



NexResearch

Marina Ilieva
marina@nexfinance.fr
www.nexresearch.fr
6 septembre 2006

NETBOOSTER

FR0000079683 – ALNBT

FAIR VALUE: 6,6€

Données boursières	K €		2005	2006e	2007e	2008e
Dern. Cours	5,72	Chiffre d'Affaires	8 901	14 642	20 974	26 745
Vol moyen (3m):	1330	Résultat opérationnel	449	1 161	2 102	3 124
Cap. Boursière, M€	30 441,0	Marge opérationnelle	5,0%	7,9%	10,0%	11,7%
Nombre d'actions, M	5 321,9	RN part du Groupe	623	1 438	1 680	2 073
Var. sur 1 an:	5,61/4,66	Marge nette, %	7,0%	9,8%	8,0%	7,8%
VE, M€	25 422,1	BNA dilue, €	0,14	0,27	0,31	0,38
Disponibilités, M€	5 250,3	P/E	36,7	19,8	17,0	13,9
Dettes financières, M€	231,5	VE/CA	2,6	1,6	1,1	0,9

Source : NexResearch

NOTRE OPINION

NOUS INITIONS LA COUVERTURE DE NETBOOSTER ET EN UTILISANT LA MOYENNE PONDEREE DES METHODES DU VE/CA 07, P/E 07 ET DU DCF, NOUS OBTENONS UNE FAIR VALUE DE 6,6€ SOIT 15% AU DESSUS DU DERNIER COURS.

RESUME-CONCLUSION

Netbooster à la recherche d'une croissance rentable

Avec plus de 8 ans d'expérience, une offre complète de services de search marketing et un portefeuille de clients prestigieux, Netbooster, un des leaders européens du référencement des sites internet sur les moteurs de recherche, nous semble bien positionnée pour profiter de l'explosion de la publicité internet en Europe.

Ce segment, encore appelé search engine marketing (SEM) est naissant et fait partie du secteur de la publicité on-line qui est aujourd'hui en pleine expansion. Ce marché a connu une croissance de plus de 70% en 2005 et devrait continuer à progresser considérablement en 2006.

Depuis 2005, le groupe affiche des résultats satisfaisants, en ligne avec le secteur. Les marges sont en hausse. La marge opérationnelle progresse de -5,3% à 5% en 2005 et la marge nette de -10,3% à 7%. Netbooster semble avoir retrouvé durablement le chemin de la croissance rentable stimulé par l'essor de son marché.

Il ne faut pas négliger que Netbooster évolue sur un marché extrêmement concurrentiel où les barrières à l'entrée sont peu nombreuses et les enjeux en terme de rentabilité plutôt intéressants pour les grands groupes du marketing on-line encore peu présents sur ce segment. Dans ce contexte, une érosion des marges dans le secteur n'est pas à exclure sur le moyen terme.

Il faut aussi noter que l'évolution de Netbooster est en grande partie déterminée par le développement des moteurs de recherche et notamment par le niveau d'activité des leaders comme Google ou Yahoo! et tout ralentissement de leur activité aura un impact direct sur le marché du search marketing.

Dans ce contexte, nous sommes positifs sur le titre mais restons prudents dans nos estimations de chiffre d'affaires et de rentabilité dans l'attente de l'évolution future du segment du search marketing.

POINTS FORTS

Des résultats en forte hausse

Au titre du premier semestre de l'exercice 2006, Netbooster ne déçoit pas les investisseurs et affiche un chiffre d'affaires de 6,5M€, en progression de 85% réalisé uniquement en organique. Au cours de l'exercice 2005, le groupe a vu le volume de son activité progresser de plus de 70% et Netbooster retourne dans le vert après quelques années de pertes.

L'introduction en bourse devra permettre au groupe de poursuivre son développement et la levée de fonds a comme objectif principal la réalisation d'opérations de croissance externe pour confirmer sa place de leader sur un marché encore fragmenté et se positionner sur des nouveaux segments de la chaîne du marketing pour accompagner ses clients sur la totalité de leur stratégie publicitaire.

Netbooster se positionne parmi les leaders du SEM

Netbooster est présent non seulement en France, mais aussi en Allemagne, Espagne et au Royaume-Uni. Cette dimension internationale, ainsi que le développement d'une offre complète de services de marketing on-line adaptés à l'évolution des demandes des clients sur un marché encore très volatile, font de Netbooster un des leaders incontestables du SEM. Le groupe travaille avec des marques comme le groupe Danone, La Poste ou encore Procter&Gamble.

Un marché à fort potentiel

Sur le marché naissant des services de search marketing en France, on observe l'explosion des budgets publicitaires consacrés à internet des entreprises françaises parallèlement à la hausse exponentielle du nombre d'internautes en France. Le marché de la publicité on-line a progressé de 74% en 2005 et sa croissance cette année devrait se maintenir à un rythme soutenu. La croissance du segment du search marketing en particulier va dépasser les 60% en 2006. Avec plus de 8 ans d'expérience et un portefeuille de plus de 550 clients, Netbooster nous semble bien positionné pour profiter de l'essor de ce marché récent.

Une cible potentielle

Avec sa taille relativement faible et un savoir-faire considérable dans le domaine du search marketing, Netbooster pourrait s'avérer une cible intéressante pour un des grands groupes de la publicité on-line qui souhaite se positionner sur ce marché naissant à forte valeur ajoutée. Ce marché va bientôt entrer en phase de consolidation et pourra être le lieu d'opérations de rapprochement intéressantes.

RISQUES

Pas de barrières à l'entrée

Le marché du search marketing est un marché assez ouvert à la concurrence. Etant donné que la mise en place des services proposés par les sociétés de SEM ne nécessite pas d'investissement initial lourd ni de technologies propriétaires, l'entrée sur ce segment qui pour l'instant bénéficie d'une rentabilité élevée pourra attirer un grand nombre d'acteurs nouveaux.

De plus, les sociétés de publicité on line ont intérêt à se positionner sur ce marché pour pouvoir bénéficier pleinement du boom investissements des sites dans les « liens sponsorisés » sur ce marché encore récent. Netbooster devra donc non seulement attirer de nouveaux clients par une offre de marketing on-line diversifiée et complète mais aussi les fidéliser pour ne pas voir ses parts de marché se dégrader rapidement.

Un équilibre financier encore fragile

La société vient juste de passer dans le vert après plusieurs années de pertes et malgré la forte progression des résultats au cours de l'exercice 2005 et de ce premier semestre 2006, les marges de Netbooster restent inférieures à celles des leurs principaux concurrents.

Le groupe rencontrait des difficultés financières depuis plus de 5 ans et un plan de continuation a été mis en place début 2005 pour permettre à Netbooster de poursuivre son activité. Le groupe a été obligé de procéder à une augmentation de capital et à des cessions d'actifs pour faire face à ses engagements. L'équipe de direction a également été renouvelée.

La levée de fonds lors de l'introduction devra permettre à Netbooster de consolider sa structure financière, d'autant plus que la société n'a pas d'endettement financier. Néanmoins, les bons résultats de cet exercice nous confortent quant à l'efficacité de ce plan de continuation.

Dépendance des clients et des fournisseurs

Près de 50% du chiffre d'affaires de l'exercice 2005 correspond aux 10 premiers clients de Netbooster et le premier client compte pour 23%. Malgré l'offre de services de SEM personnalisés que crée Netbooster pour fidéliser ses clients, sur ce marché fortement concurrentiel, le groupe a tout intérêt à diversifier son portefeuille clients.

Du côté des fournisseurs, Netbooster travaille principalement avec Google qui est de loin le premier moteur de recherche au niveau mondial avec une part de marché de plus de 64% en 2005. Google Adwords a pesé pour plus de 65% des achats de Netbooster en 2005.

Il ne faut pas oublier que les sociétés de search marketing sont des intermédiaires entre les sites internet et les moteurs de recherche. Ces moteurs de recherche peuvent directement vendre des mots-clés ou des « liens sponsorisés » sans que leurs clients soient obligés de passer par des sociétés de search marketing.

De plus, l'activité de Netbooster est fortement corrélée à celle des moteurs de recherche avec lesquels il est amené à travailler, ainsi qu'à la part des budgets publicitaires de ses clients consacrée à Internet. Et Google a récemment annoncé un ralentissement de la croissance de ses activités, ce qui est un avertissement à ne pas négliger puisqu'il aura un impact direct sur l'évolution de Netbooster.

VALORISATION

EN UTILISANT LA MOYENNE PONDEREE DES METHODES DU VE/CA 07 , P/E 07 ET DU DCF, NOUS OBTENONS UNE FAIR VALUE DE 6,6€ SOIT 15% AU DESSUS DU DERNIER COURS.

	Poids	Fair Value
DCF	50%	5,5 €
Valorisation VE/CA 07	25%	9,8 €
Valorisation par P/E 07	25%	5,4 €
Fair Value		6,6 €

DCF

Coût moyen pondéré du capital (WACC)	
Cours, €	5,72
Nombre d'actions, milliers	5 321,9
Capitalisation, K€	30 441,0
Dettes moyens et long terme, K€	231,5
Facteur bêta	1,5
Prime de risque du marché	7,0%
Taux sans risque	4,0%
Coût des capitaux propres	14,5%
Part des fonds propres dans l'entreprise	99%
Coût de la dette	6,00%
Taux marginal d'imposition	33,33%
Coût de la dette après impôt	4,0%
Part des dettes dans l'entreprise	0,8%
Coût moyen pondéré du capital (WACC)	14,4%
Taux de croissance à l'infini	3,0%

Source : NexResearch

Estimation des FCF, k€	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
CA	14 642	20 974	26 745	29 414	32 349	35 040	37 374	39 243
<i>croissance CA</i>	64,5%	43,2%	27,5%	10,0%	10,0%	8,3%	6,7%	5,0%
EBIT	1 161	2 102	3 124	3 839	4 661	5 001	5 283	5 494
<i>marge EBIT</i>	7,9%	10,0%	11,7%	13,1%	14,4%	14,3%	14,1%	14,0%
EBIT*(1-tax)	1 161	1 690	2 083	2 559	3 108	3 334	3 522	3 663
+ Dotations aux amortissements	403	421	437	444	453	457	462	466
- Investissements nets	150	158	165	174	182	191	201	211
- Augmentation du BFR	633	699	637	294	324	297	258	206
= Free Cash Flow (FCF)	781	1 255	1 718	2 536	3 054	3 303	3 526	3 712
Valeur résiduelle (VR)								33 476

Discounted Cash Flow	
Valeur présente de FCF	11 365
+ Valeur présente de VR	13 038
= Valeur d'entreprise	24 403
- Dettes nettes	-5 019
= Valeur	29 422
Fair Value	5,5 €

Méthode des comparables

Valorisation VE/CA	K€
CA 2007e	20 974
VE/CA comparable, 2007e	2,3
= Valeur d'entreprise	47 208
- Dettes nettes	-5 019
Valeur	52 227
Fair Value	9,8 €

Valorisation P/E

BPA 07E	0,31
P/E Comparables 07E	17,3
Fair Value	5,4 €

Comparables	Cours	Capit, M	VE, M	VE/CA 06	VE/CA 07	PE 06	PE 07
Maximiles	12,45€	43,28€	42,29€	4,60	3,88	23,9	17,3
Business Interactif	5,55€	71,80€	64,37€	2,38	1,63	19,8	11,8
EmailVision	1,83€	32,73€	27,23€	2,65	1,76	26,1	11,4
1000Mercis	19,41€	66,97€	57,97€	8,28	5,68	29,9	20,6
Hi-Média	8,15€	249,59€	229,81€	3,10	2,25	30,2	17,0
Aufeminin.com	23,50€	203,84€	199,01€	14,94	10,36	32,2	25,5
Come & Stay	17,04€	47,8€	47,22€	4,25	2,64	42,6	19,8
Deal Group Media	4,75p	£17,8	£16,19	0,53	0,44	29,7	11,9
Fullsix	8,60€	87,0€	93,94€	1,48	1,31	34,4	23,2
Médiane				3,10	2,25	29,86	17,29

Source : NexResearch

PROFIL DE NETBOOSTER

Activité de Netbooster

Netbooster est une groupe européen créée en 1998 qui est spécialisée dans les services de référencement des sociétés sur les moteurs de recherche internet. Les services proposés par la société visent à positionner les sites de ses clients sur les moteurs de recherche on-line tels que Yahoo! ou Google. Les recherches des internautes se font par mots clés et les résultats de ces recherches sont ensuite classés par pertinence. Le référencement des sites sur les moteurs de recherche peut être gratuit ou payant.

Le business model de ces moteurs de recherche consiste à vendre aux enchères ces mots-clés pour que les sites qui paient au plus cher ces mots clés soient en tête des résultats (les plus consultés par les internautes). C'est ce qu'on nomme les « liens sponsorisés ». Ce marché appelé du « search marketing » est un des segments les plus dynamiques de la publicité on-line et près de 30% du trafic des sites internet français provient des moteurs de recherche.

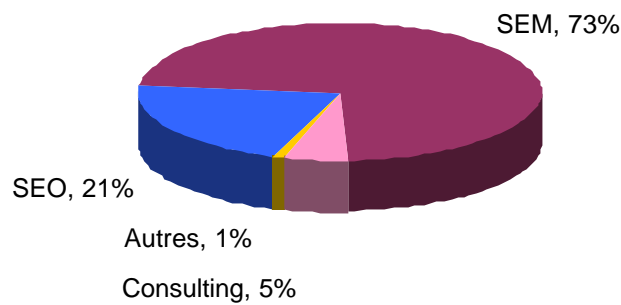
Netbooster qui figure parmi les leaders sur le segment du Search Marketing a développé son offre produits autour de trois axes :

× **Le Search Engine Optimisation (SEO)**: proposer des solutions pour accroître la visibilité des sites de ses clients sur la partie gratuite des moteurs de recherche et suivre l'évolution de la pertinence des mots clés choisi au cours du temps (on sait que les algorithmes des moteurs de recherche sont souvent modifiés). Ces solutions passent par le choix des mots clés les mieux adaptés au contenu du site, l'optimisation des pages, l'inscription sur la partie gratuite des moteurs de recherche et le suivi du trafic, etc.

× **Le Search Engine Marketing (SEM)**: Netbooster est l'intermédiaire entre les sites internet et les moteurs de recherche : vente de liens sponsorisés et achat de mots-clés auprès des moteurs de recherche pour ses clients en fonction de leurs besoins spécifiques ; optimisation de la campagne publicitaire et du ROI des clients grâce à une plateforme technologique développée en interne. Cette plateforme permet de choisir les réseaux de communication les plus adaptés à l'activité de son client, de gérer les enchères auprès des moteurs de recherche pour permettre un ROI optimal et de concevoir les pages de redirection vers le site de son client. Netbooster facture ses clients par abonnement ou en fonction de l'efficacité de leur campagne publicitaire, c'est-à-dire au click.

× **Le Consulting**: offre de prestations dans le domaine du marketing on-line pour accompagner ses clients dans leur stratégie marketing : conseil en e-commerce, monitoring, design des sites, etc.

Répartition des ventes en 2005



Source: Netbooster, nos estimations

Le groupe est présent en France, Royaume-Uni, Espagne et en Allemagne et ses effectifs au 31 décembre 2005 s'élèvent à 45 personnes.

Le Marché du Search Marketing

Le marché du search marketing est un segment qui bénéficie pleinement de l'essor du marché de la publicité on-line. Avec l'accroissement exponentiel du nombre d'internautes en Europe, les entreprises augmentent considérablement la part de leur budget publicitaire dédié à Internet. Le marché de la publicité on-line a explosé en 2005 avec un taux de croissance de plus de 74% contre une baisse constatée chez les médias traditionnelles. Ce secteur à fort potentiel reste sous investi par rapport à son importance croissante dans le quotidien des internautes et le marché du search marketing devra progresser rapidement dans les deux ans à venir.

Le segment du search marketing est un marché en phase de développement et qui reste à l'heure actuelle très fragmenté. Il devrait entrer bientôt en phase de consolidation notamment en raison des économies d'échelle résultant de la structure de coûts (essentiellement fixes, qui décroissent avec la hausse du volume de l'activité) qui caractérise ce type de sociétés.

Avec l'essor des moteurs de recherche et la multiplication des « liens sponsorisés », les entreprises auront de plus en plus besoin d'être en tête des listes de référencement pour attirer des clients. Dans ce contexte, le marché du search marketing sera un marché porteur dans le domaine de la publicité sur internet.

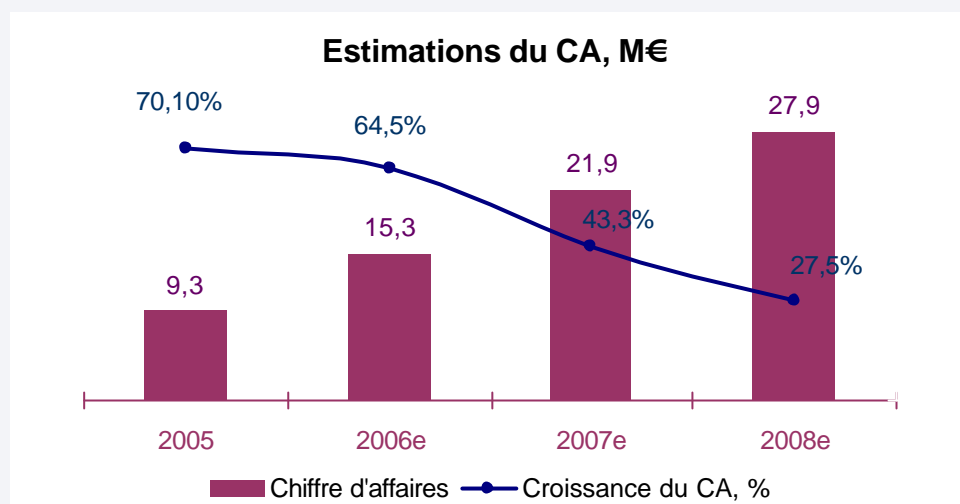
De plus, la démarche de publicité par les « liens sponsorisés » reste relativement bien vue par les internautes puisqu'à la différence des pop-ups ou des banners, ces liens sont la réponse à une recherche ciblée de la part de l'internaute et sont donc moins assimilés à une intrusion non désirée.

Néanmoins, ce marché est très concurrentiel et la forte rentabilité qu'on observe actuellement va décroître à moyen terme avec la pression sur les prix provenant des sociétés de taille plus importante.

Nos projections

	€	2005	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
Prestations de référencement		1 593 679	1 912 415	2 199 277	2 529 169	2 782 085	3 060 294
Prestations de génération de trafic		6 509 081	11 716 346	17 574 519	22 846 874	25 131 562	27 644 718
Prestations de Consulting		457 786	595 122	714 146	821 268	903 395	993 734
Prestations connexes		241 430	313 859	376 631	433 125	476 438	524 082
Autres produits		98 874	103 818	109 009	114 459	120 182	126 191
Chiffre d'affaires		8 900 850	14 641 559	20 973 581	26 744 895	29 413 662	32 349 019
<i>Croissance du CA, %</i>		<i>70,1%</i>	<i>64,5%</i>	<i>43,2%</i>	<i>27,5%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>
Autres produits d'exploitation		385 438	635 523	912 505	1 166 326	1 285 707	1 417 312
Total autres produits		385 438	635 523	912 505	1 166 326	1 285 707	1 417 312
Total produits d'exploitation		9 286 288	15 277 082	21 886 086	27 911 221	30 699 369	33 766 331
Achats consommés		-400	-869	-1 548	-2 360	-3 019	-3 788
Achats et charges externes		-5 802 059	-9 480 169	-13 488 376	-17 083 082	-18 659 171	-20 379 882
Charges de personnel		-2 395 040	-3 825 311	-5 315 711	-6 569 401	-6 995 039	-7 440 274
Impôts et taxes		-58 126	-57 891	-57 891	-57 891	-57 891	-57 891
Dotations aux amortissements		-344 674	-362 783	-362 783	-362 783	-362 783	-362 783
Dotations dépréciations actif circulant		-24 718	-40 660	-58 244	-74 272	-81 683	-89 834
Autres charges		-212 064	-348 837	-499 699	-637 201	-700 785	-770 720
Total charges d'exploitation		-8 837 081	-14 116 521	-19 784 252	-24 786 990	-26 860 371	-29 105 172
Résultat d'exploitation		449 207	1 160 561	2 101 834	3 124 231	3 838 998	4 661 159
<i>Marge d'exploitation, %</i>		<i>5,0%</i>	<i>7,9%</i>	<i>10,0%</i>	<i>11,7%</i>	<i>13,1%</i>	<i>14,4%</i>
Produits financiers		62 575	50 000	45 000	40 000	35 000	30 000
Charges financières		-62 296	-10 000	-7 500	-5 000	-2 500	0
Ecart de conversion		-8 962	0	0	0	0	0
Résultat financier		-8 683	40 000	37 500	35 000	32 500	30 000
Résultat courant		440 524	1 200 561	2 139 334	3 159 231	3 871 498	4 691 159
Produits exceptionnels		226 349	0	0	0	0	0
Charges exceptionnelles		-547 261	-50 000	-50 000	-50 000	-50 000	-50 000
Résultat exceptionnel		-320 912	-50 000	-50 000	-50 000	-50 000	-50 000
Impôts sur les bénéfices		503 200	287 251	-409 124	-1 036 307	-1 273 705	-1 546 898
Résultat net des sociétés intégrées		622 812	1 437 812	1 680 210	2 072 925	2 547 793	3 094 261
Résultat net - part du groupe		622 812	1 437 812	1 680 210	2 072 925	2 547 793	3 094 261
<i>Marge Nette, %</i>		<i>7,0%</i>	<i>9,8%</i>	<i>8,0%</i>	<i>7,8%</i>	<i>8,7%</i>	<i>9,6%</i>
Résultat par action, €		0,14	0,27	0,31	0,39	0,47	0,57
Résultat par action dilué, €		0,14	0,27	0,31	0,38	0,47	0,57

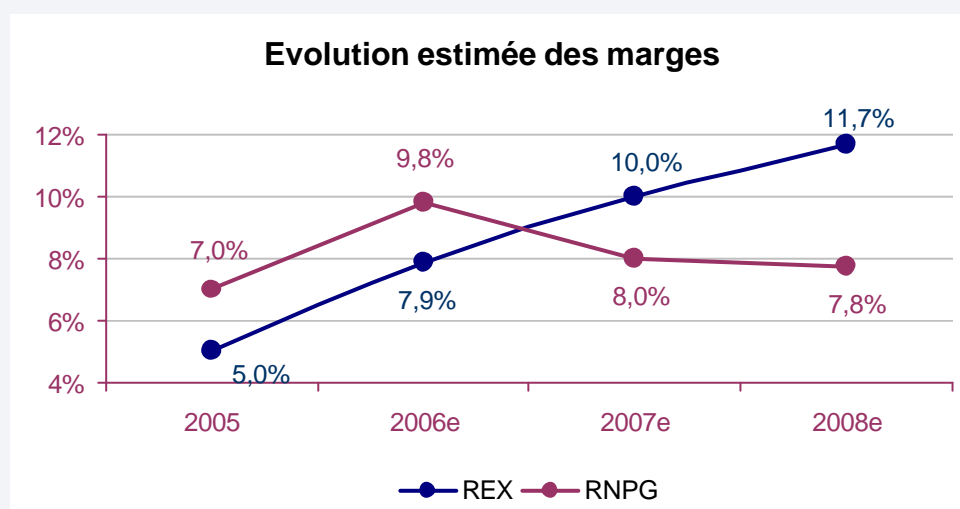
Source : Netbooster, nos estimations



Source: Netbooster, nos estimations

Une forte progression du chiffre d'affaires est attendue en 2006 mais après cette croissance explosive en 2005, le taux de croissance du volume de l'activité de Netbooster aura tendance à se stabiliser pour revenir vers la moyenne du marché du search marketing.

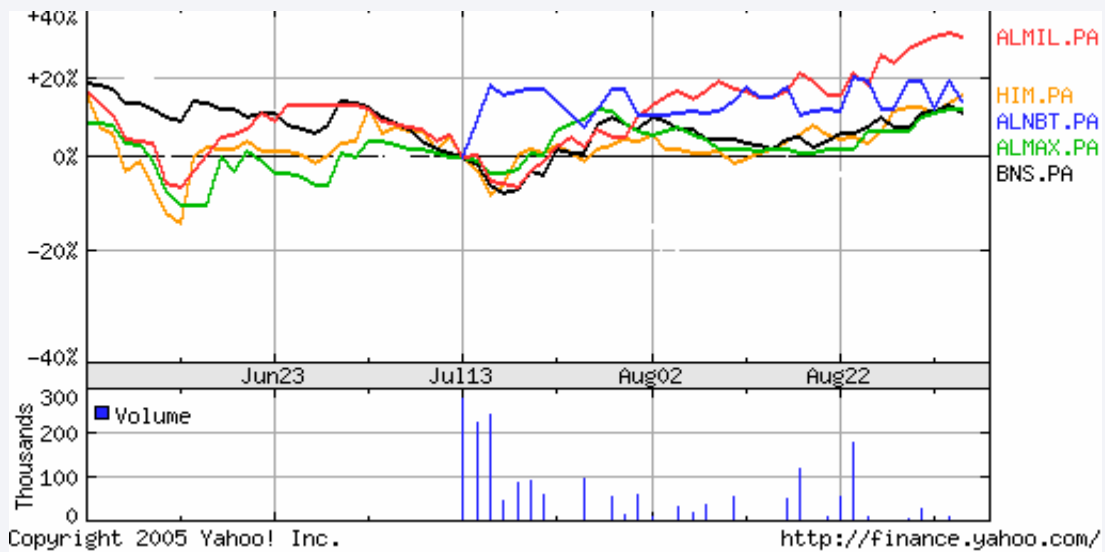
En l'absence de plus de précisions, nous ne prenons pas en compte l'impact d'éventuelles opérations de croissance externe (annoncées lors de l'introduction) sur le chiffre d'affaires et les résultats du groupe.



Source: Netbooster, nos estimations

Les marges continueront à progresser en 2006 et la société nous indique un objectif de marge opérationnelle entre 14% et 15% à l'horizon 2010. La marge nette comporte actuellement l'impact des reports déficitaires dont bénéficie le groupe mais aura tendance à diminuer dans le futur.

Il faut mentionner que la hausse du volume de l'activité aura un impact positif sur le taux de marge opérationnelle de Netbooster puisque la majorité de ses coûts sont fixes et leur impact sera donc moindre.

Titre Netbooster au 5 septembre 2006

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

Vous pouvez trouver plus d'information sur notre site Internet www.nexresearch.fr

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