



Eurinnov

Conseil

Introduction en bourse sur le Marché Libre avec Offre au Public



**« Le partenaire privilégié
des entreprises innovantes »**

Avril 2011

Analyste :

Benjamin LE GUILLOU
bleguillou@euroland-finance.com
Tél : 01 44 70 20 78



EUROLAND FINANCE

La présente analyse financière a été réalisée par Euroland Finance, également Prestataire de Services d'Investissement retenu dans le cadre de l'opération.

SOMMAIRE

Modalités de l'opération	Page 3
Résumé-conclusion : Eurinnov en bref	Page 4
Introduction sur le Marché Libre avec offre au public	Page 5
Argumentaire d'investissement	Page 6
Eurinnov, conseil en stratégie et financement des PME innovantes	Page 7
Le conseil en innovation, un marché très porteur	Page 10
La nécessité d'un accompagnement global des entreprises innovantes	Page 14
Une position concurrentielle unique	Page 17
Axes stratégiques	Page 18
Finance 2010 : hausse de la rentabilité opérationnelle	Page 20
Perspectives financières	Page 21
Valorisation	Page 26
Éléments Financiers	Page 31

Modalités de l'opération

Composition du capital social :

Pré-opération : 750 000 actions (intégralement souscrites et libérées)

Post-opération : 934 275 actions avant exercice de la clause d'extension

Nombre d'actions proposées au marché : 184 275 (hors clause d'extension)

184 275 actions nouvelles par augmentation de capital sont proposées au marché, nombre susceptible d'être porté à 211 916 en cas d'exercice de la totalité de la clause d'extension.

Structure du placement :

Le nombre d'actions théoriquement allouées au Placement Global (PG) est de 92 138 (soit 50 % du nombre d'actions proposées au marché), avant prise en compte de la clause d'extension.

Ainsi, le nombre théorique d'actions offertes dans le cadre de l'Offre à Prix Ouvert (OPO) est de 92 137 (soit 50 % du nombre d'actions proposées au marché), avant prise en compte de la clause d'extension.

Fourchette indicative de prix dans le cadre du PG et de l'OPO: 7,53 € / 8,75 €, soit 8,14 € en milieu de fourchette indicative. Ce prix ne préjuge pas du prix définitif qui pourra se situer en dehors de cette fourchette et sera fixé à l'issue de la période de construction du livre d'ordres.

Capitalisation boursière pre-money en milieu de fourchette : 6,1 M€ (8,14 € par action, soit le prix médian de la fourchette indicative).

Capitalisation boursière post-money avant exercice de la clause d'extension, en milieu de fourchette : 7,6 M€ (8,14 € par action, soit le prix médian de la fourchette indicative).

Si l'émission est réalisée à un prix correspondant au milieu de fourchette indicative et si l'OPO et le PG représentent chacun 50 % de l'offre, le produit brut de l'émission est estimé à 1,5 M€ (1,73 M€ si exercice de la totalité de la clause d'extension et 1,13 M€ en cas de réalisation à 75 %). Ainsi, le produit brut de l'émission se fonde sur un prix moyen par action de 8,14 €.

Cession d'actions existantes :

Concomitamment à l'augmentation de capital, l'actionnaire principal de la société, Michel Moreau, envisage la cession d'actions existantes au même prix que les actions nouvelles. Cette cession ne pourra être mise en œuvre qu'en cas de réalisation à 100 % de l'augmentation de capital (hors clause d'extension).

La cession d'actions pourra être réalisée en complément, en parallèle ou à la place de l'exercice de la clause d'extension, selon le souhait du Conseil d'administration.

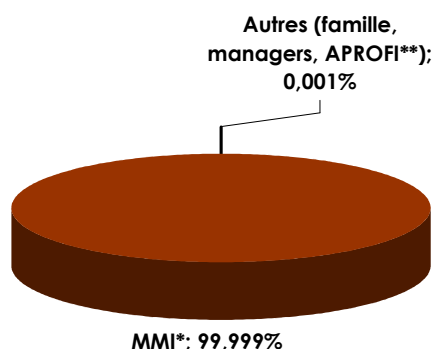
Dans le cas du choix d'une cession, les actions existantes cédées n'excéderont pas les volumes suivants:

Actionnaires	Avant cession		Cession	
	titres détenus	% du capital	titres à céder	% du capital
MMI*	749 994	99,999%	122 850	16,38%
Autres (famille, managers, APROFI**)	6	0,001%	0	0%
TOTAL	750 000	100,00%	122 850	16,38%

*SARL détenue à 100 % par Michel Moreau

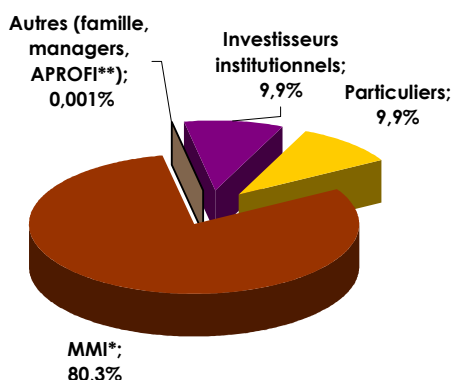
** SAS unipersonnelle détenue par Michel Moreau

Actionnariat pré-opération



Source : Euroland Finance

Actionnariat post-opération*



* dans le cas d'une réalisation à 100 % de l'augmentation de capital dont 50 % de PG et 50 % d'OPO, avant exercice de la clause d'extension et hors cession d'actions.

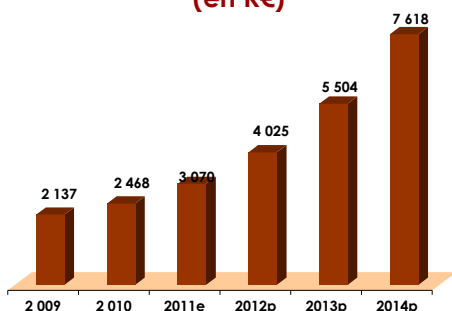
Source : Euroland Finance

EURINNOV en bref

Eurinnov, conseil en stratégie et financement de l'innovation

Créée en 1995 par Michel Moreau, Eurinnov est une société de conseil en management dédiée aux PME innovantes. Spécialisée au départ sur le conseil en financement de l'innovation, la société a développé récemment deux nouvelles activités de conseil en stratégie, management et processus de l'innovation et conseil en marketing de l'innovation. Avec ses trois offres intégrées et complémentaires, Eurinnov propose ainsi un accompagnement global aux PME innovantes sur l'ensemble de la chaîne de l'innovation et quelque soit leur stade de développement. Aujourd'hui, la société est implantée à Paris, Laval et Orléans et emploie 24 personnes dont 13 consultants.

Évolution prévisionnelle de l'activité de EURINNOV (en K€)



Source : Euroland Finance

Un marché porteur de croissance

Le secteur du conseil en management étant attendu en croissance de 6% en 2011, on peut s'attendre à une croissance du marché du conseil en innovation bien plus importante portée par un environnement favorable à l'innovation des entreprises. En effet, L'Union Européenne et la France mettent en place de nombreux dispositifs en faveur de l'innovation pour renforcer la compétitivité européenne, relancer la croissance et soutenir l'emploi. Ces politiques correspondent notamment à la création de clusters et de pôles de compétitivité, ainsi qu'aux nombreuses aides au financement de l'innovation. Dans ce contexte, Eurinnov se donne les moyens de développer son activité de conseil et devrait connaître une forte croissance dans les années à venir (+24% en 2011e, + 31% en 2012p et + 37 % en 2013p).

Un modèle économique rentable

Depuis sa création, Eurinnov connaît une forte croissance et cela devrait s'accélérer avec le développement stratégique de ses activités et le renforcement de son maillage territorial. Avec comme principales dépenses les charges de personnel, Eurinnov affiche une rentabilité opérationnelle très élevée et en progression (+26,7 % en 2009 et +28,6 % en 2010). Dans l'optique de conquérir de nouvelles parts de marché, Eurinnov envisage de mener une politique de recrutement forte entre 2011 et 2013 et d'intensifier ses efforts marketing et commerciaux. Ainsi, cette politique d'investissement impliquera une baisse temporaire de la rentabilité en vue de soutenir le développement de la société. Pour 2011e, nos estimations font ressortir une marge opérationnelle de 14,6% et une marge nette de 10,2%. Nous anticipons un retour progressif vers une marge opérationnelle de 22% en 2015p.

	Forces	Faiblesses
	<ul style="list-style-type: none"> • Une position concurrentielle unique : Eurinnov est l'une des seules sociétés de conseil à offrir un accompagnement global aux PME innovantes à travers 3 offres intégrées et complémentaires • Un interlocuteur unique et multispécialiste dans le conseil en innovation • une équipe composée d'experts/consultants pluridisciplinaires • une situation financière exemplaire avec en 2010 une rentabilité opérationnelle de 28,6 % et une trésorerie nette positive k€ 	<ul style="list-style-type: none"> • Maillage territorial encore peu développé • Une activité encore dépendante des revenus liés au CIR (60% des revenus)
	Opportunités	Menaces
	<ul style="list-style-type: none"> • un environnement favorable à l'innovation des entreprises en France et en Europe grâce aux politiques de clusters, de pôles de compétitivité, d'aides financières et fiscales • croissance du secteur du conseil estimée à 6 % en 2011 (source : xerfi janv 2011) • marché du conseil en innovation atomisé ouvrant la voie à de nombreuses opportunités de croissance externe 	<ul style="list-style-type: none"> • Une possible évolution vers une concentration du secteur en faveur de plus grands acteurs • Sources de financement de l'innovation soumises à la volonté politique

Introduction sur le Marché Libre avec Offre au public

Appréciation du prix d'offre

En milliers d'euros	2010	2011e	2012p	2013p	2014p
Chiffre d'affaires	2 468	3 070	4 025	5 504	7 618
Croissance chiffre d'affaires	15,5%	24,4%	31,1%	36,8%	38,4%
Résultat opérationnel courant	705	437	704	864	1 376
Marge opérationnelle courante	28,6%	14,2%	17,5%	15,7%	18,1%
Résultat Net	483	304	485	597	947
Marge nette	19,6%	9,9%	12,0%	10,8%	12,4%
Nombre d'actions en milliers	750	750	750	750	750
Bénéfice Net par action (en €)	0,64	0,40	0,65	0,80	1,26
Prix d'offre moyen après décote d'IPO	8,14 €				
Capitalisation induite pre-money en M€	6,1				
Dettes financières nettes pre-money en M€	-0,3				
Valeur des intérêts minoritaires	0				
Valeur d'entreprise en M€	5,8				
VE/CA	2,4	1,9	1,4	1,1	0,8
VE/ROC	8,3	13,3	8,3	6,7	4,2
PER	12,6	20,1	12,6	10,2	6,4

Source : Société, Euroland Finance

Objectifs de l'opération

L'augmentation de capital de 1,5 M€ en milieu de fourchette indicative devrait permettre à la société d'accélérer son développement. L'opération a pour objectifs principaux :

- accélérer la croissance organique par de nouvelles implantations en France et une politique de recrutements ambitieuse
- développer de nouvelles activités de conseil en innovation
- saisir des opportunités de croissance externe

● Méthode des DCF

Approches de valorisation

Notre valorisation pre-money par les DCF ressort à 10,1 M€, soit 13,4 € par action. Les principales hypothèses retenues sont : 1) un TCMA de 17 % entre 2011e et 2020p et un taux de croissance à l'infini de 2,00 %, 2) une variation de BFR positive mais progressivement décroissante, 3) un taux d'actualisation des free cash flows de 13,4 %.

● Méthode des comparables

Notre valorisation pre-money issue des comparables boursiers ressort à 4,9 M€ après décote de taille. Nous avons retenu comme comparables, pour valoriser la société EURINNOV, des sociétés, cotées à l'étranger, de conseil en management et stratégie ayant des modèles économiques proches : Management Consulting Group ; Huron Consulting Group ; Corporate Executive Board ; FTI Consulting Group.

● Méthode des transactions

Notre valorisation pre-money issue des ratios transactionnels ressort à 7,8 M€. Nous avons retenu 2 transactions réalisées en 2009 : 1/ entrée de Naxicap Partners au capital de GSM Consulting à hauteur de 24% sur la base d'une valorisation de 24 M€ et 2/ entrée de Pragma Capital et Gimv au capital de Leyton & Associés sur la base d'une valorisation de 130 M€. Ces deux cibles sont des acteurs français non cotés spécialisés dans le conseil en optimisation des coûts et en financement de l'innovation.

Au final, étant donnée la pertinence des trois approches, leur moyenne équi-pondérée nous permet d'obtenir une valorisation pre-money des fonds propres de la société Eurinnov de 7,6 M€, soit 6,1 M€ après décote d'IPO de 20%.

Argumentaire d'investissement

Premier acteur du conseil en innovation coté en bourse ●

Eurinnov sera le premier acteur du conseil en stratégie et financement de l'innovation à être coté en bourse. Ses trois offres intégrées et complémentaires en stratégie/management/processus, financement et marketing de l'innovation permettent d'offrir au client un accompagnement global dans sa démarche d'innovation. Dotée d'une équipe de consultants qualifiés et experts dans le montage de projets innovants, Eurinnov bénéficie d'un leadership incontesté sur le marché du conseil en innovation. Ainsi, les investisseurs trouveront dans la société Eurinnov un choix unique d'investissement.

● Investir sur un marché porteur

Un environnement favorable à l'innovation

Investir dans Eurinnov, c'est investir dans un marché en forte croissance et porteur. La croissance du secteur du conseil en management est attendue à 6% en 2011, tirée notamment par les sociétés de conseil spécialisées qui répondent à des besoins techniques et précis, comme ceux des entreprises innovantes. Ainsi, une croissance encore plus forte est attendue sur le marché du conseil en innovation. Les entreprises innovantes doivent en effet faire face à plusieurs défis pour leur développement : adopter une stratégie adaptée à l'environnement, financer les projets de R&D, commercialiser les produits innovants, etc. Pour mener à bien leurs projets d'innovation, les entreprises ont besoin d'être accompagnées quelque soit leur stade de développement : c'est la réponse qu'apporte Eurinnov, se distinguant ainsi de la concurrence en offrant un accompagnement global aux PME innovantes au travers de 3 offres complémentaires : stratégie, financement et marketing de l'innovation.

D'importantes synergies commerciales attendues

Avec la création récente des offres de conseil en stratégie/management/processus de l'innovation et de conseil en marketing de l'innovation, Eurinnov peut offrir à chacun de ses clients plus de 20 missions complémentaires. En 2011 et 2012, Eurinnov prévoit de développer deux nouvelles activités : l'une dédiée à l'édition d'un progiciel de gestion de la R&D et l'autre au conseil en propriété industrielle. Nous attendons de ce développement stratégique d'importantes synergies commerciales. En 2011, Eurinnov devrait réaliser un CA de 3,1 M€ en croissance de 24%.

Un niveau de rentabilité élevé ●

Un modèle économique rentable

Le modèle économique d'Eurinnov étant basé majoritairement sur des coûts fixes (charges de personnel), la forte croissance du chiffre d'affaires permet chaque année d'améliorer mécaniquement la rentabilité. En 2010, la société a réalisé un CA de 2,5 M€ en croissance de 15,5% et a amélioré sa marge opérationnelle de 190 pts de base à 28,6%. Entre 2011 et 2013, Eurinnov déploiera d'importants efforts marketing et commerciaux et s'engagera dans une politique de recrutements forte, en vue de soutenir son développement. La forte hausse des charges se traduira donc par une baisse temporaire de la rentabilité à 14,2 % en 2011. Nous anticipons un retour progressif à une rentabilité supérieure à 20% en 2015.

● Une valorisation attractive

Pour la valorisation d'Eurinnov, nous avons retenu des hypothèses en phase avec son profil de croissance : un TCAM du chiffre d'affaires de 17% entre 2011e et 2020p et une marge opérationnelle élevée de 22 % dès 2015. Par conséquent, le prix de l'offre retenu (en milieu de fourchette) laisse apparaître des ratios de valorisation post-opération attractifs au regard des transactions opérées dans le secteur en 2009 (VE/CA 11 de 1,9 et PER 11 de 20,1), en dépit de perspectives de croissance et de rentabilité favorables.

Eurinnov, le stratège de l'innovation

1/ Une offre complète autour de l'innovation

La naissance d'une entreprise au service des entreprises innovantes

Eurinnov a été créée en 1995 par Michel Moreau, avec pour objectif d'accompagner les PME innovantes confrontées à des problématiques de développement diverses. A la création, Eurinnov était positionnée sur l'accompagnement pour le montage de projets collaboratifs européens : le premier projet de la société fut un projet Eurêka, monté en 1995 pour une filiale de Matra. Au fur et à mesure des années, Eurinnov a enrichi son offre en proposant aux PME innovantes de les accompagner sur l'ensemble des dispositifs de financements publics nationaux et européens. Puis, dès 2000, le constat de la sous-capitalisation structurelle des PME innovantes a conduit Michel Moreau à créer une activité de conseil en stratégie et intermédiation en capital risque. En 2004, Eurinnov complète son offre en se positionnant sur la fiscalité de l'innovation et notamment le Crédit d'Impôt Recherche. Ainsi, depuis 2005, la société est en fort développement : son chiffre d'affaires a été multiplié par 5 et atteint aujourd'hui près de 2,5 M€. Conformément à sa stratégie, Eurinnov continue à développer son offre de conseil auprès des PME innovantes. La société a lancé fin 2010 une activité de conseil en marketing opérationnel de l'innovation, ainsi qu'une activité de conseil en management et processus de l'innovation début 2011.

Aujourd'hui, la société est implantée à Paris (siège), Laval et Orléans et souhaite accroître son implantation dans les régions Rhône-Alpes et PACA.

Trois offres intégrées et complémentaires

A travers trois offres intégrées et complémentaires, Eurinnov est l'une des seules sociétés de conseil françaises à proposer une offre globale d'accompagnement aux PME innovantes.

Le financement de l'innovation

Activité historique du groupe, le conseil en « Financement de l'innovation » accompagne les entreprises innovantes sur tous les dispositifs de financement public et privé existants :

- financement de la R&D (programme Eurêka, PCRD, etc.)
- fiscalité de l'innovation (crédit d'impôt recherche, statut de « jeune entreprise innovante », etc.)
- financement de la commercialisation à l'export
- Financement privé (FCPI, FCPR, FIP...)

Conseil en Stratégie, Management et Processus de l'innovation (SMP)

Cette business unit regroupe 3 activités de conseil intervenant en amont de la chaîne de l'innovation : la stratégie de l'entreprise innovante (rédaction du PEI pour Projet d'entreprise innovante), le conseil management de l'innovation, et le conseil en processus de l'innovation.

Conseil en marketing opérationnel de l'innovation

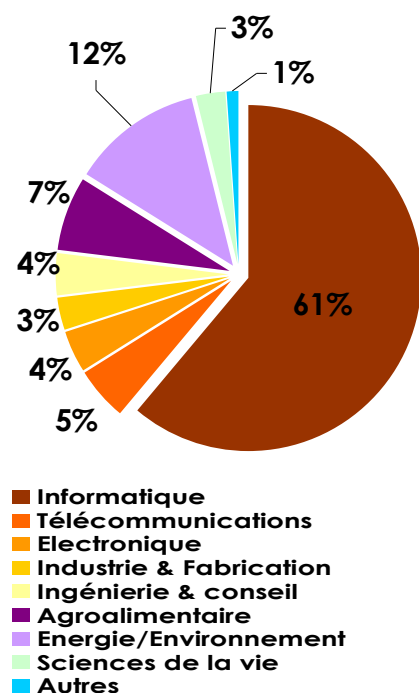
Démarrée en 2010, cette activité conseille les PME innovantes en vue d'accélérer et d'assurer la réussite de la mise sur le marché des produits innovants, quelque soit leur stade de développement.

Eurinnov envisage de poursuivre son développement en créant 2 nouvelles activités : une activité dédiée à l'édition d'un progiciel de gestion de la R&D des PME innovantes et une activité de conseil en propriété industrielle et transfert de technologie.

2/ Un portefeuille clients diversifié et récurrent

Depuis sa création, plus de 400 entreprises ont accordé leur confiance à Eurinnov pour les accompagner dans la réalisation de leurs projets de développement. Il s'agit de PME – PMI innovantes à fort potentiel de croissance, start-up et organismes de recherche. Chaque année, de nombreux clients attestent de la qualité des prestations d'Eurinnov et lui font confiance en renouvelant leur contrat. Eurinnov établit une relation privilégiée avec chacun de ses clients afin de l'accompagner sur le long terme dans le développement de ses projets d'innovation.

Répartition des missions par secteur client en 2010 (en % du CA)



Source : société

Une intervention pluridisciplinaire

Eurinnov intervient auprès de sociétés qui évoluent dans des secteurs très variés :

- Informatique, Télécommunications, Électronique,
- Biotechnologies, Santé/Pharmacie
- Environnement et développement durable, Énergie,
- Agro-alimentaire,
- Transport, Industrie mécanique et métallurgique, BTP...

Chaque année, Eurinnov rencontre de nombreuses entreprises innovantes de taille et secteur d'activité différents. La société possède de ce fait une solide expérience de leurs problématiques spécifiques tout au long de leurs étapes de développement et est donc à même d'analyser leur projet rapidement et d'y apporter une réponse adéquate.

En 2010, l'activité d'Eurinnov a généré un revenu de 2,5 M€. 61 % de ce chiffre d'affaires proviennent des missions de conseil réalisées dans le secteur de l'Informatique. Il s'agit en effet d'un secteur où l'innovation est de rigueur pour rester compétitif.

L'approche d'Eurinnov se veut résolument pluridisciplinaire et généraliste ; par sa connaissance précise des aides françaises et européennes, la société intervient comme relais à forte valeur ajoutée des politiques publiques de soutien à l'innovation, en orientant les entreprises clientes vers le dispositif financier le mieux adapté à leur stratégie d'entreprise et à leurs besoins.

Un portefeuille clients récurrent

La durée d'intervention chez le client varie en fonction de la mission. Les missions de conseil en financement de l'innovation, activité générant la plus grosse part du chiffre d'affaires, sont généralement plus longues que les missions de conseil en stratégie ou marketing. Elles peuvent durer de 12 mois à 5 ans selon le dispositif sur lequel est dirigé le client. Cette présence chez le client assure une relation long terme et une fidélisation importante. Eurinnov peut proposer plus de 20 missions à un même client et ainsi lui assurer un accompagnement global.

Les contrats CIR d'Eurinnov sont conclus pour trois ans, ce qui assure une récurrence du chiffre d'affaires.

3/ Une organisation optimisée

Le Président fondateur

Ingénieur diplômé du C.E.S.I et d'un 3ème cycle de management des systèmes d'information, Michel MOREAU commence son parcours professionnel dans l'ingénierie technique. Puis, pendant une quinzaine d'années, il crée plusieurs sociétés de consulting spécialisées dans le secteur de la communication électronique avec pour clients essentiellement des grandes entreprises. Durant cette période, il préside également l'Association des Conseils en Communication Electronique (ACCE). C'est en 1995 qu'il débute son activité dans le montage de projets collaboratifs pour les PME innovantes menant à la création d'Eurinnov.

Michel Moreau s'investit quotidiennement dans le développement d'Eurinnov en contribuant personnellement à la réussite des projets et à l'apport de nouveaux business.

Une équipe de consultants polyvalents

De profil généraliste et international, les consultants d'Eurinnov sont experts dans le montage de dossiers. Pluridisciplinaires, les consultants disposent de compétences scientifiques, techniques, financières et juridiques. Par ailleurs, ils maîtrisent tous l'ensemble des dispositifs de financement, cœur de métier d'Eurinnov. En complément de leur fonction de consultants au sein d'Eurinnov, deux d'entre eux sont également experts évaluateurs auprès de la Commission européenne pour les programmes PCRD et Eurostars, venant ainsi renforcer l'expertise d'Eurinnov dans ce domaine. La société emploie aujourd'hui 13 consultants.

Une force commerciale intégrée et des services supports efficaces

Eurinnov bénéficie d'une force commerciale organisée, composée de 7 collaborateurs (commerciaux et téléacteurs), en charge du développement commercial, de l'analyse des projets et de l'identification des dispositifs adaptés aux besoins des clients. Au sein de cette équipe, une personne est en charge de la communication et du marketing. En support aux consultants, un project manager est chargé de planifier et d'attribuer les missions. Dans le même temps, une personne est dédiée à la veille R&D et à la veille sur les appels à projets.

Le département administratif et financier est géré par une personne.

Le conseil en innovation, un marché très porteur

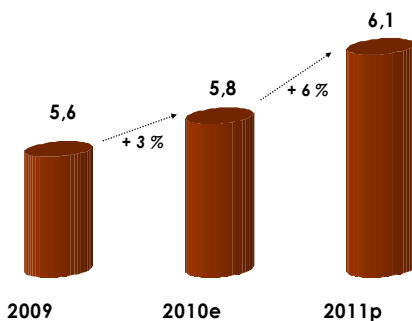
1/ Le marché du conseil en management en France

Eurinnov, société de conseil en innovation, évolue dans le marché du conseil en management. Le Syntec Conseil en Management, définit la profession en fonction des domaines d'intervention des cabinets : l'accompagnement du changement, l'e-business, la finance, la gestion de l'emploi, le management environnemental, le marketing et les ventes, l'organisation, la qualité, les ressources humaines, les spécificités conjoncturelles (an 2000, 35 heures, etc.), la stratégie, les systèmes d'information, les technologies.

Un secteur touché par la crise

Jusqu'en 2007, l'activité de conseil en management connaissait une forte croissance à 2 chiffres. Le secteur totalisait en 2007 un revenu de près de 5,7 Mds € en croissance de 13,7 % (source : Syntec, conseil en management). En raison du gel des investissements par les chefs d'entreprise, le secteur a été largement touché par la crise entre 2008 et 2010. Ainsi, le chiffre d'affaires des cabinets de conseil, et notamment de conseil en RH, a subi une baisse d'environ 7 % en 2009 à 5,6 Mds€ (source : Syntec conseil en management).

Le marché du conseil en France (en Mds €)



Source : Syntec, Xerfi

Un environnement structurel porteur

Cependant, l'activité de conseil bénéficie aujourd'hui d'un environnement structurel porteur. En effet, les entreprises doivent s'adapter à un contexte économique induit par la crise : durcissement de certaines réglementations ou politiques, développement des politiques de développement durable ou responsabilité sociale, etc. Ainsi, de plus en plus d'entreprises font appel aux cabinets de conseil pour mettre en place les outils et moyens nécessaires afin d'être en phase avec l'environnement réglementaire sans affecter le développement de l'entreprise. Ainsi, après 2 ans de crise et de restrictions budgétaires de la part des chefs d'entreprise, ceux-ci devraient à nouveau solliciter les consultants afin de se réorganiser, de s'adapter et de rendre leurs entreprises plus compétitives, notamment via l'innovation. Le secteur devrait connaître à nouveau une croissance de 3 % en 2010 (source : Syntec Conseil en Management 2010) et de 6 % en 2011 (source : Xerfi, *Conseil en Management*, janvier 2011).

Le secteur du conseil en France est représenté par deux types de cabinets :

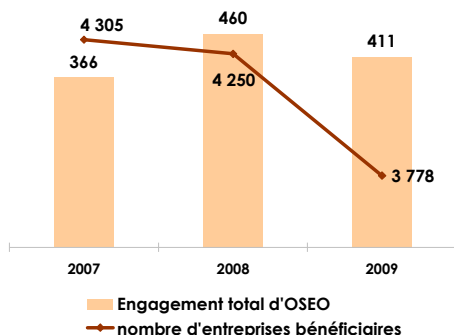
- **les cabinets généralistes**, généralement des sociétés de taille importante et capables de prendre en charge des projets d'envergure : SSII (Accenture), filiales de SSII (Capgemini Consulting), pôles conseil des grands réseaux d'audit (Deloitte Conseil), cabinets pluridisciplinaires (Ineum Consulting)
- **des cabinets de conseil spécialistes**, généralement de taille réduite, capables de prendre en charge des dossiers d'expertise, techniques ou bien métier : stratégie (McKinsey), réduction des coûts (Alma Consulting Group), RH (Altedia)

Avec des chiffres d'affaires de plusieurs centaines de millions d'Euros, les SSII occupent une place dominante dans le paysage concurrentiel du conseil avec les Big 4. A la différence des cabinets spécialisés, les grands cabinets de conseil ont une approche de travail « industrialisée » et disposent d'équipes conséquentes afin de répondre à la demande d'une clientèle grand compte dans le cadre notamment de projets d'envergure internationale. Le marché du conseil généraliste étant assez concurrentiel, nous devrions entrer dans une phase de consolidation. Nous citerons le rapprochement en 2010 entre Ineum Consulting et Kurt Salmon Associates, dont la maison mère est Management Consulting Group, groupe britannique hissé au top 10 mondial des cabinets de conseils en stratégie et management.

De nombreuses aides au financement de l'innovation en France

Le grand emprunt national lancé en 2010 a servi à lever 35 Mds€ dont 11 Mds€ seront consacrés à la recherche et à l'enseignement. Ces fonds sont alloués entre l'OSEO, d'autres organismes d'aide au financement et les aides fiscales.

Évolution des engagements d'OSEO Innovation*

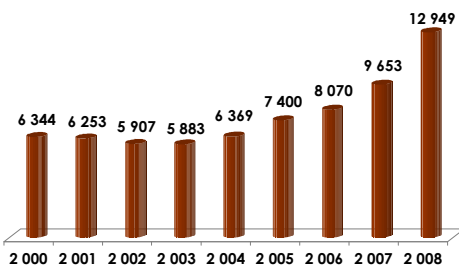


Les PME innovantes devraient pouvoir bénéficier de 2,5 Mds€ d'aides notamment via l'OSEO qui soutient l'innovation et la croissance des PME en les aidant à financer leurs dépenses liées à la R&D. En 2009, l'engagement d'OSEO Innovation demeure élevé avec 411 M€ d'aides accordées aux PME innovantes mais une sélectivité plus importante des bénéficiaires. En effet, le nombre de bénéficiaires a reculé de 11%. Selon un rapport de la Direction générale de la compétitivité, de l'industrie et des services (DGCIS), l'État a versé en 2010 à OSEO 1,5 Mds€ pour renforcer son action dans le financement des entreprises innovantes.

D'autre part, les entreprises innovantes bénéficient de nombreuses aides fiscales avec le statut de **Jeune Entreprise Innovante** (JEI) ou avec le **crédit d'impôt recherche** (CIR).

Le **statut de JEI** confère à l'entreprise des exonérations fiscales durant ses 7 premières années de développement. Comme les entreprises innovantes font face à des problématiques très spécifiques et qu'elles sont caractérisées par une grande fragilité dans leurs premières années d'existence, le gouvernement a décidé de réduire leur fiscalité et leurs charges sociales sur les emplois hautement qualifiés et nécessaires à l'innovation en accordant un statut de « Jeune Entreprise Innovante » (JEI). En 2009, 2 373 entreprises ont été qualifiées de « Jeune Entreprise Innovante » (source : agence centrale des organismes de sécurité sociale). 122 M€ d'exonérations de cotisations patronales ont été accordées à ces JEI.*

Évolution du nombre de déclarants en CIR (2000 à 2008)*



Considérablement amélioré par les dernières lois de finance, le montant* du **Crédit d'Impôt Recherche** a atteint 1,7 Mds€ en 2007 et 4,2 Mds€ en 2008. En 8 ans, le nombre d'entreprises qui déclarent le CIR a doublé (cf graphe ci-contre). Si cette mesure s'observe dans de nombreux pays, elle fait de la France le pays le plus attractif en termes d'investissements pour la R&D au sein de l'UE. En 2008, les entreprises fiscalement indépendantes de moins de 5 000 salariés qui ont déclaré le CIR sont au nombre de 8 365 (65 % des déclarants) et ont perçu 1,2 Mds€, soit près de 1/3 du montant total accordé.

Le 7^{ème} Programme Cadre de Recherche et de Développement

Le **PCRD** rassemble la quasi-totalité des sources de financements communautaires pour la recherche et le développement technologique avec une augmentation progressive au fil des ans. Le PCRD finance, sous forme de subventions et à l'issue d'appels à projets thématiques, de grands projets de R&D, portés par un consortium de taille significative (3 partenaires minimum, issus de différents pays de l'UE). Le 7^{ème} PCRD, qui couvre la période 2007-2013, apporte une aide évaluée à 50,5 Mds€. La France se classe au 3^{ème} rang des pays qui participent le plus au 7^{ème} PCRD, derrière l'Allemagne et l'Angleterre.

Le 7^{ème} PCRD offre aux PME des opportunités techniques et économiques. Il permet ainsi aux entreprises de se constituer un réseau de partenaires significatif, d'accéder à de nouveaux marchés, d'acquérir de nouvelles compétences et de partager les risques et les coûts des projets. En outre le PCRD permet de former des consortiums entre les clusters de chaque pays européen et de contribuer ainsi à la compétitivité de l'Europe pour faire face à l'émergence des BRIC.

*source : rapport du ministère de l'ESR, *Recherche et développement, Innovation et partenariats, 2009*

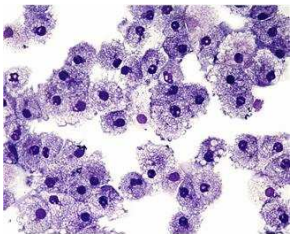
L'initiative Eurêka

Depuis 1985, l'initiative Eurêka vise à renforcer la compétitivité de l'Europe en soutenant des projets de coopération technologique entre entreprises et laboratoires européens par : 1/ la labellisation des projets innovants, 2/ le programme Eurostars destiné au soutien financier des PME de haute technologie et 3/ la formation de clusters à l'initiative des industriels qui font intervenir de nombreuses PME innovantes.



CONCLUSION : des enjeux décisifs pour l'avenir

L'innovation des entreprises est au cœur des préoccupations politiques et économiques et est devenue une priorité pour la France et l'Europe. Les pôles de compétitivité et les aides de financement à l'innovation ont permis de soutenir largement la recherche et l'innovation des entreprises.



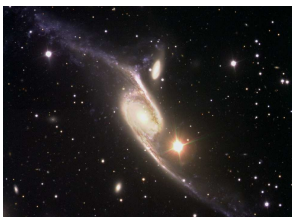
La France a engagé une politique volontariste en matière de recherche, d'emploi scientifique et d'enseignement supérieur afin de :

- renforcer le positionnement de la recherche française sur la scène mondiale
- Accroître la compétitivité
- répondre efficacement aux défis sociaux du 21^{ème} siècle



En 2009, les dépenses consacrées à la R&D, tous contributeurs confondus, ont représenté 2,08 % du PIB soit 38,7 Mds€. Ce sont 456 000 personnes qui ont participé à ces activités de recherche dont 56% proviennent du secteur privé. Chaque année, 200 entreprises innovantes sont créées. En 2009, le nombre de brevets déposés par des PME était en recul de 4,10 % (source : INPI) à l'image de la conjoncture économique. En 2010, le dépôt de brevets a progressé de 5,1 % en global (12 404 brevets) et de 10,80 % pour les PME. Cette forte hausse atteste des efforts fournis par les PME pour contribuer à l'innovation.

Grâce au Grand Emprunt 2010, 2,5 Mds€ vont être réservés aux PME pour augmenter soutenir leurs dépenses R&D et répondre à ces enjeux décisifs pour l'avenir.



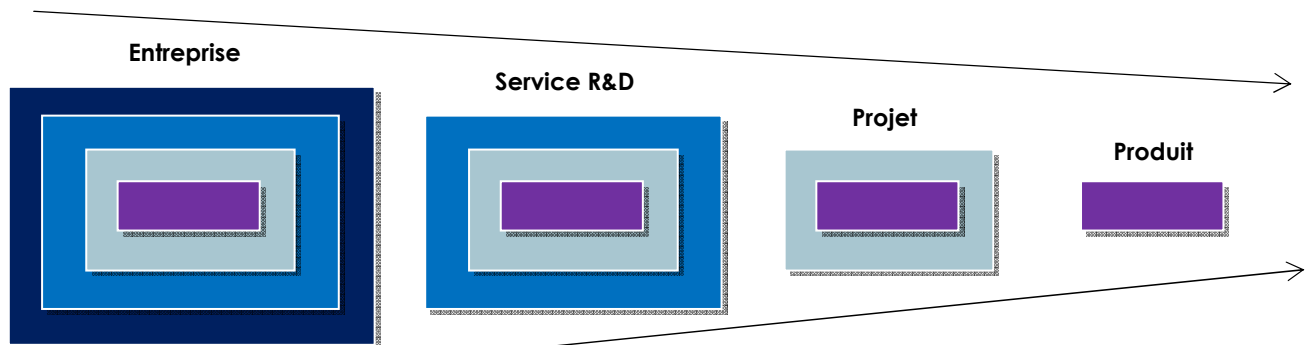
La nécessité d'un accompagnement global des entreprises innovantes

Entreprises innovantes : des problématiques multiples

Les mesures d'incitation à l'innovation furent une aubaine pour les entreprises et notamment les PME qui ont les compétences pour innover mais dont les moyens financiers sont limités. Bien souvent, les PME font face à des problématiques multiples dans le montage de leurs projets innovants :

- sur le plan stratégique : les meneurs de projets innovants ont généralement une approche locale et technique et une vision du marché étroite. Ainsi, la stratégie est souvent mal définie et insuffisante sur le long terme.
- Sur le plan des ressources : les PME innovantes manquent de matériel et de moyens humains pour mener à bien leurs projets.
- Sur le plan financier : la R&D est très coûteuse (46% des frais sont liés au personnel affecté) et dure de 3 à 8 ans en fonction des secteurs. Par ailleurs, les dirigeants ont peu connaissance des dispositifs de financement existants et sont freinés face à la complexité des démarches administratives.

Pour répondre à ces différentes problématiques, Eurinnov propose d'accompagner les PME innovantes tout au long de la chaîne de l'innovation et quel que soit leur stade de développement :



Source : société

Conseil en stratégie, management et processus de l'innovation

La business unit SMP (stratégie, management, processus) regroupe 3 activités de conseil intervenant en amont de la chaîne de l'innovation :

- « **Stratégie de l'innovation** » avec le PEI (Projet d'Entreprise Innovante). Le PEI est une méthodologie originale de conseil en stratégie, développée par Michel Moreau et adaptée aux PME innovantes, afin de construire, avec l'équipe dirigeante, le projet stratégique de l'entreprise.
- « **Management de l'innovation** », pour accompagner les PME innovantes dans l'optimisation de leur organisation.
- « **Processus de l'innovation** », qui propose aux entreprises innovantes un diagnostic de leur processus d'innovation interne, et les accompagne dans l'optimisation et le développement de ce processus à l'aide d'une méthodologie de « gestion intégrée de l'innovation », développée par la société canadienne partenaire d'Eurinnov : ZBA.



Cette activité est opérationnelle depuis début 2011.

Financement de l'innovation

Il s'agit de l'activité historique d'Eurinnov dans le cadre de laquelle les consultants conseillent les entreprises pour le financement de leur R&D et les accompagnent sur tous les dispositifs de financement existants. Pour ce faire, les consultants d'Eurinnov suivent une méthodologie efficace et éprouvée :

- Compréhension de la stratégie globale de l'entreprise et définition de la stratégie de financement
- Sélection des dispositifs de financement adaptés
- montage du dossier de soumission (public) ou assistance au business plan (privé)
- Coaching, recherche d'investisseurs privés ou de partenaires dans le cadre de projets collaboratifs
- management de projets jusqu'à sa conclusion

Financement de la R&D

Projets collaboratifs nationaux :

- ⇒ Agence Nationale de la Recherche (ANR)
- ⇒ Innovation stratégique industrielle (ISI)
- ⇒ Fonds Unique Interministériel (FUI)

Projets nationaux non collaboratifs :

- ⇒ OSEO innovation
- ⇒ Programme Passerelle

Projets collaboratifs européens :

- ⇒ Eurêka
- ⇒ Eurostars
- ⇒ 7ème PCRDT
- ⇒ Era-net
- ⇒ Programme transnational ANR

Fiscalité de l'innovation

- ⇒ Crédit d'impôt recherche (CIR)
- ⇒ Statut de Jeune Entreprise Innovante (JEI)

Aides à l'export

- ⇒ Assurance prospection COFACE
- ⇒ Crédit d'impôt export

Le financement haut de bilan

- ⇒ Aide à l'obtention de la qualification OSEO Entreprise Innovante pour être éligible aux FCPI
- ⇒ Intermédiation capital risque (FCPI, FCPR, FIP)

Financement de la R&D

Cette business unit conseille les entreprises pour le financement de leur R&D. Les consultants s'assurent de la faisabilité des projets innovants de l'entreprise sur les plans stratégique, commercial, technique et économique, puis estiment s'il est pertinent de financer le projet dans le cadre d'un dispositif de financement européen, national ou régional. Dans le cadre de cette activité, Eurinnov est aujourd'hui leader français, voire européen, dans le montage de projets Eurêka. Les consultants conseillent les entreprises pour la mise en oeuvre de projets collaboratifs européens (PCRDT, Eurostars, Eurêka,...) et nationaux (ISI, FUI, ANR) ou projets individuels (Aides d'OSEO Innovation, etc.).

La fiscalité de l'innovation

Depuis 2004, la business unit « Conseil en Financement de l'innovation » propose une offre en fiscalité de l'innovation, à différencier de la réduction des coûts : la fiscalité de l'innovation consiste à faire bénéficier les entreprises innovantes des dispositifs fiscaux mis en oeuvre par l'État pour soutenir les efforts de R&D. Ainsi, Eurinnov accompagne les entreprises innovantes dans le calcul de leur CIR et la rédaction du dossier de justification technique. Cette business unit propose également à ses clients de réaliser le dossier de demande de rescrit leur assurant le pouvoir de réclamer le statut de Jeune Entreprise Innovante (JEI).

Le financement de la commercialisation à l'export

Le développement des entreprises à fort potentiel d'innovation passe aujourd'hui par une extension de leurs activités à l'international. Cette étape importante nécessite une stratégie et un plan d'action précis. Dans l'optique d'offrir à ses clients une approche globale du financement, et donc de pouvoir accompagner les entreprises innovantes du projet de R&D à sa commercialisation, Eurinnov propose le montage de dossiers COFACE (réalisation du plan export), une assurance pour l'export. En 2010, 7 150 entreprises ont fait appel à cette garantie de COFACE contre 6 490 en 2009 (source: COFACE), soit une augmentation de 10,2 %.

Le financement haut de bilan

Avec son activité haut de bilan, Eurinnov a pour mission de renforcer les fonds propres ou quasi fonds propres des entreprises innovantes, en levant des fonds auprès d'investisseurs privés. Les consultants d'Eurinnov jouent alors le rôle d'intermédiaires entre les entreprises et les investisseurs. En amont de la levée de fonds, Eurinnov peut également accompagner les entreprises innovantes pour l'obtention de la qualification Entreprise Innovante au titre des FCPI décernée par Oséo Innovation (ce label permet ensuite une levée de fonds auprès des FCPI), et peut également réaliser le business plan de l'entreprise. Le renforcement des fonds propres est une étape essentielle de la vie des entreprises innovantes, afin de pouvoir financer la pérennité de leurs programmes de R&D. En outre, la plupart des dispositifs d'aides publiques à l'innovation prévoient de ne prêter qu'à hauteur des fonds propres : le renforcement haut de bilan s'avère donc également important pour recevoir ces aides.

Conseil en marketing de l'innovation

L'objectif de la business unit « Marketing de l'innovation » est d'accélérer et d'assurer la réussite de la mise sur le marché des produits innovants, quel que soit leur stade de développement. La méthodologie développée va de l'amont (conception du produit) à l'aval (commercialisation du produit), et comprend trois phases.

- **audit global** : cette première phase intervient en amont du projet. Il s'agit pour les consultants d'étudier les grandes lignes du projet et le marché sur lequel le client souhaite se positionner. Le consultant apporte ses remarques et ses conseils.
- **Étude qualitative** : Durant la phase R&D du projet, Eurinnov mène une enquête qualitative auprès des clients potentiels. L'étude des résultats permet d'aboutir à la création d'un premier prototype qui est alors testé par les clients potentiels. A partir des résultats des enquêtes menées, Eurinnov émet des recommandations pour améliorer et finaliser le produit.
- **Aide à la commercialisation** : les consultants sont chargés de former les commerciaux aux techniques de vente (discours commercial, réalisation de supports de vente, etc.)

CONCLUSION

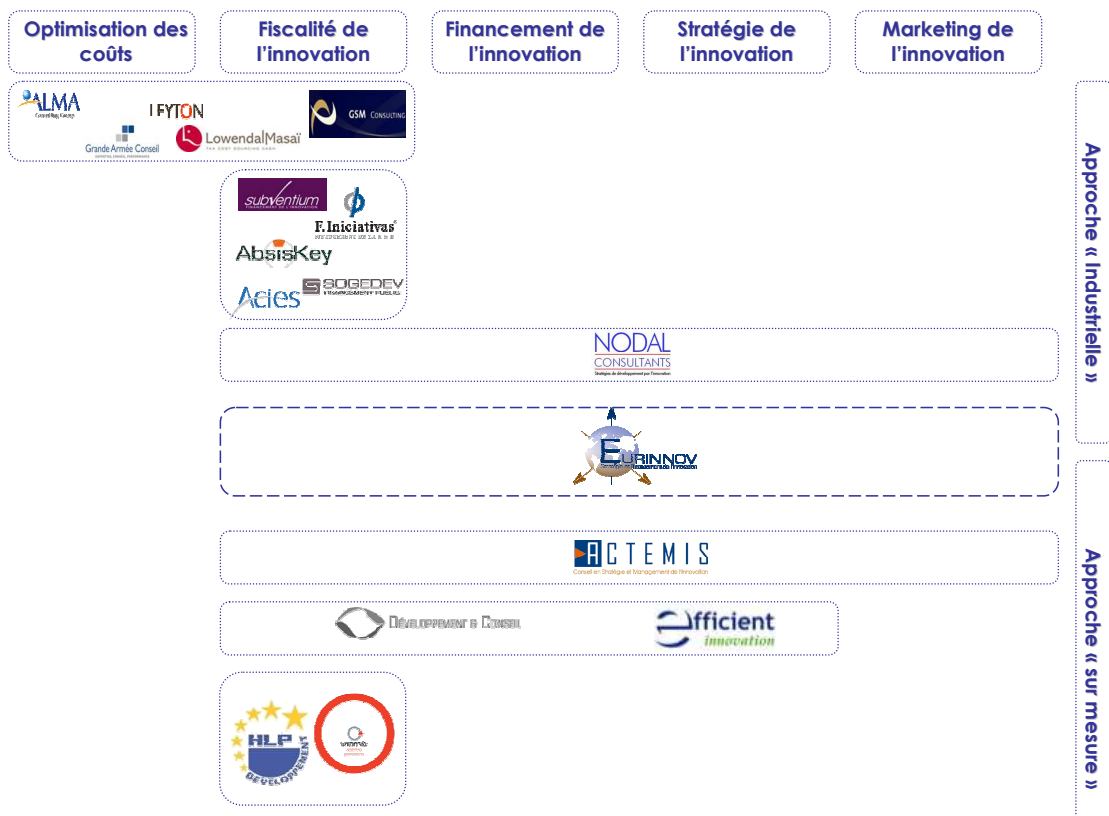
Avec ses trois offres complémentaires, Eurinnov propose à ses clients un accompagnement global sur la chaîne de l'innovation quelque soit leur stade de développement. Les clients bénéficient de conseils experts suivant des méthodologies éprouvées et efficaces. La pertinence de l'action d'Eurinnov a permis d'obtenir en 2010 plus de 37 M€ d'aides (hors exonération des charges sociales dans le cadre des JEI) pour ses clients.

Un positionnement concurrentiel unique

Le paysage concurrentiel du conseil en innovation est très diversifié en raison du positionnement différent de chaque société. D'une part, on distingue des sociétés dont l'approche commerciale est « industrielle », c'est-à-dire standardisée et d'autre part des sociétés dont l'approche commerciale se fait « sur mesure » :

- approche industrielle** : les sociétés sont généralement positionnées sur l'optimisation des coûts et la fiscalité de l'innovation (CIR, JEI). Il s'agit pour la plupart d'acteurs de taille importante s'adressant à une clientèle grand compte. Alma Consulting Group réalise par exemple un CA de 270 M€. Pour Eurinnov, ces sociétés ne constituent pas une concurrence directe, excepté dans le cadre de la fiscalité de l'innovation. Nodal Consultants propose le même type de prestations qu'Eurinnov à une clientèle grand compte.
- approche sur mesure** : on rencontre quelques acteurs indépendants locaux du CIR mais surtout des entreprises dont le positionnement Offres est similaire à celui d'Eurinnov comme Actemis, Efficient Innovation ou Développement & Conseil.

Eurinnov, avec son offre d'accompagnement global sur l'ensemble de la chaîne de l'innovation et une approche à la fois industrielle et sur mesure, occupe une position unique dans le paysage concurrentiel.



Source : Euroland Finance

Axes stratégiques

1/ Renforcer le potentiel de croissance organique

L'objectif stratégique d'Eurinnov est de devenir un acteur majeur du conseil auprès des PME innovantes, capable d'apporter un accompagnement sur mesure et adapté à chacune de ses problématiques. Dans cette optique, la société développe de nouvelles activités : le projet est de réunir l'ensemble des métiers du conseil en innovation, en créant des business units dédiées, et de rester précurseur sur l'évolution de ces métiers. Cette stratégie ambitieuse a déjà été entamée en 2010 en créant deux nouvelles activités dédiées au conseil en management et processus de l'innovation et au marketing opérationnel de l'innovation. D'importantes synergies commerciales sont attendues entre ces nouvelles activités de conseil notamment au niveau commercial.

Outre l'aspect métier, Eurinnov souhaite développer son implantation territoriale avec l'ouverture prochaine de 2 nouveaux bureaux en 2011 en Rhône-Alpes et dans la région PACA. Cette stratégie de maillage territorial s'inscrit dans la réponse à un besoin de proximité exprimé par les PME innovantes. Cette stratégie de développement commercial doit être accompagnée d'une politique de recrutements forte. Ainsi, Eurinnov souhaite renforcer ses équipes commerciales et de consulting. D'ici 2013, Eurinnov prévoit de doubler son effectif afin de soutenir la croissance organique.

2/ Le développement stratégique du champs d'activité

A moyen terme, Eurinnov envisage de développer deux autres activités : 1/ une business unit dédiée à l'édition d'un progiciel de gestion de la R&D et du CIR des PME innovantes et 2/ une activité de conseil en Propriété Industrielle et Transfert de Technologie.

Edition d'un progiciel de gestion intégrée de l'innovation

L'activité d'édition de logiciel développée par Eurinnov a pour objectif d'apporter aux PME innovantes une gestion intégrée efficace et autonome de leur crédit d'impôt recherche et de leurs projets de recherche et développement. Dans la même perspective que l'ensemble des activités d'Eurinnov, il s'agit d'un produit extrêmement structurant pour une PME puisqu'il permettra de mettre en place en interne une gestion efficace des projets R&D. Ce progiciel est en cours de développement et son lancement commercial devrait débuter dès le S2 2011. Après environ une année de commercialisation et d'expérimentation, une nouvelle phase de R&D plus intense sera menée en 2013 dans le but de commercialiser une version améliorée.

Le CA attendu à horizon 2013 est de 0,6 M€.

Propriété Industrielle/Transfert de Technologie (PI/TT)

L'objectif de cette business unit est d'accompagner les PME innovantes dans le management de la propriété industrielle. La propriété industrielle est une problématique fondamentale pour ces PME, qui la gèrent rarement de façon optimale. Avec sa business unit « PI/TT », Eurinnov souhaite combler ce manque pour les PME innovantes. Cette entité interviendra aussi sur le conseil en transfert de technologie, sujet également primordial pour les entreprises innovantes. Cette business unit sera lancée à partir de 2012 et les prévisions de chiffre d'affaires à horizon 2013 sont de 75 K€.

3/ Croissance externe

A horizon 3 ans, outre la croissance organique, la croissance externe tient une place très importante dans la stratégie d'Eurinnov. La stratégie de croissance externe comprend trois axes : territoires, fonds de commerce et compétences.

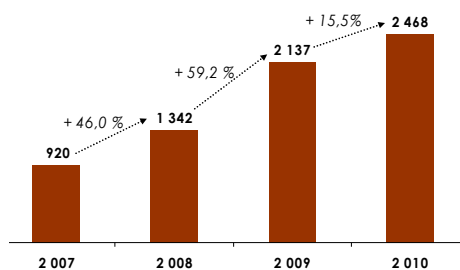
La croissance externe territoriale permettra à Eurinnov de se déployer sur l'ensemble du territoire français à horizon trois ans. Les cibles visées par Eurinnov sont, dans un premier temps, les nombreuses petites entreprises présentes sur le Crédit Impôt Recherche. Le développement du CIR a en effet incité de nombreux cabinets à se spécialiser sur ce sujet. L'intensification de la concurrence sur ce marché aboutit aujourd'hui à une période de concentration. A titre d'exemple, en 2009 la société Subventium, spécialiste du CIR a été rachetée par GSM Consulting. Cette tendance à la consolidation constitue des opportunités de croissance externe pour Eurinnov.

De plus, la période actuelle de réaménagement du CIR est favorable au modèle d'Eurinnov (multi-dispositifs) et ouvre des opportunités de croissance externe vis-à-vis des petites entreprises mono-produits. La clientèle de ces sociétés étant, de fait, constituée d'entreprises innovantes, Eurinnov pourra exploiter leur fonds de commerce pour proposer l'ensemble de ses dispositifs.

En outre, la stratégie de croissance externe basée sur les compétences vise à renforcer le savoir-faire de la société. Ainsi, les opérations visant à acquérir des compétences seront orientées en fonction des business units d'Eurinnov. Pour chaque business unit, des cibles de croissance externe prioritaires seront identifiées.

Hausse de la rentabilité opérationnelle en 2010

Évolution du chiffre d'affaires d'Eurinnov entre 2007 et 2010 (en K€)



Source : société, Euroland Finance

1/ un TCMA de 60 % entre 2006 et 2009

Depuis son lancement, l'activité d'Eurinnov connaît une forte croissance. En 2009, le CA annuel ressortait à 2,1 M€ en hausse de +59,2 % par rapport à l'exercice précédent. La croissance a été tirée par le marché du conseil en innovation au sein duquel Eurinnov est acteur de référence. Le résultat opérationnel est ressorti à 570 K€ en 2009, soit une marge opérationnelle de 26,7 %. Le résultat avant impôt s'est enregistré à 561 K€ en 2009 (vs 134 K€ en 2008). Le résultat net affichait un bénéfice de 376 K€ en 2009 (vs 89 K€ en 2008). A la fin de l'exercice 2009, l'endettement financier net était de 158 K€, incluant 192 K€ de compte courant d'associés et une trésorerie de 41 K€.

2/ Croissance du chiffre d'affaires et de la rentabilité en 2010

En 2010, Eurinnov a poursuivi sa forte croissance malgré un contexte de crise. Eurinnov a enregistré un CA de 2,5 M€ vs 2,1 M€ en 2009, soit une croissance de 15,5 %. Cette progression s'explique par la performance de l'activité de financement de l'innovation qui a permis d'obtenir plus de 37 M€ d'aides pour ses clients.

Le résultat opérationnel ressort à 705 K€, soit une marge opérationnelle de 28,6 % (+190 pts de base). L'amélioration de la rentabilité s'explique notamment par un niveau stable des charges externes (coûts fixes) qui compense la hausse des effectifs et donc de la masse salariale.

Le bénéfice net pour la période s'enregistre à 483 K€ après la comptabilisation d'un IS de 238 K€.

Au 31 décembre 2010, la situation bilancielle d'Eurinnov est saine avec des fonds propres de 979 K€ et une dette financière nette de -282 K€. La dette financière d'Eurinnov s'élève à 145 K€ dont 119 K€ de compte courants d'associés. La trésorerie au 31.12.2010 est de 427 K€.

k€	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires	1 342	2 137	2 468
Résultat opérationnel	179	570	705
Marge opérationnelle	13,3%	26,7%	28,6%
Résultat avant IS	134	561	721
Résultat net	89	376	483
Marge nette	6,6%	17,6%	19,6%

source : société

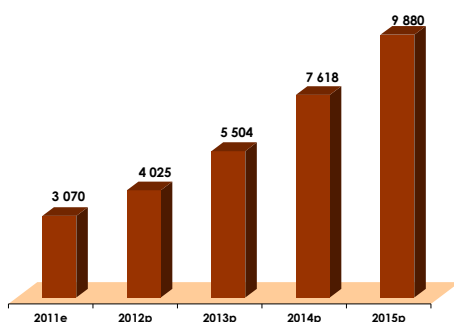
Perspectives financières

1/ D'importantes synergies commerciales attendues

Eurinnov est aujourd'hui une des seules sociétés de conseil à proposer un accompagnement complet aux PME innovantes et à maîtriser l'ensemble des dispositifs de financement de l'innovation. Afin de répondre à l'ensemble des besoins de conseil des PME innovantes, Eurinnov lance de nouvelles activités qui correspondent à des marchés émergents du conseil en innovation :

- fin 2010 / début 2011 : lancement des activités de conseil en marketing de l'innovation et de conseil en stratégie/management/processus de l'innovation
- S2 2011 : lancement d'un progiciel de gestion de la R&D adapté aux PME innovantes
- 2012 : lancement de l'activité de conseil en propriété intellectuelle et transfert de technologie.

Évolution de l'activité d'Eurinnov (k€)



Source : Euroland Finance

Eurinnov formera à terme un ensemble d'activités complémentaires desquelles nous attendons de fortes synergies commerciales. Selon les missions, Eurinnov perçoit une rémunération fixe et/ou une rémunération variable au succès.

La croissance de l'activité d'Eurinnov devrait être tirée par :

- 1/ un marché favorable à l'innovation des entreprises
- 2/ son savoir-faire dans l'accompagnement des entreprises innovantes
- 3/ l'accroissement de son portefeuille clients par le développement de ses offres et de ses implantations
- 4/ le lancement précurseur d'activités de conseil en innovation
- 5/ le renforcement des équipes commerciales et consulting
- 6/ les efforts marketing et commerciaux

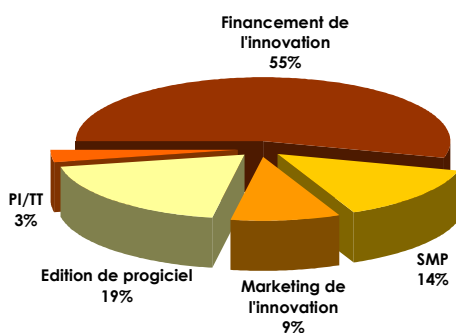
L'ensemble de l'activité de la société devrait connaître une forte croissance sur les prochaines années (+24 % estimé en 2011, +31 % en 2012p, +37 % en 2013p, +38% en 2014p et +30 % en 2015). La croissance proviendra d'une part du dynamisme de l'activité de conseil en innovation (+20 % attendu en 2011 et +18 % en 2012) et d'autre part des nouvelles activités complémentaires. La 1ère année de lancement de chacune de ces nouvelles activités devrait être peu significative en terme de chiffre d'affaires. Elles devraient, dès la 2ème année, décoller grâce notamment à leur aspect complémentaire.

Chiffre d'affaires global d'Eurinnov (en K€)

en K€	2011e	2012p	2013p	2014p	2015p
Financement de l'innovation	2 962	3 495	4 054	4 662	5 361
SMP	40	160	400	800	1 400
Marketing de l'innovation	50	150	375	656	919
Edition de progiciel	18	170	600	1 350	1 900
PI/IT		50	75	150	300
Chiffre d'affaires total	3 070	4 025	5 504	7 618	9 880
évolution du chiffre d'affaires	24%	31%	37%	38%	30%

Source : Euroland Finance

Répartition de l'activité d'Eurinnov à horizon 2015



Source : Euroland Finance

Au final, nous attendons d'importantes synergies commerciales émanant du développement des activités de conseil par Eurinnov. Le chiffre d'affaires de la société devrait, selon nous, atteindre 3,1 M€ en 2011e, 4,0 M€ en 2012p, 5,5 M€ en 2013p, 7,6 M€ en 2014p et 9,9 M€ en 2015p.

A horizon 2015, le financement de l'innovation, activité historique d'Eurinnov, devrait avoir toujours une place prépondérante dans la formation du chiffre d'affaires (55%). Les activités d'édition de progiciel et de conseil en stratégie, management et processus de l'innovation devraient largement contribuer au CA.

2/ Mobilisation d'importantes ressources en vue de soutenir le développement de la société

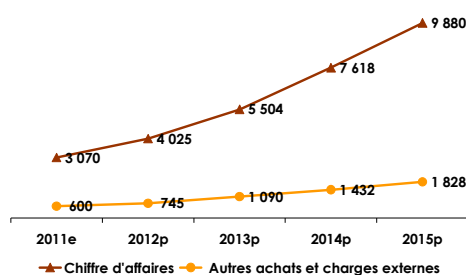
La réorganisation d'Eurinnov autour de 5 activités et le développement des nouvelles activités devrait se traduire par une hausse de l'ensemble des charges pendant les 3 prochaines années. Pour réaliser ses objectifs, Eurinnov devra notamment investir en moyens humains, clef de la réussite.

Hausse des charges d'exploitation nécessaire au développement d'Eurinnov

A noter que les postes de charges externes et charges de personnel ne seront plus comparables à ceux de l'exercice 2010. En effet, une partie des charges externes correspondant à de la sous-traitance facturée par la société MMI (holding de contrôle) sera désormais comptabilisée en charges de personnel (environ 453 K€ en 2010).

Les dépenses d'Eurinnov concernent principalement les charges administratives et financières, les loyers et les charges de personnel.

Évolution des autres achats et charges externe (en K€)



Source : Euroland Finance

Augmentation des charges externes pour promouvoir l'activité

Compte tenu du rythme de développement d'Eurinnov et de l'effort marketing consenti pour accroître sa notoriété et son portefeuille clients, les autres achats et charges externes de la société devraient connaître une forte augmentation en 2011 d'environ 45 % pour représenter 18,0 % du CA. Le lancement en 2011 de 3 nouvelles business units va engager la société dans une phase de prospection client entraînant une nouvelle augmentation des frais commerciaux et marketing jusqu'en 2013p inclus où elles atteindront 19,8 % du CA. Dès 2014p, le poids de ces charges diminuera à nouveau à 18,8 % du CA. En 2015p, nous estimons ce poste à 18,5 % du CA.

Forte évolution des effectifs à venir pour soutenir la croissance

Les charges de personnel, poste de charges le plus important, concernent les salaires de l'ensemble des consultants, commerciaux et opérationnels. A la fin de l'exercice 2010, l'effectif était de 24 personnes dont une douzaine de consultants. Afin de soutenir la croissance de ses différentes activités de conseil, Eurinnov devra renforcer ses équipes de consultants, commerciaux et téléacteurs. En conséquence, les charges de personnel devraient fortement augmenter en 2011p (+38%) à 1,9 M€ contre 1,4 M€ à fin 2010 (dont 453 K€ de personnel MMI). Il y aura, entre autres, des créations de postes pour le développement et la commercialisation du logiciel ainsi qu'un poste dédié au recouvrement des créances clients. Dès 2012p, les charges de personnel devraient progressivement représenter une part moins importante du CA pour se stabiliser à 57% du CA en 2015p pour un effectif prévu de 94 personnes.

Évolution des charges de personnel

	2011e	2012p	2013p	2014p	2015p
effectif moyen	31	39	55	77	94
charges de personnel	1 945	2 492	3 388	4 610	5 645
en % du CA	63%	62%	62%	61%	57%

Source : Euroland Finance

Augmentation des amortissements

Eurinnov a instauré une unité de recherche et développement pour développer logiciel de gestion de la R&D. L'immobilisation de la R&D va entraîner une augmentation des amortissements annuels dès 2011. En 2011, les frais de R&D immobilisés devraient représenter 50 K€ et seront amortis sur 5 ans. En 2013p, le coût du développement logiciel, en vue du lancement d'une version améliorée, devrait représenter 250 K€. D'autres amortissements concernent le mobilier ou le matériel informatique (renouvellement de postes informatiques, créations de postes informatiques au même rythme que les recrutements de personnel).

Investissements et amortissements (k€)

	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p
R&D Logiciel Gestion de l'innovation	50		250		
Matériel informatique	6	9	13	19	22
Autres investissements	71	15	28	45	50
Total des investissements	127	24	291	64	72
Amortissement R&D (5 ans)	10	10	60	60	60
Amortissements matériel informatique (3 ans)	2	5	9	14	18
Autres amortissements (de 1 à 5 ans)	40	22	27	36	38
Total des amortissements	52	37	97	110	115

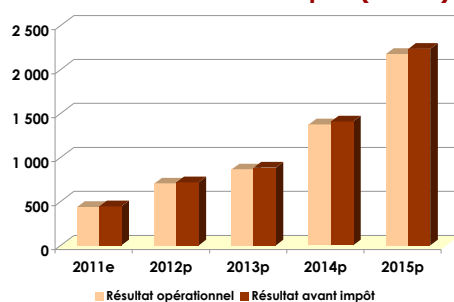
Source : Euroland Finance

Charges récurrentes stables

Les autres charges correspondent à des charges récurrentes comme les impôts et taxes mais également les dotations aux provisions sur actif circulant. Nous chiffrons le taux de clients litigieux à environ 1,20 % du CA chaque année.

Conclusion : une rentabilité opérationnelle de 22% en 2015p

Évolution du résultat opérationnel et du résultat avant impôt (en k€)



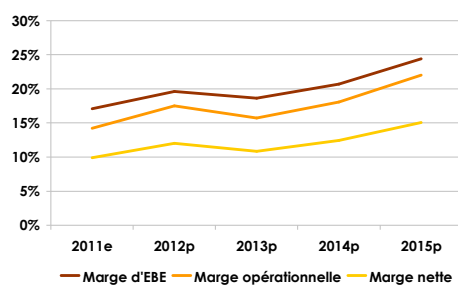
Source : Euroland Finance

La stratégie du management de développer intensivement ses activités devrait affecter temporairement la rentabilité du groupe entre 2011e et 2013p. Compte tenu de l'évolution de l'ensemble de charges de la société et de nos estimations quant à l'évolution de ses dotations aux amortissements et aux provisions, nous anticipons un résultat opérationnel de 0,4 M€ en 2011e, 0,7 M€ en 2012p et 0,9 M€ en 2013p, soit des marges opérationnelles respectives de 14,2 %, 17,5 % et 15,7 %.

En 2013p la marge opérationnelle devrait perdre en effet 180 points de base par rapport à 2012p en raison : 1/ d'un nouvel effort marketing à prévoir, 2/ de charges de fonctionnement supplémentaires suite au développement de la nouvelle version du logiciel. A partir de 2014p, l'ensemble des activités sera totalement opérationnel et les charges devraient représenter un poids moins important dans le chiffre d'affaires. Ainsi, nous anticipons une hausse de la marge d'exploitation à 18,1 % en 2014p et 22,0 % en 2015p.

Après prise en compte des plus ou moins-values latentes des VMP comptabilisées au résultat financier, le résultat avant impôt devrait ressortir à 0,5 M€ en 2011e, 0,7 M€ en 2012p, 0,9 M€ en 2013p, 1,4 M€ en 2014p et 2,2 M€ en 2015p.

Évolution des taux de marge d'Eurinnov (en %)



Source : Euroland Finance

La société est soumise au taux d'imposition théorique de 33,33 % mais en tant que PME dont le CA est inférieur à 7,6 M€, Eurinnov bénéficie du taux réduit de 15% sur une fraction de son résultat avant impôt (38 120 €). Ainsi, le taux d'IS réel est compris entre 31,8% et 32,8% jusqu'en 2014. Par conséquent, le résultat net devrait s'enregistrer à 0,3 M€ en 2011e, 0,5 M€ en 2012p, 0,6 M€ en 2013p et 1,0 M€ en 2014p, soit des marges nettes respectives de 9,9 %, 12,0 %, 10,8 % et 12,4%. Avec un CA largement supérieur à 7,6 M€ en 2015, Eurinnov sera soumise au taux d'IS de 33,33%. Selon nos estimations, Eurinnov réalisera un bénéfice net de 1,5 M€, soit une marge nette de 15,1 %.

Compte de résultat prévisionnel de la société (k€)

	2011e	2012p	2013p	2014p	2015p
Chiffre d'affaires du groupe	3 070	4 025	5 504	7 618	9 880
Excédent Brut d'Exploitation	525	789	1 027	1 577	2 409
<i>Marge d'EBE</i>	17,1%	19,6%	18,7%	20,7%	24,4%
Résultat opérationnel	437	704	864	1 376	2 175
<i>Marge opérationnelle</i>	14,2%	17,5%	15,7%	18,1%	22,0%
Résultat financier	8	13	20	33	59
Résultat avant impôt	445	716	884	1 409	2 234
Impôt sur les sociétés	141	232	288	463	744
<i>taux d'IS réel</i>	31,8%	32,4%	32,5%	32,8%	33,3%
Résultat net du groupe	304	485	597	947	1 489
<i>Marge nette</i>	9,9%	12,0%	10,8%	12,4%	15,1%

Source : Euroland Finance

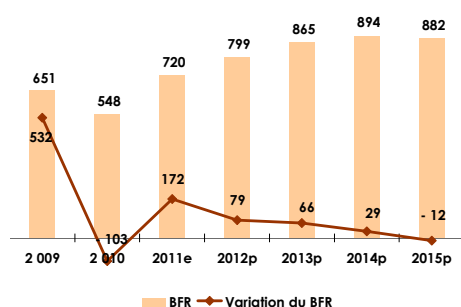
3/ Structure bilancielle saine

Au 31 décembre 2010, Eurinnov présente un total de bilan de 2,0 M€. L'actif immobilisé représente 157 K€, soit 8 % du total des actifs de la société. Après prise en compte du résultat de l'exercice, les capitaux propres s'élèvent à près de 1,0 M€ à fin 2010. En 2011, la levée de fonds de 1,5 M€ devrait permettre à Eurinnov de renforcer ses fonds propres à hauteur de 2,8 M€. Avec l'immobilisation de la R&D pour l'édition de progiciel, l'actif immobilisé devrait atteindre, selon nous, 232 K€ en 2011.

Un BFR structurellement positif

Eurinnov a un besoin en fonds de roulement structurellement positif en raison de la nature de son activité. Le BFR est particulièrement élevé dans le cadre des activités de conseil en financement de l'innovation et en marketing de l'innovation puisque une grande partie de la rémunération intervient en fin de mission, certaines missions pouvant durer jusqu'à 3 ans. A fin 2010, les clients d'Eurinnov payaient à environ 156 jours de CA. Les ressources d'exploitation concernaient principalement les dettes fiscales et sociales (environ 59 jours) et les produits constatés d'avance (42 jours). Au final, le BFR est passé de 110 jours en 2009 à 80 jours en 2010 (22,2 % du CA), une réduction liée à l'augmentation des ressources.

Évolution du BFR entre 2009 et 2015p (en k€)



Source : Euroland Finance

Le BFR devrait continuer à diminuer progressivement pour atteindre 32 jours de CA en 2015, soit 9% du CA grâce :

- 1/ au lancement récent et prochain de nouvelles business units dont les missions de conseil sont plus courtes impliquant un délai règlement client plus court,
- 2/ la création d'un poste dédié au recouvrement des créances clients au cours de 2011
- 3/ optimisation du processus de production visant à réduire le délai de facturation, et donc d'encaissement, par une meilleure gestion de l'achèvement des prestations (les produits constatés d'avance seront également réduits).

Cependant, le développement intense de l'activité d'Eurinnov entraînera chaque année une augmentation du BFR que la société devrait pouvoir autofinancer. En 2015, nous prévoyons une variation de BFR négative.

Une trésorerie nette excédentaire

Au 31 décembre 2010, la dette financière estimée d'Eurinnov atteint 145 K€ dont 119 K€ de comptes courants d'associés, 21 K€ d'emprunt bancaire à rembourser par échéances mensuelles avant juillet 2015 et un découvert de 5,5 K€. La trésorerie au 31 décembre est de 427 K€. Ainsi, Eurinnov dispose d'une trésorerie nette excédentaire de 282 K€ qui devrait largement augmenter en 2011 grâce à une levée de fonds de 1,5 M€, un cash flow opérationnel positif estimé à 193 K€ et des investissements estimés à 127 K€.

Nous n'envisageons pas que la société ait recours à nouveau à l'emprunt bancaire ces prochaines années. Avec une trésorerie nette estimée à 338 K€ en 2011 avant levée de fonds, le gearing net devrait ressortir à -26,3% à fin 2011. En intégrant une levée de fonds de 1,5 M€, la trésorerie nette à fin 2011 ressortirait à 1,9 M€.

Valorisation

Pour valoriser la société Eurinnov, nous avons retenu 3 méthodes : 1/ L'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF), 2/ La méthode des comparables boursiers et 3/ La méthode des multiples de transaction.

1/ Valorisation par les DCF

Pour la méthode des DCF, nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- **Croissance du chiffre d'affaires :**

Nous avons retenu une croissance du CA de 24,4% en 2011, 31,1% en 2012, 36,8% en 2013. Nous justifions ces taux de croissance par 1/ le lancement de nouvelles activités de conseil au sein d'Eurinnov et 2/ une forte demande d'accompagnement de la part des PME innovantes. Nous estimons que la taille critique atteinte par la société lui permettra de surperformer son marché et de prendre ainsi des parts de marché importantes à travers son positionnement unique dans le conseil de l'innovation. Entre 2013 et 2020, nous retenons un TCMA de 12,5 %. Le CA 2020 ressort ainsi à 12,6 M€.

- **Rentabilité opérationnelle :**

Nous anticipons sur 2011 une marge opérationnelle de 14,2 % (vs 28,6 % en 2010). La baisse de la marge est principalement liée à :

1/ une politique d'investissements R&D dans le cadre du développement du progiciel de gestion de la R&D

2/ une augmentation des charges d'exploitation : hausse des frais marketing et de commercialisation, ainsi qu'une politique de recrutements importante pour soutenir la croissance.

Après 2011, nous retenons une marge opérationnelle de 17,5 % en 2012, 15,7 % en 2013 et 18,1 % en 2014.

A partir de 2015, nous fixons à 22 % notre objectif de marge opérationnelle pour le groupe. Cette objectif prend en compte la poursuite d'une croissance soutenue et une bonne maîtrise des charges opérationnelles.

- **Investissement :**

Le modèle économique d'Eurinnov nécessite un niveau d'investissement faible. Cependant, le niveau d'investissement d'Eurinnov devrait augmenter ces prochaines années en raison du développement du progiciel de gestion de la R&D, dont le coût est estimé à 50 K€ en 2011 et 250 K€ en 2013 (développement d'une version améliorée). Le reste des investissements annuels est composé d'achat de matériel informatique et mobilier. Entre 2008 et 2010, les investissements cumulés de la société se sont élevés à 110 K€. Nous retenons dans nos prévisions un cumul d'investissements de 442 K€ entre 2011 et 2013 et de 135 K€ entre 2014 et 2015. De 2016 à 2020, notre modèle DCF prend en compte un niveau d'investissement annuel entre 1,3 % et 1,1 % du CA.

- **BFR :**

Le besoin en fonds de roulement opérationnel du groupe est structurellement positif. La forte croissance de l'activité de 2011 à 2015 devrait donc logiquement amener à une variation positive du BFR mais modérée grâce à la création d'un poste dédié au recouvrement des créances clients (+172 K€ en 2011e, +79 K€ en 2012p et +66 K€ en 2013p).

- **Dettes financières nettes :**

Nous retenons les dettes financières nettes au 31 décembre 2010. Celles-ci font ressortir une situation de trésorerie nette excédentaire de 282 K€, avant augmentation de capital de 1,5 M€ prévue lors de la cotation du groupe sur le Marché Libre.

• Taux d'imposition :

Bénéficiant du taux réduit de 15% appliqué aux PME dont le CA est inférieur à 7,6 M€, le taux d'IS réel de la société sera inférieur au taux théorique de 33,33 %. Dès 2015, les bénéfices de la société devraient être soumis au taux de 33,33%.

En K€	2011e	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
CA	3 070	4 025	5 504	7 618	9 880	9 880	10 868	11 738	12 324	12 571
Taux de croissance	24,4%	31,1%	36,8%	38,4%	29,7%	15,0%	10,0%	8,0%	5,0%	2,0%
Résultat opérationnel courant	437	704	864	1 376	2 175	2 175	2 392	2 584	2 713	2 767
Taux de marge opérationnelle courante	14,2%	17,5%	15,7%	18,1%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
-Impôts	139	228	281	452	725	725	797	861	904	922
+ DAP nettes	52	37	97	110	115	118	137	103	118	132
Cash Flow opérationnel	350	513	679	1 034	1 565	1 568	1 732	1 825	1 927	1 977
- Variation du BFR	172	79	66	29	- 12	10	10	10	10	10
- Investissements opérationnels	127	24	291	64	72	125	128	130	133	133
Free Cash Flows opérationnels	50	410	323	941	1 505	1 433	1 594	1 685	1 784	1 834
Coefficient d'actualisation	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
FCF actualisés	44	319	221	570	804	675	662	618	577	523
Somme des FCF actualisés	5 013									
Valeur terminale actualisée	4 691	soit	46,6%	de la valorisation pré-money						
Actifs financiers	91									
Valeur des minoritaires	0									
Endettement net retraité	- 282									
Valeur totale	10 077									
Augmentation de capital	1 500									
Nombre d'actions post-money	934 275									
Valeur par action post-money en €	12,4									

Source : Euroland Finance

Les hypothèses de calcul de notre taux d'actualisation sont indiquées dans le tableau ci-dessous. Nous avons retenu une prime de risque de 3,6 % pour tenir compte de la taille de la société ainsi que de sa cotation sur un marché non réglementé. Nous avons appliqué un bêta sans dette de 1,0. Compte tenu d'une dette financière nette négative au 31 décembre 2010, le bêta endetté ressort également à 1,0.

Taux sans risque (OAT 10 ans)	3,77%
Prime de risque (JDF - Natixis)	6,00%
Prime de risque ajustée (Euroland Finance)	9,60%
Bêta sans dette	1,00
Bêta endetté	1,00
Coût des capitaux propres	13,37%
Coût de la dette après impôt	2,95%
Coût moyen pondéré du capital	13,37%
Taux de croissance à l'infini	2,00%

Source : Euroland Finance

Le taux d'actualisation ressort au final à 13,37 %. Le WACC utilisé pour valoriser la société Eurinnov correspond au coût des capitaux propres en l'absence de dettes financières. Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini relativement prudent de 2,0%.

La matrice ci-dessous met en évidence la sensibilité de notre valorisation pré-money au taux de croissance à l'infini et au coût moyen pondéré du capital.

		Taux de croissance à l'infini				
		1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
C M P C	12,37%	10 751	11 011	11 296	11 609	11 957
	12,87%	10 179	10 407	10 657	10 931	11 232
	13,37%	9 655	9 857	10 077	10 317	10 580
	13,87%	9 176	9 355	9 549	9 760	9 990
	14,37%	8 734	8 893	9 066	9 252	9 455

Source : Euroland Finance

La matrice ci-dessous met en évidence la sensibilité de notre valorisation pré-money par rapport à la marge d'exploitation et au coût moyen pondéré du capital.

		Taux de marge d'exploitation				
		21,01%	21,51%	22,01%	22,51%	23,01%
C M P C	12,37%	11 013	11 154	11 296	11 437	11 579
	12,87%	10 398	10 527	10 657	10 787	10 916
	13,37%	9 839	9 958	10 077	10 196	10 315
	13,87%	9 329	9 439	9 549	9 658	9 768
	14,37%	8 863	8 964	9 066	9 167	9 268

Source : Euroland Finance

Sur la base d'une levée de fonds de 1,5 M€, notre valorisation pré-money d'Eurinnov par la méthode des DCF ressort à 10,1 M€.

2/ Valorisation par les comparables

Il n'existe pas de sociétés cotées en bourse spécialisées dans le conseil en innovation et de même taille qu'Eurinnov.

Nous avons donc sélectionné quatre sociétés de conseil ayant un modèle économique proche :

Management Consulting Group, coté sur London Stock Exchange (capitalisation boursière de 173 M€), est une société de conseil divisée en 2 branches : Alexander Proudfoot (optimisation des coûts, productivité) et Kurt Salmon (stratégie, organisation et management). Le groupe emploie plus de 1 600 personnes à travers 35 pays.

Huron Consulting Group, coté sur le Nasdaq (capitalisation boursière de 416 M€) est une société de conseil en optimisation des coûts, stratégie, management, performance. Le groupe emploie 1 100 consultants.

Corporate Executive Board, coté sur le NYSE (capitalisation boursière de 941 M€) est une société de conseil en organisation, management, performance, projets innovants, stratégie.

FTI Consulting Group, coté sur le NYSE (capitalisation boursière de 1,2 Mds€) est une société de conseil en stratégie, performance, finance, etc. La société emploie près de 3400 personnes à travers 22 pays.

Le tableau ci-dessous donne quelques points de repère sur les sociétés retenues dans l'échantillon:

	VE/CA 11	VE/CA 12	VE/EBIT 11	VE/EBIT 12	PER 11	PER 12
Management Consulting Group PLC	0,7	0,7	7,2	6,4	nc	nc
Huron Consulting Group Inc.	1,3	1,2	9,8	8,1	16,7	11,7
Corporate Executive Board Co.	2,4	2,2	13,0	11,0	23,4	19,7
FTI Consulting Inc.	1,5	1,4	9,8	8,6	16,9	14,0
Moyenne des comparables	1,5	1,4	10,0	8,5	19,0	15,2
Médiane des comparables	1,4	1,3	9,8	8,3	16,9	14,0
Valorisation théorique	5 769					
Valorisation après décote de taille de 15 %	4 903					

Source : Consensus JCF Group, estimations Euroland Finance. Ratios calculés sur la base des cours de clôture du 10/03/2011.

En appliquant les ratios de valorisation de 2011 et 2012 à la société Eurinnov, nous obtenons une valorisation pré-money des capitaux propres de 4,9 M€ après décote de 15%, justifiée par une taille moyenne supérieure des sociétés composant l'échantillon.

3/ Valorisation par les multiples de transaction

Nous avons identifié deux transactions en 2009 dans le secteur du conseil en innovation.

GSM Consulting est une société de conseil en optimisation des coûts, gestion des ressources et financement public. En 2009, Naxicap Partners a acquis 24 % du capital de GSM Consulting pour 5,75 M€, soit une valorisation des capitaux propres de 24 M€.

Leyton & Associés est un cabinet de conseil en amélioration de la performance financière et en financement de l'innovation. En février 2009, Pragma Capital & Gimv sont entrés au capital de Leyton sur la base d'une valorisation de 130 M€.

CIBLE	ACQUEREUR	Valorisation de la cible en	CA 2009 en M€	EBE 2009 en M€	RN 2009 en M€	VE/CA 09	VE/EBE 09	PER 09
GSM consulting	Naxicap Partners	24	12,6	2,2	0,83	1,9	11,0	28,9
Leyton & Associés	Pragma Capital & Gimv	130	50		nc	2,6	nc	nc
Moyenne des ratios de valorisation						2,3	11,0	28,9

Source : Euroland Finance

En appliquant la moyenne des ratios transactionnels 2009 à la société Eurinnov, nous obtenons une valorisation pré-money de 7,8 M€.

4/ Conclusion

Sur la base d'une moyenne pondérée de nos trois méthodes de valorisation, nous obtenons une capitalisation pré-money du groupe Eurinnov de 7,6 M€.

Après décote d'IPO de 20%, la valorisation pré-money ressort ainsi à 6,1 M€.

	VE/CA 11	VE/CA 12	VE/EBIT 11	VE/EBIT 12	PER 11	PER 12
Ratios d'Eurinnov pré money et post décote IPO (Vcp = 6,1 M€)	1,9	1,4	13,3	8,3	20,1	12,6

Source : Euroland Finance

États financiers

COMPTE DE RESULTAT

En K€	2008	2009	2010	2011e	2012p	2013p	2014p	2015p
Chiffre d'affaires	1 342	2 137	2 468	3 070	4 025	5 504	7 618	9 880
<i>Croissance</i>	45,9%	59,2%	15,5%	24,4%	31,1%	36,8%	38,4%	29,7%
Autres produits	38	- 7	70	46	60	82	114	147
Produits d'exploitation	1 381	2 130	2 538	3 116	4 085	5 586	7 732	10 028
Autres achats et charges externes	470	801	867	600	745	1 090	1 432	1 828
Impôts et taxes	15	24	29	36	47	65	89	116
Charges de personnel	671	684	952	1 945	2 492	3 388	4 610	5 645
DAP nettes	40	48	- 24	88	85	163	201	234
Autres charges	- 6	- 3	- 9	- 9	- 12	- 17	- 23	- 30
Valeur ajoutée	911	1 329	1 671	2 516	3 340	4 496	6 300	8 200
<i>Taux de valeur ajoutée</i>	67,9%	62,2%	67,7%	81,9%	83,0%	81,7%	82,7%	83,0%
Excédent Brut d'Exploitation	232	624	699	544	813	1 060	1 623	2 468
<i>Marge d'EBE (EBE/CA)</i>	17,3%	29,2%	28,3%	17,7%	20,2%	19,3%	21,3%	25,0%
Résultat opérationnel	179	570	705	437	704	864	1 376	2 175
<i>Marge opérationnelle (ROP/CA)</i>	13,3%	26,7%	28,6%	14,2%	17,5%	15,7%	18,1%	22,0%
Résultat financier	- 17	- 9	0	8	13	20	33	59
Résultat courant avant impôt	134	561	721	445	716	884	1 409	2 234
Résultat exceptionnel	- 28	- 1	16	0	0	0	0	0
Impôts sur les sociétés	45	185	238	141	232	288	463	744
<i>Taux d'IS apparent</i>	33,6%	33,0%	33,0%	31,8%	32,4%	32,5%	32,8%	33,3%
Résultat net	89	376	483	304	485	597	947	1 489
<i>Marge nette</i>	6,6%	17,6%	19,6%	9,9%	12,0%	10,8%	12,4%	15,1%

Source : Société, estimations d'Euroland Finance

BILAN

	2008	2009	2010	2011e	2012p	2013p	2014p	2015p
Immobilisations incorporelles	0	27	34	74	64	254	194	134
Immobilisations corporelles	18	29	31	66	64	68	82	98
Immobilisations financières	8	14	91	91	91	91	91	91
Ecart d'acquisition	0	0	0	0	0	0	0	0
Autres actifs non courants	0	0	0	0	0	0	0	0
Actifs non courants	26	71	157	232	219	414	367	324
Stocks et en-cours	38	30	62	77	101	138	190	247
Clients et comptes rattachés	549	1 052	1 277	1 558	1 869	2 321	2 870	3 405
Autres actifs courants	44	77	53	61	80	110	152	198
Actif circulant	631	1 159	1 393	1 696	2 050	2 569	3 212	3 850
VMP et trésorerie	59	41	427	458	872	1 204	2 164	3 705
Total Actif	717	1 271	1 977	2 387	3 141	4 187	5 744	7 879
Capitaux propres part du groupe	120	496	979	1 282	1 767	2 364	3 310	4 799
Passifs non courants hors dettes financières	25	68	8	8	8	8	8	8
Emprunts et dettes financières	59	199	145	120	116	112	107	104
<i>Dont part à moins d'un an</i>	<i>53</i>	<i>199</i>	<i>125</i>	<i>104</i>	<i>104</i>	<i>105</i>	<i>103</i>	<i>100</i>
Dettes fournisseurs	137	187	151	108	132	190	247	310
Autres passifs courants	375	321	694	869	1 119	1 514	2 072	2 658
Total Passif	717	1 271	1 977	2 387	3 141	4 187	5 744	7 879

Source : Société, estimations d'Euroland Finance

TABLEAU DE FLUX DE TRESORERIE

	2008	2009	2010	2011e	2012p	2013p	2014p	2015p
Marge Brute d'autofinancement	123	440	438	355	521	693	1 056	1 604
Variation de BFR	- 34	532	- 103	172	79	66	29	- 12
Flux net de trésorerie généré par l'activité	157	-92	541	183	442	628	1 028	1 616
Acquisition d'immobilisations	- 6	- 60	- 43	- 127	- 24	- 291	- 64	- 72
Cession d'immobilisations	0	0	20	0	0	0	0	0
Variation de périmètre	0	0	0	0	0	0	0	0
Investissements financiers nets	1	- 6	- 77	0	0	0	0	0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-5	-67	-100	-127	-24	-291	-64	-72
Augmentation de capital	0	0	0	0	0	0	0	0
Emission d'emprunt	0	0	22	0	0	0	0	0
Remboursement d'emprunt	- 92	140	- 76	- 25	- 4	- 4	- 5	- 3
Dividendes versés	0	0	0	0	0	0	0	0
Flux de trésorerie liés au financement	-92	140	-54	-25	-4	-4	-5	-3
Variation de trésorerie	59	- 19	386	31	414	332	959	1 542
Trésorerie d'ouverture	0	59	41	427	458	872	1 204	2 164
Trésorerie de clôture	59	41	427	458	872	1 204	2 164	3 705

Source : Société, estimations d'Euroland Finance

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrats de liquidité	Contrat Eurovalue*
Conseil lors de l'introduction sur le Marché Libre en avril 2011	Non	Non	Oui	Oui	Oui

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Finance s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Finance, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre.

Il est important de noter qu'EuroLand Finance conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Finance à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

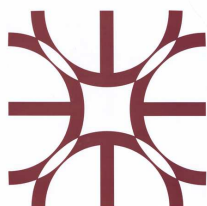
EuroLand Finance attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la société objet de la présente étude, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Finance dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans un quelconque titre financier émis par la société mentionnée dans la présente étude, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Finance, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

EuroLand Finance est une entreprise d'investissement agréée par le Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement (CECEI). En outre l'activité d'EuroLand Finance est soumise à la réglementation de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). EuroLand Finance a mis dans ce cadre en place des procédures appropriées de séparations des activités visant en particulier à prévenir les conflits d'intérêt entre ses activités de Recherche et ses autres activités. Ces « Murailles de Chine » peuvent être détaillées sur demande auprès du Responsable de la conformité. A la date de cette publication, EuroLand Finance peut être en conflit d'intérêt avec l'émetteur mentionné. En particulier, il se peut ainsi que EuroLand Finance ou toute personne morale ou physique liée, leurs dirigeants, leurs représentants légaux ou leurs salariés aient investi pour leur propre compte ou agissent ou envisagent d'agir, dans les douze mois à venir, en tant que conseiller, apporteur de liquidité, teneur de marché d'une des sociétés mentionnées dans cette publication.

Aucune partie de la présente étude ne peut être diffusée ou reproduite de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Finance. Ce document ne peut être distribué au Royaume-Uni qu'aux seules personnes autorisées ou exemptées au sens du UK Financial Services Act 186 ou aux personnes du type décrit à l'article 11(3) du Financial services Act. La transmission, l'envoi ou la distribution de ce document sont interdits aux Etats-Unis ou à un quelconque ressortissant des Etats-Unis d'Amérique (au sens de la règle « S ») du U.S. Securities Act de 1933).

EuroLand Finance



CONTACTS ANALYSE :

Benjamin Le Guillou : 01 44 70 20 74
Avec la participation de Laure Pédurand : 01 44 70 20 78

CONTACTS EMETTEURS :

Cyril Temin : 01 44 70 20 83
Julia Bridger : 01 44 70 20 84
François Chauvel : 01 44 70 20 79

CONTACTS INVESTISSEURS :

Nisa BENADDI : 01 44 70 20 92