</b>
<b>Résultat courant avant impôts</b>	<b>-578</b>	<b>339</b>	<b>666</b>	<b>872</b>	<b>1493</b>
Produits exceptionnels	209	0	0	0	0
Charges exceptionnelles	59	0	0	0	0
<b>Résultat exceptionnel</b>	<b>150</b>	<b>390</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
	1	180	0	0	0
<b>Résultat net des entreprises intégrées</b>	<b>-430</b>	<b>549</b>	<b>666</b>	<b>872</b>	<b>1493</b>
Quote-part dans les résultats des sociétés mises en équivalence	0	0	0	0	224
<b>Résultat avant amort. Aux écarts d'acquisition</b>	<b>-430</b>	<b>549</b>	<b>666</b>	<b>872</b>	<b>1269</b>
Dotations aux amortissements des écarts d'acquisition	0	0	0	0	0
<b>Résultat net de l'ensemble consolidé</b>	<b>-430</b>	<b>549</b>	<b>666</b>	<b>872</b>	<b>1269</b>
Part revenant aux minoritaires	0	0	0	0	0
<b>Résultat net du groupe</b>	<b>-430</b>	<b>549</b>	<b>666</b>	<b>872</b>	<b>1269</b>
<b><i>Marge nette</i></b>	<b><i>-10,86%</i></b>	<b><i>8,00%</i></b>	<b><i>6,70%</i></b>	<b><i>6,21%</i></b>	<b><i>6,42%</i></b>
résultat net par action avant dilution	-0,004	0,05	0,04	0,06	0,08

## GRAPHIQUE EMAILVISION



Source : Boursorama

**NexFinance** est une société d'analyse et d'ingénierie financière dont les analystes adhèrent à l'éthique et aux normes du CFA Institute. Les informations exprimées dans cette étude sont soumises seulement à titre informatif et ne sont en aucune façon une offre ou une sollicitation d'acheter ou de vendre les instruments financiers mentionnés ci-dessus. Les informations exposées dans ces analyses et/ou études sont issues de sources dignes de foi. La responsabilité de NexFinance ne saurait être engagée, directement ou indirectement, en cas d'erreur ou d'omission. Chaque utilisateur s'engage à effectuer de façon indépendante sa propre vérification des données ainsi que sa propre évaluation de l'opportunité et de l'adaptation à ses besoins des opérations proposées, notamment en ce qui concerne les aspects juridiques, fiscaux et/ou comptables. L'utilisateur reste ainsi seul maître de l'opportunité de ses propres investissements et dégage la société NexFinance de toute responsabilité pour les informations, analyses, recommandations, tendances et/ou idées de produits d'investissement que cette étude a pu exposer. Ni les analystes, ni NexFinance ne possèdent de valeurs mobilières émises par les sociétés sujettes à nos analyses.

Vous pouvez trouver plus d'information sur notre site Internet [www.nexresearch.fr](http://www.nexresearch.fr)

En applications des règlements de l'AMF et du codes des sociétés et des marchés financiers, nous publions les information suivantes : Montages d'opérations financières : néant, intérêt personnel de l'analyste : néant, prestations de conseils : néant, communications préalable a l'émetteur : non. Ce document ne peut pas être distribué au Royaume Unis, sauf aux personnes autorisées ou exemptées sous le UK Financier Securities Act 186 et l'article 11 (13) du Financial Securities Act. Ce document ne peut pas être distribué ou disséminé aux États Unis ou dans ses possessions. Les valeurs mobilières sujettes de cette étude n'ont pas été enregistrées avec le Securities and Exchange Commission et envoyer cette étude à un résident des États Unis est interdit.