



Internet

Alternext

Alternext Shares

Weborama

Initiation de couverture

Pionnier dans le Marketing on-line

EDITORIAL

Weborama est spécialisé dans les prestations de marketing sur Internet à destination des annonceurs, des agences de communication et des éditeurs de sites web.

La société a été créée en 1998 avec le lancement du site www.weborama.fr, premier classement de sites web francophones. Fort de sa maîtrise de la mesure du trafic sur Internet, Weborama a lancé un logiciel professionnel de mesure d'audience appelé WReport. La réussite de Weborama s'est également construite sur deux actifs principaux qui offrent au groupe un avantage concurrentiel : un réseau de plus de 60 000 sites actifs et une base de données, appelée Wousdat, contenant plus de 22 millions de profils marketing d'internautes ayant navigué sur les sites du réseau. Fort de ces deux actifs, Weborama propose aujourd'hui aux annonceurs un ensemble de technologies et de services complémentaires de ciblage/diffusion de campagnes de communication sur Internet et de mesure/analyse des investissements publicitaires.

En 2006, le groupe a réalisé (principalement en France) un chiffre d'affaires proche de 3,8 M€ en progression de 48% et devrait publier un résultat opérationnel proche de 1,4 M€.

Au 29 Janvier 2007

Capitalisation : 26,2 M€
 Nombre de titres : 2 783 845 titres
 Volume moyen / 6 mois : 2 679 titres
 Extrêmes / 12 mois : 5,80 € / 8,19 €
 Rotation du capital / 6 mois : 12,5 %
 Flottant : 23,7 %
 Bloomberg : ALWEB FP
 Code ISIN : FR 0010337444
 Reuters : ALWEB.PA

Évolution du cours et des volumes sur 7 mois**A noter !**

Valeur d'entreprise 21,0 M€

En 2007e

VE/CA 3,9x
 VE/REX 10,2x
 PER corrigé 17,3x

En 2008e

VE/CA 3,0x
 VE/REX 10,3x
 PER corrigé 12,8x

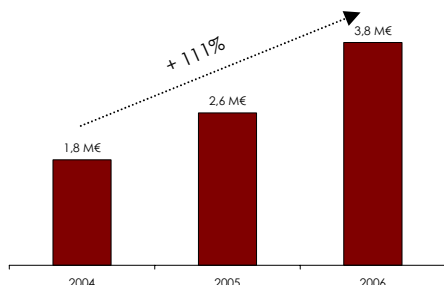
OVERVIEW**Actionnariat***

Fondateurs 64,3 %
 Dirigeants 12,0 %
 Public 23,7 %

*Fully diluted

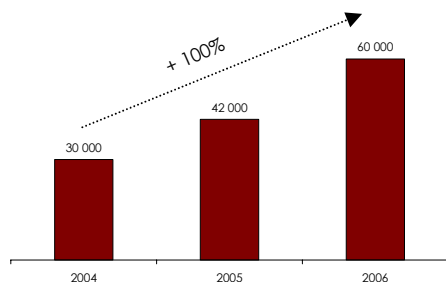
Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> Pionnier dans le marketing on-line Un réseau de plus de 60 000 sites actifs Une base de données de plus de 22 millions d'internautes Propriétaire de ses technologies : WReporte, WPerformance, Adperf, W-in-Text... 	<ul style="list-style-type: none"> Une seule filiale étrangère La société n'a toujours pas utilisé le cash levé lors de son introduction en bourse (3,5 M€)
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> Forte croissance des investissements publicitaires sur Internet (+46% en 2007, selon AD baromètre). Développement international du groupe 	<ul style="list-style-type: none"> Réduction des prix de ventes La concurrence est représentée par des acteurs de taille internationale et aux moyens bien supérieurs

Croissance du chiffre d'affaires de Weborama



Sources : Euroland Finance, société.

Croissance du nombre de sites actifs membre du réseau Weborama



Sources : Euroland Finance, société.

Le bon message à la bonne personne



Weborama est spécialisé dans les prestations de marketing sur Internet à destination des annonceurs, des agences de communication et des éditeurs de sites web.

La société a été créée en 1998 avec le lancement du site www.weborama.fr, premier classement de sites web francophones. Fort de leur maîtrise de la mesure du trafic sur Internet, les fondateurs de Weborama, François Chassaing, Sunny Paris et Rodolphe Rodrigues, lancent en 1999 un logiciel professionnel de mesure d'audience appelé Weboscope. Véritable pionnier de la mesure d'audience sur Internet, Weborama propose aujourd'hui aux annonceurs un ensemble de technologies et de services autour des campagnes publicitaires on line : ciblage/diffusion, mesure/analyse, et conseil.

La réussite de Weborama est basée sur deux actifs principaux qui offrent au groupe un avantage concurrentiel de taille :

1/ Depuis sa création, Weborama a constitué un réseau de plus de 60 000 sites actifs. Ce réseau est l'une des plus importantes communautés de sites web de l'Internet francophone et capte environ 40% de la population des internautes français en rythme mensuel (soit environ 10 millions de visiteurs unique par mois).

2/ Grâce à des procédés brevetés d'analyse du comportement des internautes naviguant sur les sites du réseau, Weborama a constitué une base de données contenant 22 millions de profils marketing d'internautes. Cette base de données, appelée **Wousdat**, permet d'associer, à tout internaute qui a navigué sur son réseau le réseau de sites de la société, un profil socio-démographique et ses centres d'intérêt.

Ciblage et diffusion : 60% (y compris l'activité conseil) du CA global 2006

C'est en 2002 que le groupe a fait évoluer son business modèle en intégrant une composante publicitaire. Weborama propose aux acteurs de la communication sur Internet des prestations de ciblage et de diffusion de campagnes publicitaires. Grâce notamment au développement de son propre réseau de sites web, Weborama peut diffuser et commercialiser (via C-Marketing) des campagnes publicitaires sur plus de 100 000 sites Internet.

- Le réseau Weborama (60 000 sites) ;
- Le réseau eStat (environ 40 000 sites) ;
- Les réseaux Ulimit et EJS (plus de 15 000 sites).

Dans le domaine de la publicité sur Internet, les « adservers » correspondent à la brique indispensable à la diffusion des campagnes. Les serveurs « annonceurs » stockent toutes les créations publicitaires d'une même campagne et les envoient aux différents serveurs « éditeurs » en fonction des paramètres du plan media. Ceux-ci les insèrent dans les pages des sites qu'ils gèrent. Pour son activité ciblage et diffusion, Weborama a développé deux outils : Adperf et Aimfar.

Lancé sur le marché en 2006 par Weborama, **Adperf** est dédié aux annonceurs. Il permet la mise en ligne, la diffusion centralisée et le suivi de tous les éléments d'une campagne publicitaire pour le compte d'un annonceur ou de son agence.

Aimfar est le serveur « éditeur » du groupe. Il diffuse environ 7 millions d'éléments publicitaires par jour, déployés sur plusieurs réseaux qui regroupent au total plus de 100 000 sites.

Grâce à l'intégration de la base de données Wousdat, Aimfar peut diffuser des campagnes publicitaires ciblées : les annonceurs peuvent choisir leurs cibles marketing et leurs campagnes ne sont alors diffusées qu'aux internautes

Mesure et analyse : 40% du CA global 2006

Depuis 1999 et le lancement de **Weboscope Audience**, la société offre des solutions de mesure et d'analyse d'audience qui permettent d'étudier en détail le comportement des visiteurs d'un site ou d'un groupe de sites web. Weboscope Audience permet aux éditeurs de sites Internet de mesurer le trafic de leur site, grâce au suivi en temps réel de 150 indicateurs. Ces données permettent ainsi d'évaluer l'attractivité d'un site ainsi que les pages les plus consultées. En 2005, Weborama a lancé **WReport**, la nouvelle version de l'outil de mesure d'audience. L'offre de weborama se compose de quatre produits destinés à répondre aux besoins des différents éditeurs :

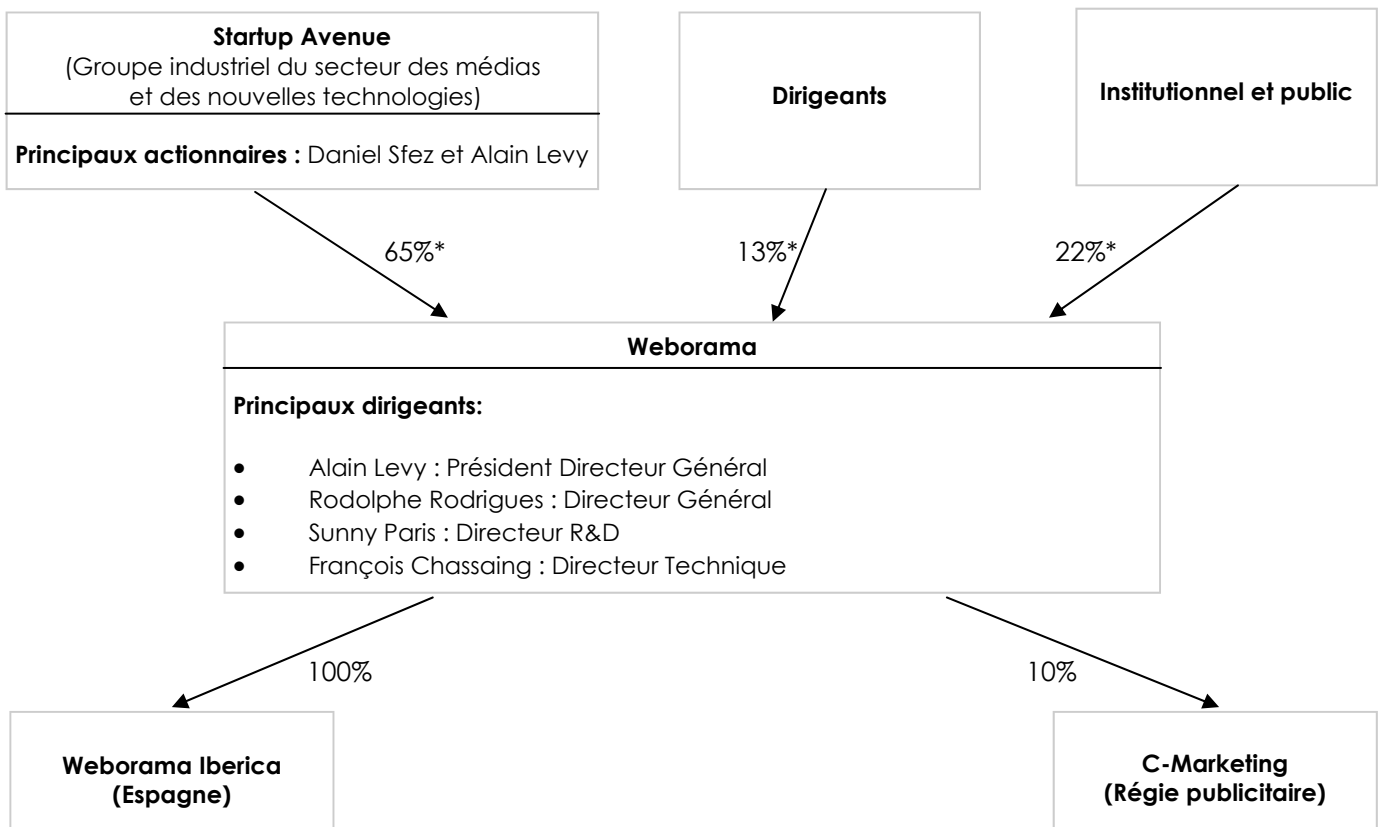
- Weboscope Trafic : Offre aux TPE-PME une première approche de la qualité globale d'un site web.
- Weboscope Intranet : Version de Weboscope pour les Intranets.
- WReport : Solution de mesure d'audience dite « de nouvelle génération » et qui a succédé à Weboscope Audience.
- WReport Content : Version de WReport adaptée aux sites à forts volumes.

Les logiciels Weboscope / WReport ont le label OJD (Organisme de référence de la mesure d'audience des médias) depuis 2000.

En 2004, Weborama a décidé de compléter son offre en lançant un logiciel de mesure de performance des campagnes de publicité sur Internet : **WPerformance**. Ce logiciel permet à chaque annonceur de suivre tous les types d'actions marketing sur Internet (bannières, e-mailing, liens sponsorisés, ...) et d'avoir une vision synthétique de la performance d'ensemble de chaque action de communication. WPerformance enregistre les clics des internautes exposés à ces différentes actions, ainsi que l'éventuelle transformation (achat, inscription,...) qui suit, afin de mesurer et comparer l'efficacité de chacune de ces actions.

Les services de mesure et d'analyse de la performance des sites ou des campagnes sur Internet de Weborama sont commercialisés sous la forme d'abonnement annuel aux logiciels de Weborama. Ces abonnements font l'objet de reconductions annuelles. Ils sont mis à disposition des annonceurs en tant qu'applications hébergées (« Application Service Provider » ou ASP).

Organigramme



*Fully diluted
Source: WEBORAMA

OPPORTUNITES & CONCURRENCE

Métiers de Weborama		
	Ciblage et diffusion	Mesure et analyse de performance
Cible commerciale	Annonceurs (exemple : Cetelem, Audi, BNP paribas) et agences media via C Marketing (exemple : Carat, WPP, OMD)	Éditeurs de sites (exemple : PSA Automobile, Neuf Telecom, Société générale) et annonceurs de campagnes publicitaires (ex : BNP Paribas, Cegetel, EDF,...)
Caractéristique de l'offre	La diffusion publicitaire se fait grâce à l'outil de diffusion de Weborama Aimfar . Cet adserver est installé sur plusieurs réseaux de sites regroupant plus de 100 000 sites. Grâce à sa base de données Woudsat , Weborama apporte une capacité de ciblage permettant aux annonceurs de s'adresser aux internautes correspondant à la cible marketing souhaitée. Adperf est le propre serveur bannière développé par Weborama. Il simplifie le processus traditionnel en permettant aux annonceurs de contrôler la diffusion de leur message sans passer par un serveur bannière d'une agence media.	Les outils propriétaires développés (Weboscope et WReport) permettent un suivi en temps réel de 150 indicateurs relatifs au trafic sur un site Internet et Intranet permettant une mesure efficace de l'audience. Pour compléter la mesure d'audience, Weborama propose son logiciel d'évaluation de l'efficacité des campagnes publicitaires (Wperformance). Ce logiciel permet de suivre tous les types d'actions marketing sur Internet et d'avoir une approche synthétique de la performance d'ensemble des campagnes.
Concurrence	Sur le marché de la diffusion de la publicité sur Internet, l'objectif de Weborama n'est pas de rentrer en concurrence frontale avec les leaders du secteur que sont DoubleClick, Smart Adserver ou OpenAdStream. Weborama propose aux annonceurs de maîtriser eux-même la diffusion et le ciblage de leurs campagnes. Adperf est le seul outil destiné aux annonceurs et W-in-text est l'un des pionniers dans la commercialisation de la nouvelle génération de liens sponsorisés.	Le marché de la mesure d'audience se partage entre 3 acteurs (qui représentent environ 80% du marché) : Xiti, Estat et Weborama De nouveaux entrants s'annoncent: Google Analytics, Omniture ou encore Nedstats.
Opportunités	Forte croissance de l'e-pub (+46% en 2007), notamment due à : <ul style="list-style-type: none"> • Un taux de pénétration de l'Internet au sein des foyers en constante progression, • L'e-commerce qui décolle et booste la communication publicitaire on line. • Un secteur de la consommation, gros annonceur, qui commence à intervenir sur le marché. 	Avènement en France du marché des Webanalytics (grâce à la croissance de l'e-pub). Éditeurs et annonceurs ont de plus en plus besoin d'analyser la performance de leurs investissements. La mesure d'audience et la mesure de performance sont des marchés appelés à une forte croissance (prévision +50% par an).
CA potentiel	L'activité diffusion/ciblage devrait représenter près de 2,0 M€ de CA en 2006, soit environ 46% de l'activité globale de Weborama. En 2007, plus qu'une augmentation significative du nombre de clients, le groupe prévoit une hausse des budgets des grands comptes. Ainsi, nous anticipons une croissance de 30% de l'activité sur l'exercice en cours.	En 2006, l'activité mesure/analyse devrait afficher un niveau de croissance proche de 40% à 1,5 M€. Néanmoins en 2007, malgré la forte croissance du marché attendue (+50%), nous pensons que l'arrivée de nouveaux acteurs et le service gratuit de Google devrait ramener la croissance de CA de cette activité chez Weborama à 30% sur cette période.

FAITS MARQUANTS ●

L'année 2006 aura été marquée par une accélération du développement du groupe.

Introduction en Bourse et Augmentation de capital au mois de juin 2006

Weborama a décidé de s'introduire à la bourse de Paris avec pour objectif de lever des fonds (3,5 M€ net) pour financer son développement par croissance externe, notamment. A partir de ses métiers existant (mesure d'audience et diffusion publicitaire), Weborama met en place une stratégie de « build up » visant à accroître ses compétences dans les métiers connexes afin d'apporter une offre plus large dans le domaine du marketing on line. Le titre est inscrit sur le marché Alternext depuis le 27 juin 2006 et a gagné plus de 18% en 2006.

Nouveaux produits Adperf et W-in-text.**Adperf**

En mars 2006, Weborama a lancé son propre adserver à destination des annonceurs, l'Adperf, qui permet notamment la mise en ligne et la diffusion des messages (textes, vidéo et son) sur les sites Internet cibles. Cet outil est également doté de la technologie WPerformance, qui permet la mesure et l'analyse des performances des campagnes publicitaires. Le modèle économique de l'Adperf repose sur une facturation au volume de diffusion (CPM).

W-in-text

En 2006, les équipes de R&D de Weborama ont mis au point une technologie permettant aux annonceurs d'afficher des bannières profilées (texte, image, vidéo) en fonction des mots-clés « survolés » par la souris de l'internaute. Le W-in-text est une nouvelle génération de liens sponsorisés intégrés au corps de texte (vs en marge traditionnellement) qui rencontre un fort succès aux USA. Le modèle économique de ce produit repose sur la commercialisation des clics effectués sur les bannières (CPC). Compte tenu de la priorité laissée au développement d'Adperf, la commercialisation de W-in-Text auprès des éditeurs de site Internet, initialement prévue en septembre 2006, a été retardée au mois janvier 2007.

PERSPECTIVES STRATEGIQUES

Depuis 1999, Weborama façonne son modèle économique autour du marketing on-line. Ainsi, à moyen terme la stratégie du groupe s'articulera autour de trois axes : 1/ à l'instar de l'Adperf, développer de nouveaux produits en interne ou éventuellement par croissance externe, 2/ conquérir les territoires voisins encore peu concurrentiels et 3/ développer la commercialisation de la base de données Wousdat.

1/ Étoffer son offre de produits et services

L'offre de produits et de services de Weborama peut paraître aujourd'hui très étoffée, néanmoins le marché du marketing on-line et le comportement des internautes évoluant à grande vitesse, le groupe devra continuer de développer de nouveaux produits pour rester compétitif. Ainsi à l'image du W-in-text, l'un des principaux objectifs du groupe est de développer son offre de produits autour du marketing on-line. L'élargissement du domaine de compétence du groupe pourra se réaliser en interne avec les équipes de R&D et/ou par des opérations de croissance externe. Depuis l'augmentation de capital lors de l'introduction en bourse en juin dernier, Weborama est dans une situation financière favorable pour réaliser ce type d'opérations. Dans ce cadre de campagnes publicitaires on-line, nous pensons que le groupe pourrait offrir un service de réalisation/création de bannières publicitaires.

2/ Développement international

Depuis le mois d'août 2005 le groupe est implanté en Espagne. Weborama y propose les mêmes services qu'en France. En 2006, la filiale espagnole «Weborama Iberica» devrait réaliser un chiffre d'affaires supérieur à 0,1 M€ et un résultat net proche de l'équilibre. Le groupe a choisi de s'implanter en Espagne, le marché y étant encore peu concurrentiel et présentant un fort potentiel de croissance. De la même manière, Weborama pourrait s'implanter par croissance externe ou développement interne dans d'autres pays où le marché du marketing on-line est encore jeune (ex : Grèce, Italie..). L'international est stratégique pour Weborama puisqu'à terme, les ventes hors de France pourraient constituer un relais de croissance important. Au vu des transactions dans le secteur et du coût de développement de la filiale ibérique (3 personnes sur places), la trésorerie disponible de Weborama (5,0 M€) devrait permettre au groupe de s'implanter rapidement dans de nouveaux pays.

3/ Développer la commercialisation de Wousdat

Weborama dispose de l'une des bases de données les plus importantes en termes d'internautes. Dénommée Wousdat, cette base de données regroupe plus de 22 millions de profils marketing (multicritères) d'internautes. Pour le moment, le groupe commercialise cette base via la régie C-Marketing, dont il détient 10% du capital. Néanmoins, nous pensons que Weborama pourrait être amené à la commercialiser auprès d'autres régies afin de toucher plus d'autres éditeurs.

PERSPECTIVES FINANCIERES

A la suite de la publication du CA des 9 premiers mois de l'année 2006 en progression de 47% à 2,75 M€, un contact société nous a permis d'affiner la stratégie du groupe et ses perspectives financières.

Nous anticipons ainsi :

- un CA 2007 en croissance de plus de 40% à 5,3 M€.
- un niveau de marge opérationnelle supérieur à 35% .
- la poursuite du développement des activités à fort potentiel de croissance.

Un exercice 2007 qui sera marqué par la forte croissance de l'investissement publicitaire sur Internet...

Derrière la télévision, Internet est le deuxième média (25% du temps média) et pourtant l'ensemble des investissements réalisés sur la toile ne représente que 5% des dépenses publicitaires en France. Avec une croissance des investissements publicitaires sur Internet encore attendue au delà de 40% en 2007, l'écart entre la proportion des investissements publicitaires on-line et le temps média Internet devrait progressivement se combler sur les 5 prochaines années. Nous pensons qu'il existe encore beaucoup de grands groupes (au budget publicitaire important) qui ne sont pas encore présents sur la toile. C'est le cas notamment dans le secteur de la grande consommation. Portée par la forte croissance du e-commerce (12 Mds € en 2006 en France), la communication sur Internet devrait continuer son ascension et profiter à Weborama. Le groupe devrait privilégier en 2007 l'augmentation des budgets des clients existants plus que la conquête de nouveaux clients.

... le développement de la filiale espagnole et des nouvelles offres Weborama.

Le groupe est en plein développement et évolue dans un secteur où la réactivité est un élément essentiel à la réussite. Ainsi, Weborama lance en pionnier le W-in-text en France. Ce produit qui rencontre un fort succès outre-atlantique, devrait être l'un des principaux relais de croissance en 2007 et 2008. Les équipes de recherche et développement travaillent également sur la conception de nouveaux produits.

A l'image de sa filiale espagnole, qui devrait accélérer sa croissance (sa contribution actuelle au CA global est proche de 0,1 M€), l'international devrait être également un des principaux relais de croissance d'ici un à deux ans.

Ainsi, nous envisageons la poursuite de la croissance soutenue sur l'exercice en cours. Prenant en compte un chiffre d'affaires annuel de 3,8 M€ en 2006, nous anticipons des ventes 2007 (hors effet périmètre) en progression de 40,0% à 5,3 M€.

Au moins 3 ans de forte croissance

Année	Évolution du CA	Explication
N	+++	<ul style="list-style-type: none"> • Lancement du W-in-Text et développement de la commercialisation des produits en France et Espagne. • Augmentation des budgets publicitaires des clients existants. • Ouverture de nouvelles filiales à l'étranger.
N+1	++	<ul style="list-style-type: none"> • Lancement de nouveaux produits ou services autour du marketing on-line. • Forte croissance des investissements publicitaires sur Internet.
N+2	++	<ul style="list-style-type: none"> • Premiers effets relatifs significatifs des filiales étrangères et forte croissance des investissements publicitaires dans les pays d'Europe du sud. • Relais de croissance des nouveaux produits développés en 2007 et 2008.

Les marges devraient rester à des niveaux élevés

Le développement international et la commercialisation de nouveaux produits nécessiteront un renforcement des effectifs (29 personnes au 31 décembre 2006). Ainsi, le poste « salaires et traitement » devrait rester proche de 60% du CA encore 1 à 2 années, avant de décliner en valeur relative. En revanche, les « autres achats » (principalement le leasing des architectures techniques et les bandes passantes) devraient diminuer proportionnellement au développement de l'activité. Concernant, la politique tarifaire, les produits les plus innovants et les moins concurrentiels génèrent la marge la plus importante. Ainsi, il est nécessaire pour le groupe de développer de nouveaux produits régulièrement. Au total, nous pensons que la marge d'exploitation de Weborama devrait rester à moyen terme sur des niveaux élevés compris entre 35,0% et 40,0%, et devrait évoluer positivement avec la stabilisation de la structure de coût.

Une situation financière saine en vue des prochaines acquisitions.

Depuis son introduction en bourse en juin 2006, la société dispose d'une trésorerie nette positive de plus de 5,0 M€, qui devrait se renforcer grâce à une génération annuelle positive de free cash flow. Ainsi, le groupe dispose désormais de 3 sources de financement en vu d'éventuelles opérations de croissance externe : 1/ le cash disponible, 2/ la dette, et 3/ les titres Weborama.

ELEMENTS DE VALORISATION ●

Le modèle économique des sociétés évoluant sur le marché du marketing et de la publicité sur Internet permet d'y appliquer plusieurs approches de valorisation : 1/ l'actualisation des flux futurs (DCF) , 2/ les comparables boursiers et, 3/ les comparables transactionnels récents du secteur.

Valorisation par l'actualisation des flux : 10,50 €

Nous avons retenu les hypothèses suivantes :

Dette financière nette : -5,5 M€

Depuis son augmentation de capital (3,5 M€) en juin 2006, le groupe n'a pas exploité ses disponibilités financières.

Taux de croissance du chiffre d'affaires : 40% en 2007 et 30% en 2008

Compte tenu de la forte croissance (+46%) attendue en 2007 des investissements publicitaires, nos anticipations nous semblent raisonnables.

Investissement annuel : 0,2 M€

La R&D immobilisée est la principale composante de cet investissement récurrent.

Taux d'imposition normatif : 33%

Période d'actualisation : 2006 à 2010

Nombre d'actions pris en compte : 2 783 845

Détail de calcul du CMPC : 12,50%

Taux sans risque (OAT 10 ans)	3,80%
Prime de risque (source : JCF Group-La Vie Financière)	4,00%
Prime de risque ajustée	6,00%
Bêta endetté	1,45
Coût des capitaux propres	12,50%
Coût de la dette après impôt	4,00%
Coût moyen pondéré du capital	12,50%
Taux de croissance à l'infini	3,00%

Source : Euroland Finance.

Matrice de sensibilité

		Taux de croissance à l'infini				
		2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
C M P C	11,50%	10,77	11,16	11,60	12,10	12,66
	12,00%	10,30	10,64	11,03	11,46	11,95
	12,50%	9,87	10,18	10,52	10,90	11,32
	13,00%	9,48	9,75	10,06	10,40	10,77
	13,50%	9,12	9,37	9,64	9,94	10,28

Source : Euroland Finance.

En prenant compte de tous les éléments ci-dessus, la valeur d'équilibre obtenue par la méthode des DCF ressort ainsi à 10,50 € par action.

Valorisation par les comparables : 11,40 €

Nous avons sélectionné 5 sociétés cotées opérant dans le secteur du marketing et de la communication on line et dont la taille et la capitalisation boursière sont comparables à celle de Weborama.

Comparables boursiers :

Adverline : capitalisation de 32,6 M€

Créé en 1999 et cotée depuis mai 2006, Adverline est une régie publicitaire on-line présente également sur le marché du micropaiement. Son business model consiste à agréger l'audience de plus de 10 000 sites de petite et moyenne taille et de proposer de l'espace sur ces sites sous forme de thématiques à des annonceurs. En 2007, Adverline devrait réaliser un chiffre d'affaires proche de 14,4 M€ et un résultat opérationnel de 2,7 M€.

Business Interactif : capitalisation de 75,8 M€

Coté sur l'Eurolist C, Business Interactif est l'un des leaders en France dans le domaine des digital marketing services. Présent sur les marchés de l'e-mailing et du référencement sur Internet, le groupe propose aussi un service de tracking et de mesure de la performance. Le groupe est doté d'une plateforme d'outils qui lui permet de suivre le trafic et d'analyser en temps réel l'audience des sites de ses clients. En 2007, Business Interactif devrait élever son niveau d'activité à 38,4 M€ et sa marge opérationnelle à 18,1%.

1000Mercis : capitalisation de 91,4 M€

Coté sur Alternext depuis quelques mois seulement, 1000Mercis est spécialisé dans les prestations de marketing et de publicité interactifs. Le marketing interactif (53 % du CA 2004-2005), allant de la création du site Internet à l'élaboration d'études de segmentation et la réalisation de programmes de fidélisation des clients. La publicité interactive (47% du CA), activité assurée au travers du programme Elisa, consiste en la commercialisation des bases de données clients auprès des annonceurs. Du fait de ses 2 activités, 1000mercis a une marge brute très élevée (83 % en 04/05 sur le CA total et 65 % sur l'activité publicité interactive).

Maximiles : capitalisation de 43,6 M€

Depuis sa cotation sur Alternext au mois de juin 2005, le titre Maximiles a gagné 60,0%. Le groupe est spécialisé dans la conception et la commercialisation de programmes personnalisés ou multi enseignes de fidélisation sur Internet. Le consensus anticipe en 2007 un niveau de chiffre d'affaires proche de 13,7 M€ et un résultat opérationnel de 2,8 M€.

Netbooster : capitalisation de 51,0 M€

Créé en 1998, et cotée sur Alternext depuis l'été 2006, NetBooster est un groupe européen spécialisé dans les prestations de search marketing, présent en France, Grande-Bretagne, Allemagne et Espagne. Ses prestations visent à positionner les sites de ses clients sur les parties gratuites et payantes des moteurs de recherche, sur les positions les plus visibles. Le groupe déploie les offres de liens sponsorisés, trafic au pay per click et de consulting. En 2007, Netbooster devrait réaliser un chiffre d'affaires de 30,5 M€ et un résultat opérationnel de 4,4 M€.

Ratios des comparables boursiers

	VE/CA 07	VE/CA 08	VE/REX 07	VE/REX 08	PER 07	PER 08
Adverline	2,4	1,8	14,7	15,3	22,9	14,4
Business Interactif	1,8	1,6	10,1	12,1	18,2	13,1
1000Mercis	5,8	4,8	12,9	19,6	23,8	21,8
Maximiles	2,7	2,1	13,1	15,7	26,0	18,6
Netbooster	1,6	1,2	11,1	13,4	19,3	13,9
Moyenne des comparables	2,9	2,3	12,4	15,2	22,0	16,4
Weborama	3,9	3,0	10,2	10,3	17,8	12,8

Sources : Euroland Finance, JCF au 29/01/07.

Nous avons retenu un impôt normatif de 33%, similaire à Weborama, pour l'ensemble des sociétés de l'échantillon ci-dessus. Ainsi, d'après les estimations de chiffre d'affaires et de résultats des exercices 2007 et 2008, la moyenne des comparables valorise aujourd'hui Weborama à 31,8 M€, soit 11,40 € par action.

Valorisation par comparables transactionnels : 12,50 €

Ces 2 derniers mois ont été marqués par 2 OPA très similaires dans le secteur du marketing et de la communication on line.

1/ Publicis-Digitas : 1 300 Md\$

Le quatrième groupe mondial de publicité, Publicis, a lancé en décembre dernier une OPA amicale sur l'agence américaine de communication sur Internet Digitas Inc. L'offre de Publicis porte sur un montant de 1,3 Md\$, soit une prime de 29% par rapport à la moyenne des cours de Digitas sur les 3 derniers mois. Cette offre est pour nous un simple retour à la raison de Publicis. Le leader français de publicité traditionnelle ne pouvait continuer d'ignorer ce marché en pleine effervescence et a fort potentiel de croissance.

1/ AOL-Tradedoubler : 695 M€

Pour se développer sur le marché du marketing interactif en Europe, AOL a offert le 15 janvier dernier 695 M€ aux actionnaires de la société suédoise Tradedoubler. Créé en pleine bulle Internet (1999), Tradedoubler a réalisé un chiffre d'affaires proche de 190 M€ et un résultat opérationnel de 21 M€ en 2006. Spécialisée dans le marketing on line, la société a la particularité de se rémunérer en fonction de la performance effective des programmes d'affiliation mis en place pour ses clients. L'offre d'AOL représente une prime de 20% par rapport à la moyenne des 90 dernières cotations de Tradedoubler.

Nous avons ainsi valorisé Weborama en prenant en compte ces 2 dernières transactions.

Ratios des transactions Publicis-Digitas et AOL-Tradedoubler

	VE/CA 07	VE/CA 08	VE/REX 07	VE/REX 08	PER 07	PER 08
Publicis-Digitas	2,5	2,2	23,9	23,0	34,9	27,0
AOL-Tradedoubler	2,3	1,7	20,0	21,4	30,2	22,9
Moyenne des transactions	2,4	1,9	22,0	22,2	32,6	25,0
Weborama	3,9	3,0	10,2	10,3	17,8	12,8

Sources : Euroland Finance, JCF.

Ainsi, au prix moyen des transactions récentes et après le prise en compte d'une décote de taille de 20%, la valorisation de Weborama ressort à 34,5 M€, soit 12,40 € par action.

CONCLUSION

Weborama est un acteur incontournable de marketing on-line. Ses produits innovants font de lui un pionnier dans son secteur.

Porté par des investissements publicitaires sur Internet en forte progression et de futurs relais de croissance (international et nouveaux produits), le chiffre d'affaires du groupe devrait progresser fortement sur les trois prochaines années (TCAN 2007-2009 : 32%). L'activité de Weborama et son positionnement stratégique lui permettent de réaliser une marge opérationnelle élevée (MO entre 35% et 40%), ce qui positionne Weborama comme l'une des sociétés les plus rentables de la toile.

Notre fair value, issue d'une moyenne entre notre modèle DCF, les comparables et les transactions récentes du secteur, ressort à 11,50 €. Ainsi, au cours actuel, le titre nous semble sous valorisé et présente un potentiel de plus de 22% à court terme. Nous avons une opinion positive sur la société et recommandons ainsi le titre Weborama à l'achat.

COMPTES HISTORIQUES & PREVISIONNELS

En K€	2004	2005	2006e	2007p	2008p
Chiffre d'affaires	1 822	2 567	3 800	5 320	6 916
Résultat d'exploitation	768	1 009	1 422	2 058	2 875
Résultat financier	0	48	81	145	184
Résultat exceptionnel	- 1	- 8	0	0	0
RNPG av. goodwill et exceptionnel	711	807	1 002	1 469	2 039
Résultat net part du groupe	710	799	1 002	1 469	2 039
Actif immobilisé	482	641	641	641	641
<i>dont goodwill</i>	0	0	0	0	0
Actif circulant	979	1 037	1 743	2 440	2 758
Trésorerie	490	833	5 490	6 688	8 845
Total bilan	1 950	2 511	7 874	9 769	12 244
Capitaux propres	1 391	1 723	6 752	8 220	10 259
Emprunts et dettes financières	81	45	45	45	45
Dettes d'exploitation	479	743	1 077	1 504	1 940
Capacité d'autofinancement	826	945	1 202	1 669	2 239
Variation du BFR	131	- 206	372	271	- 118
Investissements opérationnels	205	306	200	200	200
Free Cash Flows opérationnels	490	846	631	1 198	2 157
Marge d'exploitation	42,1%	39,3%	37,4%	38,7%	41,6%
Marge nette avant goodwill	38,9%	31,1%	26,4%	27,6%	29,5%
Rentabilité des fonds propres	51,0%	46,3%	14,8%	17,9%	19,9%
Taux de rotation des actifs	1,9 x	2,7 x	2,9 x	3,4 x	4,7 x
Gearing net	-29,4%	-45,8%	-80,7%	-80,8%	-85,8%
Effectif	nc	16	26	29	32
Charges de personnel / CA	43,3%	45,3%	45,3%	46,0%	45,3%
BNPA av. goodwill et excep. (en €)	ns	ns	0,36	0,53	0,73
BNPA (en €)	ns	ns	0,36	0,53	0,73

++
Une croissance organique du CA supérieure à 48%

+
Des disponibilités en vue de financer d'éventuelles opérations de croissance externe

+
Une marge opérationnelle structurellement élevée : 40%

Source : Euroland Finance

INFORMATIONS PRATIQUES

Weborama

19, rue Clavel
75019 Paris
Tél : 01-53-19-21-40
www.weborama.fr

EuroLand Finance



CONTACT ANALYSE :

Nicolas du Rivau : 01 44 70 20 70

CONTACTS INVESTISSEURS :

Eric LEWIN : 01 44 70 20 91
Laurent CICUREL : 01 44 70 20 75

CONTACTS EMETTEURS :

Cyril TEMIN : 01 44 70 20 80

DETECTION POTENTIELLE DE CONFLITS D'INTERETS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrats de liquidité
non	non	non	oui	oui

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 une quelconque valeur mobilière émise 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.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée 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 1993).