

## NYSE Alternext Revue Semestrielle

---

Stratégie | Profil des sociétés

Juillet 2013

Publié par Edison Investment Research en partenariat  
avec NYSE Euronext

# Table des matières

Cours au 31 Mai 2013

Publié le 4 Juillet 2013

Stratégie	1		
Profil des sociétés	8		
1000mercis	9	Hybrigenics	76
1855	10	i2S	77
A2micile	11	IDSUD	78
Acces Industrie	12	IntegraGen	79
Acropolis Telecom	13	Intrasense	80
Ada	14	Inventoriste	81
ADTHINK Media	15	ISA	82
AgroGeneration	16	IsCool Entertainment	83
Ales Groupe	17	Keyyo	84
Antevenio	18	LeadMedia	85
Aquila	19	LeGuide.com	86
Arkoon Network Security	20	Les Hotels Baverez	87
Assima	21	Lets Gowex	88
Astellia	22	Login People	89
Auplata	23	MaKheiA Group	90
Auto Escape	24	Mastrad	91
BD Multimedia	25	Maximiles	92
Bernard Loiseau	26	Median Technologies	93
Biosynex	27	MEDICREA International	94
Bricorama	28	MGI Digital Graphic Technology	95
BSB	29	Microwave Vision	96
Budget Telecom	30	Millet Innovation	97
CARMAT	31	Mobile Network	98
Collectis	32	Monceau Fleurs	99
Cerep	33	Moulinvest	100
Clasquin	34	NEOTION	101
CoBrHa	35	Neovacs	102
Cofidur	36	NetBooster	103
Cogra	37	NEXEYA	104
Concoursmania	38	Notrefamille.com	105
CRM Company Group	39	Novacyt	106
Custom Solutions	40	NSE Industries	107
D.L.S.I.	41	Ober	108
Damartex	42	OCTO Technology	109
Deinove	43	Orolia	110
Demos	44	Pairi Daiza	111
Diaxonhit	45	Phenix Systems	112
Dietswell	46	Piscines Desjoyaux	113
DL Software	47	Piscines Groupe	114
Easyvista	48	Poujoulat	115
Emakina Group	49	Poweo Direct Energie	116
Entreparticuliers.com	50	Prodware	117
Environnement SA	51	ProwebCE	118
Esker	52	Qiagen Marseille	119
Eurasia Groupe	53	Relaxnews	120
Eurogerm	54	Richel Serres	121
Europlasma	55	Rougier S.A.	122
Evolis	56	Royalreesink	123
Fashion B Air	57	Sapmer	124
Fontaine Pajot	58	Serma Technologies	125
Gaussin	59	Sical	126
Geci Aviation	60	Sidetrade	127
Genfit	61	Siparex Croissance	128
GenOway	62	Siraga	129
Gevelot	63	Social Mix Media	130
Global Bioenergies	64	Softimat	131
Global Equities CF	65	Solutions 30	132
Gold by Gold	66	Solving Efeso	133
Groupe Guillin	67	Sopheon	134
Groupe Hiolle Industries	68	Spineway	135
Groupe O2I	69	Sporever	136
Groupe Proméo	70	Stadium – Espace Finances	137
H2O Innovation	71	StreamWIDE	138
Harvest	72	STS Group	139
Heurtley Petrochem	73	Theradiag	140
Hitechpros	74	Toolux Sanding	141
Homair	75	Traqueur	142
		Trilogiq	143
		TTI	144
		Turenne Investissement	145
		Tuto4pc.com	146
		TXCOM	147
		UCAR	148
		VDI Group	149
		Velcan Energy	150
		Vergnet	151
		Vexim	152
		Video Futur	153
		Visiomed Group	154
		Vision IT Group	155
		Voyageurs du Monde	156
		Weborama	157
		Wedia	158



**Dominique Cerutti**  
**Président du Directoire d'Euronext NV**

C'est avec grand plaisir que nous renouvelons notre collaboration avec Edison nous permettant ainsi de vous apporter, chers investisseurs, une information et une visibilité sur 150 sociétés cotées sur NYSE Alternext.

Les PME-ETI\*, créatrices de valeur et d'emplois, jouent un rôle majeur dans le dynamisme et le développement économique de la zone euro. Représentant environ 80 % de notre cote, elles sont au centre de la stratégie et des engagements de NYSE Euronext.

En plus de permettre la levée de fonds, la cotation en bourse constitue une formidable opportunité de développer la visibilité et l'attractivité des sociétés. Grâce à l'effort de transparence et aux engagements qu'elle implique, elle a également pour effet de renforcer la crédibilité des entreprises, notamment auprès de leurs clients et prospects.

Créé en 2005, NYSE Alternext est un marché régulé dédié aux petites et moyennes entreprises qui y bénéficient d'exigences réglementaires adaptées et d'un accès simplifié. NYSE Alternext satisfait également les besoins des investisseurs qui y trouvent à la fois de prometteuses sociétés de croissance, une protection et une transparence à la hauteur de leurs attentes. Ces éléments sont en effet indispensables pour permettre aux entreprises de lever les fonds nécessaires à leur croissance et pour s'inscrire ainsi pleinement dans l'économie réelle.

Ce nouveau rapport bi-annuel basé sur les publications annuelles et semestrielles des sociétés cotées a pour objectif de présenter aux investisseurs européens une information concise et complète sur les principales sociétés cotées sur NYSE Alternext, sur leur stratégie, leur industrie et leurs indicateurs de performance financière.

Les entreprises, au travers de la bourse, ont besoin de vous, investisseurs, pour pouvoir pleinement se développer.

Découvrez nos PME-ETI cotées sur NYSE Alternext <https://europeanequities.nyx.com/en>

*\* ETI : Entreprise de Taille Intermédiaire*

**Dominique Cerutti**  
**Président du Directoire d'Euronext NV**



**Neil Shah**  
**Directeur de la recherche**

Bienvenue dans le nouveau format de la revue semestrielle NYSE Alternext.

Suite aux feedback du marché, nous avons étendu la portée de l'analyse dans chaque profil. Les analystes d'Edison ont été en contact avec les 150 sociétés cotées sur NYSE Alternext dont le profil est établi dans cette analyse. Elle vise à fournir aux investisseurs un aperçu des activités, de la stratégie et des derniers résultats financiers de chaque entreprise, ainsi qu'un commentaire sur leur valorisation. Les analystes d'Edison se sont fondés sur les estimations de bénéfices du consensus tout en tenant compte des commentaires reçus par les entreprises quant aux chiffres rétrospectifs et prévisionnels. Deinove, Diaxonhit Global Bioenergies, Hybrigenics, Esker et Neovac sont des clients d'Edison Investment Research et leurs prévisions sont réalisées par nos analystes.

Edison, le cabinet d'intelligence en investissement, est l'avenir de l'interaction des investisseurs avec les entreprises. Notre équipe de plus de 100 analystes et professionnels de l'investissement travaille avec des entreprises, gestionnaires de fonds et banques d'investissement à travers le monde pour soutenir leurs activités sur les marchés de capitaux. Nous fournissons des services à plus de 400 entreprises et investisseurs clients depuis nos bureaux de Londres, New York, Berlin, Sydney et Wellington.

Nous sommes ravis de répondre à tous commentaires/suggestions de nos lecteurs. Pour toutes questions ou informations, veuillez nous contacter au +44 (0)20 3077 5700 ou à [enquiries@edisongroup.com](mailto:enquiries@edisongroup.com)

**Neil Shah**  
**Directeur de la recherche**

---

## Perspectives mondiales: le début de la fin du QE?

### Analyste

Alastair George  
+44 (0)20 3077 5700

[institutional@edisongroup.com](mailto:institutional@edisongroup.com)

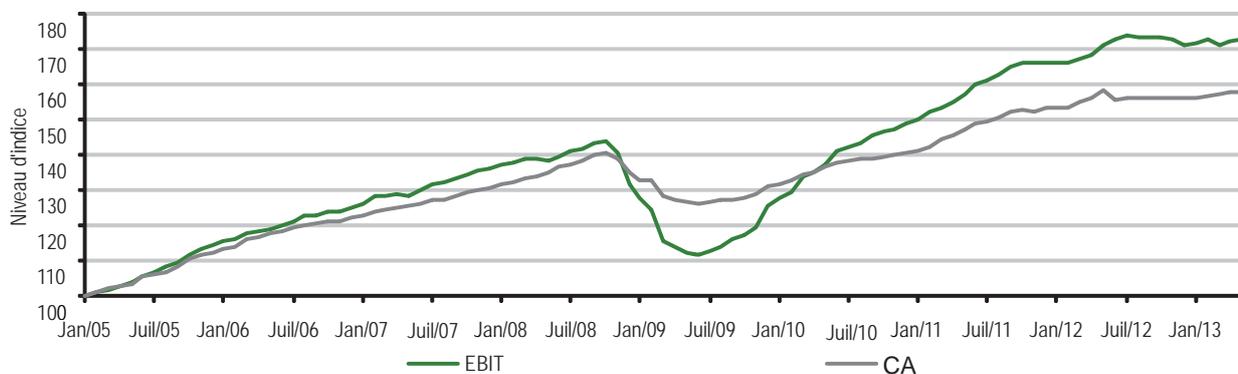
- **Une argumentation simple constitue le point d'ancrage des attentes optimistes.** Les marchés semblent faire valoir que, si les banques centrales impriment de l'argent et que les taux d'intérêt sont faibles, les actions ne peuvent que monter, et cela tant que la situation perdure. La validation empirique de cette théorie de 'liquidité' au cours des six derniers mois peut avoir accru son intérêt pour ceux réfléchissant à court terme.
- **Des bénéfiques à des niveaux surprenants conjugués à un niveau de valorisation bas étaient un argument tout aussi convaincant.** Depuis la crise financière de 2008, de nombreux investisseurs ont été surpris par la solidité de la rentabilité des entreprises dans le contexte d'une activité économique morose. Les grandes entreprises disposant de franchises globales et d'un pricing power ont été en mesure de maintenir leurs marges. Les niveaux de rentabilités conjugués à un réajustement des valorisations excessivement basses en 2009/10 a conduit à une surperformance saisissante des actions sur d'autres catégories d'actifs.
- **À la croisée des chemins.** Le ralentissement de la croissance des bénéfiques, conjugué à un réajustement des marchés actions, nous amène à la croisée des chemins. Les partisans de la théorie de liquidité s'éloignent désormais des investisseurs value. De notre point de vue, bien que nous reconnaissons que l'excédent de liquidité a été le moteur du fort rebond sur les marchés actions, sur le long terme ce qui compte réellement est le rapport entre le cours et les bénéfiques.
- **Dans quelle mesure une nouvelle relance monétaire serait-elle possible ?** L'inflation étant clairement sous contrôle à l'heure actuelle, nous estimons que les limites fondamentales d'une nouvelle relance sont actuellement le développement de bulles spéculatives liées au prix des actifs, la croissance de la masse monétaire et la baisse du chômage aux États-Unis. Au vue de ces indicateurs, le début de la fin du QE est en vue.
- **Il est temps de rechercher la sécurité dans les chiffres.** Nous sommes d'avis que suivre le troupeau sur les flux et reflux hautement visibles de l'activité des banques centrales ne représente pas une stratégie d'investissement. Comme l'a tout récemment démontré la baisse soudaine de 10 % du Nikkei, ceci peut être une nouvelle manifestation de la théorie qui dit qu'il y a toujours plus idiot que soi.
- **S'en tenir à une stratégie prudente et diversifiée.** La faiblesse évidente d'un portefeuille d'un gestionnaire long-only est le rendement extrêmement faible du marché obligataire. Si tentant soit-il de remplacer les revenus obligataires par des dividendes de sociétés de qualité, nous estimons que les niveaux de valorisation indiquent que cette tactique peut être au moins partiellement éculée. À notre avis, la meilleure stratégie dans le contexte actuel est de renoncer au léger coup de fouet donné au rendement que pourrait procurer les actions par rapport aux obligations, et de rester liquide, jusqu'à ce que soit, les rendements obligataires augmentent donnant raison aux marchés actions, soit que les indices diminuent pour correspondre à la vision du marché obligataire.

## Choisissez votre argumentation prudemment

À partir de 2010 et jusqu'à la fin de l'année 2012, il y avait deux arguments entièrement valides pour expliquer les performances exceptionnelles des actions pendant une période économique si difficile. Le premier tournait autour de l'actuelle politique monétaire souple et l'attente d'un renforcement de celle-ci si l'économie s'affaiblissait davantage. Selon ce raisonnement, tant la trajectoire que la volatilité de l'activité économique seraient contrôlées et, par conséquent, avec des taux extrêmement faibles sur les investissements à faible risque, les actions ne pourraient que se redresser.

Un argument tout aussi acceptable était que la relance budgétaire soutiendrait la demande. Après des restructurations et une faible capacité de négociation des travailleurs, les marges bénéficiaires resteraient élevées même si la croissance économique continuait à stagner. Conjugué à de faibles valorisations (et peut-être également au sentiment que la volatilité serait contrôlée), ceci engendrerait une tendance haussière sur les marchés actions.

**Graphique 1: Prévisions des ventes et des bénéfices aux USA à 12 mois (non financier)**



Source: I/B/E/S, calculs d'Edison Investment Research

En ce moment, ces arguments sont contradictoires. Aux États-Unis, la croissance des bénéfices des entreprises a sensiblement ralenti (voir Graphique 1), la situation n'étant pas meilleure au Royaume-Uni et en Europe. Le graphique 1 montre également une plus forte croissance des EBIT que des chiffres d'affaires, liées à l'amélioration des marges depuis 2010. Les ratios price-to-book aux États-Unis ont considérablement augmenté depuis 2010 et sont maintenant, hors bulle internet, à leur plus haut.

Bien que les ratios price-to-book en Europe soient moins hauts (Graphique 2), ils sont proches de leur plus haut sur trois ans. Au Royaume-Uni, le rendement médian des titres non financier est également proche de son plus bas niveau en 30 ans. Les arguments fondamentaux pour une surpondération en actions ne tiennent pas, plaçant la politique des banques centrales comme le seul moteur. Il n'est pas du tout évident de savoir quel 'alpha' peut retirer un gérant à analyser les politiques des banques centrales, celles-ci étant probablement les plus scrutées de l'histoire des marchés financiers.

**Graphique 2: Ratio price-to-book – US, Europe et Royaume-Uni, non financier**


Source: Thomson Reuters Datastream

### Le début de la fin du QE ?

La hausse récente des marchés boursiers aux États-Unis a été accompagnée d'une nouvelle expansion importante du bilan de la Réserve fédérale américaine (voir Graphique 3). Nous pensons cependant que la politique de QE a ses limites, elle ne peut pas continuer pour l'éternité. En cela nous sommes prudents sur l'avenir des actifs risqués. Bien que la crainte d'une poussée inflationniste soit le facteur principal (risque faible à l'heure actuelle), l'emploi et, dans une moindre mesure, les coûts éventuels de l'éclatement de bulles du prix des actifs sont également au centre des processus de décision.

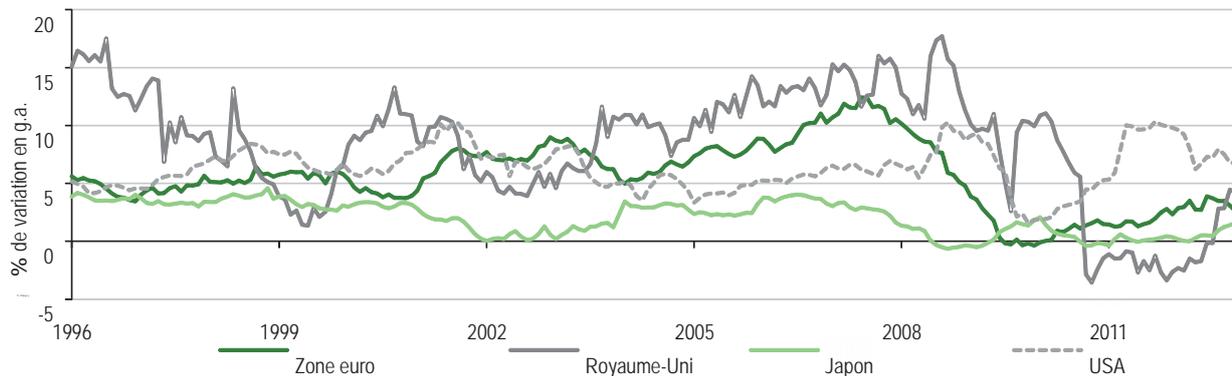
**Graphique 3: S&P500 et taille du bilan de la Réserve fédérale**


Source: Thomson Reuters Datastream. Remarque : Prévisions fondées sur la poursuite de la politique actuelle de QE.

Les indicateurs de la masse monétaire se sont considérablement améliorés depuis l'année dernière (voir Graphique 4). Cette amélioration est particulièrement notable au Royaume-Uni, mais également dans la zone euro, même si les chiffres globaux masquent de grandes divergences entre les États membres. L'augmentation de la croissance de la masse monétaire indique un assouplissement des conditions de crédit dans l'économie et diminue la justification de plans d'assouplissement monétaire. En effet, une croissance de la masse monétaire nettement supérieure à celle du PIB nominal est souvent un signe précurseur d'une inflation des prix des actifs ou des prix à la consommation.

Bien que les indicateurs s'améliorent après leur détérioration pendant la crise financière de 2008, il est difficile d'affirmer que la croissance de la masse monétaire soit excessive. Dans la plupart des régions elle se trouve au-dessous de la moyenne à long terme. Cette croissance ne semble pas être un facteur qui sera évoqué au cours des débats monétaires dans un avenir proche.

**Graphique 4: Evolution de la masse monétaire à l'échelle mondiale (% de variation en glissement annuel)**

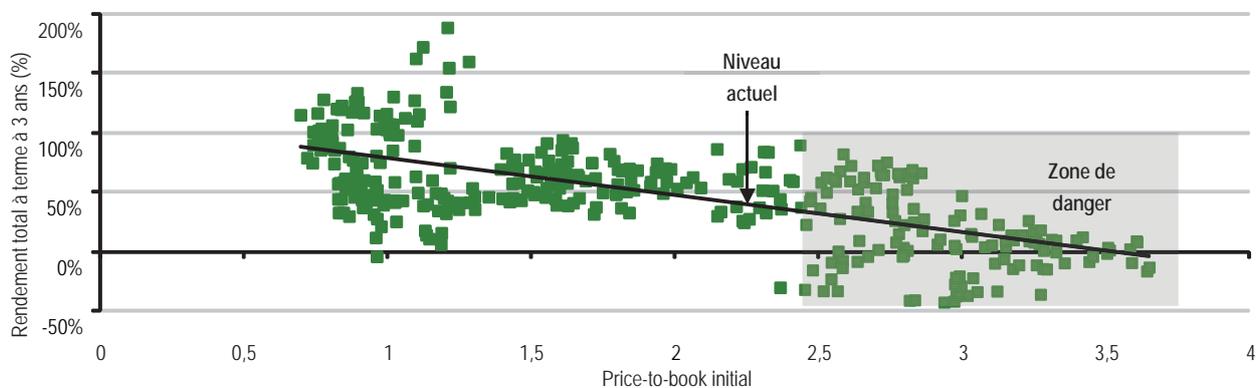


Source: OCDE, données des banques centrales

En ce qui concerne l'inflation des prix à la consommation, la bonne nouvelle pour les « acheteurs » est que les attentes concernant l'inflation ont diminué récemment, parallèlement au déclin des prix des matières premières. Il semblerait, à l'heure actuelle, que les préoccupations relatives à l'inflation à court terme ne s'opposent pas à une poursuite des politiques d'assouplissement monétaire.

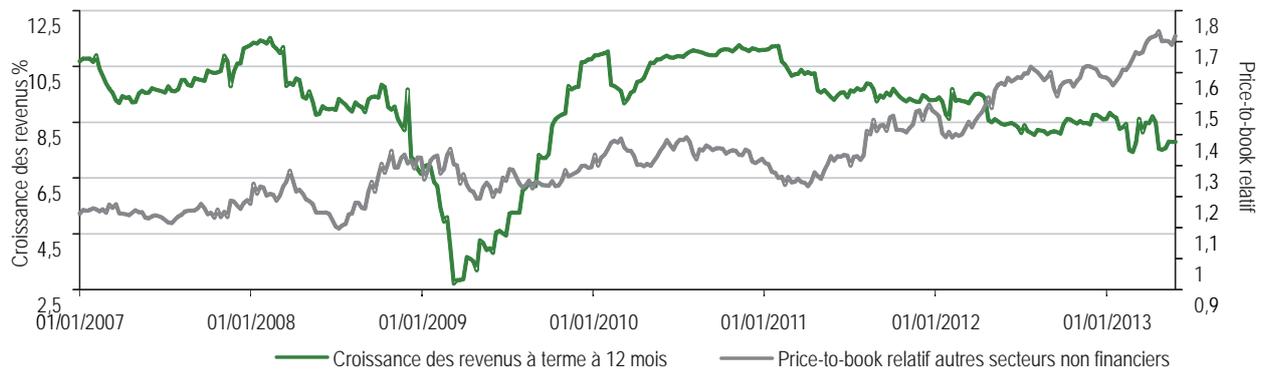
En ce qui concerne les bulles du prix des actifs, nous avons été attentifs à décrire notre point de vue sur les actions comme étant prudent plutôt que pessimiste ; un simple graphique du ratio price-to-book par rapport au rendement total sur trois ans indique que nous ne nous trouvons pas à des extrêmes en termes de valorisation (voir Annexe 5).

**Graphique 5: Aucune bulle évidente sur les actions britanniques**



Source: Thomson Reuters Datastream, calculs d'Edison Investment Research

Bien que nous préférions voir les actions à des multiples quelque peu inférieurs aux moyennes historiques afin de refléter des perspectives de croissance à moyen terme probablement moins bonne (une augmentation des cours de 10 % par rapport à aujourd'hui positionnerait les actions britanniques dans la zone de danger), les indicateurs ne vont pas dans le sens de l'existence d'une bulle boursière. Par ailleurs, il n'existe que peu de signes d'euphorie sur le marché des actions. Les secteurs avec un bêta moindre, comme celui des biens de consommation de base, ont surperformé (voir Graphique 6). L'un des signes classiques d'une bulle est une forte hausse des volumes de transactions, ce qui n'a absolument pas été le cas.

**Graphique 6: Actions européennes – Biens de consommation de base premium**


Source: Thomson Reuters Datastream

Le risque d'une bulle semble beaucoup plus élevé dans certains segments des marchés du crédit. Nous ne pouvons que souligner la réduction des rendements des junk bonds américains à des niveaux historiquement bas de moins de 5 %. Cette baisse des écarts de rendement a été conjuguée à une forte augmentation de l'octroi de prêts à clauses allégées (par ex. prêts bancaires octroyés à des entreprises comportant un niveau de risque élevé sans la protection contractuelle traditionnelle). Selon S&P Capital IQ, 129 Mds\$ de prêts à clauses allégées ont été octroyés en 2013, soit une augmentation de six fois par rapport à la même période l'année dernière. Une augmentation spectaculaire similaire des prêts utilisés pour payer les dividendes aux fonds de private equity. En bref, les investisseurs sont prêts à accepter une réduction de la qualité des émetteurs même si les niveaux de rendement sont les plus faibles jamais atteints.

Les obligations d'État de haute qualité affichent encore un rendement de 2 % ou moins, ce qui est pour nous une énigme, à la fois par rapport aux niveaux de valorisation des marchés actions et aux prévisions économiques pour 2014 et au-delà. Même si une croissance réelle relativement faible de 2 % revient dans les pays développés, les rendements normalisés dans un monde d'inflation de 2 % devraient être plus proches de 4 %.

Pour une obligation à 10 ans, un doublement du rendement pourrait générer des pertes en capital et une volatilité importante (comme les banques et assureurs japonais l'ont récemment constaté à leurs propres dépens). Il semblerait que, pour des raisons diverses (absorption par le QE des émissions d'obligations d'État, pressions réglementaires sur les fonds propres des banques et désir de posséder des collatéraux sûrs pendant une crise) les prix des obligations d'État de haute qualité cotent à une prime significative.

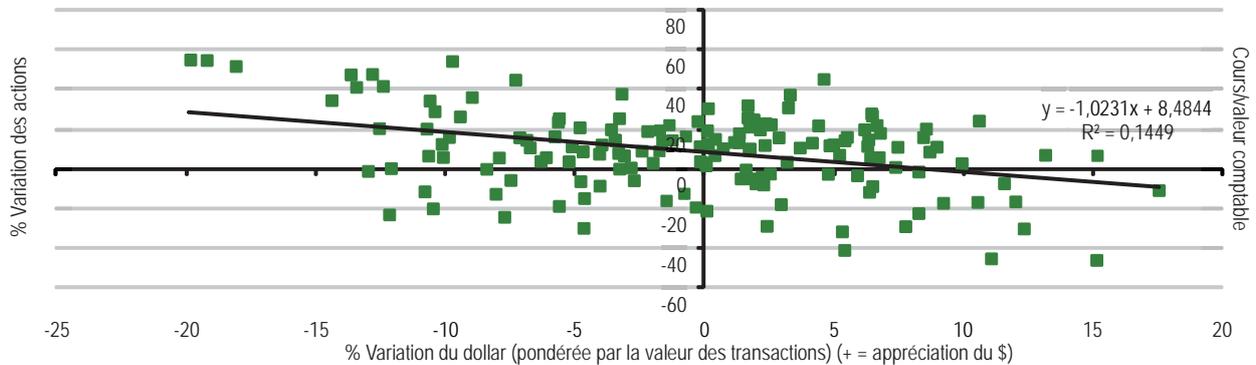
Ce n'est peut-être pas une bulle ; nous nous attendons à ce que de nombreux investisseurs aient des attentes très modérées quant aux rendements de leurs portefeuilles de valeurs à revenu fixe et qu'il soient conscient qu'ils paient une prime « refuge ». Si le système financier s'épure, cette prime « refuge » est susceptible de diminuer et les rendements pourraient s'accroître.

Par conséquent, par rapport au QE, nous ne voyons que peu d'indices d'un comportement irrationnel des investisseurs, en dehors éventuellement du côté plus risqué des marchés du crédit. Toutefois, la combinaison d'un degré modéré de croissance de la masse monétaire et de l'économie américaines, ainsi qu'un resserrement de l'écart entre le taux de chômage officiel de 7,5 % aux États-Unis et la cible de la Fed de 6,5 % semblent indiquer que la fin du QE point à l'horizon.

La récente hausse du dollar (pondérée par la valeur des transactions), conjuguée à une forte hausse des rendements du Trésor américain et des titres adossés à des créances hypothécaires (MBS), indique que les marchés des changes et marchés obligataires commencent à envisager

une fin du QE, même si le marché actions paraît peu convaincu. Bien qu'il soit indicateur d'un renforcement de l'économie américaine, un dollar fort ne serait pas nécessairement bon pour les marchés actions; la corrélation entre le cours du dollar (pondérée par la valeur des transactions) et les actions n'est pas parfaite, mais elle est importante et négative (voir Graphique 7) en raison du resserrement implicite des conditions monétaires dans le monde.

**Graphique 7: Variation à un an du dollar et des actions**



Source: Thomson Reuters Datastream, calculs d'Edison Investment Research

## S'en tenir à une stratégie prudente

Nous sommes d'avis que suivre le troupeau sur les flux et reflux hautement visibles de l'activité des banques centrales ne représente pas une stratégie d'investissement. Comme l'a tout récemment démontré la baisse soudaine de 10 % du Nikkei, ceci peut être une nouvelle manifestation de la théorie qui dit qu'il y a toujours plus idiot que soi. Un aperçu des valorisations indique que les secteurs 'défensifs' se négocient à un premium historiquement élevé.

La faiblesse évidente d'un portefeuille d'un gestionnaire long-only est le rendement extrêmement faible du marché obligataire. Si tentant soit-il de remplacer les revenus obligataires par des dividendes de sociétés de qualité, nous estimons que les niveaux de valorisations indiquent que cette tactique peut être au moins partiellement éculée. À notre avis, la meilleure stratégie dans le contexte actuel est de renoncer au léger coup de fouet donné au rendement que pourrait procurer les actions par rapport aux obligations, et de rester liquide, jusqu'à ce que soit, les rendements obligataires augmentent donnant raison aux marchés actions, soit que les indices diminuent pour correspondre à la vision du marché obligataire.

# Profil des sociétés

*Notes: Valeur estimée à la clôture des marchés le 31 Mai 2013. Performance relative calculée comme la performance du cours comparée à la performance de l'Alternext Allshare sur un, trois et 12 mois.*

# 1000mercis

## Récapitulatif d'investissement: Des publicités bien placées

L' action a bien performé malgré des marchés publicitaires faibles. L'avantage concurrentiel du groupe provient d'un meilleur ROI pour les annonceurs grâce à une manipulation intelligente des données. La croissance repose sur l'évolution du marché vers des campagnes plus intégrées et l'internationalisation.

## Effet de levier de la dépense en publicité numérique

Le marketing interactif (41 % du CA 2012) offre un aperçu des données dérivées de la prolifération des canaux de distribution et de l'intégration des réseaux sociaux. Le marketing mobile (33 %) offre des campagnes ciblées via les appareils mobiles et les applications. Le marketing interactif (26 %) compte désormais plus de 150 clients pour son programme de reciblage.

## Le Smartphone stimule le trafic mobile

La pénétration d'internet en France dépasse les 77 %, avec plus de 7 % des pages vues depuis des appareils mobiles ou tablettes. Les smartphones représentaient env. 39 % à fin 2012, et la proportion de smartphones parmi les nouveaux téléphones était de 71 % en déc. (comScore). Les prévisions de la dépense publicitaire française (Carat) montrent une amélioration en 2013 avec une baisse de 0,4 % (2012 : -3,6 %), et une reprise modeste en 2014, mais la part de la dépense pour les nouveaux médias reste basse.

## Malgré des marchés difficiles tout est en place pour une bonne année 2013

À la lumière du marché, +8 % de CA était un bon résultat, tiré par les bons résultats du programme de reciblage par email. Le développement international prévoit de s'appuyer sur les clients existants, ce qui réduit les risques, et sur les premières initiatives en affichage CRM et enchères en temps réel. La trésorerie nette était de 33,6M€ en fin d'année.

## Valorisation: Haut de gamme du secteur

Les multiples actuels, 2,4x VE/CA et 6,5x VE/EBITDA, sont à la plus haute extrémité du secteur, mais reflètent l'ampleur de la reprise depuis 2011 et le fort taux de croissance des bénéfices prévus.

Prix €45.64

Capitalisation €142m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	9.4	11.6	32.3
Rel	6.6	8.0	22.6

### Détails de l'action

Code	ALMLL
Listing	Alternext Paris
Secteur	Médias et publicité
Actions en circulation	3.1m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trés. nette (€m)	26.7	33.6
Capitaux propres (€m)	34.1	40.8
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

1000mercis est spécialisé dans la fourniture de services interactifs en marketing et publicité. La mission du groupe est d'offrir des réponses innovantes aux entreprises souhaitant optimiser leurs campagnes publicitaires et marketing sur les médias interactifs (internet, mobile, etc.).

### Points forts

- Première initiative dans la CRM et les enchères en temps réel.
- Succès du reciblage par email.

### Points faibles

- Chute de la dépense publicitaire française.
- Confiance fragile des clients.

### Analystes

Fiona Orford-Williams  
Jane Anscombe

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	34.3	n/a	12.6	7.9	2.94	15.5	0.30	0.7
12/11	35.0	n/a	11.1	7.1	2.67	17.1	0.30	0.7
12/12	36.4	n/a	12.0	7.7	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	38.6	11.2	12.5	8.6	2.93	15.6	0.31	0.7
12/14e	42.2	12.7	13.7	9.7	3.21	14.2	0.33	0.7

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# 1855

## Récapitulatif d'investissement: Un cours avantageux de l'action peut dissimuler des risques plus structurels

Le CA a baissé de 6% en 2012 en raison d'un changement au niveau du traitement comptable des Bordeaux Primeur et d'une détérioration de ce marché. Cependant, la société 1855 a affiché une croissance de 15,8% de l'EBIT et de 13,5% de son résultat net. Malgré un PER de 6, nous sommes inquiets de savoir qu'un actionnaire majoritaire a retiré sa participation en décembre 2012, et de lire certains articles dans la presse (Decanter, août 2012) et sur des blogs où l'on signale que, sur plusieurs années, des bouteilles de vin achetées sur le site n'auraient jamais été livrées.

## Une histoire d'innovation et d'adaptabilité

En tant que premier détaillant de vins en ligne en France, 1855 a fait preuve de créativité et d'adaptabilité : elle a profité de la chute des prix des grands vins en 2008 en effectuant d'importantes campagnes de promotion et des opérations de fusion et acquisition sélectives et, dès 2010, elle a lancé une application mobile.

## Les organisations professionnelles et les consommateurs commencent à soulever des problèmes

Au cours des dernières années, les revues spécialisées ont publié des accusations concernant des commandes de vin non livrées, datant de plusieurs années. Une thèse qui est soutenue sur certains blogs. L'«Union des Grands Crus de Bordeaux» est en train d'enquêter sur l'affaire qui pourrait avoir des répercussions financières et juridiques importantes.

## Une structure du capital inhabituelle

En 2008, le crédit bancaire dont 1855 bénéficiait lui a été retiré. Depuis lors, la société a mobilisé des fonds : elle a levé plus de 45 millions d'euros de capitaux, et a procédé à une émission obligataire de 3 millions d'euros.

## Valorisation: Avantageux pour une raison

S'échangeant à un PER de 6, l'action de la société 1855 semble peu onéreuse. Toutefois, l'incertitude relative aux réclamations et créances en suspens, le retrait d'un actionnaire majoritaire et une structure du capital inhabituelle signifient que la visibilité est très faible.

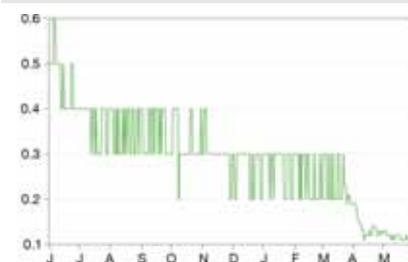
Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	12.4	n/a	0.2	(0.2)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	16.0	n/a	1.4	1.1	0.02	6.0	n/a	n/a
12/12	15.1	n/a	1.6	1.2	0.02	6.0	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

Prix €0.12

Capitalisation €7m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(7.7)	(60.0)	(76.0)
Rel	(10.5)	(63.5)	(85.7)

### Détails de l'action

Code	AL185
Listing	Alternext Paris
Secteur	Grande distribution
Actions en circulation	57.3m

### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	2.1	4.6
Capitaux propres (€m)	16.1	21.0
Endettement net /CP (%)	13.0	21.9

### Description de l'entreprise

La société 1855 est un distributeur en ligne français de vins de haute qualité, qui pratique la vente directe au consommateur sur Internet. Elle offre une variété de Bordeaux, Bordeaux Primeurs (vins jeunes), Bourgognes, vins du Rhône et du Languedoc, mais aussi différents vins provenant de France et d'autres pays (Australie, Nouvelle-Zélande, etc), ainsi que du champagne.

### Points forts

- Un mode de gestion innovant
- Un niveau de valorisation très modéré

### Points faibles

- Des poursuites judiciaires entamées dans l'affaire des vins non livrés sur plusieurs années
- Une dépendance excessive vis-à-vis des actionnaires pour son financement

### Analystes

Victoria Buxton  
Jane Anscombe

# A2micile Europe

## Récapitulatif d'investissement: Services à domicile

Le développement rapide de la société A2Micile (+30 % du CA en 2012) continue d'avoir une part d'ombre, sa marge étant très faible (moins de 3 %), apparemment justifiée par son ambition de devenir le premier fournisseur en Europe de services aux personnes. Mais ce qui est important, c'est que l'expansion des services offerts et de la couverture du marché n'a pas compromis la stabilité de la société puisque sa situation financière et son activité restent solides.

## Une stratégie de développement actif

L'objectif, bien défini, de la société A2Micile de devenir le leader européen du marché des services aux personnes inclut l'élargissement de son réseau (lancement de cinq nouvelles filiales et de la première agence de la société en Belgique) et une offre toujours plus large avec, par exemple, des cours de gym à domicile. Son activité B2B, leader sur le marché, connaît une forte demande, malgré les conditions économiques. Avec une situation financière saine, la société A2Micile a déclaré début 2012 qu'elle visait un doublement de son CA d'ici deux ans.

## Un marché en pleine croissance

Le marché des services aux personnes bénéficie d'une situation démographique favorable, avec une population vieillissante et davantage de femmes actives (en France plus de 80 % des femmes âgées de 25 à 49 ans travaillent) ainsi que d'un relatif manque de prestations de ces services de la part des employeurs (moins de 2 %).

## Un très fort dynamisme

La croissance étant sa priorité, la société semble satisfaite d'avoir presque maintenu sa marge commerciale en 2012, bien que celle-ci soit faible. On s'attend à une année 2013 dans la même lignée, grâce à une nouvelle expansion en Belgique, au développement des services aux personnes dépendantes et à un nouveau partenariat avec Orange.

## Valorisation: Possibilité de surprise

Si la société maintient son dynamisme actuel, les prévisions (du moins en termes de CA) semblent prudentes.

Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	20.9	0.1	0.0	(0.3)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	29.1	1.2	1.0	0.3	0.28	26.4	n/a	n/a
12/12	37.7	1.3	1.1	0.1	0.14	52.8	n/a	n/a
12/13e	38.4	n/a	1.1	0.5	0.47	15.7	0.40	5.4
12/14e	42.2	n/a	2.1	0.7	0.40	18.5	0.40	5.4

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

Prix €7.39

Capitalisation €8m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(8.7)	33.2	23.2
Rel	(11.5)	29.6	13.5

### Détails de l'action

Code	ALA2M
Listing	Alternext Paris
Secteur	Biens de consommation
Actions en circulation	1.1m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	3.6	3.6
Capitaux propres (€m)	3.3	3.4
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

A2micile Europe fournit des services à domicile, tels que ménage, repassage, garde d'enfants, travaux d'entretien de la maison, coaching sportif et jardinage.

### Points forts

- Des marchés porteurs
- Un bon financement

### Points faibles

- Une marge faible
- Un risque d'objectifs trop ambitieux

### Analystes

Richard Finch  
Jane Anscombe

# Acces Industrie

## Récapitulatif d'investissement: Un parc de location de matériels de qualité, mais de faibles perspectives de marché

Acces Industrie offre ses services au secteur de la construction et rénovation, avec un réseau de 30 points de vente en France (87% du CA), 5 en Espagne, 2 au Portugal et 2 au Maroc. Pour l'exercice 2012, un parc diversifié de plus de 5 500 articles a garanti env. 45 000 contrats de location. Le groupe doit faire face à des difficultés pour 2013, en raison d'une faible demande sur son marché principal et d'une pression sur les ventes à l'étranger. Son CA a chuté de 11,3% en Espagne en glissement annuel sur l'exercice 2012, de 25,6% au Portugal et de 26,5% au Maroc. Le groupe compte bien résister à l'érosion des prix grâce à la maintenance régulière d'un parc de location de haute qualité; il a également décelé des possibilités de réduction des dépenses, en particulier pour ses activités à l'étranger.

## Le refinancement de sa dette senior et convertible

Une chute de 4,7% en glissement annuel du CA sur l'exercice 2012 et une baisse de 61% du bénéfice d'exploitation à 3,6 M € reflètent un environnement opérationnel difficile. Acces a profité de l'amélioration des conditions de l'industrie bancaire au cours de l'exercice 2012 pour refinancer sa dette senior de 44 M€, l'étendant ainsi à décembre 2017, et a ajouté deux nouvelles banques au syndicat, ce qu'elle considère comme un vote de confiance dans ce modèle économique. Elle a obtenu une nouvelle ligne de crédit pour financer ses dépenses d'investissement et a également refinancé son obligation convertible de 15,2 M€ arrivant à échéance en avril 2013 en une seule obligation de cinq ans. Elle a maintenu son niveau d'investissement dans la rénovation de ses équipements existants : plus de 300 machines ont été entretenues par ses ateliers. En dépit d'un marché difficile, les perspectives sont favorables car l'entreprise se base sur une forte culture de service et une tarification efficace visant à développer et entretenir de solides relations avec ses clients.

## Valorisation: Une faible demande et des marchés étrangers qui pèsent sur la valorisation

Le groupe a réorganisé sa structure financière pour l'adapter à sa génération de trésorerie. En France, le CA a baissé de 2% en g.a. en 2012, avec une pression sur les prix moyens. À l'étranger, l'activité des filiales a été bien plus faible malgré la réorganisation de l'année passée. La direction entend agir rapidement pour résoudre le problème et prévoit de réduire les coûts.

Prix €1.69

Capitalisation €10m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(13.3)	(21.0)	(42.9)
Rel	(16.1)	(24.6)	(52.6)

### Détails de l'action

Code	ALACI
Listing	Alternext Paris
Secteur	Services supports
Actions en circulation	5.8m

### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	75.7	75.1
Capitaux propres (€m)	45.5	44.8
Endettement net /CP (%)	166.4	167.6

### Description de l'entreprise

Acces Industrie est spécialisée dans la location de nacelles et chariots élévateurs, principalement destinés au secteur de la construction et de la rénovation de bâtiments.

### Points forts

- Des matériels de haute qualité et une fidélisation de la clientèle
- Un bilan renforcé suite au refinancement

### Points faibles

- Une exposition aux marchés de la construction
- Des filiales à l'étranger sous pression

### Analystes

Roger Leboff  
Roger Johnston

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	58.7	n/a	7.4	2.1	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	63.4	n/a	9.2	4.0	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	60.4	n/a	3.6	(0.7)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Acropolis Telecom

## Récapitulatif d'investissement: Vente de services IP

Acropolis est un fournisseur innovant de services de télécommunications en France, qui utilise les dernières technologies IP pour offrir des services de convergence voix-données-vidéo. Cependant, c'est un petit titre, illiquide, et qui ne fait l'objet d'aucune prévision de la part des courtiers. Cette action devrait donc être considérée comme une opportunité d'investissement à haut risque.

## Agrandissement

L'exercice 2012 a vu les bénéfices de deux années d'investissement et de l'évolution des nouveaux services de cloud computing. Le chiffre d'affaires a augmenté de 10,3 % en glissement annuel, arrivant à 6,9 M€. Acropolis a une capacité de trois centres de données lui appartenant et de 17 autres en location, afin de pouvoir répondre aux exigences de son plus gros client cible, une grande entreprise à qui elle offre des services sur abonnement de cloud computing et SaaS, ce qui lui permet de générer des revenus récurrents. Elle cherche à capitaliser sur les investissements récents pour construire une offre évolutive pour une large base de plus de 1 200 clients en France et à l'étranger.

## Propriétaire de l'infrastructure, et non pas distributeur

La société Acropolis semble bien placée sur le marché de la fourniture de services de téléphonie sur IP pour les PME et les organismes publics locaux. En tant qu'opérateur agréé, avec son propre réseau de télécommunications, elle est en position de force pour s'adresser à une large base de clientèle avec une qualité de service élevée. Son refinancement en 2010 a permis de lever 1,8 M€ dédiés à financer les investissements en infrastructures de cloud computing, dont un centre de données à la Bourse de Paris.

## Leader grâce aux nouvelles technologies et aux services

Malgré sa petite taille, la société Acropolis tend à innover sur le marché français. En 2006, elle est devenue le premier réseau nouvelle génération ; en 2010, elle a lancé son offre mobile en devenant un opérateur de réseau mobile virtuel et, en 2011, elle est devenue le premier opérateur effectuant une interconnexion VoIP-SIP avec France Télécom-Orange.

## Valorisation: Un titre non couvert

Il n'existe aucune prévision pour le titre Acropolis, par conséquent nous ne pouvons pas tirer de conclusion sur sa valorisation.

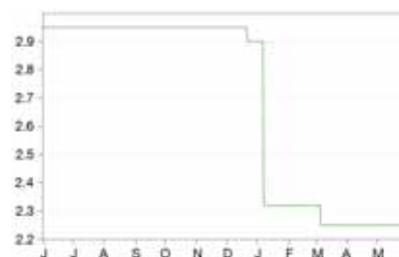
Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	6.3	n/a	(0.5)	(0.4)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	6.2	n/a	(1.0)	(0.9)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	6.9	n/a	(0.8)	(0.7)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

Prix €2.25

Capitalisation €9m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.0	(22.4)	(23.7)
Rel	(2.8)	(26.0)	(33.4)

### Détails de l'action

Code	ALACR
Listing	Alternext Paris
Secteur	Equipements électriques
Actions en circulation	4.0m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	0.6	0.3
Capitaux propres (€m)	1.9	1.2
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Acropolis Telecom est spécialisée dans les services de téléphonie sur IP et de convergence voix-données-vidéo. Elle offre des services de téléphonie fixe, de téléphonie mobile et d'accès à Internet.

### Points forts

- Une utilisation novatrice de la technologie
- Possède sa propre infrastructure

### Points faibles

- Un marché concurrentiel avec de faibles barrières à l'entrée
- Peu de visibilité sur les résultats

### Analystes

Edwin Lloyd  
Dan Ridsdale

# Ada

## Récapitulatif d'investissement: La location de proximité de véhicules

Après une performance honorable en 2012 malgré des conditions défavorables, la société ADA a de bonnes raisons d'être confiante quant à son orientation stratégique sur les marchés locaux, la consolidation de sa position de leader sur le marché (plus de 430 agences de location de véhicules en France) et sa réputation de prix bas. Toutefois, elle est également consciente qu'il n'existe pas de solution miracle et que les perspectives à court terme sont extrêmement difficiles.

### Une recherche d'amélioration de la performance

Le fait que la société ADA se positionne exclusivement sur le marché de la location de proximité entraîne une relative résilience, tandis que son modèle de franchise induit une réactivité éprouvée. La société développe son portefeuille grands comptes, sa présence en ligne et ses activités de marketing, comme par exemple un récent programme de vente de coupons de location sur le site vente-privee.com, une société innovante d'e-commerce.

### Un marché en crise

En baisse de 8 % en 2012, le marché de la location de véhicules en France, éloigné des gares et des aéroports, est soumis à une guerre des prix et est sujet à des locations plus courtes. Cette situation peut persister du fait que les ventes désaisonnalisées en France ont chuté de 0,6 % au T1 et que les prévisions CE d'une diminution du PIB en 2013 laissent présager une consommation qui restera faible.

### Des résultats 2012 honorables

Malgré une nette baisse du marché, le bénéfice d'exploitation de 2012 a augmenté de 9 % principalement grâce à un accroissement de l'offre de services, comme par exemple les assurances, des coûts externes moins élevés et un achat des véhicules à un meilleur prix. On ne peut pas faire de précisions formelles pour la période actuelle.

### Valorisation: Des doutes compréhensibles

Il est possible que les investisseurs soient sceptiques quant à la capacité de la société ADA à poursuivre ses bons résultats en générant des bénéfices dans un marché qui est encore en net déclin.

Prix €5.55

Capitalisation €16m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(2.5)	0.0	(2.5)
Rel	(5.3)	(3.5)	(12.2)

#### Détails de l'action

Code	ALADA
Listing	Alternext Paris
Secteur	Voyages et loisirs
Actions en circulation	2.9m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	4.6	8.0
Capitaux propres (€m)	19.8	21.9
Endettement net /CP (%)	23.2	36.5

#### Description de l'entreprise

Ada Location a pour activité la location de courte durée de véhicules utilitaires et de tourisme, ainsi que de 2 roues avec le service "Holiday bikes". Elle possède des agences dans toute la France, pas seulement à proximité des gares et des aéroports.

#### Points forts

- Une orientation sur un marché de la location de proximité relativement résilient
- Un modèle économique cohérent

#### Points faibles

- Une croissance des dépenses de consommation
- Un marché hautement concurrentiel

#### Analystes

Richard Finch  
Jane Anscombe

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	49.6	7.0	1.8	1.8	0.63	8.8	0.00	n/a
12/11	43.0	6.6	2.2	2.1	0.71	7.8	0.00	n/a
12/12	37.5	7.9	2.4	1.9	0.67	8.3	0.00	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# ADTHINK Media

## Récapitulatif d'investissement: Une reconfiguration du marché

Après des résultats relativement bons au S2 12, malgré le fléchissement du marché français de la publicité numérique, ADTHINK se prépare à lancer un certain nombre de nouveaux produits en 2013 afin de se repositionner sur le marché des enchères d'espaces publicitaires en temps réel, un marché dominé par les flux de données.

## Investir dans les solutions de publicité en ligne axées sur la science des données

Les domaines d'activité d'ADTHINK sont les fournitures de services de cyberédition B2B (création de sites, annuaires, portails et jeux) et la monétisation d'audience en ligne B2C. Le groupe vient de lancer son premier jeu social sur Facebook, Tooki Island, et lancera trois gros projets pour 2013 : le déplacement d'Advertstream dans un environnement RTB (le Real Time Bidding, la vente aux enchères d'espaces publicitaires en temps réel), la création d'une place de marché électronique pour le «big data» et une offre de plateforme automatisée de libre-service de courrier électronique. Ces projets sont susceptibles d'avoir un impact sur les marges à court terme, mais devraient améliorer le positionnement sur le marché.

## Passage à l'environnement en temps réel

Avec l'influence croissante de la téléphonie mobile et des tablettes, et le passage à l'environnement en temps réel sur le marché des annonceurs, les fournisseurs adaptent leurs stratégies. L'ensemble du marché publicitaire français devrait encore reculer en 2013, pour reprendre une modeste croissance de 0,7 % en 2014.

## La recherche de la croissance du CA

Le CA 2012 a subi une légère baisse, mais la marge d'exploitation a légèrement augmenté. Des investissements en technologie et en ressources humaines peuvent affecter la performance l'entreprise à court terme, mais l'extension des services existants aux plateformes mobiles en France et à l'international devrait l'aider à accroître son CA.

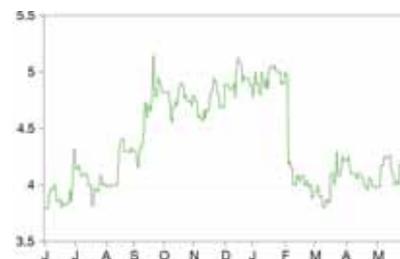
## Valorisation: Une incertitude liée à la transition

Les actions de la société ADTHINK s'échangent sur le marché à un prix légèrement inférieur à celui de ses pairs, à un peu plus de 10 fois le PER 2013, reflétant ainsi une inévitable incertitude suite aux changements des priorités de la direction.

Prix €4.09

Capitalisation €25m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	2.8	(14.3)	7.6
Rel	0.0	(17.8)	(2.1)

### Détails de l'action

Code	ALADM
Listing	Alternext Paris
Secteur	Médias et publicité
Actions en circulation	6.1m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	2.8	3.3
Capitaux propres (€m)	10.5	11.6
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

ADTHINK Media fournit des services Internet dans les domaines de l'édition et de la monétisation d'audience.

### Points forts

- Un très fort potentiel de croissance
- Un renforcement du bilan

### Points faibles

- Un marché français sous-jacent faible
- Le coût des investissements dans de nouveaux produits

### Analystes

Fiona Orford-Williams  
Jane Anscombe

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	23.5	n/a	2.7	1.6	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	29.8	n/a	3.4	1.7	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	29.5	n/a	3.5	1.7	0.24	17.0	n/a	n/a
12/13e	35.0	4.8	3.4	1.5	0.40	10.2	n/a	n/a
12/14e	32.8	5.7	4.2	2.4	0.49	8.3	n/a	n/a

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# AgroGeneration

## Récapitulatif d'investissement: Un renforcement de la croissance en Ukraine et en Argentine grâce aux bénéfices de la fusion

Le groupe s'attend cette année aussi à une forte croissance en Ukraine et prévoit une première contribution significative de la part de l'Argentine. Début mai, il a signé un accord de principe pour une fusion avec Harmelia, un producteur agricole avec des activités complémentaires (40 M€ de CA 2012 et 15 M€ d'EBITDA). Cela ferait plus que doubler la taille des opérations en Ukraine et en Argentine. Aux cours actuels du marché, on table sur un EBITDA 2013 d'env. 20 M€ pour le nouveau groupe.

## Un producteur mondial de céréales et d'oléagineux

AgroGeneration est un producteur mondial de céréales et d'oléagineux, avec env. 50 000 ha en Ukraine et 16 000 ha en Argentine. Son CA a doublé en 2012, arrivant à 47,4 M€, en provenance presque exclusive de l'Ukraine, bénéficiant de prix soutenus. L'EBITDA a chuté à 2,4 M€ (2011 : 4,9 M€), en conséquence des coûts de nettoyage et de séchage additionnels de 2,4 M€ dûs aux conditions climatiques humides, et de 1,7 M€ de dépréciations de stocks. La société a reçu cette année un financement de la BERD pour la construction de silos, ce qui devrait lui permettre de maintenir la qualité des récoltes et les prix de vente. Une augmentation de 2 M€ des frais généraux s'explique par un recrutement en Ukraine et 0,7 M€ de coûts exceptionnels pour l'acquisition du groupe Vinal et l'expansion en Argentine. Les investissements nets ont été relativement élevés en 2012 : 10,9 M€, dont 8 M€ consacrés aux achats d'équipements et de machines, et le solde à l'acquisition de Vinal. Env. 3 M€ d'investissements en équipements sont prévus pour 2013.

## Valorisation: Une croissance positive et un potentiel renforcement grâce à la fusion avec Harmelia

Le projet de fusion avec Harmelia peut potentiellement tout changer; les prochaines informations sont attendues pour fin mai. Le groupe a enregistré son premier cash flow positif de 3,2 M€ en 2012 (2011 : 9,9 M€ de pertes), ce qui reflète la maîtrise du FR et des ROI, ainsi qu'une augmentation de 29 % des volumes de production de céréales et d'oléagineux en Ukraine et en Argentine en 2012, ce qui reflète à la fois de meilleurs rendements à 4,0 tonnes par hectare en Ukraine, en hausse de 18 % en g.a., et une augmentation de la superficie de cultures. La dette nette s'élevait à 19,8 M€ à fin 2012, 60 % d'endettement (2011 : 22 %).

Prix €1.58

Capitalisation €55m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(3.7)	0.0	(7.6)
Rel	(6.5)	(3.5)	(17.3)

### Détails de l'action

Code	ALAGR
Listing	Alternext Paris
Secteur	Agro-alimentaire
Actions en circulation	35.0m

### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	8.7	12.7
Capitaux propres (€m)	39.2	32.9
Endettement net /CP (%)	22.2	38.6

### Description de l'entreprise

AgroGeneration est spécialisée dans la production de céréales (blé, maïs et orge) et d'oléagineux (colza et tournesol).

### Points forts

- Un cash flow positif montre le bénéfice des récents investissements
- Une fusion transformationnelle en cours d'analyse

### Points faibles

- Les données détaillées de la fusion doivent encore être confirmées
- Une augmentation de l'endettement au cours de l'exercice 2012

### Analystes

Roger Leboff  
Roger Johnston

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	17.6	n/a	1.6	0.9	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	23.2	4.9	1.4	2.3	0.07	22.6	n/a	n/a
12/12	47.4	2.4	n/a	(5.7)	0.16	9.9	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Ales Groupe

## Récapitulatif d'investissement: Un potentiel à long terme

Une croissance du CA de 23 % au cours des cinq dernières années, en dépit d'un contexte de consommation difficile, témoigne de la qualité et de l'efficacité des produits. Toutefois, d'importants investissements dans l'innovation et de nouveaux marchés signifient que la base de coûts est en hausse de 41 % sur la même période. Si le nouveau PDG est capable de maîtriser les coûts, alors un scénario de croissance proche de 10%, en combinaison avec un redressement des marges, pourraient conduire à une croissance intéressante du bénéfice net.

### Des produits de qualité

Les cosmétiques naturels de haute qualité d'Alès Groupe sont vendus en pharmacie, dans les salons de coiffure et de beauté professionnels et dans les chaînes de parfumerie spécialisées en France (42 %) et à l'étranger (58 %).

### Un démarrage lent pour 2013

Alès Groupe a affiché un démarrage lent au 1er trimestre (+4,6 % de CA, arrivant à 59 M€). Cela est principalement dû à la France, où les ventes ont reculé de 1,8 %, en raison d'une base de comparaison particulièrement élevée pour l'exercice précédent (+21 %) qui coïncide avec un lancement de produits sous la marque de soins pour la peau Lierac. Les ventes internationales ont augmenté de 9 %, avec également une base de comparaison élevée pour l'exercice précédent (23 %).

### Un prix de base qui nécessite un plus grand contrôle

Une augmentation des investissements conjointement à un contexte économique difficile ont conduit à un résultat d'exploitation en baisse de 58 % au cours des cinq dernières années, malgré un CA en hausse de 23 %. Toutefois, avec une attention toute particulière portée à la rentabilité, suite à la nomination d'un nouveau PDG, cette tendance pourrait se renverser.

### Valorisation: Un investissement à long terme

À 25 fois le consensus VE/EBIT 2013, le titre Alès Groupe n'est pas avantageux. Toutefois, si la nouvelle direction peut rétablir une rentabilité au même niveau qu'en 2007 (10,1 % contre 3,5 % actuellement), toujours bien en dessous de la moyenne de l'industrie qui se situe entre 15 % et 20 %, alors la valorisation pourrait commencer à devenir plus probante sur le moyen à long terme.

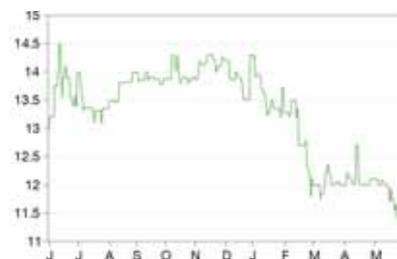
Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	173.0	n/a	7.7	0.3	0.33	35.2	n/a	n/a
12/11	190.9	n/a	4.4	0.3	0.02	580.0	0.30	2.6
12/12	206.0	n/a	(4.7)	(6.8)	(0.48)	n/a	n/a	n/a
12/13e	215.7	18.2	7.9	3.4	0.25	46.4	0.13	1.1
12/14e	228.1	21.9	11.9	6.2	0.44	26.4	0.19	1.6

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

Prix €11.60

Capitalisation €166m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(4.1)	(18.6)	(10.8)
Rel	(6.9)	(22.1)	(20.5)

#### Détails de l'action

Code	ALPHY
Listing	Alternext Paris
Secteur	Produits ménagers
Actions en circulation	14.1m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	14.0	31.0
Capitaux propres (€m)	87.1	76.8
Endettement net /CP (%)	16.1	40.4

#### Description de l'entreprise

Alès Groupe conçoit, formule, fabrique et commercialise dans le monde entier des produits cosmétiques, des produits de soins capillaires et des parfums respectivement sous les marques LIERAC, PHYTO, SUBTLE et CARON.

#### Points forts

- Pour stimuler la croissance de son CA, l'entreprise mise sur la qualité et l'efficacité
- Une forte présence à l'international

#### Points faibles

- Base de coûts augmentant 2 fois plus rapidement que les ventes
- Une dette nette en hausse de 88 % en 2012, arrivant à 31 M€

#### Analystes

Victoria Buxton  
Jane Anscombe

# Antevenio

## Récapitulatif d'investissement: Un groupe de plus en plus international

Compte tenu des difficultés persistantes de l'économie espagnole, il n'est pas surprenant que les activités internationales du groupe aient augmenté et représentent désormais 47 % du CA 2012 (CA 2011 : 35 %). Le pôle d'activité des portails est le domaine le plus avancé et flexible, c'est pourquoi il a enregistré une croissance de 16,5 % sur l'exercice 2012.

## Atténuer l'impact de la faiblesse du marché espagnol

Compte tenu des difficultés de l'économie nationale, atteindre une croissance du CA du groupe de 5,0 % sur l'exercice 2012 et afficher un bénéfice avant impôt -quoique considérablement réduit- est un bon résultat. Le fait de miser commercialement sur le secteur des portails communautaires en stimulant les ventes de ce pôle permet au groupe d'avoir un meilleur contrôle, avec l'ajout de la vente de publicité sur les réseaux sociaux qui aide également à compenser la pression sur les ventes. Il est peu probable que le secteur du marketing à la performance puisse se reprendre à court terme.

## Une mauvaise conjoncture économique qui continue

L'estimation de Carat du marché publicitaire espagnol était une baisse de 15,4 % pour l'exercice 2012, et les prévisions de l'année en cours montrent une réduction supplémentaire de 8,4 %. Bien que les ventes publicitaires en ligne dépasseront ces niveaux, de très faibles niveaux de confiance des consommateurs et des clients sont susceptibles de persister pendant un certain temps. Une reprise modeste est prévue pour l'exercice 2014. Compte tenu de ce contexte, miser sur les ventes à l'étranger, tout en continuant à investir dans les produits et plate-formes, est sûrement la meilleure stratégie.

## Une réserve de liquidités

Le groupe disposait de fonds nets pour un peu plus de 4 M€ à la fin de l'année, permettant ainsi de maintenir une offre significative et attractive pour les annonceurs.

## Valorisation: Une faible valorisation qui reflète la faiblesse des marchés

Le titre Antevenio s'échange à un cours se situant à l'extrémité inférieure de la gamme de ses pairs sur VE/CA (0,4 fois) et VE/EBITDA (5,2 fois), reflétant le contexte commercial difficile en Espagne.

Prix €3.70

Capitalisation €16m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(3.1)	(25.7)	(24.2)
Rel	(5.9)	(29.2)	(33.9)

### Détails de l'action

Code	ALANT
Listing	Alternext Paris
Secteur	Médias et publicité
Actions en circulation	4.2m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	5.4	4.3
Capitaux propres (€m)	16.6	16.8
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Antevenio est le leader espagnol des prestations de publicité et de marketing interactifs. Le groupe opère principalement dans quatre domaines : le développement de portails communautaires, l'activité de régie publicitaire, le marketing à la performance et le publipostage.

### Points forts

- Une portée internationale croissante
- Un bilan positif en termes de trésorerie

### Points faibles

- Un marché espagnol faible
- Une zone euro avec une faible confiance des consommateurs

### Analystes

Fiona Orford-Williams  
Jane Anscombe

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	21.3	n/a	1.9	0.9	0.22	16.8	n/a	n/a
12/11	24.2	n/a	2.0	1.3	0.30	12.3	n/a	n/a
12/12	25.4	n/a	0.5	0.2	0.07	52.9	n/a	n/a
12/13e	24.6	2.9	0.9	0.7	0.17	21.8	n/a	n/a
12/14e	26.7	3.7	1.7	1.2	0.29	12.8	n/a	n/a

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# Aquila

## Récapitulatif d'investissement: Un fournisseur français indépendant de services de sécurité

Le groupe commercialise ses services à des clients via un réseau de prestataires de services situés en France, où il génère env. 98 % de son CA net. La forte croissance de son CA sur l'exercice 2012 - 15,5 % par rapport à l'exercice précédent, soit 14 M€ - est attribuable à un service constant de haute qualité. Les investissements dans les services n'ont pas été compromis, malgré des conditions économiques difficiles. Le groupe connaît chaque année une croissance de son CA depuis 2003, et prévoit de nouveaux progrès pour l'exercice 2013.

## Des services complets de sécurité pour les entreprises et les particuliers

Aquila exploite le troisième plus grand réseau d'intervenants indépendants sur alarme en France. Ce réseau comprend plus de 300 entreprises spécialisées - couvrant potentiellement 92 % de la population - qui fournissent aux clients une assistance et des interventions sur alarmes et des services de gardiennage et de surveillance de sites. Son activité est organisée en trois secteurs : les interventions sur alarme et la télésurveillance; les services de sécurité, gardiennage et surveillance de sites; et enfin la fourniture de services aux personnes et d'assistance aux personnes dépendantes. Le groupe compte plus de 100 000 clients avec ces trois divisions.

## Valorisation: Une forte croissance constante du CA

Bien que les résultats sous-jacents soient en ligne avec les attentes du groupe, le résultat a été affecté par une mauvaise dette de 0,34 M€, liée à la faillite de New Security Group. Toutefois, le groupe a proposé un dividende de 0,45 €/action, au-dessus du BPA et financé par les réserves, ce qui reflète la confiance en l'avenir du groupe. Les perspectives pour l'exercice 2013 mêlent enthousiasme et prudence. Le CA T1 2013 a nettement diminué, moins 10 % en glissement annuel, mais par rapport à une base de comparaison défavorable au T1 2012. Les contrats récemment remportés, et ceux renouvelés auprès des principaux clients, ont renforcé le groupe et permettent de tabler sur un retour progressif à la croissance au cours des prochains trimestres.

Prix €3.26

Capitalisation €5m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(10.2)	10.1	25.9
Rel	(13.0)	6.6	16.2

### Détails de l'action

Code	ALQU
Listing	Alternext Paris
Secteur	Services supports
Actions en circulation	1.6m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	2.3	2.3
Capitaux propres (€m)	3.7	3.3
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Aquila est l'un des trois principaux prestataires français d'assistance et d'interventions sur alarme. Ses principaux services sont les interventions sur alarme et la télésurveillance, les services de sécurité et gardiennage, la surveillance de sites et les services aux particuliers.

### Points forts

- Une clientèle importante offre une visibilité du CA
- Des perspectives de reprise de la croissance du CA au cours des prochains trimestres

### Points faibles

- 98 % du CA net est généré en France
- Un contexte économique incertain

### Analystes

Roger Leboff  
Roger Johnston

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	11.9	n/a	0.7	0.5	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	12.1	n/a	0.8	0.6	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	14.0	n/a	0.4	n/a	n/a	n/a	0.45	13.8
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Arkoon Network Sec.

## Récapitulatif d'investissement: Acquisition par EADS

Les actions Arkoon ont été suspendues suite à l'acquisition de 83,9 % des parts par la société Cassidian CyberSecurity (EADS), qui prévoit d'acquérir les parts restantes dans les prochaines semaines.

## Spécialiste haut de gamme de la sécurité informatique

Arkoon est spécialisée dans la sécurité informatique haut de gamme pour les entreprises. Ses principaux produits sont SecurityBox, Fast 360 et Stormshield. SecurityBox est une solution qui permet un environnement sécurisé de partage de données entre les équipes. Fast 360 est un produit de pare-feu réseau et Stormshield est une solution pour terminaux (ordinateurs locaux) qui protège contre leur piratage, fournit un cryptage sur disque et un contrôle de l'accès aux périphériques, tels que les imprimantes et les périphériques de stockage USB. Sa mise en œuvre cryptographique est accréditée par l'ANSSI / OTAN et est adaptée pour les documents classés comme confidentiels.

## L'acquisition par EADS conduit à la suspension des échanges

La société Cassidian Cybersecurity, filiale d'EADS, a accepté le 26 avril 2013 d'acquérir 83,9% des parts de la société Arkoon, à un prix maximum de 3,25 € par action. Après la fin de cette opération, les actions restantes seront acquises par le biais d'une OPP simplifiée et d'une procédure de retrait obligatoire.

## Situation financière

Arkoon a bénéficié de la récente augmentation des attaques informatiques hautement médiatisées et de la sensibilisation générale à la sécurité informatique. Le CA a augmenté de 19 % en 2012 avec un bénéfice net multiplié par 9. La marge bénéficiaire nette pour l'exercice 2012 était de 16,2 % (2011 : 2,2 %) suite à la maîtrise des coûts et aux volumes croissants. Une grande partie de cette augmentation provient de la reprise de SkyRecon Systems (acquise en 2009), recentrée sur les grands comptes qui ont été victimes de cyberattaques ciblées.

## Valorisation: Une valeur de l'action avant impôts à 3,25 €

L'acquisition de la part du Groupe EADS valorise Arkoon à 17 M €, soit 3,25 € par action.

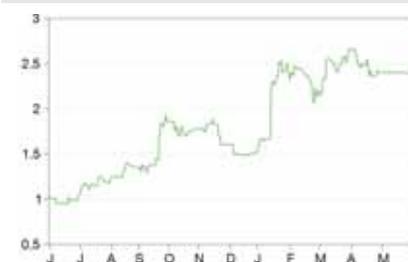
Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	9.9	n/a	(1.4)	(5.4)	0.10	24.0	n/a	n/a
12/11	9.7	1.3	(0.8)	0.5	0.98	2.4	n/a	n/a
12/12	11.5	2.3	0.5	1.6	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

Prix €2.40

Capitalisation €13m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.0	54.8	133.0
Rel	(2.8)	51.3	123.3

### Détails de l'action

Code	ALARK
Listing	Alternext Paris
Secteur	Technologie
Actions en circulation	5.3m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	2.2	5.5
Capitaux propres (€m)	8.2	9.4
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Arkoon Network Security conçoit, développe et commercialise des logiciels de sécurité intégrée et des équipements, destinés à la protection de systèmes informatiques et de réseaux, appartenant à des entreprises et des administrations.

### Points forts

- Une sensibilisation accrue aux attaques informatiques devrait conduire à une croissance continue du marché
- Une forte gamme de produits techniquement avancés

### Points faibles

- Un marché concurrentiel
- Une dépendance au marché français : 94 % du CA provient des ventes en France

### Analystes

Tom Grady  
Dan Ridsdale

# Assima

## Récapitulatif d'investissement: Réussites dans le domaine de la formation

Assima s'est forgé une position solide sur le marché de niche de la formation du personnel des grandes entreprises par les applications ERP (planification des ressources de l'entreprise), grâce à sa technologie de clonage brevetée. Le groupe s'est approprié 7 % du marché, en partie grâce à ses ventes directes et en partie par le biais d'un partenariat avec Accenture.

## Logiciels de formation en matière de productivité pour les applications ERP

Les applications de formation d'Assima visent principalement les applications ERP de SAP et d'Oracle, sachant que SAP représente la plus grosse partie des activités d'Assima. La société estime le marché à 500 M\$. Ses concurrents incluent Ancile, OnDemand/UPK (Oracle) et WPB/Datango (SAP). Assima affirme que sa technologie de clonage lui confère un avantage considérable car elle crée un environnement virtuel authentique.

## Clients visés : grandes entreprises dont le personnel est réparti dans le monde entier

Le marché cible est celui des entreprises du « Fortune 5000 » et la valeur moyenne de chaque contrat est évaluée à 200 000 €. Les applications ERP contiennent de nombreux paramètres et chaque cours doit être adapté au client concerné. L'un des moteurs clés est le passage d'un format "salles de cours onéreuses" vers une formation en ligne plus flexible. Le CA 2012 a augmenté de 19 % à 22,6 M£ et le résultat d'exploitation a augmenté de 26 % à 2,0 M£, avec une hausse des marges de 54 pb à 9,0 %. Assima a clôturé l'exercice 2012 avec une trésorerie nette de 3,5 M£.

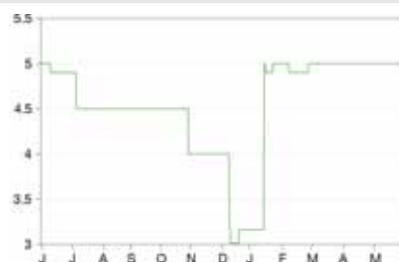
## Valorisation: Une niche lucrative, susceptible de s'élargir

La valeur d'entreprise du groupe se chiffre à environ 42 M€, soit environ 1,7 fois le CA, ce qui semble attrayant compte tenu de la forte rentabilité du groupe et de la possibilité qu'il a de renforcer sa part de marché. En outre, le succès entrepreneurial du groupe dans le segment des EPSS et des LCMS suggère qu'il est capable de réussir sur les marchés adjacents, à condition de trouver un point d'entrée.

Prix €5.00

Capitalisation €42m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.0	58.2	0.0
Rel	(2.8)	54.7	(9.7)

### Détails de l'action

Code	ALSIM
Listing	Alternext Paris
Secteur	Technologie
Actions en circulation	8.4m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (£m)	3.3	3.5
Capitaux propres (£m)	13.6	14.9
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Assima développe et fournit des logiciels de formation en matière de productivité, des logiciels intégrés EPSS (performance et soutien) et des LCMS (systèmes de gestion de contenu d'apprentissage) utilisés par les grandes entreprises pour former leur personnel, principalement sur les applications ERP d'Oracle et de SAP.

### Points forts

- Forte croissance et résultats financiers solides en 2012
- Expansion potentielle sur les marchés adjacents

### Points faibles

- Marché principal limité
- Flottant limité

### Analystes

Richard Jeans  
Dan Ridsdale

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (£m)	EBITDA (£m)	EBIT (£m)	RN (£m)	BNA (£)	PER (x)	Coupon (£)	DPA (%)
12/10	16.5	2.8	1.9	2.2	0.22	18.1	n/a	n/a
12/11	19.0	2.4	1.6	1.8	0.16	25.0	n/a	n/a
12/12	22.6	3.9	2.0	1.7	0.20	20.0	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Astellia

## Récapitulatif d'investissement: Optimisation des réseaux

Les actions Astellia sont attrayantes, soutenues par la demande en données mobiles et en technologies G4. La croissance des exportations de la société est impressionnante ; les revenus réalisés en dehors de la France représentent dorénavant 85 % du CA total. La société améliore constamment sa rentabilité et la dynamique de la demande restant solide, le rally est compréhensible.

## Forte croissance sur les marchés internationaux

La forte croissance des exportations (Amériques et Europe hors France) a dopé la performance du groupe en 2012 (CA de 42,2 M€ contre 34,1 M€ en 2011), tandis que le marché national a été léthargique (CA français en baisse de 8,6 M€ en 2011 à 6,2 M€ en 2012). Le résultat d'exploitation est passé de -2,2 M€ en 2011 à +1,4 M€ en 2012, les mesures de contrôle des coûts ayant empêché les coûts opérationnels d'augmenter aussi vite que les revenus. Bien que les ventes réalisées en France aient diminuées, la direction est convaincue qu'elle tirera des avantages de la mise en œuvre potentielle des réseaux G4. Le carnet de commande se chiffre à 29 M€ à la fin de l'exercice, dont 23 M€ à facturer en 2013.

## Demande sous-jacente soutenue par la croissance du trafic de données

Les perspectives sont soutenues par le développement des opérations en Inde et en Amérique du Nord, ainsi que par la capacité de la société à s'adapter aux défis opérationnels rencontrés en Afrique et au Moyen-Orient. Les technologies d'Astellia sont utilisées par plus de 200 opérateurs mobiles et fabricants d'équipements afin d'optimiser la performance de leurs réseaux et la qualité de leurs services clientèle. La société est bien positionnée pour exploiter la croissance du trafic de données, alimentée par la pénétration des smartphones et l'augmentation des utilisateurs de services mobiles dans le monde entier. Les produits du groupe sont vendus dans plus de 80 pays étrangers.

## Valorisation: La valorisation du titre reflète la fermeté de son cours

L'action a produit de bonnes performances au cours des 12 derniers mois. Elle se négocie actuellement selon un PER de 17 fois les bénéfices pour 2013 et de 16x pour 2014. Malgré cette hausse, le ratio VE/EBITDA prévisionnel (3x) est plus attrayant et laisse présager une nouvelle hausse.

Prix €14.81

Capitalisation €8m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	2.1	9.7	67.3
Rel	(0.7)	6.2	57.6

### Détails de l'action

Code	ALAST
Listing	Alternext Paris
Secteur	Technologie
Actions en circulation	2.6m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	3.3	10.4
Capitaux propres (€m)	25.7	28.7
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Astellia est spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de matériels informatiques et de solutions logicielles, à destination des opérateurs de téléphonie mobile dans le monde entier.

### Points forts

- Demande soutenue par la croissance des données mobiles et par la mise en œuvre des réseaux G4
- Léthargie de la demande nationale compensée par les exportations

### Points faibles

- Position de faiblesse sur le marché domestique
- Investissements requis pour stimuler la croissance

### Analystes

Edwin Lloyd  
Dan Ridsdale

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	33.4	n/a	2.0	2.5	0.91	16.3	0.10	0.7
12/11	34.1	5.1	(2.2)	0.3	n/a	n/a	0.00	n/a
12/12	42.2	10.4	1.4	3.1	n/a	n/a	0.13	0.9
12/13e	43.8	9.9	3.1	2.2	0.86	17.2	0.13	0.9
12/14e	48.2	12.3	3.3	2.3	0.92	16.1	0.07	0.5

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# Auplata

## Récapitulatif d'investissement: L'or de la Guyane française

Auplata est une société d'exploration-production d'or bien établie, basée en Guyane française depuis 2004. Elle exploite trois petites mines d'or qui ont produit un total de 522 kg (env. 16 782 oz) en 2012. Auplata détient aussi plusieurs licences d'exploration en Guyane française, région relativement sous explorée. La société détient également une participation de 29,4 % dans la structure du capital de Columbus Gold, qui détient le projet Paul Isnard, situé près de la mine d'or Dieu Merci d'Auplata. Auplata se négocie actuellement à une VE/EBITDA 2012 de 11x.

### Exploitations

Auplata exploite plusieurs mines d'or de faible envergure dont Dieu Merci, Yaou et les mines d'or de Dorlin situées en Guyane française. Elle a constamment augmenté sa production depuis 2008, ayant produit 522 kg (16,8 koz) d'or au cours de 2012 contre 377 kg (12,1 koz) en 2011, ce qui représente une augmentation de 38 % en g.a. La production pour le T1 13 était de 108 kg, soit une hausse de 1,8 % par rapport au T1 12, et le CA est en hausse de 14 % à 4,7M€ par rapport au T1 12. Au total, Auplata possède des concessions minières et d'exploration d'env. 700 km<sup>2</sup>.

### Exploration

Auplata a plusieurs projets au stade de l'exploration et prévoit de continuer à y travailler en 2013. La prospection et l'exploration se poursuivront sur les sites de Dieu Merci et Yaou, de même que le suivi sur la minéralisation à Couriège. La société a fait une demande de licence d'exploration sur le projet Bon Espoir, où 350 trous de tarière et 2 118 échantillons ont été prélevés et analysés. Auplata est actionnaire majoritaire de Columbus Gold, qui possède le projet aurifère Paul Isnard. Ce projet dispose de ressources minérales présumées, conformément au règlement NI 43-101, de 5,37Moz (seuil de 0,3g/t Au).

### Valorisation: Echanges VE/EBITDA 2012 de 11x

La société dispose d'une VE d'env. 23,5M€, d'une position de trésorerie nette de 2,5M€, au 31 décembre 2012, et s'échange actuellement à une EBITDA 2012 de 11x.

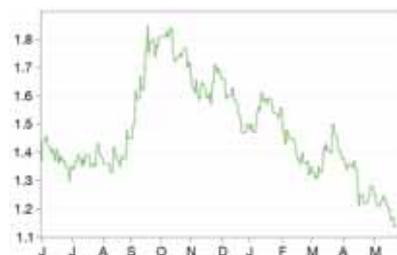
Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	7.3	n/a	16.7	16.2	0.95	1.3	0.00	n/a
12/11	13.2	1.3	(5.9)	(5.6)	n/a	n/a	0.00	n/a
12/12	20.9	2.5	(9.9)	(12.8)	n/a	n/a	0.00	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

Prix €1.19

Capitalisation €26m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(4.8)	(19.6)	(13.1)
Rel	(7.6)	(23.1)	(22.8)

#### Détails de l'action

Code	ALAAP
Listing	Alternext Paris
Secteur	Exploitation minière
Actions en circulation	21.6m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette/(dette) (€m)	(3.0)	2.5
Capitaux propres (€m)	36.3	28.3
Endettement net /CP (%)	8.3	n/a

#### Description de l'entreprise

Auplata est une entreprise basée en Guyane française axée sur le développement et l'exploration de mines d'or. La société exploite les mines d'or de Dieu Merci, Dorlin et Yaou en Guyane française.

#### Points forts

- Région relativement sous-explorée.
- QE continu de la Fed.

#### Points faibles

- Volatilité des prix de l'or.
- Pression à la hausse du dollar américain.

#### Analystes

Sheldon Modeland  
Charles Gibson

# Auto Escape

## Récapitulatif d'investissement: Courtier leader en location de voitures

La société a fait l'objet d'une offre de rachat à hauteur de 4,30 € par action de la part d'Auto Escape Group (qui détient déjà 95 % des actions), qui estime que le flottant minime et les frais de cotation ne justifient plus sa présence sur Alternext. L'offre intervient après un été 2012 difficile et les perspectives de redressement sont minimales. Ce même actionnaire avait fait une offre de 2,80 € il y a un an, qui n'avait pas abouti.

## Une formule commerciale couronnée de succès

Auto Escape fait partie des plus grands courtiers en location de voitures low cost en ligne. La société, qui ne possède pas de véhicules, est bien placée pour négocier les meilleurs taux possibles avec les sociétés de location du monde entier (actuellement 120 partenaires et plus de 13 000 points de vente répartis dans le monde entier). Le marketing se fait uniquement sur Internet et par téléphone.

## Un climat difficile

La croissance du secteur de la location de voitures est étroitement liée au climat économique et au nombre de passagers aériens susceptibles de louer des véhicules dans les aéroports. Or, pour 2013, l'IATA table sur une croissance de seulement 2 % du nombre de passagers des vols réguliers des compagnies européennes (contre 5 % en 2012).

## Ralentissement de la reprise

La prudence dont Auto Escape a fait preuve avant la saison haute de l'été 2012 s'est avérée justifiée car, bien que le second semestre (période clé) ait débuté de manière raisonnable, la féroce concurrence tarifaire qui régnait sur le marché a amoindri les rendements (marge commerciale de seulement 2,7 % durant cette période). Cette situation est décevante, compte tenu de la forte diminution des pertes en basse saison (grâce à un meilleur contrôle des coûts), d'une croissance certaine sur certains marchés internationaux (surtout en Allemagne et en Scandinavie) et de l'intégration de CarDelMar (société européenne de location en ligne). L'exercice 2013 devrait être tout aussi difficile.

## Valorisation: Titre pleinement valorisé

Sachant qu'une reprise est improbable, un ratio VE/EBITDA 2012 de 19 suggère que l'offre actuelle est raisonnable.

Prix €4.30

Capitalisation €23m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	7.5	103.8	95.5
Rel	4.7	110.2	85.8

### Détails de l'action

Code	ALAUT
Listing	Alternext Paris
Secteur	Grande distribution
Actions en circulation	5.3m

### Bilan au

	09/11	09/12
Trésor. nette (m)	3.4	7.6
Capitaux propres (m)	7.1	7.1
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Auto Escape est le premier courtier en location de voitures français, proposant des locations tout compris aux clients de loisirs du monde entier (125 pays).

### Points forts

- Marque puissante.
- Forte présence en ligne ; exploitation de la croissance de l'e-tourisme.

### Points faibles

- Dépenses des consommateurs sous pression.
- Marchés extrêmement concurrentiels.

### Analystes

Richard Finch  
Jane Anscombe

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
09/10	29.9	1.2	0.8	0.4	0.08	53.8	n/a	n/a
09/11	35.1	0.4	0.1	0.1	0.02	215.0	n/a	n/a
09/12	40.2	0.8	0.4	0.0	0.00	n/a	n/a	n/a
09/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
09/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# BD Multimedia

## Récapitulatif d'investissement: Services de micropaiement

L'action a commencé à se redresser après avoir atteint un plus bas en 2012, mais, malgré son exposition au segment du micropaiement en pleine croissance, se négocie à un PER à un seul chiffre.

## Les trois divisions principales se concentrent sur les services internet

Près de 90 % du CA proviennent de son service de micropaiement « Starpass ». Le solde provient de ses sites web communautaires et de ses sites de jeux.

## Les micropaiements, principal moteur de croissance

Entraînées par la croissance dans le commerce électronique et le commerce mobile, les inscriptions Starpass demeurent fortes et la direction prévoit de lancer le service en Asie en 2013. Le lancement de serialwinner.com a été bien reçu et devrait également stimuler la croissance en 2013.

## 2012 touché par la réglementation et la restructuration

Les micropaiements (+ 57 % à 23,2M€ en 2012) ont été plus faibles au S2 suite à l'élimination d'un certain nombre de clients à la demande des opérateurs télécom. La restructuration de l'entreprise a touché les autres divisions, avec -2 % pour les sites de communication et -34 % pour les jeux. Suite à la vente d'Apogea en janvier 2013, le groupe dispose de 6,3M€ de trésorerie (3,2M€ à la fin de l'année) et a peu de dettes (0,1M€).

## Valorisation: PER conservateur pour un segment en croissance

Au cours de 2012, la valeur de l'action a diminué de moitié, mais a commencé à se redresser cette année. Elle s'échange à un PER de 3x : une cote prudente pour une société positionnée sur un segment de croissance. La direction prévoit une croissance en 2013, mais à un taux inférieur à 2012.

Prix €6.36

Capitalisation €14m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	13.8	41.3	(28.9)
Rel	11.0	37.8	(38.6)

### Détails de l'action

Code	ALBDM
Listing	Alternext Paris
Secteur	Technologie
Actions en circulation	2.2m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	0.6	3.1
Capitaux propres (€m)	2.9	6.9
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

« Starpass », qui représente presque 90 % du CA de BD Multimedia, offre des solutions de micropaiement axées sur e- et m-commerce sur les réseaux fixes, par SMS, par PayPal et par cartes de crédit. Les 10 % restants proviennent des sites Web communautaires et portails (9 % du CA), qui proposent des contenus et des services pour les communautés gay et des sites de jeux (1 %).

### Points forts

- Le marché des solutions de micropaiement est en croissance structurelle.
- Trésorerie nette.

### Points faibles

- La publication sur internet est un marché très concurrentiel.
- La faiblesse de l'économie française pourrait être un frein à la croissance.

### Analystes

Bridie Barrett  
Dan Ridsdale

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	14.7	n/a	0.4	0.1	0.19	33.5	n/a	n/a
12/11	25.7	n/a	1.6	1.4	0.67	9.5	n/a	n/a
12/12	33.5	n/a	2.3	4.0	1.77	3.6	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Bernard Loiseau

## Récapitulatif d'investissement: Gastronomie

Malgré une forte baisse de ses bénéfices en 2012, le groupe Bernard Loiseau est convaincu de pouvoir surmonter les pressions économiques auxquelles il fait face grâce à sa très bonne santé financière (que ses concurrents lui envient) et à un strict contrôle des coûts qui, pour l'instant, ne nuit pas à la qualité de la marque, comme en témoignent les étoiles Michelin conservées par les restaurants bourguignons. L'ouverture d'un restaurant à Dijon prouve que le groupe reste confiant.

### Une marque solide

Le groupe a poursuivi le succès de feu son fondateur. Le Relais Bernard Loiseau de Saulieu, établissement phare, fait toujours partie des restaurants les plus prestigieux du monde (trois étoiles Michelin depuis 1991). Le restaurant plus récemment ouvert à Beaune conserve lui aussi son étoile Michelin. En ligne avec sa stratégie de développement de la marque, le groupe a ouvert une boutique spécialisée proposant des produits exclusifs.

### Des conditions difficiles

Selon Deloitte, durant les deux premiers mois de 2013, le RevPAR des hôtels de luxe 4/5 étoiles a diminué de 17 % à Dijon, ville proche de Saulieu (où le RevPAR a augmenté de 3 % en 2012). À noter toutefois que, ces chiffres correspondant à la basse saison, ils ne sont pas nécessairement représentatifs.

### Diminution des bénéfices en 2012

2012 a été une année difficile : le résultat d'exploitation, négatif au premier semestre (basse saison) a de nouveau diminué et perdu 60 % au second semestre (saison haute). Le déficit provient des activités en Bourgogne comme à Paris, des mesures de contrôle des coûts pourtant strictes n'ayant pas permis de compenser la baisse des revenus. À noter cependant que le groupe reste en bonne santé financière (trésorerie nette).

### Valorisation: En toute logique, la prudence est de mise

Malgré la qualité de la marque et la santé financière du groupe, des craintes liées aux risques relevant des dépenses des consommateurs freinent le titre, dont la valorisation est pourtant faible.

Prix €4.11

Capitalisation €6m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	1.5	4.3	4.1
Rel	(1.3)	0.8	(5.6)

#### Détails de l'action

Code	ALDBL
Listing	Alternext Paris
Secteur	Biens de consommation
Actions en circulation	1.4m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	2.8	2.8
Capitaux propres (€m)	11.0	11.1
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

Le groupe Bernard Loiseau possède et gère des hôtels et des restaurants gastronomiques en Bourgogne et à Paris.

#### Points forts

- Marque solide et étoiles Michelin
- Très bonne santé financière

#### Points faibles

- Dépenses des consommateurs sous pression
- Marché concurrentiel

#### Analystes

Richard Finch  
Jane Anscombe

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	9.0	1.3	0.7	0.5	0.31	13.3	0.00	n/a
12/11	9.8	1.4	0.7	0.5	0.32	12.8	0.05	1.2
12/12	9.6	0.9	0.2	0.1	0.08	51.4	0.04	1.0
12/13e	9.8	1.4	0.7	0.4	0.31	13.3	n/a	n/a
12/14e	9.9	1.1	0.6	0.3	0.24	17.1	n/a	n/a

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# Biosynex

## Récapitulatif d'investissement: Diagnostics in-vitro

Biosynex élargit sa gamme de tests de diagnostic rapide en obstétrique et en virologie. Elle a récemment ouvert une filiale sur le marché allemand, après avoir acquis deux sociétés de diagnostics dans le pays. Les ventes pourraient augmenter rapidement sur cette base et Biosynex cherche à exploiter les ressources marketing et à introduire de nouveaux produits.

### Description et évolutions récentes

Biosynex élargit sa gamme de tests de diagnostic sur support membranaire. La société se différencie par la fourniture de kits de diagnostic rapide, caractérisés par leur facilité d'utilisation. Ces tests se sont imposés auprès des cliniciens et chercheurs biomédicaux. La société est structurée en trois divisions clés : la virologie et les maladies tropicales, la découverte de médicaments et l'obstétrique (un domaine en forte croissance).

### Catalyseurs futurs – objectifs et stratégie

Biosynex, grâce aux deux acquisitions de l'année dernière, est maintenant solidement établie en Allemagne. L'équipe commerciale y sera basée, tandis que la R&D est basée en France. Les acquisitions devraient multiplier le CA par 4, et la société pourrait devenir rentable à moyen terme. D'autres objectifs importants comprennent le développement d'un lecteur de tests, deux nouveaux tests d'obstétrique et un test de virologie. Biosynex renforce sa présence aux États-Unis, au Moyen-Orient et en Amérique du Sud.

### Un quadruplement du chiffre d'affaires pro-forma

Le CA pro-forma a augmenté de plus de 500 % à 5,8M€ en 2012, entreprises récemment acquises comprises, alors que la perte d'exploitation était de 74k€. La trésorerie nette en fin année était de 0,7M€.

### Valorisation: Faible multiple VE/CA

Avec une VE d'env. 6M€, Biosynex s'échange à un multiple VE/CA 2013 de seulement 0,9 x.

Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	1.0	n/a	(0.9)	(0.3)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	1.1	n/a	(0.4)	(0.3)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	5.8	n/a	(0.7)	(0.7)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	6.4	0.0	(0.3)	(0.3)	(0.26)	n/a	n/a	n/a
12/14e	6.9	0.4	0.0	(0.1)	(0.06)	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

Prix €5.82

Capitalisation €7m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	1.0	(16.7)	(14.4)
Rel	(1.8)	(20.3)	(24.1)

#### Détails de l'action

Code	ALBIO
Listing	Alternext Paris
Secteur	Santé
Actions en circulation	1.2m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	4.1	0.7
Capitaux propres (€m)	5.2	5.2
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

Biosynex est spécialisée dans le développement et la production de tests de diagnostic rapide dans quatre domaines clés : l'obstétrique, la virologie, les maladies tropicales et les marqueurs d'émergence.

#### Points forts

- La simplicité et la rapidité du diagnostic sont des avantages commerciaux significatifs.
- Les acquisitions allemandes lui procurent une taille déterminante dans une région importante.

#### Points faibles

- Domaine compétitif nécessitant un investissement en marketing élevé.
- Les USA sont une région difficile avec de plus grandes exigences réglementaires.

#### Analystes

Emma Ulker  
Robin Davison

# Bricorama

## Récapitulatif d'investissement: Tout dépend de la consommation

Les conditions du marché ont été difficiles pour Bricorama et la confiance des consommateurs actuels demeure faible. Bricorama est bien placé pour profiter d'une reprise dès que les conditions d'une demande normale se réaffirmeront.

### Leader des détaillants du bricolage

Bricorama est un détaillant majeur du bricolage en Europe continentale avec des magasins en France (2/3 du CA), en Belgique, aux Pays-Bas et en Espagne. Ses principaux groupes de produits sont le bricolage, la décoration, le jardin et les matériaux de construction.

### La confiance des consommateurs détermine les dépenses

Outre le besoin sous-jacent de prévenir la détérioration des habitations, d'autres facteurs allant de la décoration à la construction déterminent la demande en matière de rénovation. La confiance des consommateurs sous-tend les dépenses et est fonction des paramètres de richesse et de revenus.

### Le commerce se dégrade mais l'endettement net reste stable en 2012

Le CA n'était globalement qu'en légère baisse en 2012 ; après un début positif en g.a. au T1, les trimestres suivants ont connu progressivement de plus grandes baisses en g.a. Sur l'année, le bénéfice d'exploitation était en baisse dans tous les principaux pays européens pour Bricorama. L'amélioration du fonds de roulement et des flux de trésorerie pour l'exercice montre que l'endettement net est sous contrôle (à 2,65x l'EBITDA). La couverture des intérêts était d'env. 15x.

### Valorisation: La tendance 2012 suggère un plus faible BPA en 2013

Bricorama s'échange actuellement à un PER d'env. 15x et une VE/EBITDA de 7,5x. En l'absence de prévisions managériales, les résultats 2013 pourraient présenter une nouvelle diminution du bénéfice en g.a. Tout achat devra être fondé sur une reprise et sur des scénarios de bénéfices à mi-cycle.

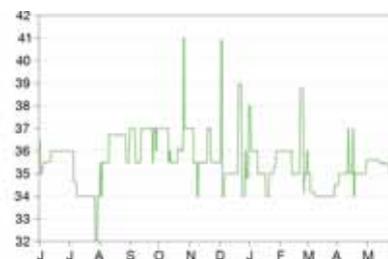
Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	698.0	52.4	36.7	22.2	3.19	11.1	0.91	2.6
12/11	733.4	46.6	29.8	23.9	3.49	10.2	1.30	3.7
12/12	732.3	47.0	31.1	15.1	2.43	14.6	1.00	2.8
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

Prix €35.50

Capitalisation €21m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(0.3)	(6.6)	(2.7)
Rel	(3.1)	(10.1)	(12.4)

#### Détails de l'action

Code	ALBRI
Listing	Alternext Paris
Secteur	Biens de consommation
Actions en circulation	6.2m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	138.9	133.2
Capitaux propres (€m)	289.6	292.7
Endettement net /CP (%)	48.0	45.5

#### Description de l'entreprise

Bricorama est spécialisé dans la distribution d'articles de bricolage, de jardinage et de décoration.

#### Points forts

- Un réseau établi de magasins européens.
- Ne dépend pas de la construction de maisons neuves.

#### Points faibles

- Confiance des consommateurs français faible.
- L'OCDE prédit une reprise européenne lente.

#### Analystes

Toby Thorrington  
Roger Johnston

# BSB

## Récapitulatif d'investissement: Situation de redressement

BSB a entrepris une restructuration majeure en 2012, diminuant ses effectifs de 100 personnes, pour passer à 350, avec des réductions dans les services d'intégration et de R&D. Elle a également créé un centre R&D moins coûteux en Tunisie. Le groupe a ensuite eu un EBITDA neutre au S2 12, après un S1 difficile. En outre, BSB a remporté deux contrats importants (AGI en Belgique et Bank 1818 en France) au T4 et un autre avec une compagnie d'assurance russe au début de cette année.

## Un fournisseur de logiciels financiers et services connexes

BSB a traditionnellement vendu des licences perpétuelles avec frais de maintenance annuels, et a tiré de très importants revenus des services, lesquels comprennent l'intégration, la personnalisation et le développement sur-mesure. Les contrats récents devraient rapporter un large montant de CA des services en 2013.

## Augmenter les revenus récurrents et les nouveaux produits

BSB se réoriente vers un modèle d'entreprise SaaS afin d'augmenter ses revenus récurrents. Elle cherche aussi à élargir ses offres produits, par ex. le contrat AGI implique le développement d'une solution de gestion des soins de santé. Le CA 2012 a baissé de 7 % à 32,6M€ et la perte d'exploitation a augmenté à 6,2M€. En 2012, Vermeg a investi 5M€ dans BSB, ce qui a contribué à financer les nouvelles installations de R&D en Tunisie. L'endettement net a augmenté de 0,7M€ en 2012 pour atteindre 3,2M€.

## Valorisation: Pas cher par rapport aux M&A du secteur

La valeur d'entreprise du groupe, d'env. 21M€, se place à env. 0,5x le CA 2012. Cela semble attractif si les contrats récents peuvent réussir à ramener le groupe vers la rentabilité. Nous notons également que les offres du secteur mondial des logiciels financiers ont été généralement à des multiples de CA élevés. Par conséquent, même si les actions sont illiquides, la proposition d'investissement semble positive, surtout si la direction peut pousser les marges vers des niveaux plus typiques du secteur.

Prix €6.74

Capitalisation €18m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	10.5	(3.7)	(20.7)
Rel	7.7	(7.3)	(30.4)

### Détails de l'action

Code	BSB
Listing	Alternext Brussels
Secteur	Technologie
Actions en circulation	2.7m

### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (m)	2.5	3.2
Capitaux propres (m)	20.5	25.4
Endettement net /CP (%)	12.2	12.6

### Description de l'entreprise

BSB est un développeur et fournisseur de logiciels pour les secteurs de la banque et de l'assurance. Ses deux principaux produits sont Soliam, pour la gestion de portefeuille et de fortune, et Solife, pour la gestion de l'assurance-vie.

### Points forts

- Des contrats récents importants.
- Base de coûts rationalisée.

### Points faibles

- Des pertes considérables au cours des deux dernières années.
- Flottant faible.

### Analystes

Richard Jeans  
Dan Ridsdale

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	30.9	n/a	2.2	0.9	0.43	15.7	n/a	n/a
12/11	35.0	(0.8)	(2.5)	(3.3)	(1.54)	n/a	n/a	n/a
12/12	32.6	(3.4)	(6.2)	(7.4)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Budget Telecom

## Récapitulatif d'investissement: Opérateur low cost

L'expansion internationale de Budget Telecom a eu un succès mitigé. Toutefois, la direction a identifié le type de marché qui lui convient et sur lequel elle peut croître. Elle a également introduit un programme de réduction des coûts efficace. Pourtant, le cours actuel de la société suggère une faible valeur des fonds propres.

## Ajustement de la gamme de produits

Budget Telecom poursuit la mise en œuvre de sa nouvelle stratégie, qui privilégie les niches low cost présentant peu d'intérêt pour les grands opérateurs et vise principalement des fournisseurs indépendants. La baisse du CA 2012 s'explique par la concurrence féroce qui règne sur les marchés internationaux, centrés sur le consommateur, sur lesquels la société est présente. Budget Telecom se retire progressivement des zones où les marges sont faibles (surtout en Afrique). La société doit également faire face à un nouveau concurrent en Asie. Toutefois, le B2B et les segments mobiles destinés aux consommateurs soucieux de leur budget continuent de progresser.

## Quelques opportunités stratégiques subsistent

Dans toutes les économies occidentales, les revenus tirés des lignes fixes restent sous pression. Toutefois, elles offrent toujours une excellente opportunité aux fournisseurs de services de télécommunication alternatifs, qui peuvent habituellement proposer des tarifs plus intéressants que les principaux opérateurs, des services innovants et un service clientèle renforcé.

## Clé du succès : réduction des coûts

Budget Telecom continue de réduire ses coûts. Malgré la baisse de ses revenus, son résultat d'exploitation a augmenté en 2012. Les chiffres du T1 indiquant une diminution continue des revenus, ce processus devrait se poursuivre.

## Valorisation: Faible valeur sous-jacente des fonds propres

Budget Telecom ne faisant l'objet d'aucune prévision des maisons de courtage. Toutefois, à la fin 2012, le bilan ne présente aucune dette et 12 M€ de liquidités. Compte tenu de la capitalisation boursière actuelle de la société, il semble donc que ses fonds propres soient très faiblement évalués.

Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	25.6	n/a	1.3	0.5	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	24.3	n/a	0.7	0.6	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	21.1	n/a	2.1	1.6	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

Prix €3.68

Capitalisation €13m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(2.4)	23.1	38.9
Rel	(5.2)	19.5	29.2

### Détails de l'action

Code	ALBUD
Listing	Alternext Paris
Secteur	Technologie
Actions en circulation	3.5m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	11.0	12.0
Capitaux propres (€m)	17.7	n/a
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Budget Telecom est un opérateur de télécommunications alternatif low cost s'adressant principalement au grand public.

### Points forts

- Stratégie de niche flexible
- Programme de réduction des coûts efficace

### Points faibles

- Faibles barrières à l'entrée
- Société éjectée de certains marchés par ses concurrents

### Analystes

Edwin Lloyd  
Dan Ridsdale

# CARMAT

## Récapitulatif d'investissement: Cœur vaillant

CARMAT devrait implanter son cœur artificiel sur des patients humains dans quatre centres internationaux de cardiologie. Les données seront utilisées pour la soumission du dossier pour le marquage CE. Les prochaines étapes sont de débiter le processus de sélection des patients et de terminer la formation des chirurgiens cardiologues. CARMAT vise à parer au manque crucial de cœurs de donneurs.

### Caractéristiques et état du développement

CARMAT a mis au point un cœur bioprothétique de troisième génération. Ses principales caractéristiques sont la biocompatibilité et l'autorégulation du cœur : il s'adapte aux conditions physiologiques et médicales individuelles. Son logiciel, classé comme appareil médical, peut être contrôlé à distance par la clinique, mais également actionné par le patient. CARMAT implantera le cœur sur des patients en Belgique, en Pologne, en Slovénie et en Arabie Saoudite.

### Une demande de greffes de cœur supérieure à l'offre de donneurs

CARMAT vise le marché des donneurs de cœur estimé à env. 16mds€ avec seulement env. 4000 cœurs de donneurs par an (dans le monde). Elle compte surmonter les problèmes rencontrés par les précédents développeurs de cœurs artificiels, notamment la compatibilité et l'autonomie de ceux-ci. Les essais in vivo suggèrent une bonne fonctionnalité et portabilité de l'appareil, de ses composants logiciels et de la batterie.

### Situation financière

Les charges d'exploitation s'élevaient à 22,4M€ en 2012, alors que la trésorerie en fin d'année s'élevait à 11,1M€. CARMAT a un niveau de trésorerie estimé à env. 12 mois, dont 6,7M€ de paiement d'OSEO et 5M€ de crédit d'impôt recherche reçus après la fin de l'année.

### Valorisation: VE de 507€

Carmat a une VE de 507€ qui reflète son fort potentiel.

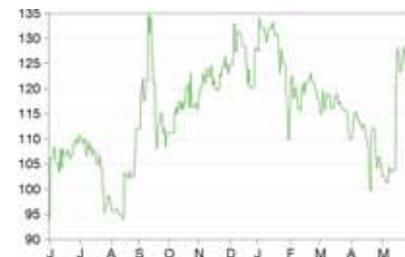
Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	5.0	n/a	(10.5)	(7.7)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	6.1	n/a	(16.1)	(13.4)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	18.0	n/a	(22.4)	(17.2)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	3.8	(14.0)	(15.2)	(16.0)	(3.64)	n/a	n/a	n/a
12/14e	27.4	(15.0)	(21.5)	(18.0)	(4.00)	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

Prix €125.10

Capitalisation €16m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	22.0	(1.8)	33.1
Rel	19.2	(5.3)	23.4

#### Détails de l'action

Code	ALCAR
Listing	Alternext Paris
Secteur	Santé
Actions en circulation	4.1m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	29.2	10.7
Capitaux propres (€m)	26.9	9.9
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

Carmat développe un cœur artificiel, associant l'expertise d'un large éventail d'experts médicaux et techniques. La société lancera le premier essai clinique du cœur sur l'homme en 2013. Le cœur Carmat est conçu pour parer au manque de donneurs pour les patients atteints d'insuffisance cardiaque.

#### Points forts

- Calendrier estimé de 12 à 18 mois pour les études cliniques restantes.
- Bénéficiaire de plus de 30M€ des subventions d'OSEO.

#### Points faibles

- Dispositif médical très complexe.
- Les chirurgiens cardiologues ont tendance à avoir une approche prudente face au changement.

#### Analystes

Emma Ulker  
Luke Poloniecki

# Collectis

## Récapitulatif d'investissement: Focus sur le domaine thérapeutique

Collectis a récemment simplifié son activité pour se concentrer sur la division Thérapeutique, soutenue par les activités Outils et Plantes existantes. Les projets en cours concernent le diabète et le cancer, qui sont de gros marchés, bien que le développement en soit à ses débuts. Collectis prévoit d'atteindre le seuil de rentabilité en 2014.

### Ingénierie des génomes

Les technologies principales de Collectis sont liées à l'expertise dans les méganucléases, ou « ciseaux à ADN », qui peuvent être adaptées afin de découper les molécules ADN pour l'ingénierie ADN, en plus des cellules souches, suite à l'achat en 2011 de Cellartis. Le groupe a récemment été restructuré et simplifié en 3 divisions : (1) Outils et Services, qui fournit des kits de méganucléases aux chercheurs en Sciences de la Vie ; (2) Plantes, qui développe des plantes génétiquement modifiées pour l'agriculture ; et (3) Thérapeutique, qui développe des traitements innovants, avec un partenariat avec Novo Nordisk sur les cellules souches pour le diabète, en plus de l'accent sur le cancer.

### Un rapport risque/bénéfice différent selon les divisions

La division Outils et Services doit générer une rentabilité à court terme, alors que la division Thérapeutique est susceptible de générer des bénéfices à plus long terme. Les projets actuels sur le diabète et les cancers du sang ne commenceront pas le développement clinique avant 2015.

### Seuil de rentabilité visé en 2014

Les ventes ont augmenté de 15 % à 11,3M€ en 2012, poussées par les activités Outils et Plantes. Avec une augmentation >50 % de la R&D, la perte nette a été globalement similaire. La trésorerie de 21,8M€ en 2012 devrait suffire à atteindre le seuil de rentabilité d'ici 2014.

### Valorisation: VE de 100M€

Avec une focalisation croissante sur le développement de médicaments, l'évaluation de Collectis dépendra probablement de l'actualité de son unité Thérapeutique axée sur le diabète et le cancer.

Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	8.2	n/a	(11.6)	(8.3)	(0.40)	n/a	n/a	n/a
12/11	9.9	n/a	(19.5)	(23.8)	0.84	6.8	n/a	n/a
12/12	11.3	n/a	(19.8)	(21.9)	0.34	16.9	n/a	n/a
12/13e	21.7	(15.2)	(18.0)	(16.2)	(0.59)	n/a	n/a	n/a
12/14e	33.4	n/a	(11.3)	(11.3)	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

Prix €5.73

Capitalisation €117m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.2	(17.8)	(0.7)
Rel	(2.6)	(21.3)	(10.4)

#### Détails de l'action

Code	ALCLS
Listing	Alternext Paris
Secteur	Santé
Actions en circulation	20.5m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette/(dette) (€m)	(10.9)	17.5
Capitaux propres (€m)	28.6	59.7
Endettement net /CP (%)	38.1	n/a

#### Description de l'entreprise

Collectis est un leader de l'ingénierie des génomes avec une expertise en méganucléases (ciseaux à ADN) et cellules souches. Collectis intensifie ses efforts sur la thérapeutique.

#### Points forts

- Le CA des divisions Outils et Plantes peut être réinvesti dans le développement de la division Thérapeutique.
- Les technologies de base ont une applicabilité étendue.

#### Points faibles

- Mettre davantage l'accent sur le thérapeutique est risqué.
- Le développement de médicaments est cher et nécessite des temps de développement longs.

#### Analystes

Philippa Gardner  
Robin Davison

# Cerep

## Récapitulatif d'investissement: Société acquise par Eurofins

Cerep fournit des services de recherche pharmaceutique visant à identifier les composés les plus prometteurs le plus rapidement et le plus tôt possible. La société a récemment été acquise par Eurofins Scientific ; l'offre de 2 € par action représente une prime de 80 % par rapport au prix de l'action alors en vigueur.

## Réduction des coûts et du temps requis pour découvrir de nouveaux médicaments

Les services de recherche de Cerep permettent d'identifier les candidats-médicaments les plus prometteurs plus tôt, plus rapidement et de façon plus rentable. Ces services de profilage reposant sur des tests cellulaires in vitro, ils minimisent les coûts et le temps requis par rapport aux méthodes animales (in vivo).

## Identification des meilleurs candidats assistée par ordinateur

BioPrint est une base de données unique permettant de modéliser les candidats-médicaments potentiels à partir de leurs propriétés moléculaires connues. BioPrint formule des prévisions concernant les essais cliniques, les effets secondaires et les concurrents potentiels.

## Un environnement difficile pour les services externalisés

Les revenus de Cerep ont récemment subi des pressions, la rationalisation de l'industrie pharmaceutique ayant perturbé la demande en service de recherche anticipée et de découverte de médicaments. Dans ce contexte, la société s'est restructurée en 2011. Son rachat amical par Eurofins Scientific renforce la position de Cerep sur le marché.

## Valorisation: Prime de 80 % par rapport au cours en vigueur sur le marché à l'époque

Eurofins a annoncé son offre publique de rachat le 21 décembre 2012. À 2 € par action, elle représente une prime de 80 % par rapport au cours alors en vigueur. Le 28 mars 2013, Eurofins a déclaré avoir obtenu une participation de 86,5 % dans le capital de la société.

Prix €1.92

Capitalisation €24m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	13.6	(4.0)	104.3
Rel	10.8	(7.5)	94.6

### Détails de l'action

Code	ALCER
Listing	Alternext Paris
Secteur	Santé
Actions en circulation	12.5m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	1.2	1.2
Capitaux propres (€m)	13.6	13.9
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Cerep propose une plateforme technologique entièrement intégrée, permettant d'effectuer un profilage in vitro de candidats-médicaments afin d'identifier les composés les plus prometteurs plus tôt et de façon plus appropriée.

### Points forts

- Services de profilage complémentaires qui ont fait leurs preuves
- Expertise approfondie et base de clients solide

### Points faibles

- Secteur de plus en plus concurrentiel
- Coût élevé des mises à jour technologiques

### Analystes

Franc Gregori  
Robin Davison

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	24.2	n/a	(3.1)	(4.1)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	22.8	2.4	0.8	0.8	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	20.7	2.0	0.9	0.8	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Clasquin

## Récapitulatif d'investissement: Sur la voie de la reprise

CLASQUIN a subi des conditions de trading difficiles en 2012 mais devrait se redresser en 2013. Les cours est resté plus ou moins stable l'année dernière et les actions se négocient selon une légère décote par rapport à ses pairs.

## Spécialiste du fret international et de la logistique

CLASQUIN est spécialisée dans la gestion du fret international et dans la logistique à l'étranger. La société organise les flux de marchandises de ses clients depuis l'Europe et le reste du monde, surtout vers et depuis la région Asie-Pacifique et les États-Unis. Elle fournit des services de gestion des chaînes d'approvisionnement mondiales, et conçoit puis gère des solutions de transport et de logistique à l'étranger, par le biais d'un réseau de sous-traitants.

## Probable accélération de la reprise durant l'année

Le principal moteur des opérations de la société est le commerce international, qui dépend en grande partie de la solidité de l'économie mondiale. Or, en 2012, il a ralenti à environ 2,5 % (Asie et Axis Europe en récession). Sa croissance est estimée à environ 3 % pour 2013 et les prévisions tablent sur une reprise au second semestre. CLASQUIN devrait profiter de la croissance de ses nouvelles filiales en 2013, ainsi que des investissements et restructurations effectués en 2012.

## Année 2012 marquée par des investissements et une récession

En 2012, les volumes d'opérations ont augmenté de 2,6 % et le bénéfice brut s'est maintenu à 45,1 M€ (baisse de 4,9 % à données comparables). Le résultat d'exploitation courant se chiffre à 4,3 M€ (-27 %), les marges ayant subi des pressions, en partie en raison des investissements réalisés afin d'assurer la future croissance de la société. Le ratio résultat d'exploitation courant / bénéfice brut a chuté à 9,8 % (12,7 %).

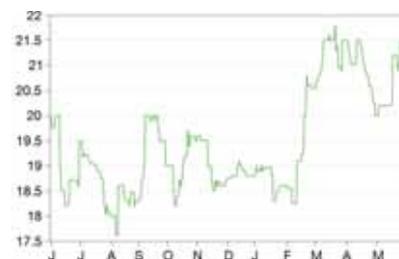
## Valorisation: Peu élevée par rapport aux pairs

Les actions CLASQUIN présentent une légère décote par rapport à ses pairs, ainsi qu'un taux de rendement supérieur à la moyenne à 3,6 %.

Prix €21.40

Capitalisation €49m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	7.0	13.8	7.0
Rel	4.2	10.2	(2.7)

### Détails de l'action

Code	ALCLA
Listing	Alternext Paris
Secteur	Services supports
Actions en circulation	2.3m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	5.8	0.2
Capitaux propres (€m)	21.0	21.1
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Clasquin fournit des services d'ingénierie pour le transport aérien et maritime, ainsi que des services logistiques à l'étranger. La société gère et organise les flux de marchandises de ses clients entre la France et, principalement, la région Asie-Pacifique et les États-Unis.

### Points forts

- Prévisions de redressement de l'économie mondiale
- Croissance stimulée par de nouvelles filiales

### Points faibles

- Importations de l'Asie vers l'Europe toujours en baisse
- Marges sous pression

### Analystes

Ian Berry  
Roger Johnston

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	179.1	n/a	6.5	3.8	1.47	14.6	n/a	n/a
12/11	171.4	n/a	5.8	3.3	1.33	16.1	n/a	n/a
12/12	184.6	n/a	4.3	2.3	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	191.0	8.0	5.5	3.0	1.40	15.3	0.77	3.6
12/14e	193.5	9.0	7.5	4.5	1.93	11.1	1.06	5.0

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# CoBrHa

## Récapitulatif d'investissement: Brasserie belge

La reprise du second semestre (CA en hausse de 7 %) n'a pas suffi à compenser l'impact persistant de la forte hausse des prix des intrants, notamment ceux du malt (+50 % sur l'exercice) et de la main-d'œuvre (+9 %). Bien que ces pressions se soient atténuées, la tarification est de plus en plus concurrentielle et les problèmes économiques persistent. Face à une telle incertitude, la direction n'est pas en mesure de formuler des perspectives pour 2013.

### Une identité unique

CoBrHa est fière de son identité : société familiale, indépendante et authentiquement belge, elle fait partie des plus grands producteurs de bières pilsner et spécialisées du pays, principalement pour le secteur de la consommation sur place. Elle se diversifie, entre autres, dans la production d'eaux minérales, de boissons non alcoolisées et de vins, ainsi que dans la distribution (consommation sur place) de Pepsi en Belgique.

### Marché toujours en baisse

Avec un recul de 4 % en 2012, la consommation de bière a repris une tendance baissière en Belgique. Les bières pilsner perdent de leur part de marché face aux bières d'abbaye, blondes, trappistes et régionales. Environ 80 % des bières produites en Belgique sont exportées et le marché de la consommation sur place du pays a chuté de 46 %.

### Une nouvelle année difficile

Les résultats 2012 ont souffert de conditions météorologiques défavorables et d'une hausse des prix des intrants, que la hausse annuelle des prix (6 %) n'a pas suffi à compenser (résultat d'exploitation en baisse de 41 %). La hausse des coûts de marketing reflète quant à elle l'intensification de la concurrence et le lancement de nouveaux produits. Les ventes nationales ont diminué mais les bières spécialisées ont produit de très bonnes performances, ainsi que les exportations.

### Valorisation: Incertitude persistante

Les bénéfices continuent de diminuer et les perspectives sont incertaines, ce qui suggère que le titre est pleinement valorisé (Fuller's et Shepherd Neame se négocient respectivement à 19 et 16 fois les bénéfices estimés pour 2013). La société (détenue à 85 % par les membres de la famille) a récemment nié qu'elle comptait faire une OPR.

Prix €1665.00

Capitalisation €125m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	3.7	0.7	11.0
Rel	0.9	(2.9)	1.3

#### Détails de l'action

Code	COBH
Listing	Alternext Brussels
Secteur	Agro-alimentaire
Actions en circulation	0.1m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	7.4	n/a
Capitaux propres (€m)	87.6	n/a
Endettement net /CP (%)	8.4	n/a

#### Description de l'entreprise

CoBrHa est la troisième brasserie de Belgique, par le biais de sa filiale Haacht Brewery. Parallèlement, la société produit et commercialise des vins et des boissons non alcoolisées.

#### Points forts

- Portefeuille solide et diversifié (notamment Primus)
- Financement prudent

#### Points faibles

- Dépenses des consommateurs sous pression
- Concurrence significative

#### Analystes

Richard Finch  
Jane Anscombe

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	92.0	19.9	10.1	7.7	102.70	16.2	10.50	0.6
12/11	92.0	18.9	9.4	6.4	85.10	19.6	85.10	5.1
12/12	94.7	16.4	5.5	3.8	50.20	33.2	50.20	3.0
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Cofidur

## Récapitulatif d'investissement: Sous-traitant français

La gamme complète de services en sous-traitance de Cofidur, avec des compétences spécialisées pour les projets en aérospatiale et défense, lui confère une position forte sur le marché en France. Néanmoins, l'environnement économique qui prévaut a entraîné une chute de 6 % du CA en 2012 et le niveau d'activité au S1 13 attendu est inférieur à celui du S1 12.

### Objectif de niche

Le groupe COFIDUR est un acteur majeur du secteur français de la sous-traitance électronique. Il offre des services qui vont de la conception et fabrication de cartes de circuits imprimés équipées et faisceaux de câble aux sous-ensembles et produits intégrés, gérant le cycle de vie complet du produit, allant de la conception, la création de prototype et la fabrication en grand volume, à l'entretien, au service après-vente, à la réparation / remise à neuf et à la gestion de l'obsolescence.

COFIDUR-EMS se concentre sur les secteurs où ses compétences de spécialiste permettent d'obtenir un prix supérieur, ce qui le différencie donc des plus grands sous-traitants offrant de très hauts volumes pour les produits de consommation. Une part élevée du CA provient des secteurs de l'aérospatiale, des télécoms, de l'espace, médical et bancaire, avec des produits pour les avions civils et militaires, notamment les A380, Mirage et Rafale, la fusée Ariane 5, des terminaux à distance pour les transactions financières, des systèmes pour les péages routiers, les chemins de fer et les applications de surveillance et des interfaces embarquées pour les renseignements sur les passagers.

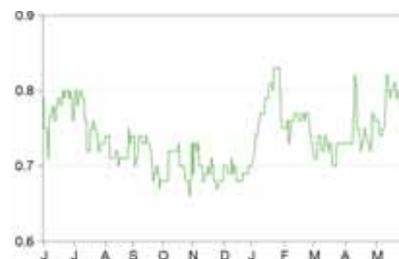
### Valorisation: Cession des activités de cartes de circuits imprimés

L'activité de fabrication de cartes de circuits imprimés du groupe a été vendue en juillet 2011. Le CA des activités poursuivies a baissé de 6 % à 90,9M€ en 2012 en g.a, reflétant un contexte économique difficile. Le bénéfice d'exploitation a chuté de 38 % à 2,4M€. Le bénéfice net, faussé de 0,7M€ de charges exceptionnelles en 2011 et de 0,1M€ de crédit exceptionnel en 2012, a baissé de 9 % à 2,2M€. Les actions se négocient sur un multiple de PER historique faible ; les investisseurs potentiels doivent cependant noter que l'environnement commercial reste incertain.

Prix €0.81

Capitalisation €6m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	6.6	15.7	2.5
Rel	3.8	12.2	(7.2)

#### Détails de l'action

Code	COFI
Listing	Alternext Paris
Secteur	Industriels
Actions en circulation	7.8m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	9.6	7.5
Capitaux propres (€m)	13.4	13.8
Endettement net /CP (%)	71.6	54.3

#### Description de l'entreprise

Cofidur offre un large éventail de services électroniques spécialistes en sous-traitance. Elle possède cinq sites en France ainsi que des exploitations low cost en Chine et en Tunisie, employant au total plus de 900 personnes. La majorité de son CA est réalisée auprès de clients en France.

#### Points forts

- Gamme complète de services.
- Position forte sur le marché en France.

#### Points faibles

- Projets affectés par l'environnement économique faible.
- Montage en série très compétitif.

#### Analystes

Anne Margaret Crow  
Dan Ridsdale

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	88.0	n/a	(1.3)	(2.3)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	96.4	n/a	4.0	2.7	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	90.9	n/a	2.4	2.2	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Cogra

## Récapitulatif d'investissement: Spécialiste des granulés de bois

Une croissance du CA de 27,5 % pour les neuf premiers mois de 2013 entérine la qualification de Cogra en tant que valeur de croissance. Les nouvelles capacités, qui vont être mises en service début 2014, suggèrent que la tendance haussière peut se poursuivre.

### Fournisseur intégré de granulés de bois et appareils

Cogra est un fabricant reconnu de granulés de bois en France. En tant qu'importateur et installateur de poêles et chaudières consommant ces granulés, la société possède une perspective globale dans les domaines de la combustion et des équipements efficaces. L'ouverture d'une nouvelle usine, plus tard en 2013, augmentera la capacité et permettra à l'usine existante d'être remise à neuf.

### Demande en granulés de bois provenant de plusieurs segments du marché

Les directives de l'UE sont clairement en faveur d'une plus grande adoption de sources d'énergie renouvelables. Les grandes sociétés d'énergie investissent dans de nouvelles installations utilisant des granulés de bois. De même, les entreprises commencent à migrer des combustibles fossiles vers l'utilisation de la biomasse et pour les consommateurs à la recherche de solutions de chauffage plus économiques, les poêles à bois représentent une option réaliste.

### Progrès en 2013 et nouvelle capacité

Cogra a récemment annoncé une croissance du CA au T3 (18,6 %) et sur 9 mois en glissement annuel (27,5 %). Une troisième installation de production a été commandée en avril, ajoutant une capacité de production d'env. 40 000 t. aux env. 60 000 t. des deux sites existants.

### Valorisation: En croissance

La VE actuelle est équivalente à 1,2x les ventes historiques et à 13x l'EBITDA historique. Le PER de Cogra reflète la demande croissante pour ses produits et ses nouvelles capacités de production.

Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
06/10	9.1	0.9	0.1	0.1	n/a	n/a	n/a	n/a
06/11	10.4	1.0	0.2	0.2	n/a	n/a	n/a	n/a
06/12	13.1	1.2	0.5	0.4	n/a	n/a	n/a	n/a
06/13e	16.5	1.5	0.6	0.5	0.17	34.7	n/a	n/a
06/14e	20.3	2.8	1.4	0.8	0.32	18.4	n/a	n/a

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

Prix €5.90

Capitalisation €14m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(0.2)	23.7	25.9
Rel	(3.0)	20.1	16.2

#### Détails de l'action

Code	COGR
Listing	Alternext Paris
Secteur	Industriels
Actions en circulation	1.9m

#### Bilan au

	06/11	06/12
Trésor. nette/(dette) (€m)	(2.8)	0.8
Capitaux propres (€m)	2.5	7.0
Endettement net /CP (%)	112.0	n/a

#### Description de l'entreprise

Cogra 48 est spécialisée dans la production et la vente de granulés de bois. Le groupe importe, distribue et installe des chaudières et poêles à granulés de bois. Cogra 48 possède actuellement deux sites de production situés en France, et est sur le point d'en mettre en service un troisième.

#### Points forts

- Un modèle intégré de fourniture de combustible et de poêles.
- Des directives pour augmenter l'énergie renouvelable.

#### Points faibles

- Faible confiance des consommateurs français.
- Visibilité des bénéfices futurs attendus.

#### Analystes

Toby Thorrington  
Roger Johnston

# ConcoursMania

## Récapitulatif d'investissement: Marketing des jeux

ConcoursMania (GCM) s'est fortement développée depuis son introduction en bourse en mai 2011, utilisant son expertise des jeux dans les sites web grand public et le marketing en ligne. L'acquisition de Telaxo, en novembre 2012, lui a permis d'entrer sur le marché des jeux sociaux à forte croissance. L'objectif de GCM est de réaliser un CA de plus de 30M€ en 2014, soit trois fois le niveau de 2011.

## Fondée sur les jeux – B2C et B2B

La branche B2C de GCM exploite env. 30 sites web de jeux (par ex. jeux.com) avec un public de plus de 15M de visiteurs uniques. Telaxo dispose de près de 130 jeux présents sur les réseaux sociaux et d'un public de près de 17M d'utilisateurs actifs par mois (source : AppStat/Facebook). Dans le B2B GCM a réalisé plus de 500 transactions pour le compte de 400 annonceurs.

## Perspectives de forte croissance organique

L'an dernier en Europe, 48 % de la population adulte en ligne a joué à des jeux vidéo (IFSE), le marché des jeux sociaux devant quant à lui progresser à un TCAC de 21 % à 14Mds€ d'ici 2016 (ThinkEquity). La croissance rapide des mobiles/tablettes est également positive.

## Un bénéfice d'exploitation 2012 en hausse de 24 % à 3,1M€

Le CA 2012 a augmenté de 42 % à 15,0M€ et la marge EBIT était de 20,5 %. Le CA du B2B était de 7,5M€, en hausse de 50 %, et celui du B2C de 7,5M€, en hausse de près de 35 % malgré une conjoncture difficile. Telaxo apporte un CA d'env. 0,8M€. Le bilan est solide et peut financer davantage de croissance, avec potentiellement plus d'acquisitions.

## Valorisation: Valorisée à un premium, reflétant une croissance rentable

Selon le consensus des prévisions, GCM s'échange à un ratio VE/CA 2013 de 3,1x, VE/EBITDA de 13,7x et un PER de 25x, valorisant GCM à un premium, ce qui reflète ses résultats positifs et un potentiel de croissance supérieur à la moyenne.

Prix €16.00

Capitalisation €53m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	1.3	0.0	20.3
Rel	(1.3)	(5.3)	(8.0)

### Détails de l'action

Code	ALGCM
Listing	Alternext Paris
Secteur	Médias et publicité
Actions en circulation	3.3m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	7.4	6.1
Capitaux propres (€m)	15.5	17.6
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Le groupe ConcoursMania (GCM) exploite des sites Web de jeux sociaux et occasionnels B2C et fournit des services de marketing en ligne B2B basés sur les jeux en tant qu'outils de marketing. GCM est cotée en bourse depuis mai 2011.

### Points forts

- Forte croissance des jeux et ludification.
- Excellents résultats.

### Points faibles

- Marchés concurrentiels.
- Les grands concurrents peuvent être dotés de meilleures ressources.

### Analystes

Jane Anscombe

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	6.7	n/a	0.7	0.4	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	10.6	2.6	2.5	1.7	0.49	32.7	n/a	n/a
12/12	15.0	3.4	3.1	2.2	0.67	23.9	n/a	n/a
12/13e	15.0	3.5	3.1	2.1	0.64	25.0	0.64	4.0
12/14e	20.4	4.7	4.3	3.0	0.89	18.0	0.89	5.6

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# CRM Company Group

## Récapitulatif d'investissement: En attente des résultats

Les chiffres 2012 ne sont pas encore publiés et il y n'a eu aucunes nouvelles d'ordre commercial de la part de la société depuis la publication des chiffres provisoires en octobre, lesquels indiquaient une perte due aux coûts de mise en place de la joint-venture avec le Figaro. Depuis le refinancement en juillet dernier, D&P SME IV et les fondateurs détiennent ensemble 81,8 % des capitaux propres (77 % des droits de vote).

## Généralement biaisé au S2

Les résultats sont historiquement pondérés vers la seconde moitié de l'année et, avec le domaine santé.lefigaro qui se développe, le CA devrait s'améliorer malgré le contexte commercial difficile. Le groupe est organisé en trois sociétés de négoce : Megalo & Co, qui gère la CRM relationnelle numérique, Bright & Co, qui analyse l'impact du numérique dans les entreprises, et Life & Co, spécialisée dans le numérique dans le marché vertical de la santé.

## Le Big Data ouvre de nouvelles possibilités

La CRM numérique, outil clé pour tirer des renseignements et de la valeur du Big Data, est actuellement une zone de développement clé pour beaucoup de grandes entreprises de services marketing. Cela devrait contribuer à protéger les spécialistes de la faiblesse générale du marché, indiquée par les baisses des estimations du marché de la publicité, s'élevant actuellement à -3,6 % pour 2012 et -0,8 % pour 2013.

## Résultats retardés

La diffusion des résultats financiers a été retardée.

## Valorisation: Pas suffisamment d'informations pour tirer des conclusions

Du fait de l'absence d'informations financières récentes et de l'actionnariat majoritaire, toute évaluation précise est impossible.

Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	16.8	n/a	0.6	(0.9)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	16.4	n/a	0.3	(1.9)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

Prix €0.45

Capitalisation €9m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(6.3)	(10.0)	(51.1)
Rel	(9.1)	(13.5)	(60.8)

### Détails de l'action

Code	ALCRM
Listing	Alternext Paris
Secteur	Médias et publicité
Actions en circulation	19.7m

### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	12.5	n/a
Capitaux propres (€m)	-1.0	n/a
Endettement net /CP (%)	1,250.0	n/a

### Description de l'entreprise

Le groupe CRM Company offre des services de marketing, répartis en quatre divisions : conseil en communication, conception et mise en place de campagnes publicitaires, services de marketing interactif, et évaluation de campagne.

### Points forts

- Importance croissante de la manipulation de données et de la CRM.
- Clientèle solide.

### Points faibles

- Absence de données financières récentes.
- S1 12 déficitaire.

### Analystes

Fiona Orford-Williams  
Jane Anscombe

# Custom Solutions

## Récapitulatif d'investissement: Recherche de cibles potentielles

Face à des conditions de marché national difficiles, Custom Solutions cherche activement des acquisitions afin d'élargir ses activités et d'accroître ses capacités numériques, tant en France qu'à l'étranger dans le marketing opérationnel.

## Bonne année 2012, perspectives mitigées pour 2013

Le groupe a obtenu de bons résultats dans l'année jusqu'à septembre 2012, la carte Visa prépayée Cartavenue étant un outil marketing très efficace. 2013 s'avère plus difficile, avec un CA en baisse de 32 % au S1, la dépense marketing client sur la période de Noël étant nettement affaiblie sur les segments électroménager/informatique/mobile. Les comparatifs étaient particulièrement bons, ce qui devrait s'inverser au S2, le réalignement de la base des coûts devant contribuer à protéger les marges. Davantage de clients, avec de plus petits projets, se traduit par un profil de risque moindre. La direction a déclaré chercher à élargir son activité par des acquisitions en France et dans le monde, à développer son offre numérique (web et mobile) et à renforcer son cœur de métier par un ciblage amélioré.

## Un marché publicitaire français difficile

La dépense française en publicité a chuté de 3,6 % (estimation) en 2012 et devrait afficher une nouvelle baisse, plus petite, en 2013, avant de commencer une lente reprise en 2014. La publicité en ligne croît toujours, avec la pénétration croissante des smartphones poussant la dépense en téléphonie.

## Bonne trésorerie

Le groupe avait une trésorerie (hors fonds des clients) de 11,2M€ fin septembre, ce qui donne une bonne marge de manœuvre pour les achats.

## Valorisation: Soutenue par la trésorerie

Les soldes importants de trésorerie faussent le PER à 15x pour l'année en cours. La VE/CA est l'une des plus basses dans le secteur à 0,9x, ce qui reflète mieux l'incertitude du marché.

Prix €5.80

Capitalisation €28m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	2.3	(0.3)	(4.9)
Rel	(0.5)	(3.9)	(14.6)

### Détails de l'action

Code	ALSOL
Listing	Alternext Paris
Secteur	Médias et publicité
Actions en circulation	4.9m

### Bilan au

	09/11	09/12
Trésor. nette (€m)	25.1	23.6
Capitaux propres (€m)	16.0	17.8
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Custom Solutions est spécialisée dans la fourniture de services marketing.

### Points forts

- Des ressources en trésorerie.
- Succès de Cartavenue.

### Points faibles

- Contexte difficile du commerce français.
- Incertitude directionnelle.

### Analystes

Fiona Orford-Williams  
Jane Anscombe

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	15.7	n/a	2.3	1.7	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	20.1	n/a	2.7	1.8	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	22.2	n/a	3.3	2.6	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	19.1	2.4	2.1	1.8	0.38	15.3	0.15	2.6
12/14e	21.1	3.2	2.9	2.4	0.49	11.8	0.18	3.1

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

## D.L.S.I.

### Récapitulatif d'investissement: Conditions de marché difficiles mais reprise prévue par le marché

Les conditions de marché restent difficiles, mais la récente hausse du cours de l'action suggère que le marché prévoit une reprise. Si les marges finissent par retrouver les niveaux d'avant la récession, les actions présenteront de nouveau un potentiel haussier.

### Exploitant d'agences de recrutement, principalement en France

D.L.S.I. œuvre principalement dans la gestion d'agences de recrutement situées dans toute la France, en Suisse, en Allemagne et au Luxembourg. Le groupe fournit des travailleurs temporaires aux clients de secteurs variés, principalement dans ceux de l'assurance, de la banque, de la finance et de l'immobilier.

### Nature cyclique du recrutement

Le recrutement est extrêmement cyclique et le groupe dépend tout particulièrement de l'économie française (environ 80 % de son CA), où l'emploi est actuellement léthargique.

### Opérations difficiles, mais CA de nouveau en hausse en 2013

En mars 2013, D.L.S.I. prévoit une croissance de son CA d'environ 7 % pour l'exercice 2013 à 197 M€, avec un résultat net d'environ 2 M€. Ces chiffres incluent la contribution de trois acquisitions réalisées en octobre, pour un CA combiné d'environ 8,5 M€. Cette performance interviendrait après une année 2012 difficile au cours de laquelle le CA a diminué de 10 % à 184 M€ et le résultat net est retombé à 0,4 M€ (1,5 M€).

### Valorisation: Potentiel haussier

Les bénéfices devraient rapidement se redresser une fois que l'économie française aura entamé une reprise mais, à court terme, les conditions de marché restent difficiles. Si les prévisions de mars s'avèrent exactes, les actions se négocieront selon un multiple de valorisation peu élevé (moins de 6 fois les bénéfices prévisionnels).

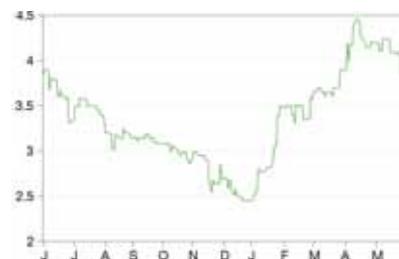
Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	172.7	n/a	3.6	1.4	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	205.2	n/a	5.9	1.5	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	183.9	n/a	3.3	0.4	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

Prix €3.84

Capitalisation €10m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(8.4)	56.7	(0.3)
Rel	(11.2)	53.2	(10.0)

#### Détails de l'action

Code	ALDLS
Listing	Alternext Paris
Secteur	Services supports
Actions en circulation	2.5m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	19.5	18.6
Capitaux propres (€m)	17.6	17.3
Endettement net /CP (%)	110.8	107.5

#### Description de l'entreprise

D.L.S.I. est une agence de recrutement temporaire, plaçant de la main-d'œuvre qualifiée et non qualifiée.

#### Points forts

- CA de nouveau en hausse et résultat net en redressement
- Positionnement sur de nouveaux marchés grâce aux acquisitions

#### Points faibles

- Emploi toujours léthargique en France
- Endettement de plus de 100 %

#### Analystes

Ian Berry  
Roger Johnston

# Damartex

## Récapitulatif d'investissement: Des prospects seniors

Un environnement de consommation médiocre a donné un contexte commercial difficile. Toutefois, l'accélération du chiffre d'affaires et du bénéfice net au S2 12 s'est poursuivie en 2013. En extrapolant le bénéfice net pour le S1 13 le PER serait de 10,9x.

## Une stratégie axée sur l'innovation dans un marché de niche

Damartex profite de technologies de matériaux novatrices et de son ciblage de niche sur le marché des vêtements pour seniors. 70 % des ventes se font par catalogue, 25 % en boutique et 5 % par internet. Le CA des 9 premiers mois n'a que légèrement baissé cependant, ce qui témoigne de la qualité des produits, du niveau de service et de la compréhension des besoins des clients.

## Performance stable des ventes malgré un contexte difficile

Le T3 a vu une performance neutre sur base comparable, les résultats positifs du catalogue et du commerce en ligne compensant la baisse du CA réalisé en boutique (-10 %), comparé à 2012 qui a été la meilleure année enregistrée, et à l'indice PMI du commerce de détail français (Markit) qui a enregistré le plus bas chiffre jamais vu de 40,8 en mars.

## Contrôle des coûts et gestion de la trésorerie

Damartex a optimisé ses approvisionnements et ses processus par des investissements significatifs ces dernières années. Grâce au contrôle des coûts fixes et à une gestion prudente de la trésorerie, le résultat opérationnel au S1 13 a augmenté de 52 % à 15,7M€, le bénéfice net de 52 % à 10,4M€. En outre, l'endettement net de 37,2M€ au S1 12 a basculé en trésorerie nette de 24,6M€ au S1 13.

## Valorisation: Près de 20 % de remise par rapport au CAC 40

Si la croissance du bénéfice net du S2 est maintenue, Damartex se négociera seulement à un PER 2013 de 10,6x, comparé au PER du CAC 40 (12,5 x). Étant donné l'accélération des performances, nous considérons ce décote non fondé.

Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
06/10	522.3	29.2	18.5	15.9	2.16	7.9	0.60	3.5
06/11	697.9	35.7	18.5	20.4	2.80	6.1	0.55	3.2
06/12	660.8	27.2	15.2	12.0	1.62	10.5	0.45	2.6
06/13e	656.0	31.0	19.0	12.0	1.60	10.6	0.50	2.9
06/14e	655.0	31.0	20.0	12.0	1.70	10.0	0.50	2.9

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

Prix €17.00

Capitalisation €125m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.0	36.0	7.6
Rel	(2.8)	32.5	(2.1)

### Détails de l'action

Code	ALDR
Listing	Alternext Paris
Secteur	Biens de consommation
Actions en circulation	7.1m

### Bilan au

	06/11	06/12
Dette nette (€m)	7.1	11.6
Capitaux propres (€m)	144.2	156.6
Endettement net /CP (%)	4.9	7.4

### Description de l'entreprise

Damartex possède une expérience de 60 ans dans la catégorie du vêtement pour seniors. Elle commercialise huit marques représentant différents besoins fonctionnels. 70 % des ventes se font par catalogue, 25 % en boutique et 5 % par le commerce électronique. 67 % des ventes sont réalisées en France, 33 % à l'international.

### Points forts

- Une approche multicanal, internationale, au sein d'un marché de niche.
- Fort accent sur l'innovation et la maîtrise des coûts.

### Points faibles

- Contexte de faible consommation en particulier en France (67 % du CA).
- Faible exposition au commerce électronique (5 % du CA).

### Analystes

Victoria Buxton  
Jane Anscombe

# Deinove

## Récapitulatif d'investissement: Concentration commerciale

La performance de Deinove a dépassé les prévisions en 2012, laissant assez de liquidités à la société pour financer ses opérations jusqu'au T1 2014. En 2013, elle devra remplir de nouvelles étapes clés du projet Deinol et signer des accords commerciaux pour que le cours de son action puisse poursuivre sa hausse.

## Exploiter le potentiel des bactéries déinocoques

Deinove possède plus de 7 000 souches de bactéries déinocoques différentes, que la société cherche à exploiter pour des applications industrielles destinées aux biocarburants de deuxième génération (Deinol), aux produits biochimiques (Deinochem) et aux antibiotiques (Deinobiotics). Le pôle le plus important est celui des biocarburants ; Deinove consacre environ 70 % de ses ressources au développement de son offre dans ce secteur.

## Un nouveau PDG pour de nouveaux partenariats

Le projet Deinol a atteint sa deuxième étape en 2012 et devrait atteindre la troisième en 2013. Cette année donnera la priorité à la commercialisation de la technologie Deinove et son nouveau PDG, Emmanuel Petiot, cherchera à conclure des partenariats.

## Réduction des pertes en 2012

Les résultats 2012 indiquent une perte nette beaucoup moins importante qu'en 2011 (-2 M€ contre -3,3 M€ en 2011). Ce résultat est largement supérieur à nos prévisions (qui tablaient sur une perte nette de 3,2 M€) grâce à la génération de revenus supplémentaires, à la baisse des coûts opérationnels, à des revenus non récurrents et à un crédit d'impôt plus important. La trésorerie nette (6,5 M€) permettra de financer la société jusqu'au T1 2014.

## Valorisation: Croissance dopée par la réalisation d'étapes importantes

La réalisation d'étapes importantes du projet et l'obtention de partenariats apportent une validation externe à la société qui, selon nous, permettra au cours de l'action de poursuivre sa progression. Au niveau actuel, nous pensons que le marché accorde au projet Deinol 60 % de chances de réussite.

Prix €10.70

Capitalisation €52m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(0.4)	(1.4)	33.8
Rel	(3.2)	(4.9)	24.1

### Détails de l'action

Code	ALDEI
Listing	Alternext Paris
Secteur	Energie alternative
Actions en circulation	4.9m

### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	2.1	2.0
Capitaux propres (€m)	7.2	5.3
Endettement net /CP (%)	29.2	37.7

### Description de l'entreprise

Deinove conçoit et développe des technologies de biocarburants et de produits biochimiques fondées sur les propriétés des bactéries déinocoques.

### Points forts

- Demande accrue en énergie renouvelable
- Plus grande importance accordée aux biocarburants de deuxième génération

### Points faibles

- À court terme, besoin de contributions financières
- Marché dépendant des subventions

### Analystes

Graeme Moyse  
Roger Johnston

### Estimations d'Edison

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	0.6	(2.4)	(2.6)	(2.2)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	0.6	(3.6)	(4.0)	(3.3)	(0.67)	n/a	n/a	n/a
12/12	0.7	(4.0)	(3.9)	(2.5)	(0.51)	n/a	n/a	n/a
12/13e	1.8	(2.5)	(2.9)	(4.0)	(0.76)	n/a	n/a	n/a
12/14e	10.0	5.5	5.0	3.9	0.71	15.1	n/a	n/a

Source: Comptes de la société / Company accounts, Edison Investment Research

# Demos

## Récapitulatif d'investissement: Dans l'attente de la reprise

Demos est confronté à des difficultés qui ont conduit à des pertes en 2012. Les actions se négocient près du cours le plus bas depuis 5 ans, alors que l'incertitude persiste sur l'ampleur et le calendrier de l'éventuelle reprise.

## Acteur mondial de la formation professionnelle

Demos est un acteur mondial de la formation professionnelle, opérant dans 16 pays et la plupart des grandes villes françaises. Son cœur de métier est la formation continue (en classe et à distance). Il propose aussi d'autres services liés à l'économie du savoir, dont les compétences de conseil en gestion et la publication de contenus éducatifs.

## Perspectives économiques faibles nécessitant une réduction des coûts

L'environnement économique 2012 a été très difficile. Les perspectives pour 2013 restent incertaines et l'objectif principal du groupe sera de poursuivre son programme de réduction des coûts, lancé en 2012, tandis que la direction, avec un nouveau DG, prend des mesures pour stimuler les ventes.

## Structure financière renforcée par une levée de fonds

Le CA a chuté de 6,8 % à 96,3 M€ car le groupe a été touché par la réduction de son catalogue et de la formation à distance en Espagne. Le niveau de marge brute est positive, le groupe a perdu 3,7 M€ au niveau de l'exploitation et 8,6 M€ au niveau du bénéfice net après frais exceptionnels de restructuration et charges d'amortissements. Le groupe a renforcé sa structure financière par une levée de fonds de 12 M€, laissant le passif financier net à 13,3 M€.

## Valorisation: Besoin d'une plus grande clarté sur le rythme de la reprise

L'entreprise est actuellement déficitaire et endettée, ce qui rend la valorisation difficile jusqu'à une plus grande clarté sur l'ampleur de la reprise des bénéfices.

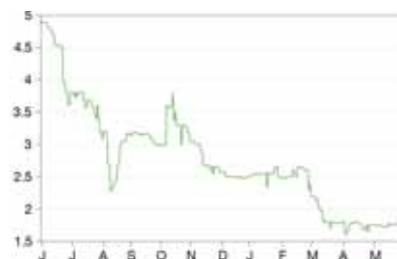
Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	102.2	n/a	5.7	1.1	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	103.3	n/a	0.8	4.0	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	96.3	n/a	(3.7)	(8.6)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

Prix €1.75

Capitalisation €14m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.0	(30.0)	(59.5)
Rel	(2.8)	(33.5)	(69.2)

### Détails de l'action

Code	ALDMO
Listing	Alternext Paris
Secteur	Services supports
Actions en circulation	6.8m

### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	15.4	21.3
Capitaux propres (€m)	25.8	20.7
Endettement net /CP (%)	59.7	102.9

### Description de l'entreprise

Demos est un fournisseur français de premier plan en matière de formation professionnelle. Son activité principale est la fourniture de services de formation continue.

### Points forts

- La restructuration devrait réduire les pertes.
- Levée de fonds réussie.

### Points faibles

- Conjoncture économique morose.
- Entreprise déficitaire.

### Analystes

Ian Berry  
Roger Johnston

# Diaxonhit

## Récapitulatif d'investissement: Société entièrement intégrée

Diaxonhit est une société de diagnostic in vitro (DIV) entièrement intégrée, créée en décembre après l'acquisition d'InGen BioSciences (premier distributeur de DIV en France) par Exonhit. Le scénario d'investissement repose sur la capacité de la nouvelle société à commercialiser l'AclarusDx (test de diagnostic sanguin pour la maladie d'Alzheimer) et d'autres produits par le biais de sa force de vente. Parallèlement, Diaxonhit détient une participation dans le programme de phase II d'Allergan sur la douleur neuropathique (EHT/AGN 0001).

## Achèvement de l'acquisition d'InGen

Exonhit a acheté InGen BioSciences en décembre pour un montant de 18 M€, afin de créer Diaxonhit, une société française de DIV entièrement intégrée. InGen est le premier distributeur de DIV en France, détenant 70 % du marché du test HLA. La stratégie de Diaxonhit consiste à faire croître ses ventes en mettant ses produits propriétaires sous licence et en se positionnant sur de nouveaux territoires, tout en développant de nouveaux produits de diagnostic.

## Appels d'offres remportés dans le secteur des greffes

Diaxonhit a récemment obtenu un grand contrat de la part de l'AGEPS (Agence générale des équipements et produits de santé) afin de lui fournir les tests d'histocompatibilité requis pour les greffes. En février, InGen a remporté quatre appels d'offres nationaux de l'EFS (Établissement français du sang) pour le suivi et le typage HLA en vue de greffes. Ces contrats pourraient rapporter jusqu'à 25 M€ d'ici à 2016.

## Opérations financées jusqu'au S1 2015

Diaxonhit a clôturé l'exercice 2012 sur une trésorerie d'environ 10 M€, assurant son financement pendant deux ans, ce qui devrait lui permettre d'effectuer les essais de l'AclarusDx et de le commercialiser auprès des neurologues français.

## Valorisation: VAN corrigée du risque de 88 M€

Nous estimons pour Diaxonhit une VAN corrigée du risque de 88 M€ et une VE de 30 M€.

Estimations d'Edison								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	8.4	(6.3)	(6.8)	(7.6)	(0.19)	n/a	0.00	n/a
12/11	5.0	(7.3)	(8.0)	(6.5)	(0.19)	n/a	0.00	n/a
12/12	5.4	(6.1)	(6.4)	(5.6)	(0.16)	n/a	0.00	n/a
12/13e	31.3	(9.0)	(9.2)	(8.8)	(0.16)	n/a	0.00	n/a
12/14e	34.0	(9.1)	(9.4)	(8.9)	(0.16)	n/a	0.00	n/a

Source: Comptes de la société/Company accounts, Edison Investment Research

Prix €0.74

Capitalisation €41m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(6.3)	(17.8)	(33.2)
Rel	(9.1)	(21.3)	(42.9)

### Détails de l'action

Code	ALEHT
Listing	Alternext Paris
Secteur	Santé
Actions en circulation	34.4m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	12.9	7.5
Capitaux propres (€m)	13.6	24.5
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Diaxonhit est une société française de diagnostic in vitro entièrement intégrée, de la découverte à la commercialisation, et fait partie des leaders français en la matière. Ses produits visent les maladies infectieuses, la maladie d'Alzheimer et le cancer. Elle développe également des produits thérapeutiques contre les maladies neurodégénératives.

### Points forts

- Fort besoin médical non satisfait : marqueur biologique pour Alzheimer
- Force de vente interne pouvant commercialiser l'AclarusDx

### Points faibles

- À l'avenir, concurrence accrue dans le secteur des marqueurs biologiques pour Alzheimer
- Besoin de réduire les coûts de distribution

### Analystes

Wang Chong  
Robin Davison

# Dietswell

## Récapitulatif d'investissement: Un possible redressement nécessite une croissance des ventes et des marges

Les marges d'exploitation de Dietswell sont négatives depuis 2009. Alors que les frais généraux ont diminué de façon constante, la partie exploitation de l'entreprise qui doit maintenant croître. La société n'a pas obtenu de marge EBIT positive ces quatre dernières années.

### Une reprise stimulée par le CA est nécessaire

Dans une certaine mesure, la rentabilité pourrait être atteinte grâce à une augmentation du CA et une réduction des coûts fixes de l'entreprise, et Dietswell s'est fixée un objectif ambitieux d'augmentation du chiffre d'affaires à 30M€ en 2014. Cela représenterait un doublement du CA 2012. La société est très dépendante d'un seul segment, environ deux tiers du CA 2012 provenant de Fact-O-Rig.

Dietswell espère parvenir à la croissance en partie grâce au bail à long terme ou à la location-vente d'appareils de forage Sedlar 160 et/ou Sedlar 250, mais cela reste une division à forte intensité capitalistique et nous resterons prudents face à d'éventuels retards. En outre, nous nous attendons à ce que les investisseurs restent à l'écart jusqu'à ce que l'entreprise commence à produire des preuves tangibles de progrès.

### Valorisation: Les dividendes promettent une lueur d'espoir

La direction tente de lancer une politique de dividendes en 2013. Bien que cela nous donne un aperçu de la confiance que la direction a envers l'entreprise, il est difficile de faire des prédictions tant que les bénéfices de l'entreprise ne reposent pas sur des bases plus solides.

Prix €1.86

Capitalisation €10m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.5	(22.5)	28.3
Rel	(2.3)	(26.0)	18.6

#### Détails de l'action

Code	ALDIE
Listing	Alternext Paris
Secteur	Pétrole & Gaz
Actions en circulation	5.3m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	1.0	1.2
Capitaux propres (€m)	19.0	19.3
Endettement net /CP (%)	5.3	6.2

#### Description de l'entreprise

Dietswell fournit des services d'ingénierie et de forage aux industries du pétrole et du gaz, notamment l'ingénierie des puits et la gestion des opérations de forage, la construction et la rénovation des équipements de forage, ainsi que l'inspection et le contrôle des équipements de forage.

#### Points forts

- Objectif ambitieux de croissance des ventes – doublement de 2012 à 2014.
- Confiance de la direction dans le plan de redressement.

#### Points faibles

- Situation de pertes d'exploitation.
- CA très dépendant d'un seul segment.

#### Analystes

Will Forbes  
Ian McLelland

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	9.2	n/a	(2.0)	(5.0)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	12.1	(1.2)	(1.1)	(1.7)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	15.9	0.1	n/a	0.3	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	17.3	1.1	0.6	0.1	0.01	186.0	0.02	1.1
12/14e	22.3	1.7	1.0	0.6	0.11	16.9	0.03	1.6

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# DL Software

## Récapitulatif d'investissement : Logiciels pour les PME

Le CA était stable en 2012 et devrait le rester au cours de 2013, mais la direction projette un retour à une croissance du CA en 2014 grâce à l'investissement dans la R&D, la croissance des revenus récurrents et des acquisitions ciblées.

### Positions de leader sur le marché

Les filiales de DL Software occupent des positions de leader dans leurs créneaux respectifs. Grâce à sa filiale Thelis (division tourisme), elle est le plus important fournisseur de logiciels de gestion des campings, avec une part de marché estimée à 34 %. DL Santé a une part estimée de 43 % du marché pour les logiciels de gestion utilisés par les laboratoires cliniques. Ginkoia (vente au détail) a la plus grande part de marché, estimée à 25 %, des logiciels utilisés par les détaillants d'équipements sportifs et ceux impliqués dans la location d'équipements sportifs tels que les vélos ou skis. DL Négoce est le plus important fournisseur de logiciels pour les entreprises d'achat et vente de matériaux de construction. Elle s'est développée grâce aux acquisitions, la dernière en date étant celle de CIM en juillet 2010, et a réalisé 10 transactions en sept ans.

### Résultats 2012

Le CA était stable à 45,6M€. Démontrant l'importance des revenus récurrents, les revenus provenant des abonnements et contrats d'entretien sont passés à 50 % du CA total. La marge d'exploitation a augmenté de 0,5 pp à 10,7 %, la direction ayant réduit les charges externes de 7 % et maintenu des coûts de personnel stables tout en augmentant les dépenses de personnel de la R&D de 19 %. Le bénéfice d'exploitation a augmenté de 4 % à 4,9M€.

### Valorisation: Prévisions

En mars, la direction a mentionné qu'elle s'attendait à un CA inchangé en 2013, l'investissement dans la R&D abaissant les marges d'exploitation. Cet investissement, associé à de nouvelles acquisitions, est destiné à stimuler la croissance du CA et des bénéfices dans les années futures.

Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	44.1	n/a	5.7	3.0	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	46.0	n/a	4.7	0.7	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	45.6	n/a	4.9	0.6	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

Prix €7.10

Capitalisation €32m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(2.2)	(2.2)	16.0
Rel	(5.0)	(5.7)	6.3

#### Détails de l'action

Code	ALSDL
Listing	Alternext Paris
Secteur	Technologie
Actions en circulation	4.5m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	6.4	4.3
Capitaux propres (€m)	16.0	16.6
Endettement net /CP (%)	40.0	25.9

#### Description de l'entreprise

DL Software développe et vend des logiciels de gestion destinés aux PME. La société est présente dans quatre secteurs : le tourisme (13 % du chiffre d'affaires 2011), la santé (62 %), le négoce de matériaux (15 %) et la vente au détail (7 %).

#### Points forts

- Position de leader sur le marché dans des créneaux choisis.
- Réussite des acquisitions.

#### Points faibles

- Seuls 3 % du CA (2012) proviennent des exportations.
- Faible carnet de commandes début 2013 pour la division santé.

#### Analystes

Anne Margaret Crow  
Dan Ridsdale

# EasyVista

## Récapitulatif d'investissement: Logiciels ISTM

EasyVista poursuit sa croissance grâce à l'adoption du mode SaaS et à son expansion en Amérique du Nord. Ces deux activités soutiennent la réalisation de l'objectif de la direction, à savoir un CA de plus de 20 M€ en 2015.

### Société dédiée au secteur de la gestion informatique

EasyVista fait partie d'une douzaine d'entreprises internationales proposant une solution intégrée pour tous les aspects de la gestion des opérations informatiques. En 2000, elle fut l'une des premières à fournir ses produits en mode SaaS. Au T1 13, elle est devenue la première à recevoir une certification indépendante de compatibilité avec la norme ITIL 2011, qui définit les meilleures pratiques pour la gestion de services informatiques. La société compte plus de 800 clients, dans une variété de secteurs (banque, assurance, finance, industrie, services, gouvernements, services informatiques externalisés, conseil...). Le rapport Gartner a récemment fait les louanges de « l'interaction utilisateur intuitive » des logiciels, ainsi que de la vente en mode SaaS ou sous licence. EasyVista effectue actuellement 90 % de ses ventes en Europe. La société renforce sa présence en Amérique du Nord, marché beaucoup plus important, afin d'exploiter la demande accrue pour ce type de logiciels (née de l'évolution rapide du secteur informatique).

Les ventes de logiciels en mode SaaS ont plus que doublé en g.a. en 2012, représentant dorénavant 27 % du CA total, et ont porté le CA total à un record de 12,0 M€ malgré une baisse de 7 % des revenus tirés des licences. L'intérêt des clients envers l'offre SaaS a dopé les ventes (CA +10 % dans toutes les régions en 2012), même en Europe du Sud où le climat économique était difficile. Les pertes opérationnelles ont diminué de moitié à 0,6 M€.

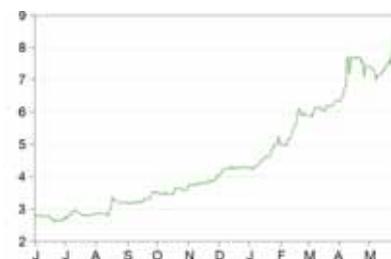
### Valorisation: Importance clé du mode SaaS pour la croissance future

Les revenus des produits en mode SaaS se chiffrent à 3,2 M€ pour 2012 ; ceux de la maintenance à 4,4 M€. Ces revenus récurrents élevés, associés à 8,6 M€ de ventes SaaS en attente (à la fin du T1 2013), alimentent l'optimisme envers la future croissance du CA. Grâce aux liquidités générées par les opérations européennes, qui devraient être rentables en 2013, la direction compte poursuivre son expansion en Amérique du Nord, privilégiant les profits à long terme, vis à vis du court terme. Pour bien évaluer l'action, il faudrait que les progrès réalisés en matière de rentabilité soient plus visibles.

Prix €8.64

Capitalisation €14m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	16.6	102.3	209.7
Rel	13.8	98.8	200.0

#### Détails de l'action

Code	ALEZV
Listing	Alternext Paris
Secteur	Technologie
Actions en circulation	1.5m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	0.8	0.9
Capitaux propres (€m)	1.7	1.0
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

EasyVista est un fournisseur mondial de solutions de gestion des services informatiques (ITSM) basée sur le Cloud, de gestion du cycle de vie des actifs et de gestion de l'organisation des services. La société est présente aux USA, au Canada, en France, en Allemagne, au RU, en Italie, en Espagne et au Portugal.

#### Points forts

- Revenus récurrents élevés grâce au mode SaaS et aux frais de maintenance
- Bonne visibilité sur les revenus des ventes SaaS en attente

#### Points faibles

- Revenus des licences en baisse car le climat commercial favorise le mode SaaS
- Rentabilité freinée par les coûts d'expansion en Amérique du Nord

#### Analystes

Anne Margaret Crow  
Dan Ridsdale

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	9.2	n/a	(1.3)	(1.3)	(0.83)	n/a	n/a	n/a
12/11	10.0	n/a	(1.1)	(1.3)	(0.81)	n/a	n/a	n/a
12/12	12.0	n/a	(0.6)	(0.7)	(0.47)	n/a	n/a	n/a
12/13e	13.9	n/a	(0.8)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	15.9	n/a	0.2	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# Emakina Group

## Récapitulatif d'investissement: Agence de médias numériques

L'importance croissante de la publicité numérique et son expansion internationale ont positionné Emakina parmi les 10 premières agences numériques indépendantes d'Europe. Ses actions se négocient dans la fourchette 7-9 € depuis deux ans.

## Parmi les 10 premières agences numériques européennes

Emakina est la première agence numérique indépendante multiservices de Belgique. La société aide les entreprises à planifier, concevoir, mettre en œuvre et surveiller une stratégie de marketing intégrée exploitant pleinement les médias numériques, sous toutes leurs formes.

## Croissance structurelle de la publicité numérique

Les agences aidant les entreprises à gérer un environnement numérique de plus en plus complexe devraient profiter de la migration de la publicité en ligne. Une stratégie d'expansion internationale (grâce à des acquisitions et des partenariats) et des investissements dans des secteurs en expansion, comme le marketing social, mobile, de la performance et direct, ont permis à la société de dégager une croissance stable d'au moins 10 % durant les dernières années.

## Croissance des revenus probablement plus modérée en 2013

Le CA a augmenté de 18 % en 2012, s'inscrivant à 48,7 M€ (+12 % à données comparables). L'intégration des récentes acquisitions a dopé la marge EBITDA de 100 pb pour la porter à 7,7 %. À la fin de l'exercice, les dettes avaient augmenté à 4,4 M€ (2,1 M€) en raison de l'acquisition d'une participation de 52 % dans LABEL.ch (Suisse) et de l'agence Wanabe. La direction pense progresser en 2013, mais table sur un taux de croissance moins rapide qu'en 2012.

## Valorisation: Cours synonyme de croissance

Compte tenu de l'endettement de la société et de sa stratégie d'investissement pour la croissance future, elle n'a pas proposé de dividende pour 2012. Les actions se négocient au milieu de leur fourchette à deux ans, comprise entre 7 € et 9 €. Avec un PER de 29 fois les bénéfices déclarés en 2012, le cours reflète la croissance potentielle future.

Prix €8.00

Capitalisation €30m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.0	(3.6)	(6.4)
Rel	(2.8)	(7.2)	(16.1)

### Détails de l'action

Code	ALEMK
Listing	Alternext Brussels
Secteur	Technologie
Actions en circulation	3.8m

### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	0.3	4.3
Capitaux propres (€m)	10.1	9.7
Endettement net /CP (%)	3.0	44.3

### Description de l'entreprise

Une agence numérique multiservices fournissant des services en matière de communication numérique. La société est la plus grande agence numérique indépendante de Belgique et dégage 20 % de son CA dans le reste de l'Europe. Ses clients incluent Wrangler, Coca-Cola, Belgacom et Danone.

### Points forts

- Croissance structurelle des médias numériques
- Exposition aux secteurs en expansion de la publicité mobile et sociale

### Points faibles

- Exposition aux marchés très cycliques et concurrentiels de la publicité
- Société relativement endettée

### Analystes

Bridie Barrett  
Dan Ridsdale

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	33.1	2.6	1.7	0.3	0.79	10.1	n/a	n/a
12/11	41.4	2.8	1.9	0.7	0.18	44.4	n/a	n/a
12/12	48.8	3.8	2.4	1.1	0.28	28.6	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Entreparticuliers.com

## Récapitulatif d'investissement: Site Internet immobilier

Entreparticuliers.com est encouragé par des signes de stabilisation, comme par exemple une diminution séquentielle de seulement 4 % des nouveaux contrats premium durant les deux derniers trimestres. Toutefois, le CA restant sous pression (-6 % au premier trimestre), la protection des bénéfices est devenue une priorité et la société promet de strictement contrôler ses coûts cette année. Elle reste en bonne santé financière (pas de dettes).

### Un modèle qui a fait ses preuves

Pour le vendeur d'un bien immobilier, Entreparticuliers.com représente une solution moins coûteuse qu'une agence immobilière. Le site assure également une couverture géographique maximale et élimine les intermédiaires. En outre, une liste personnalisée des caractéristiques du bien et une évaluation de ce dernier démarquent Entreparticuliers.com des sites d'annonces gratuites traditionnels. Il s'agit de la marque la plus connue parmi les sites immobiliers spécialisés.

### Une lente progression

Le baromètre d'Entreparticuliers.com, très réputé, suggère que le marché du logement français reste léthargique. Au début de l'année, il prévoyait pour 2013 une diminution pouvant aller jusqu'à 5 % du nombre de nouveaux logements mis en vente directement par leurs propriétaires, par le biais d'annonces sur Internet ou dans un journal (-9 % en 2012). La probable stabilité des prix (qui étaient restés neutres l'année dernière) pourrait tout simplement découler du manque de vendeurs.

### Limitation des dommages

Sachant que le CA de la société a de nouveau fortement diminué en 2012, la direction a néanmoins réussi, d'une part, à atténuer l'impact de cette baisse sur le résultat d'exploitation à 50 % et, d'autre part, à se maintenir en bonne santé financière (pas de dettes en décembre). Le contrôle des coûts s'est traduit par une diminution de deux tiers des dépenses de marketing, justifiée par la prééminence de la marque.

### Valorisation: Décourageante

La stabilisation, même si elle se confirmait, semble insuffisante pour raviver la confiance des investisseurs après la détérioration prolongée de la performance commerciale de la société.

Prix €2.03

Capitalisation €7m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(5.6)	(27.8)	0.0
Rel	(8.4)	(31.3)	(9.7)

#### Détails de l'action

Code	ALENT
Listing	Alternext Paris
Secteur	Médias et publicité
Actions en circulation	3.5m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	8.6	6.3
Capitaux propres (€m)	5.0	4.6
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

Entreparticuliers.com est un site Internet français spécialisé dans les petites annonces immobilières. Le groupe commercialise également le journal « Les Annonces Immobilières ».

#### Points forts

- Marque solide et positionnement favorable sur le marché
- Très bonne santé financière

#### Points faibles

- Dépenses des consommateurs sous pression
- Marché extrêmement concurrentiel

#### Analystes

Richard Finch  
Jane Anscombe

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	10.1	1.3	1.2	0.8	0.22	9.2	0.22	10.8
12/11	9.3	0.8	0.6	0.5	0.14	14.5	0.17	8.4
12/12	7.5	0.5	0.3	0.2	0.06	33.8	0.06	3.0
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Environnement SA

## Récapitulatif d'investissement: Suivi des progrès

L'investissement d'Environnement sur les marchés internationaux s'est accéléré en 2012, afin de tirer parti de sa position de leader en tant que concepteur de matériel de surveillance de la qualité de l'air et de l'eau. Cette position de leader a été acquise grâce à des investissements importants dans la R&D depuis la création du groupe en 1978. Les résultats ont été affectés par plus de 2M€ d'investissement non récurrents en 2012 pour alimenter la croissance future, dont les bénéfices devraient commencer à voir le jour dès 2013, augmentant le CA et améliorant les marges.

## 2012, année de l'investissement

2012 a vu le CA augmenter de 9 % à 48,6M€, favorisé par une forte croissance des produits « air ambiant » du groupe. Environnement a également investi massivement en 2012, afin de positionner le groupe pour saisir de nouvelles opportunités majeures de croissance internationale, grâce à un investissement supplémentaire de 1,5M€ sur les marchés internationaux (certification produits, soutien à la filiale américaine et développement des activités en Inde et en Chine). En outre, suite à un nouvel investissement de 0,6M€ dans les employés, le bénéfice d'exploitation a atteint 2M€, ou 4,1 % du CA, en baisse par rapport aux 6,7 % de 2011.

## Les marchés à l'export offrent une possibilité de croissance

67 % du CA 2012 proviennent des exportations, à savoir 20 % en Europe, 25 % en Asie et 11 % en Amériques. Ces marchés devraient être des vecteurs de croissance pour le groupe dans les années à venir et, les services représentant près de 35 % du CA, la visibilité devrait s'améliorer encore à partir de 2013.

## Valorisation: Le retour à la croissance des bénéfices devrait profiter à la notation

La notation actuelle d'Environnement de 15,3 x BNA 2013 tombe rapidement à 10,6 x BNA 2014, indiquant que la stratégie d'investissement devrait progressivement avoir des retombées au niveau de l'augmentation du BNA. Le solide bilan et la confiance dans la stratégie du groupe ont été mis en évidence par l'augmentation proposée de 13 % du dividende à 0,45€ par action.

Prix €19.65

Capitalisation €1m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(0.9)	5.6	21.3
Rel	(3.7)	2.0	11.6

### Détails de l'action

Code	ALTEV
Listing	Alternext Paris
Secteur	Ingénierie
Actions en circulation	1.6m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	5.6	5.0
Capitaux propres (€m)	33.1	34.0
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Environnement conçoit, fabrique et vend des appareils et systèmes pour surveiller la qualité de l'air et de l'eau.

### Points forts

- Règlementations mondiales de plus en plus strictes.
- Plusieurs nouveaux contrats au S2 12.

### Points faibles

- Coûts liés au développement international.
- Frais de certification continus.

### Analystes

Roger Johnston

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	40.1	n/a	2.7	2.6	1.61	12.2	n/a	n/a
12/11	44.6	n/a	3.0	1.8	1.10	17.9	0.40	2.0
12/12	48.6	n/a	2.0	1.3	0.82	24.0	0.45	2.3
12/13e	47.2	4.7	2.6	2.1	1.29	15.2	0.45	2.3
12/14e	51.5	5.4	3.4	3.0	1.86	10.6	0.45	2.3

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# Esker

## Récapitulatif d'investissement: SaaS stimule la croissance

Le logiciel d'automatisation des processus documentaires (DPA) d'Esker permet à ses clients de passer d'un processus documentaire papier à un processus numérique. Sa solution SaaS bien établie a attiré beaucoup de clients, les revenus "à la demande" représentant une proportion croissante de l'ensemble des revenus. Nous prévoyons que la croissance de l'activité à la demande l'emportera sur le déclin des activités traditionnelles existantes en mode licence. Le potentiel du cours de l'action dépendra du taux d'adoption de la solution à la demande.

## Spécialiste de l'automatisation des processus documentaires

Esker développe et vend le logiciel DPA ainsi que des services qui permettent aux entreprises d'automatiser les comptes fournisseurs, les comptes clients, le traitement des commandes clients et les processus de diffusion de documents. Les avantages comprennent la réduction des coûts de papier et des erreurs de traitement, l'accélération du cycle d'exploitation et l'amélioration de la visibilité des processus et du service client. Sa division existante en déclin vend des serveurs de fax et des émulateurs de terminal.

## Croissance stimulée par les solutions SaaS

Les solutions DPA intégrées d'Esker sont disponibles en mode licence ou à la demande. Esker a l'avantage d'être très avancée en matière de transition de la livraison en mode licence à la livraison du logiciel SaaS, ayant achevé l'ensemble du développement technologique nécessaire et disposant de nombreux clients utilisant déjà le service à la demande. Le service à la demande a connu la plus forte croissance au cours des dernières années, affichant des revenus par transaction en croissance à 48 % des revenus 2012. Nous prévoyons que ces revenus alimenteront la croissance en 2013-2014 et la stimuleront en termes de revenus récurrents (71 % des revenus 2012).

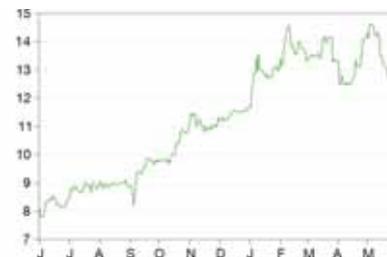
## Valorisation: L'adoption du service à la demande est essentielle

Nous prévoyons que la croissance des revenus du DPA à la demande sera plus importante que la baisse des licences locales et des produits existants. Esker se négocie en ligne avec ses pairs mondiaux du secteur DPA et moyennant une prime par rapport aux petites entreprises françaises de logiciels. Esker enregistre un niveau élevé de revenus récurrents et elle devrait être en mesure d'accroître ses marges après 2013. Esker verse un petit dividende et sa forte position de trésorerie devrait lui permettre de financer des acquisitions ciblées.

Prix €12.93

Capitalisation €61m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(9.6)	11.0	59.6
Rel	(12.4)	7.4	49.9

### Détails de l'action

Code	ALESK
Listing	Alternext Paris
Secteur	Technologie
Actions en circulation	4.6m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	8.5	9.4
Capitaux propres (€m)	13.4	15.6
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Esker offre des solutions d'automatisation de documents intégrées, proposant des modèles de prestation en mode licence et à la demande. L'entreprise génère 50 % de ses revenus en Europe, 40 % aux États-Unis et le reste en Asie et en Australie.

### Points forts

- Niveau élevé de revenus récurrents
- Bilan solide

### Points faibles

- Activités existantes en déclin
- Exposition aux \$/€

### Analystes

Katherine Thompson  
Dan Ridsdale

### Estimations d'Edison

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	32.7	3.8	2.0	2.0	0.42	30.8	0.08	0.6
12/11	36.3	6.0	3.8	2.8	0.60	21.6	0.12	0.9
12/12	40.3	6.7	4.3	3.0	0.60	21.6	0.13	1.0
12/13e	43.3	7.0	4.5	3.2	0.63	20.5	0.14	1.1
12/14e	46.5	7.8	5.2	3.7	0.72	18.0	0.15	1.2

Source: Comptes de la société Company accounts, Edison Investment Research

# Eurasia Groupe

## Récapitulatif d'investissement: Location de biens immobiliers commerciaux en Île-de-France

Eurasia Groupe est un groupe immobilier qui loue et sous-loue des entrepôts logistiques, magasins, salles d'exposition et bureaux en Île-de-France, notamment dans le nord de Paris. Parmi les 27 régions administratives de France, l'Île-de-France est la plus riche et la plus peuplée, forte d'une population approchant les 12 M, et comprend principalement la zone urbaine de Paris. La stratégie du groupe consiste à générer un revenu locatif stable et à accroître la rentabilité des actifs totaux sur un portefeuille que le groupe envisage de conserver à long terme. Il propose toute une gamme de taille de locaux allant de 50 à 5 000m<sup>2</sup>. Ses activités sont organisées autour de deux domaines : la gestion immobilière et l'exploitation hôtelière. Fin 2011, Eurasia exploitait 283 500 m<sup>2</sup> d'espace commercial, partagé entre des actifs gérés en vertu de contrats de location directs (31,5 %) et de contrats de sous-location (68,5 %), ainsi qu'un hôtel comprenant 43 chambres.

## Une gestion active pour doper les résultats

En octobre 2011, le groupe a acquis un complexe immobilier au Havre (7,4 M€) d'une superficie totale d'env. 79 000 m<sup>2</sup> sur un terrain de 140 000 m<sup>2</sup>. L'objectif consiste à apporter des améliorations avant la cession de cet actif. Le groupe a prévu 8 M€ d'améliorations sur 12 mois. Cet actif est détenu comme un actif destiné à la vente dans les comptes du S1 12. Le résultat 2013 du groupe subira les conséquences d'un incendie qui a détruit un entrepôt à Aubervilliers en février 2013 au sein duquel Eurasia louait 5 000 m<sup>2</sup>.

## Valorisation: S1 12 stable, en attente des chiffres 2012

Les dernières annonces du groupe comprenaient les résultats intermédiaires à fin juin 2012. Le CA du S1 12 était de 9,9 M€, soit une croissance de 17,6 % en glissement annuel, tous les revenus ayant été générés en France. Le résultat d'exploitation était de 1,6 M€ (S1 11 : 2,3 M€), soit une marge de 16,3 % (S1 11 : 26,9 %) et 13,4 % en 2011. Le coût net des intérêts était de 0,64 M€ (S1 11 : 0,36 M€) et des augmentations de dépense en personnel et d'exploitation ont eu lieu, correspondant au fait que l'actif ait presque doublé de taille. L'évaluation de la juste valeur des biens immobiliers détenus en vertu de contrats de leasing sera comprise dans les comptes 2012. La dette nette était de 35,6 M€ au S1 12 et l'endettement de 105 %.

Prix €11.00

Capitalisation €78m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.0	7.8	12.2
Rel	(2.8)	4.3	2.5

### Détails de l'action

Code	ALEUA
Listing	Alternext Paris
Secteur	Immobilier
Actions en circulation	7.1m

### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (m)	30.3	n/a
Capitaux propres (m)	14.7	n/a
Endettement net /CP (%)	206.1	n/a

### Description de l'entreprise

Eurasia Groupe est spécialisé dans la détention et la gestion de biens immobiliers commerciaux (magasins/salles d'exposition, entrepôts et bureaux).

### Points forts

- Croissance du CA locatif.
- Concentration sur les actifs commerciaux de Paris.

### Points faibles

- Conjoncture économique française morose.
- Endettement relativement lourd.

### Analystes

Roger Leboff  
Martyn King

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	17.8	n/a	1.0	0.7	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	17.5	n/a	0.6	0.2	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Eurogerm

## Récapitulatif d'investissement: Technologie boulangère

La stratégie d'expansion internationale et d'innovation produit d'EUROGERM porte ses fruits. Malgré des conditions 2012 difficiles, le bénéfice d'exploitation a augmenté de 11 %, mené par les exportations, qui dépassent le CA France pour la première fois, et par les ingrédients, qui ont une marge plus élevée. La direction est convaincue d'atteindre des résultats similaires en 2013.

### Stratégie claire

La dimension internationale d'EUROGERM est incarnée par ses 10 ans de joint-venture à 50/50 avec le groupe de produits de boulangerie Nisshin Seifun coté au Japon, permettant l'accès aux marchés de l'ANASE. L'Amérique Latine et du Nord et l'Afrique du Sud et de l'Est sont également ciblées. Les innovations récentes, qui devraient soutenir les résultats 2013, comprennent Tartin'art, vitrine des produits, et une gamme de mélanges et pré-mélanges pour sandwiches.

### Marché national difficile

Les prix français du blé se sont stabilisés après une nette baisse au S2 12. La récolte 2013 pourrait être médiocre en raison des faibles températures du printemps, qui ont retardé la plantation (-2% sur 2012 selon Agritel). La boulangerie artisanale est toujours le plus grand segment de détail, mais le marché des produits précuits se développe bien en Europe. Après une longue période de baisse de la consommation de pain, la demande française semble stable.

### Progrès mesurés

En dehors des bénéfices cités liés aux exportations et aux innovations, le contrôle des coûts et les prix favorables des matières premières ont contribué aux bonnes performances 2012. Les finances sont solides (trésorerie nette). Les chiffres 2011 sont pro-forma après la modification de fin d'année.

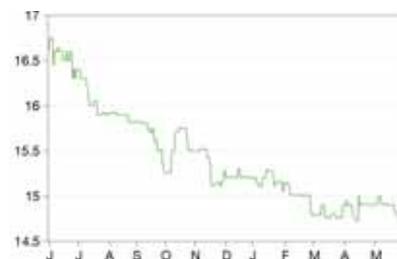
### Valorisation: Cote élevée

La qualité évidente d'EUROGERM a été reconnue par les investisseurs et pourrait laisser peu de place à la déception.

Prix €14.70

Capitalisation €63m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(1.4)	(3.3)	(11.5)
Rel	(4.2)	(6.8)	(21.2)

#### Détails de l'action

Code	ALGEM
Listing	Alternext Paris
Secteur	Agro-alimentaire
Actions en circulation	4.3m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	5.4	5.8
Capitaux propres (€m)	29.2	30.7
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

Eurogerm est spécialisée dans les correcteurs de farine de blé, les améliorants de pâte, les aides techniques et les ingrédients céréaliers pour les meuniers et les boulangers.

#### Points forts

- Position forte sur le marché avec hautes barrières à l'entrée.
- Présence accrue sur les marchés de croissance.

#### Points faibles

- Sensibilité aux coûts des matières premières.
- Grande exposition, malgré diminution, à un marché français à maturité.

#### Analystes

Richard Finch  
Jane Anscombe

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	50.0	5.3	3.9	n/a	n/a	n/a	0.20	1.4
12/11	55.5	6.3	4.9	2.7	0.63	23.3	0.20	1.4
12/12	59.9	7.0	5.4	2.6	0.60	24.5	0.20	1.4
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Europlasma

## Récapitulatif d'investissement: En attente d'informations concernant la centrale de CHO Morcenx

La centrale CHO Morcenx d'Europlasma est active depuis l'achèvement de sa construction à l'été 2012. Bien que sa production ait été vendue et intégrée au réseau et que sa capacité globale et son efficacité aient été prouvées, elle n'a pas encore été mise en service car les tests de performance ne sont pas terminés. Le plus gros problème vient de la sous-performance d'un composant fourni par un tiers et d'une panne technique due au gel de certains équipements à la mi-février. Pour ces raisons, la centrale s'est arrêtée pendant environ trois mois afin que les composants endommagés soient démontés et réparés. Le groupe et ses partenaires analysent actuellement les conséquences de cet arrêt, notamment les réparations pour violation de contrat et l'impact sur la trésorerie. Le négoce des actions a été suspendu le 15 avril, sur demande de la société, dans l'attente d'un communiqué de presse.

## Énergie renouvelable et recyclage de déchets dangereux

Europlasma œuvre dans les segments des technologies propres et de la production d'énergie renouvelable. Le groupe a été fondé afin d'appliquer sa technologie propriétaire de torche à plasma à la destruction des déchets dangereux. Il compte quatre divisions : la livraison de systèmes de chauffage au plasma et d'applications associées dans le monde entier, la destruction et le recyclage d'amiante et de déchets dangereux, la ventilation industrielle et les systèmes d'épuration du gaz, et la production d'électricité (CHO Power) à partir de la gazéification des déchets ou de la biomasse.

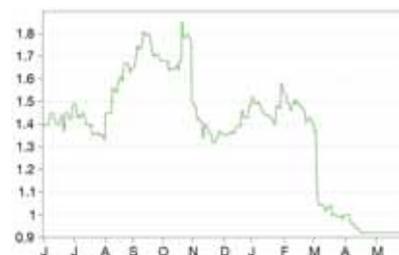
## Valorisation: Négoce des actions suspendu en attendant une mise à jour

Le cours de l'action a souffert de la performance opérationnelle décevante des centrales électriques du groupe, après des investissements de plus de 50 M€ dans CHO Morcenx, Inertam et KIWI en 2012. La direction reste convaincue que sa stratégie est la bonne, mais la production n'a pas respecté les délais de livraison contractuels. Le retard de la mise en service de CHO Morcenx et le bas niveau de la production d'Inertam (problèmes techniques dus à la préparation initiale de l'amiante) auront un impact négatif sur les résultats de 2012. En outre, CHO Power a subi des coûts de démarrage ponctuels et des dépenses contractuelles liées au retard du lancement qui auront eux aussi un impact sur le CA et la trésorerie du groupe.

Prix €0.92

Capitalisation €12m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.0	(39.5)	(33.8)
Rel	(2.8)	(43.0)	(43.5)

### Détails de l'action

Code	ALEUP
Listing	Alternext Paris
Secteur	Ingénierie
Actions en circulation	15.7m

### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	2.6	n/a
Capitaux propres (€m)	34.6	n/a
Endettement net /CP (%)	7.5	n/a

### Description de l'entreprise

Europlasma est un groupe français spécialisé dans les technologies propres et dans la production d'énergie renouvelable. Fondé en 1992, il se compose de quatre sociétés principales et compte 260 employés.

### Points forts

- Technologie propriétaire
- Achèvement de la centrale électrique à l'été 2012

### Points faibles

- Retard de la mise en service de la centrale électrique depuis son achèvement
- Négoce des actions suspendu dans l'attente d'une mise à jour

### Analystes

Roger Leboff  
Roger Johnston

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	40.8	n/a	0.4	0.6	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	58.0	n/a	(0.5)	(1.3)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Evolis

## Récapitulatif d'investissement: Équipement spécialisé pour l'impression et l'encodage

Son portefeuille de produits et sa présence sur le marché mondial ont permis à Evolis de dégager une forte croissance du CA et des bénéfices en 2012. Bien que le cours de l'action ait déjà augmenté l'année passée par rapport à son précédent niveau de 13,80 € un potentiel de croissance modérée demeure.

## Trois composantes clés de la stratégie de croissance

Evolis est le deuxième fabricant mondial d'imprimantes destinées aux cartes plastiques ; son parc compte 200 000 imprimantes installées. La demande, mondiale, est alimentée par l'industrialisation accrue et par les craintes liées à la sécurité financière et personnelle.

Evolis croît grâce à l'introduction de nouveaux produits, à une bonne expansion géographique et à des acquisitions. Le système Zenius, lancé en septembre 2011 en remplacement de Tattoo, s'est vendu à près de 7 700 exemplaires en 2012 (contre 4 200 unités Tattoo en 2011). En termes géographiques, la croissance découle de la région Asie-Pacifique (en hausse de 35 % en glissement annuel). Les exportations représentent 93 % du CA total. Sogedex Accessories, société acquise en janvier, a dopé le CA 2012 de 5 %.

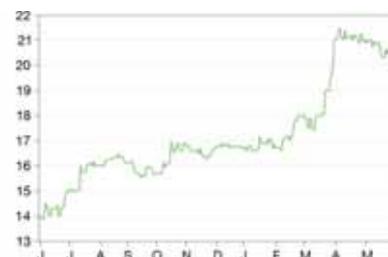
## Valorisation: Des ventes record en 2012

Le CA a augmenté de 20 % en glissement annuel en 2012, atteignant le niveau record de 53,3 M€. La marge brute a augmenté de 2 points de pourcentage pour atteindre 54,9 %, faisant augmenter le résultat d'exploitation de près de 30 % (8,7 M€). La trésorerie nette a augmenté de 2,3 M€ pour s'inscrire à 17,4 M€, malgré des dépenses de 4,3 M€ encourues pour acquérir Sogedex et lancer la gamme Primacy. La croissance du CA a ralenti à 3 % en glissement annuel au premier trimestre 2013, en raison de conditions économiques difficiles en Europe et aux Amériques, ainsi que d'une période de faiblesse de la division de projets, mais la direction reste convaincue qu'elle pourra faire croître son CA d'au moins 10 %. Bien que les actions aient produit de bonnes performances et aient augmenté l'année passée par rapport à leur précédent niveau de 13,80 €, elles se négocient avec une décote par rapport au premier concurrent de la société, Zebra Technologies (NASDAQ : ZBRA), présentant ainsi un léger potentiel haussier.

Prix **€20.11**

Capitalisation **€104m**

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(4.2)	20.3	43.6
Rel	(7.0)	16.8	33.9

### Détails de l'action

Code	ALTVO
Listing	Alternext Paris
Secteur	Equipements électriques
Actions en circulation	5.2m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trés. nette (€m)	15.1	17.3
Capitaux propres (€m)	35.6	40.4
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Evolis est une société internationale spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'imprimantes destinées à la personnalisation graphique et à l'encodage de données sur cartes plastiques (cartes de contrôle d'accès, cartes bancaires, etc.).

### Points forts

- Base géographique mondiale
- Intérêt marqué envers les nouvelles gammes des produits

### Points faibles

- Division de projets potentiellement affectée par l'incertitude économique
- 70 % des actions détenues par les administrateurs et le personnel

### Analystes

Anne Margaret Crow  
Dan Ridsdale

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	42.5	n/a	7.2	5.5	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	44.4	n/a	6.7	5.0	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	53.3	n/a	8.7	6.3	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	58.7	13.2	9.8	6.7	1.30	15.5	0.30	1.5
12/14e	64.6	15.0	11.0	7.6	1.50	13.4	0.30	1.5

Source: Comptes de la société

# Fashion B Air

## Récapitulatif d'investissement: Pas en vogue

Dans un contexte de consommation et de vente au détail très difficile en France (Mintel a publié l'indice PMI du commerce de détail en France en mars, 40,1, à son plus bas niveau), la décision de Fashion Bel Air d'inverser sa stratégie d'expansion du commerce de détail et de se concentrer sur sa structure de coût semble raisonnable. Cependant, les actions ayant augmenté de 30 % depuis le début de l'année contre une augmentation du CAC de 5,5 %, nous n'investirions pas ici.

## La tendance positive des ventes au T3 s'est montrée éphémère

La principale faiblesse concerne les ventes en grands magasins, les ventes de ses propres magasins se portant mieux, quoiqu'étant toujours négatives au T4. En conséquence, la société a annoncé la résiliation de nouveaux contrats de vente avec 10 grands magasins, et investit plutôt dans des boutiques de franchise. Toutefois, compte tenu de la faiblesse persistante de la consommation française, nous sommes préoccupés par le fait que les résultats pourraient rester volatils pendant quelques temps.

## Bonnes ventes par Internet, mais trop insignifiantes

L'e-commerce est en bonne santé, affichant une hausse des ventes de 50 % au dernier trimestre. Le nouvel accord de distribution avec ASOS visant à accéder à son site Marketplace devrait donner un nouvel élan à cette filière pour le nouvel exercice. Cependant, représentant seulement 4,2 % de ventes, il est peu probable à court-terme, qu'il suffise à contrer les difficultés macroéconomiques en France.

## Valorisation: Performance depuis le début de l'année injustifié

Étant donné la probabilité de l'annonce d'une seconde perte d'exploitation consécutive et l'absence d'amélioration prévisible de la conjoncture économique française, le fait que le cours de l'action ai progressé de plus de 30 % depuis le début de l'année semble injustifié.

Prix €1.81

Capitalisation €18m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(25.2)	(12.6)	2.1
Rel	(28.0)	(16.1)	(7.6)

### Détails de l'action

Code	ALFBA
Listing	Alternext Paris
Secteur	Produits ménagers
Actions en circulation	9.7m

### Bilan au

	03/12	03/13
Dette nette (€m)	6.7	n/a
Capitaux propres (€m)	25.0	n/a
Endettement net /CP (%)	26.8	n/a

### Description de l'entreprise

Fashion Bel Air crée et distribue une gamme de 'prêt-à-porter' pour femmes par des grands magasins (env. 28 % des ventes) et des boutiques (env. 72 % des ventes) en France (env. 80 % des ventes) et à l'étranger (20 %).

### Points forts

- Récent accord avec ASOS pour accéder à Marketplace.
- Ventes par Internet +50 % au T4.

### Points faibles

- CA hautement volatil en raison de la morosité du commerce de détail français.
- Élargissement de la base de coûts générant un levier négatif.

### Analystes

Victoria Buxton  
Jane Anscombe

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	19.4	n/a	2.5	0.6	n/a	n/a	n/a	n/a
03/11	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
03/12	25.0	n/a	(0.7)	(1.3)	n/a	n/a	n/a	n/a
03/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
03/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Fontaine Pajot

## Récapitulatif d'investissement: Catamarans de luxe

Avec un carnet de commandes en hausse de presque 50 % en g.a, Fontaine Pajot profite de son engagement envers l'investissement et l'innovation, tout en misant sur des régions à fort potentiel et en développant des services complémentaires. La prévision de croissance du CA de 5 à 10 % en année pleine (13 % atteint au S1) semble prudente. Les finances sont saines (endettement net minimal).

### Une stratégie cohérente

La gamme de produits est complète et renommée pour son innovation, à l'image des catamarans Helia 44 et Lipari 41 très prisés et de son nouveau modèle phare, le Victoria 67. Le développement international est depuis longtemps au premier plan, avec seuls 15% du CA S1 13 en France, contre 22% aux Caraïbes. Les nouveaux services complémentaires comprennent l'efficacité énergétique et les postes d'amarrage.

### Des marchés contrastés

Bien que le leader du marché, Beneteau, ait confirmé récemment la faiblesse persistante des marchés nationaux et européens, il a également souligné le dynamisme en Amériques du Nord et du Sud et en Asie (+30 % à février), des marchés que Fontaine Pajot cible. Rodriguez s'attend à une reprise des ventes d'été, après une chute de 50 % au S1.

### Progresser

Jusqu'à août, Fontaine Pajot a atteint les résultats escomptés avec une hausse du CA de 9 % et un retour à des bénéfices d'exploitation, certes légers. L'année en cours a maintenu l'élan avec un CA en hausse de 13 % au S1 (résultats dus mi-juin).

### Valorisation: La prudence pourrait être exagérée

Alors que les investisseurs sont conscients des performances calamiteuses des constructeurs de bateaux de luxe pendant la récession (voir les pertes ci-dessous), un carnet de commandes solide rendrait Fontaine Pajot nettement sous-évaluée en termes de VE/EBITDA.

Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
08/10	32.2	(0.7)	(1.8)	(2.4)	(1.41)	n/a	0.00	n/a
08/11	35.3	2.7	(0.5)	(2.0)	(1.18)	n/a	0.00	n/a
08/12	38.4	3.6	0.1	0.8	0.47	16.4	0.00	n/a
08/13e	41.8	4.3	0.5	0.1	0.08	96.4	n/a	n/a
08/14e	43.4	4.7	1.1	0.6	0.34	22.7	n/a	n/a

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

Prix €7.71

Capitalisation €13m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(3.6)	(6.0)	11.7
Rel	(6.4)	(9.5)	2.0

#### Détails de l'action

Code	ALFPC
Listing	Alternext Paris
Secteur	Ingénierie
Actions en circulation	1.7m

#### Bilan au

	08/11	08/12
Dette nette (€m)	1.6	0.8
Capitaux propres (€m)	16.4	15.5
Endettement net /CP (%)	9.8	5.2

#### Description de l'entreprise

Fontaine Pajot est un constructeur de premier plan de catamarans de croisière, à voile et à moteur. Il propose également des services après-vente.

#### Points forts

- Marque prestigieuse.
- Gamme complète de produits.

#### Points faibles

- Pressions sur les dépenses des consommateurs.
- Forte intensité capitalistique.

#### Analystes

Richard Finch  
Roger Johnston

# Gaussin

## Récapitulatif d'investissement: Progressant avec ATT

Gaussin a considérablement réduit son risque financier et accroît rapidement ses commandes.

### L'évolution d'ATT

Après l'effondrement de sa coentreprise avec Dubai Investments Industries (DII) en décembre 2010, Gaussin s'est progressivement redressée. Les investissements dans la création du système ATT (Automotive Terminal Trailer) portent leurs fruits grâce à des commandes de plus de 50 unités reçues, tant de PTT Persero en Indonésie que d'APM Terminals au Maroc. Le carnet de commandes annoncé le 14 mars était de 16,8 M€ par rapport à 3,2 M€ un an plus tôt.

La situation financière de Gaussin s'est également redressée. Le long différend avec DII s'est terminé en avril 2013, lorsque Gaussin a accepté de rembourser la somme de 2,6 M€ sur 15 mois. Cette dette est à la fois limitée et gérable. Gaussin est parvenue à lever 4,2 M€ par deux émissions d'actions distinctes (1,2 M€ en décembre 2012 et 3,0 M€ en février 2013), menant le bilan à une trésorerie nette de 3 M€ (au pro rata de 2012). Au S1 12, les pertes d'exploitation ont atteint 2,5 M€ (2010 : 2,8 M€ de pertes) sur des ventes de 1,2 M€. Toutefois, le CA s'accélérait, nous prévoyons que le groupe génère un résultat d'exploitation et un résultat net positif dès 2013.

### Valorisation: Multiple de croissance

Les actions se négocient à un ratio prix/ventes 2012 de 3,7x et à une cap. bours./carnet de commandes de 0,95x. Le groupe augmente son CA rapidement et devrait redevenir rentable d'ici 2013 ou 2014. A ce moment là, il sera temps d'effectuer valorisation plus approfondie.

Prix €1.75

Capitalisation €16m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	1.2	(6.4)	(20.5)
Rel	(1.6)	(10.0)	(30.2)

#### Détails de l'action

Code	ALGAU
Listing	Alternext Paris
Secteur	Industriels
Actions en circulation	6.7m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	2.1	n/a
Capitaux propres (€m)	13.8	n/a
Endettement net /CP (%)	15.2	n/a

#### Description de l'entreprise

Gaussin est spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de remorques industrielles et portuaires et d'automoteurs.

#### Points forts

- Solidité financière.
- Une forte croissance des commandes pour le système ATT.

#### Points faibles

- Encore déficitaire au niveau de l'exploitation.
- Une divulgation est recommandée.

#### Analystes

Graeme Kyle  
Roger Johnston

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	3.2	n/a	(5.1)	(5.1)	(1.97)	n/a	n/a	n/a
12/11	2.3	n/a	(4.8)	(7.1)	(1.65)	n/a	n/a	n/a
12/12	4.3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# GECI Aviation

## Récapitulatif d'investissement: En chute libre

Le titre GECI Aviation a été suspendu depuis le 7 juin 2012, le groupe ayant eu du mal à financer le programme Skylander, qui a été mis en liquidation judiciaire en octobre 2012.

## Deux avions, un seul problème

Les deux filiales de GECI Aviation sont REIMS Aviation, qui a fabriqué plus de 6 000 avions depuis sa création en 1933 et qui se concentre sur le biturbopropulseur F406, et Skylander, qui se concentre sur le développement du nouveau Skylander SK-105. Avec plus d'une centaine d'avions de surveillance F406 en service dans le monde entier, GECI disposait de revenus de service récurrents. Malheureusement, les coûts de développement du Skylander ont englouti tous les bénéfices. Compte tenu d'une dette nette croissante et d'un manque de visibilité sur le financement du Skylander, la division a été mise en liquidation judiciaire et le titre GECI a été suspendu le 7 juin 2012.

## Valorisation: Précisions requises avant de pouvoir évaluer le titre

Pour bien évaluer le groupe, il faudra attendre que les programmes de construction de ses deux modèles se précisent.

Prix €0.61

Capitalisation €40m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.0	0.0	0.0
Rel	(2.8)	(3.5)	(9.7)

### Détails de l'action

Code	ALRAI
Listing	Alternext Paris
Secteur	Ingénierie
Actions en circulation	66.4m

### Bilan au

	03/11	03/12
Dette nette (€m)	29.1	n/a
Capitaux propres (€m)	8.7	n/a
Endettement net /CP (%)	334.5	n/a

### Description de l'entreprise

GECI Aviation est spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'avions. Le groupe proposait deux modèles de biturbopropulseur : le F406, leader européen de la surveillance aérienne légère, et le Skylander SK-105, qui a eu du mal à trouver le financement nécessaire et est dorénavant en liquidation judiciaire.

### Points forts

- Flotte de F406 en service
- Nouveaux contrats obtenus en 2012

### Points faibles

- Problèmes liés à l'endettement
- Manque de clarté quant au financement du développement

### Analystes

Roger Johnston

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
03/10	9.3	n/a	n/a	(2.3)	n/a	n/a	n/a	n/a
03/11	7.3	n/a	n/a	(3.7)	n/a	n/a	n/a	n/a
03/12	6.3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
03/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
03/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Genfit

## Récapitulatif d'investissement: Trésorerie suffisante pour la NASH

Genfit a levé suffisamment de capitaux supplémentaires pour financer ses opérations au-delà des principaux points d'inflexion de valeur. Avec, à titre d'exemple, les données de l'essai de phase IIb de son composé le plus avancé contre la maladie hépatique, le GFT505. L'élargissement de son pipeline de médicaments, qui inclut dorénavant des actifs précliniques pour la fibrose et les maladies auto-immunes, devrait également soutenir le cours.

## Produit en phase IIb destiné à un tiers des diabétiques

Le composé le plus avancé de Genfit, le GFT505, est en essai de phase IIb pour la stéatohépatite non alcoolique (NASH), une maladie hépatique indépendante de l'alcool dont les besoins médicaux ne sont pas couverts et qui peut entraîner une cirrhose ou un cancer du foie. Environ un tiers des diabétiques sont affectés par la NASH. Genfit a également développé un pipeline de programmes à un stade précoce, incluant des candidats précliniques pour la fibrose et les maladies auto-immunes. En outre, le laboratoire compte plusieurs partenaires de recherche, notamment Sanofi-Aventis avec lequel il a conclu un partenariat de trois ans.

## Étude de phase IIb financée par la récente injection de liquidités

L'essai de phase IIb, qui se poursuit, vise 270 patients souffrant d'une NASH (dont plus d'un tiers ont déjà été recrutés). Les données devraient être publiées en 2014 ou début 2015. Des liquidités de 31 M€ couvriront les coûts de cet essai de phase IIb et devraient suffire à financer les opérations jusqu'à la mi-2015, au-delà du résultat de l'essai.

## Financement assuré au-delà des résultats de la phase IIb

La levée de capital d'avril 2013 (14,3 M€ sur une base de 4,89 € par action) et une opération immobilière (environ 8 M€ net) donnent ensemble une trésorerie brute courante d'environ 31 M€. Le CA 2012 se chiffre à 6 M€, pour une perte nette de 5,4 M€.

## Valorisation: VE d'environ 90 M€

Le cours actuel est plus ou moins en ligne avec le cours moyen sur 90 jours avant la levée de capital.

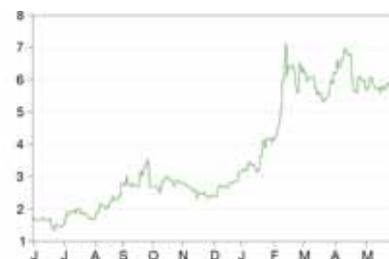
Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	7.6	n/a	(7.7)	(9.4)	(0.81)	n/a	n/a	n/a
12/11	6.8	n/a	(7.8)	(9.7)	(0.77)	n/a	n/a	n/a
12/12	6.0	n/a	(7.7)	(5.4)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

Prix €5.80

Capitalisation €118m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	2.1	84.7	235.3
Rel	(0.7)	81.2	225.6

### Détails de l'action

Code	ALGFT
Listing	Alternext Paris
Secteur	Santé
Actions en circulation	20.4m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	5.4	1.9
Capitaux propres (€m)	4.5	6.8
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Genfit développe des thérapies et des diagnostics pour le diabète et les troubles associés. Son candidat-médicament le plus avancé, le GFT505, a complété les essais de phase I et de phase IIa, et le laboratoire recherche un partenaire pour son développement.

### Points forts

- Données de phase II positives pour le GFT505 (essais antérieurs)
- Capitaux suffisants pour financer les opérations au-delà des données de phase IIb du GFT505

### Points faibles

- À ce jour, échec du développement d'un médicament concurrent pour la NASH
- Reste du pipeline au stade préclinique

### Analystes

Luke Poloniecki  
Robin Davison

# GenOway

## Récapitulatif d'investissement: Succès de la reproduction

GenOway est le principal fournisseur d'animaux génétiquement modifiés, utilisés dans la recherche. Ces modèles spécialisés sont utilisés par les chercheurs et les sociétés pharmaceutiques. GenOway a poursuivi ses investissements pour améliorer sa gamme de produits, augmenter l'efficacité et toucher de nouveaux clients.

## Faire naître une nouvelle génération d'outils de recherche

L'utilisation d'animaux génétiquement modifiés est un moyen puissant et éprouvé d'étudier les maladies humaines. GenOway dispose d'une large gamme de technologies pouvant générer des modèles biologiques pertinents et ciblés. Ces animaux de grande valeur peuvent reproduire une caractéristique de façon robuste, fiable et reproductible.

## Investir dans les nouvelles technologies

GenOway a investi 6M€ au cours des 2 dernières années pour améliorer ses activités clés. Les modèles améliorés d'animaux offrent des fonctionnalités précieuses qui attirent de prestigieux nouveaux clients, tandis que l'efficacité accélère la commercialisation et améliore la structure des coûts.

## Retour à la rentabilité

Les fonds publics et les dépenses des groupes pharmaceutiques se sont resserrés, ce qui a inévitablement pesé sur le CA, mais la stratégie visant à bâtir l'avenir demeure. L'objectif est de devenir l'un des meilleurs acteurs mondiaux offrant de telles modifications génétiques.

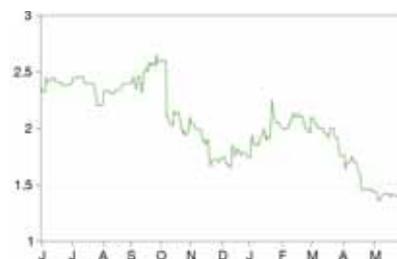
## Valorisation: Pour une croissance à moyen terme

Les investissements réalisés pour améliorer la valeur technologique, une meilleure productivité et un plus grand accès aux marchés internationaux devraient soutenir la croissance à moyen terme. GenOway s'approche de la taille critique qui devrait permettre d'atteindre de façon durable la rentabilité et la génération de trésorerie.

Prix €1.40

Capitalisation €8m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(2.8)	(19.5)	(40.7)
Rel	(5.6)	(23.1)	(50.4)

### Détails de l'action

Code	ALGEN
Listing	Alternext Paris
Secteur	Santé
Actions en circulation	5.9m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	6.1	4.2
Capitaux propres (€m)	4.6	4.2
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

GenOway développe et commercialise des animaux génétiquement modifiés (principalement des rats et des souris) destinés aux programmes de recherche.

### Points forts

- Modèles animaux hautement spécialisés et à valeur ajoutée.
- Expérience avérée et entreprise réputée.

### Points faibles

- Le financement de la recherche subit des pressions, surtout aux États-Unis.
- Maintenir le rythme des progrès technologiques est coûteux.

### Analystes

Franc Gregori  
Robin Davison

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	7.3	n/a	0.7	0.6	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	7.7	n/a	0.4	0.5	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	7.4	n/a	(0.4)	(0.4)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Gevelot

## Récapitulatif d'investissement: Marchés difficiles

Le Groupe Gévelot s'efforce de contrer la récession automobile observée en Europe. Les activités étant grandement liées à la production automobile, le CA du groupe a diminué de 8 % pour atteindre 202 M€ et le résultat d'exploitation a enregistré une perte de 12 M€. Tandis que les ventes européennes d'automobiles se sont accrues pour la première fois en 18 mois en avril, selon l'ACEA, une restructuration du secteur automobile français est susceptible d'affecter davantage les ventes de 2013 en dépit d'une vigueur soutenue en Allemagne. Les autres marchés commençant seulement à se redresser, la prudence reste de mise et les mesures de restructuration prises par le groupe seront essentielles pour un retour à la rentabilité.

## Un patrimoine datant de 1820

Les origines du Groupe Gévelot remontent à 1820, lorsqu'il fabriquait des amorces, cartouches de chasse et munitions. Ensuite, le groupe a mis au point un large éventail d'activités parmi les extrusions, les pompes et la mécanique des gaz. Réalisant continuellement des investissements en R&D, le groupe maintient sa position en tant que fournisseur de FEO automobiles et industriels dans le monde entier.

## Les difficultés du secteur automobile entravent les progrès

Les marchés de l'automobile restant déprimés, notamment en Europe, les résultats de 2012 ont démontré une plus grande résilience que le marché. Le CA a baissé de 8 % pour atteindre 202 M€ et fut particulièrement touché par la faiblesse de l'industrie automobile française pour les extrusions et le non-renouvellement d'un important contrat d'exportation de pompes. En raison d'une baisse des marges sous-jacentes exacerbées par des dépréciations d'actifs, le revenu d'exploitation a enregistré une perte de 12 M€. L'exercice 2013 s'annonce difficile, avec peut-être un léger redressement à la fin de l'année.

## Valorisation: Accablé par les facteurs macroéconomiques

Gévelot a souffert des répercussions de la production automobile toujours faible, entraînant une baisse de 22 % du cours de l'action sur les six derniers mois. Au vu d'une stabilisation de la situation, le cours devrait être réévalué. Cependant, la visibilité étant réduite à court terme, nous pensons que ce processus devrait être lent.

Prix €41.00

Capitalisation €37m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.0	(10.9)	(30.4)
Rel	(2.8)	(14.4)	(40.1)

### Détails de l'action

Code	ALGEV
Listing	Alternext Paris
Secteur	Biens de consommation
Actions en circulation	0.9m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	5.2	11.1
Capitaux propres (€m)	140.8	131.2
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Gévelot est spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de pièces extrudées et en acier usiné pour l'industrie automobile. Il produit et vend également des pompes, des systèmes d'alimentation en carburant et des équipements de matériel gazier.

### Points forts

- Histoire et patrimoine de longue date en composants automobiles.
- CA atteint malgré un contexte difficile.

### Points faibles

- Faiblesse persistante des chiffres de la production automobile.
- Mesures supplémentaires nécessaires pour un retour à la rentabilité.

### Analystes

Roger Johnston

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	189.6	27.7	13.3	8.9	9.37	4.4	n/a	n/a
12/11	220.8	30.4	20.3	13.7	15.01	2.7	n/a	n/a
12/12	202.1	19.1	(12.1)	(7.9)	(8.67)	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Global Bioenergies

## Récapitulatif d'investissement: Progrès au niveau opérationnel et en matière de financement

Global Bioenergies a démontré en laboratoire le concept sur lequel repose son procédé isobutène, et envisage maintenant différentes solutions de financement afin de mettre au point un pilote industriel. Pour cela, la société devrait procéder à une augmentation de capital cette année, venant s'ajouter aux 3 M€ levés en 2012. Ce qui lui permettra de mettre le procédé sous licence pour ses partenaires industriels. GBE continue également de financer la recherche pour la production biologique d'autres molécules, comme le propylène et le butadiène.

## Nouveaux progrès opérationnels en 2013

GBE a réalisé de nouveaux progrès au niveau opérationnel et en matière de financement cette année. En mars, la société a reçu une troisième tranche de financement de 0,74 M€ de la part d'OSEO afin de créer une souche de production d'isobutène pour le pilote industriel. En février, elle a perçu un paiement supplémentaire de 1,17 M€ dans le cadre de son partenariat avec Synthos. Ainsi, la trésorerie se chiffre à 5,6 M€ au 31 mars 2013.

## Résultats encourageants au S2 2012

Selon les résultats publiés au S2 2012, le CA séquentiel a été multiplié par dix pour atteindre 1,8 M€. Le groupe a subi une perte nette de 0,25 M€ (contre plus de 2 M€ au S1 2012). Sur la base d'une rémunération au résultat, la société a perçu 1,5 M€ dans le cadre de son partenariat avec Synthos pour la production de butadiène, ce qui a gonflé ses revenus. Les dépenses opérationnelles ont augmenté de 26 % en termes séquentiels, la société ayant renforcé la R&D et lancé des études d'ingénierie chimique pour le pilote industriel de l'isobutène, mais la perte opérationnelle a néanmoins diminué de 45 % à 1,2 M€.

## Valorisation: Fourchette de valorisation de 58-85 M€

Les données comparatives étant rares car ses concurrents présentent des modèles d'entreprise différents et en sont à divers stades de développement, nous avons évalué l'ensemble de GBE sur la base du potentiel de sa division d'isobutène, selon la méthode DCF. Avec un taux d'actualisation de 16 % et une pondération des cash-flows selon leur probabilité, nous estimons une VAN de 69 M€ pour les actions de la division d'isobutène. L'analyse de sensibilité suggère 58-85 M€.

Estimations d'Edison								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
06/10	0.0	(1.6)	(1.6)	(1.3)	(1.24)	n/a	n/a	n/a
06/11	0.4	(1.9)	(2.0)	(1.6)	(1.56)	n/a	n/a	n/a
06/12	0.3	(3.9)	(4.0)	(3.5)	(2.11)	n/a	n/a	n/a
12/13e	5.0	(3.0)	(3.8)	(3.0)	(1.50)	n/a	n/a	n/a
12/14e	7.0	(5.6)	(7.5)	(5.8)	(2.32)	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société/Company accounts, Edison Investment Research

Prix €28.10

Capitalisation €1m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(1.4)	1.8	41.1
Rel	(4.2)	(1.8)	31.4

### Détails de l'action

Code	ALGBE
Listing	Alternext Paris
Secteur	Energie alternative
Actions en circulation	1.7m

### Bilan au

	06/11	06/12
Trésor. nette (€m)	5.4	3.4
Capitaux propres (€m)	6.1	4.0
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Global Bioenergies développe, sous licence exclusive, un procédé de production d'hydrocarbure biologique à partir de ressources naturelles.

### Points forts

- Nouveau financement de la part d'OSEO
- Nouveau paiement (au résultat) du partenariat avec Synthos

### Points faibles

- Financement considérable requis cette année pour le pilote industriel
- Détails des levées de capitaux pas encore annoncés

### Analystes

Mark Cartlich  
Roger Johnston

# Global Equities CF

## Récapitulatif d'investissement: Restructuration en fonction des activités et des marchés clés

La restructuration de 2012 a recentré le groupe sur ses activités traditionnelles en France et en Grèce. Notamment, les divisions d'assurance, de banque privée et d'actions internationales ont été vendues. Cette restructuration, qui s'achèvera à la fin du S1 2013, a déjà renfloué le bilan et renforcé les ratios de solvabilité. 2012 a donc été une année de transition, après quoi Global Equities devrait être mieux placé pour exploiter son expertise dans le climat économique et financier difficile et incertain qui accable l'Europe.

## Services de conseil aux sociétés en expansion

Le groupe est organisé autour de deux secteurs globaux : courtage et financement d'entreprise d'une part, gestion d'actifs et sélection de fonds d'autre part. Il fournit des services de conseil aux PME en forte croissance, grâce à des équipes implantées en France et en Grèce. Il privilégie une stratégie dynamique visant l'investissement à contre-courant, et réalise environ 10 à 15 opérations par an. Depuis sa création, il a effectué plus de 180 opérations pour des sociétés présentant une VE de 5 à 150 M€. Le groupe est spécialisé dans les marchés des capitaux, les actions internationales et les matières premières, mais compte également une division immobilière (hôtels).

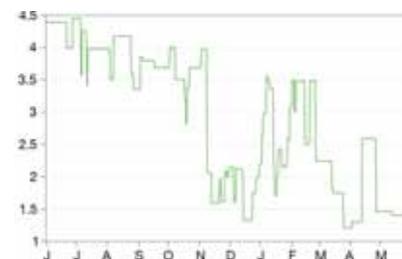
## Valorisation: Groupe mieux positionné depuis la restructuration de 2012

Malgré la crise financière qui se poursuit (surtout dans la zone euro en 2012), le CA du groupe a augmenté de 48 % en glissement annuel. Cette hausse découle des 15 opérations effectuées par GE en tant que spécialiste des levées de capitaux sur des marchés de niche et de consultant auprès de PME en forte croissance. Le revenu net bancaire a augmenté de 32 % en glissement annuel, mais la division des actions internationales est restée léthargique en raison de volumes d'opérations faibles depuis 2009, tandis que les rendements interbancaires ont diminué car les investisseurs ont abandonné cette catégorie d'actif en raison de la baisse persistante des taux d'intérêt. Les pressions nées de ces problèmes au cours des trois dernières années ont poussé la société à se restructurer et Global Equities se concentre dorénavant sur ses activités et pays clés. Le groupe pense que les actions et les produits dérivés retrouveront leur attrait en 2013, mais les marchés financiers restent incertains. La priorité consiste à réduire les coûts de financement, y compris l'endettement obligataire. Le financement d'entreprise est en ligne avec le budget pour le T1 2013.

Prix €1.40

Capitalisation €19m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(4.8)	(36.4)	(68.2)
Rel	(7.6)	(39.9)	(77.9)

### Détails de l'action

Code	ALGS
Listing	Alternext Paris
Secteur	Fonds d'investissement
Actions en circulation	13.3m

### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	46.4	31.9
Capitaux propres (€m)	62.1	54.0
Endettement net /CP (%)	74.7	59.1

### Description de l'entreprise

Global Equities CF (anciennement Assya Compagnie Financière) est un prestataire de services financiers international indépendant.

### Points forts

- Restructuration achevée à la mi-2013
- Volumes d'opérations stables

### Points faibles

- Exposition à la France et à la Grèce
- Marchés financiers incertains

### Analystes

Roger Leboff  
Martyn King

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	6.5	n/a	(2.8)	3.3	0.89	1.6	n/a	n/a
12/11	22.9	n/a	(16.6)	(15.4)	(1.41)	n/a	n/a	n/a
12/12	23.4	n/a	(13.4)	(8.8)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Gold by Gold

## Récapitulatif d'investissement: Recyclage, affinage et revente

Le groupe Gold by Gold a généré une forte croissance en 2012 avec un résultat d'exploitation en hausse de 27 % atteignant 2,1 M€ grâce à un CA de 161,8 M€ soit de 45 % supérieur à celui de 2011. Compte tenu des conditions de marché actuelles et de la forte concurrence, l'entreprise devra mener une politique stricte de gestion des coûts pour rester rentable dans un marché moins porteur en 2013.

## Cycle complet pour les métaux précieux

Gold by Gold dispose de trois divisions d'exploitation qui couvrent toute la chaîne d'approvisionnement pour les métaux précieux, allant de l'extraction/achat à la revente. Créées en 1992, les activités comprennent la collecte en France, la technologie de recyclage et le négoce de métaux précieux. La division commerciale négocie l'or entre les sources primaires et les collecteurs situés dans les pays sud-américains, principalement au Pérou, et en Europe. Les autres activités concernent la collecte et le recyclage de l'or provenant de particuliers en France.

## Une forte croissance en 2012

La société a annoncé ses résultats annuels de 2012 indiquant un bénéfice net de 0,9 M€, soit 16 % de moins qu'en 2011. Une croissance en glissement annuel de 30 % pour les volumes d'or a été enregistrée atteignant 3 271 kg et une collection d'or de 47 % supérieure atteignant plus de 302 kg. Cette évolution provient essentiellement de nouveaux points de collecte pour le réseau Gold & Co. La croissance de l'entreprise a également bénéficié de la hausse du cours de l'or à hauteur de 15 % en 2012. Au T1 13, la division "trading" a traité 883 kg d'or, soit une augmentation de 18 % par rapport au T1 12.

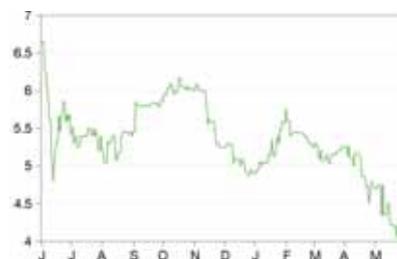
## Valorisation: Forts vents contraires

Malgré une forte croissance générée au cours des quelques dernières années, les conditions de marché actuelles sont moins favorables. Compte tenu du marché baissier actuel et de la forte concurrence sur le marché de l'or secondaire, l'entreprise devra instaurer un contrôle rigoureux de ses coûts pour maintenir ses marges bénéficiaires.

Prix €4.19

Capitalisation €11m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(10.9)	(14.5)	(36.9)
Rel	(13.7)	(18.0)	(46.6)

### Détails de l'action

Code	ALGLD
Listing	Alternext Paris
Secteur	Exploitation minière
Actions en circulation	2.7m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	0.6	2.1
Capitaux propres (€m)	2.1	5.5
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Gold by Gold est spécialisée dans l'achat et le recyclage d'or et d'argent. Les produits transformés sont essentiellement revendus à l'industrie de la joaillerie. L'activité de l'entreprise repose principalement sur deux divisions : le commerce de l'or et l'achat et le retraitement des objets en or et en argent.

### Points forts

- QE poursuivi par la Réserve fédérale.
- Protection contre l'inflation.

### Points faibles

- Volatilité du cours de l'or.
- Marché concurrentiel.

### Analystes

Sheldon Modeland  
Charles Gibson

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	60.6	n/a	0.6	0.5	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	111.4	n/a	1.7	1.1	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	161.8	n/a	2.1	0.9	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Groupe Guillin

## Récapitulatif d'investissement: Emballage alimentaire

Les produits Guillin s'adressent aux producteurs d'aliments, aux traiteurs et aux restaurateurs. Le groupe a développé des produits standard conçus et mis au point pour répondre aux besoins spécifiques de chaque marché (fruits et légumes, viande, etc.), ainsi que des gammes sur mesure pour la boulangerie-pâtisserie. La distribution se fait par le biais du réseau commercial du groupe, qui lui permet de mieux comprendre le climat local, de suivre les tendances du marché, d'identifier les besoins de ses clients et d'étudier de nouvelles conceptions. L'innovation est clé pour conserver sa position de leader sur le marché et stimuler sa croissance. La politique de propriété intellectuelle du groupe, active depuis 1978, lui a permis de déposer près de 300 marques et brevets.

### Produits pour les restaurateurs et les traiteurs

Le groupe fabrique et vend des emballages plastiques thermoformés grâce à 17 filiales, à partir d'un inventaire de plus de 8 000 produits. Il fabrique également des feuilles plastiques de qualité et vend des scelleuses high-tech, des chariots de distribution de haute performance et des emballages techniques adaptés aux restaurateurs et traiteurs. Sa filiale italienne, Nespak, est opérationnelle depuis plus de 50 ans. En Espagne, Veripack Embalajes est un spécialiste des emballages pour fruits fragiles. En France, Dynaplast fabrique des emballages standard de haute performance pour les producteurs et emballeurs de fruits et légumes, commercialisés au Royaume-Uni par Sharpak Aylesham.

### Valorisation: Rentabilité sous-jacente record en 2012

Le groupe a dégagé sa meilleure performance absolue (résultat d'exploitation et net) en 2012 et déclaré un dividende de 2 € par action. Les prix des matières premières se sont stabilisés en 2012 mais, après les fortes hausses enregistrées depuis 2010, ils étaient à des niveaux record. Le CA du groupe a augmenté de 2,5 % en 2012. Les volumes ont été stables, mais le CA des ventes d'emballages (94 % du CA total) ont augmenté de 2,8 % avec de meilleures marges. L'EBIT (35,1 M€) a largement dépassé celui de 2011 (12,9 M€). Les ventes de matériels ont chuté de 1,1 % en glissement annuel mais se sont fortement redressées au S2 (+8,9 % en glissement annuel). La dette nette a diminué de 5,2 M€ à 88,2 M€ et le gearing se chiffre à 51 % (contre 60 % en 2011). Les perspectives 2013 sont incertaines en raison du climat économique difficile et de l'exposition du groupe aux prix des matières premières, mais Guillin pense que son positionnement stratégique soutiendra sa performance en 2013.

Prix **€77.20**

Capitalisation **€32m**

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.4	15.5	44.8
Rel	(2.4)	11.9	35.1

#### Détails de l'action

Code	ALGI
Listing	Alternext Paris
Secteur	Industriels
Actions en circulation	1.2m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	91.7	88.2
Capitaux propres (€m)	154.4	174.5
Endettement net /CP (%)	59.4	50.5

#### Description de l'entreprise

Groupe Guillin fait partie des plus grands fabricants européens d'emballages alimentaires en plastique. Il fabrique également du matériel de conditionnement. Les activités du groupe s'organisent autour de deux pôles : les emballages plastiques et le matériel de conditionnement.

#### Points forts

- Culture d'innovation et PI protégée
- Résultats solides en 2012 et augmentation des marges

#### Points faibles

- Exposition aux prix des matières premières
- Perspectives économiques

#### Analystes

Roger Leboff  
Roger Johnston

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	403.7	n/a	30.4	18.8	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	457.3	n/a	22.2	11.0	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	468.7	n/a	35.1	23.0	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	470.3	62.3	32.3	19.5	10.52	7.3	2.00	2.6
12/14e	482.4	66.7	37.7	24.6	13.25	5.8	2.20	2.8

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# Groupe Hiolle Industries

## Récapitulatif d'investissement: Meilleures perspectives après la restructuration

Le résultat d'exploitation du groupe a atteint 2 M€ (contre -0,7 M€ en 2011) après deux ans de restructuration. Le CA Environnement & Services a augmenté de 7,5 % en glissement annuel en 2012, grâce à une plus grande contribution des segments d'entretien de turbines et d'ingénierie de traitement des déchets. L'électricité industrielle a subi une perte exceptionnelle de 0,6 M€ mais devrait repasser dans le vert cette année après la vente de la division énergétique à la fin 2012. Le CA Industrie ferroviaire & Transport a diminué de 4,7 % car la méthode de gestion des stocks a changé ; ce pôle a dégagé un résultat d'exploitation de 1,9 M€ (contre 2,2 M€ en 2011), soit une hausse de 3,1 % à données comparables.

## Services industriels diversifiés

Hiolle est un groupe industriel diversifié organisé autour de deux pôles : Environnement & Services (47,5 % du CA net) et Industrie ferroviaire & Transport (46,1 %). Le reste du CA 2012 provient de l'énergie (6,4 %), division vendue à la fin 2012. Le groupe fournit des services industriels traditionnels (plomberie, électricité, hydraulique, construction métallique, traitement thermique, mécanique, contrôle métallurgique et entretien), des services de conception, de fabrication, d'installation et d'entretien d'équipements de traitement des déchets (ménagers, industriels et verts), des lignes de broyage pour véhicules, du matériel de traitement des émissions et des prestations d'ingénierie pour le traitement de l'eau. Le pôle Industrie ferroviaire & Transport fournit des services d'entretien, après-vente et de câblage aux fabricants, opérateurs et fournisseurs.

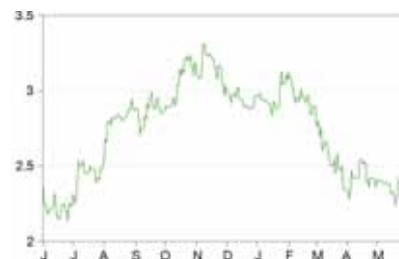
## Valorisation: Rentabilité accrue pour un groupe épuré et recentré

La restructuration a optimisé la rentabilité du groupe et la vente de la branche photovoltaïque a réduit son endettement à 2,4 M€ (contre 15,3 M€ en 2011). Le CA consolidé s'inscrit à 75,4 M€ (soit une hausse de 1,1 % en glissement annuel et de 5,5 % en termes sous-jacents), dont 83,9 % générés en France. Ce marché clé a ralenti depuis septembre 2012 mais le groupe, épuré et recentré sur deux secteurs, présente des perspectives plus favorables pour 2013, avec une structure financière susceptible de générer un cash-flow net positif au S2. Le pôle Environnement & Services est de nouveau dans le vert et ses perspectives sont plus favorables pour le S2 13. Le pôle Industrie ferroviaire & Transport profite de sources de revenus prévisibles jusqu'en 2016. Le CA du T1 13 a chuté de 14,5 % en glissement annuel, mais l'accélération de mars semble avoir de l'élan.

Prix €2.38

Capitalisation €2m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(1.2)	(19.6)	0.8
Rel	(4.0)	(23.1)	(8.9)

### Détails de l'action

Code	ALHIO
Listing	Alternext Paris
Secteur	Industriels
Actions en circulation	9.2m

### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	15.3	2.4
Capitaux propres (€m)	25.3	25.1
Endettement net /CP (%)	60.5	9.6

### Description de l'entreprise

Le groupe Hiolle Industries fournit des services d'assistance industrielle et d'assainissement de l'environnement. Il fabrique des matériaux destinés à la protection de l'environnement, fournit des services de transfert aux aciéristes et propose ses services dans les secteurs hospitalier et automobile.

### Points forts

- Perspectives de bénéfices optimisées après la restructuration
- Bilan renfloué par la vente d'actifs en 2012

### Points faibles

- Ventes générées en France pour la plupart
- Mauvais début d'année en 2013

### Analystes

Roger Leboff  
Roger Johnston

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	75.1	n/a	(0.7)	(1.0)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	74.6	n/a	(0.7)	(1.5)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	75.4	n/a	2.0	0.6	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	77.6	n/a	1.9	n/a	0.10	23.8	0.10	4.2
12/14e	75.4	n/a	2.5	n/a	0.17	14.0	0.10	4.2

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# Groupe O2i

## Récapitulatif d'investissement: Services multimédia

La direction a fait faire renouer le groupe avec la rentabilité grâce à la combinaison du lancement de nouveaux produits, d'une restructuration et du développement des marchés d'exportation. Cette stratégie a réussi à faire passer le département formation d'une perte nette de 1,1 M€ en 2011, au seuil de rentabilité en 2012. L'équipe dirigeante entend opérer un redressement semblable avec le pôle ingénierie en 2013.

## Stratégie

Environ la moitié du CA du groupe provient de son pôle ingénierie. Le bénéfice brut provenant de la revente de matériel professionnel d'impression et logiciels associés a diminué au cours de 2011, en raison de la faiblesse de la demande et des pressions sur les marges de la part des fournisseurs. L'accent porté sur les ventes de services à marge plus élevée, ainsi que la restructuration, ont permis de réduire de 0,4 M€ les pertes d'exploitation du pôle, qui sont tombées à 0,6 M€ durant 2012, bien que le CA ait chuté de 17 % pour se porter à 23,1 M€. En outre, O2i a créé un logiciel propriétaire pour la production multimédia et conçu des équipements d'impression spécialisés pour les marchés de niche à haute croissance, tel que l'ameublement. Les premières ventes du nouveau logiciel ont eu lieu au T4 2012 et celles des équipements d'impression au T1 2013. Le groupe a commencé à développer des marchés d'exportation en remportant un contrat de 1,9 M€ en Algérie. Le département formation est passé d'une perte EBIT de 0,9 M€ à un bénéfice de 0,4 M€ en 2012. Ce résultat a été obtenu en offrant des contrats au niveau national à de grandes sociétés, afin de compléter l'offre de formation pour les PME locales, et grâce à un programme de restructuration. De nouveaux progrès sont attendus durant 2013 grâce à la conclusion de nouveaux contrats au niveau national, la centralisation des coûts administratifs à Paris et, au T1 2013, l'ouverture d'un centre à Paris qui proposera des formations qualifiantes.

## Valorisation: En cours de transformation

En 2005, 80 % du bénéfice brut ont été générés à partir d'activités de revente à faibles marges. Désormais 80 % des bénéfices proviennent de la formation et de l'offre de services d'ingénierie. La direction s'attend à ce que cette stratégie permette au groupe de renouer avec la rentabilité en 2013, et de générer une marge nette de 5 % d'ici à 2015.

Le prix des actions ne reflète pas encore cette transformation. Il est à noter qu'en février 2013 le groupe a levé 1,2 M€ à travers la vente d'actions à 1,40 €, démontrant ainsi l'appétit des investisseurs pour le titre.

Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	48.4	n/a	(1.1)	(1.0)	0.30	4.0	n/a	n/a
12/11	44.4	n/a	(1.9)	(2.2)	(0.70)	n/a	n/a	n/a
12/12	42.2	n/a	(0.3)	(1.0)	(0.30)	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

Prix €1.20

Capitalisation €6m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(11.1)	(6.3)	(25.0)
Rel	(13.9)	(9.8)	34.7

### Détails de l'action

Code	ALODI
Listing	Alternext Paris
Secteur	Technologie
Actions en circulation	3.3m

### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	2.5	2.3
Capitaux propres (€m)	7.3	6.7
Endettement net /CP (%)	34.2	34.3

### Description de l'entreprise

Le Groupe O2i est le leader français dans ses deux activités, la fourniture de solutions et de services pour l'industrie graphique numérique et la formation professionnelle continue en informatique et multimédia dans ses 33 centres dans toute la France.

### Points forts

- Développe ses propres matériels et logiciels afin d'améliorer les marges.
- Vaste réseau de centres de formation.

### Points faibles

- La faiblesse de la conjoncture affecte la demande en produits graphiques numériques.
- Faible niveau des activités d'exportation à l'heure actuelle.

### Analystes

Anne Margaret Crow  
Dan Ridsdale

# Groupe Proméo

## Récapitulatif d'investissement: Développement immobilier et restauration extérieure

L'alliance stratégique avec 21 Centrale Partners a créé un leader européen de la restauration extérieure et a permis de compenser les effets d'une conjoncture économique difficile dans le secteur de l'immobilier, le groupe plus diversifié, a généré des ventes positives et une croissance des bénéfices. Proméo a injecté ses actifs issus de la restauration extérieure de Village Center dans une nouvelle entité avec Holidays Direct, a généré 63,7 M€ de trésorerie et a souscrit à une participation de 43,35 % dans Vacalians, ce qui a contribué à 6,8 M€ de son revenu net consolidé pour le S2 12. Les résultats ont bénéficié d'un changement dans la gamme de produits en faveur des logements sociaux et des logements pour étudiants, ce qui a généré 58 % du nombre total de réservations.

## Rendement stable grâce à un large portefeuille de biens immobiliers

Il existe deux pôles. Proméo Heritage promeut et commercialise des logements et bureaux ainsi que la gestion de résidences touristiques en France, et s'approvisionne en terrains destinés à l'aménagement et réalise des constructions. Il exploite 39 terrains de camping en France : 20 500 propriétés et 15 500 maisons mobiles. Le deuxième pôle est Vacalians, dans lequel Proméo détient une participation de 43,4 %. Les finances du groupe sont solides. L'actif net a augmenté de 42 %, atteignant 96 M€ fin décembre 2012, malgré un dividende spécial de 41,5 M€, et une dette nette de 6,5 M€. Proméo Heritage s'est montré résistant dans un marché difficile ; les réservations étaient en baisse, mais les contrats de vente étaient en hausse de 10 % atteignant plus de 600 parcelles au deuxième semestre. Les ventes du S2 12 de 45,5 M€ étaient de 49 % plus élevées que celles du premier semestre affichant une marge opérationnelle de 11,3 % (S1 12 : 9,4 %). L'activité des résidences touristiques a généré une croissance soutenue des ventes et du bénéfice, en ligne avec les fluctuations saisonnières de cette activité (60 % du CA annuel est généré en juillet et août) et l'augmentation du nombre de maisons vendues, 16 à fin décembre 2012 (12 à fin juin 2012).

## Valorisation: L'incertitude en premier plan

Le cours a peu progressé ces 6 derniers mois, mais pourrait réagir, si la preuve est faite que le groupe peut exploiter son expertise immobilière pour maximiser les résultats de Proméo Heritage dans un contexte difficile. En restauration extérieure, Vacalians dispose d'un grand potentiel de création de valeur à moyen et long terme.

Prix €18.34

Capitalisation €56m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(1.2)	11.8	44.0
Rel	(4.0)	8.2	34.3

### Détails de l'action

Code	ALMEO
Listing	Alternext Paris
Secteur	Immobilier
Actions en circulation	3.1m

### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	39.6	6.5
Capitaux propres (€m)	47.4	95.7
Endettement net /CP (%)	83.5	6.8

### Description de l'entreprise

Groupe Proméo, un promoteur immobilier, se consacre à la vente de nouveaux logements, de parcelles de construction, de sites d'hébergement de vacances en plein air, et à la création et la gestion de sites commerciaux et de bureaux.

### Points forts

- Solide bilan suivant une cession récente.
- L'acquisition a permis de diversifié le CA.

### Points faibles

- Exposition à la conjoncture économique française morose.
- Perspectives incertaines dans le secteur immobilier.

### Analystes

Roger Leboff  
Martyn King

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	126.7	n/a	18.7	10.1	3.24	5.7	n/a	n/a
12/11	176.3	31.2	22.2	12.0	3.35	5.5	n/a	n/a
12/12	116.2	6.4	1.6	66.0	18.26	1.0	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# H2O Innovation

## Récapitulatif d'investissement: Renouer avec les bénéfices

H2O Innovation sort d'une période difficile grâce à une combinaison d'une hausse du CA et d'une réduction des coûts. Le BPA annualisé, fondé sur le résultat des neuf mois clos le 31 mars 2013, indiquerait qu'H2O Innovation se négocie à PER de 9x.

## Les projets de traitement de l'eau génèrent une croissance rentable

Plus de 90 % du CA de H2O Innovation provient d'Amérique du Nord. La société offre des solutions de traitement de l'eau et vend des produits chimiques spéciaux pour le pré-traitement sur membrane, l'entretien, la préservation et le nettoyage. En glissement annuel, le CA a augmenté de 27 % atteignant 40,8 M\$, parmi lesquels le traitement de l'eau représentait 26,6 M\$ (+36 %) et les produits chimiques spéciaux 14,2 M\$ (+13 %).

## Croissance à long terme dans le secteur du traitement de l'eau

Bien que les conditions économiques difficiles aient limité les budgets de dépenses d'investissement au détriment de certains marchés d'H2O Innovation, les normes environnementales plus strictes génèrent une croissance à long terme dans le secteur du traitement de l'eau.

## Accroissement de la rentabilité

Les résultats du T3 ont affiché une poursuite de la tendance à l'amélioration de la rentabilité, le CA étant supérieur à 9 M\$ pour le cinquième trimestre consécutif. De manière générale, sur les neuf premiers mois de l'année, le CA a augmenté de 21 %, atteignant 29,4 M\$, et la marge brute s'est accrue de 23 %, atteignant 7,4 M\$.

## Valorisation: Si la tendance persiste le PER serait modeste

H2O est parvenue à dépasser le seuil de rentabilité. Sur la base d'un BPA annualisé, H2O Innovation se négocie à un PER de 9x.

Prix €0.17

Capitalisation €10m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.0	6.3	13.3
Rel	(2.8)	2.7	3.6

### Détails de l'action

Code	ALHEO
Listing	Alternext Paris
Secteur	Industrie de base
Actions en circulation	60.1m

### Bilan au

	06/11	06/12
Dette nette (C\$m)	4.6	5.0
Capitaux propres (C\$m)	25.1	13.7
Endettement net /CP (%)	18.3	36.5

### Description de l'entreprise

H2O Innovation est un fournisseur de solutions de traitement de l'eau reposant sur la technologie de filtration sur membrane. Il opère sur trois principaux marchés : le secteur municipal, le secteur de l'énergie et l'industrie minière.

### Points forts

- Normes en termes de traitement de l'eau plus strictes
- Demande croissante en eau

### Points faibles

- La récession a mené à des restrictions budgétaires.
- Dépendance vis-à-vis du marché nord-américain.

### Analystes

Graeme Moyse  
Roger Johnston

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (C\$m)	EBITDA (C\$m)	EBIT (C\$m)	RN (C\$m)	BNA (C\$)	PER (x)	Coupon (C\$)	DPA (%)
06/10	28.8	(8.9)	(10.6)	(10.0)	(0.18)	n/a	n/a	n/a
06/11	27.6	0.1	(1.1)	(1.4)	(0.02)	n/a	n/a	n/a
06/12	35.9	(8.4)	(9.4)	(8.1)	(0.13)	n/a	n/a	n/a
06/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
06/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Harvest

## Récapitulatif d'investissement: Leader du marché en France

Harvest a établi une position dominante sur le marché français des logiciels de planification financière, tant par une croissance organique que grâce à une série d'acquisitions. 72 % du CA 2012 est récurrent. Le groupe a des marges saines (19 % en 2012) et de bons flux de trésorerie.

## Fournisseur de logiciels de planification financière

Un élément majeur de l'offre est la connaissance professionnelle approfondie, tels que les facteurs de réglementation, les facteurs fiscaux entre autres, qui sont intégrés et constamment mis à jour. BIG, le produit d'origine, s'adresse à des particuliers très fortunés. Declic a été acquis en 2000 pour répondre au marché intermédiaire beaucoup plus vaste, et fut suivi par Quantix, O2S et Issos. Harvest se concentre entièrement sur le marché français et, suite à l'acquisition d'Issos en 2012, toutes les grandes banques de France sont clientes. Par ailleurs, environ 1 300 des 3 000 conseillers financiers indépendants en France sont clients. L'entreprise envisage maintenant de mener la prochaine étape de sa croissance en augmentant sa base d'utilisateurs.

## Une forte croissance malgré la part de marché déjà grande

Le CA 2012 a fait un bond de 6,1 % atteignant 16,3 M€ et le bénéfice a augmenté de 21 % pour atteindre 3,1 M€, tandis que la marge s'est élevée de 240 pb pour arriver à 19,0 %. Le groupe a terminé l'année avec un endettement financier brut de 6 M€. Le CA du T1 13 s'est envolé à 34 % atteignant 5,1 M€, dont 11 % de croissance organique comprenant l'impact d'Issos qui a été acquis en novembre dernier.

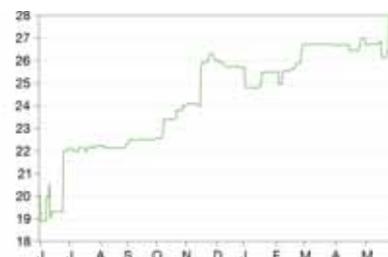
## Valorisation: Marges et flux de trésorerie sains

La valeur d'entreprise s'élevant à env. 40 M€, les actions se négocient à env. 2x le consensus sur le CA 2013 (incluant une année complète avec Issos), reflétant les marges saines du groupe. Nous percevons un potentiel supplémentaire si l'entreprise peut augmenter sa base d'utilisateurs grâce à ses plus gros clients, et étendre éventuellement l'offre à d'autres marchés géographiques (bien que les connaissances techniques/professionnelles liées aux logiciels soient spécifiques à la France).

Prix **€26.59**

Capitalisation **€37m**

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(0.4)	3.5	32.3
Rel	(3.2)	(0.1)	22.6

### Détails de l'action

Code	ALHVS
Listing	Alternext Paris
Secteur	Technologie
Actions en circulation	1.4m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette/(dette) (€m)	3.5	(1.5)
Capitaux propres (€m)	8.3	8.9
Endettement net /CP (%)	n/a	16.9

### Description de l'entreprise

Harvest est un développeur et fournisseur de logiciels de planification financière pour les banques et les conseillers financiers indépendants. Son logiciel est utilisé pour la prise de décision en matière d'investissement, et pour les questions liées aux droits de succession et aux impôts.

### Points forts

- Position dominante sur le marché en France.
- Marges saines proche des 20%.

### Points faibles

- Croissance restante limitée en France.
- Dividendes restant inchangés depuis trois ans.

### Analystes

Richard Jeans  
Dan Ridsdale

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	15.0	n/a	3.1	1.9	1.39	19.1	n/a	n/a
12/11	15.3	n/a	2.6	1.8	1.27	20.9	n/a	n/a
12/12	16.3	n/a	3.1	2.0	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	21.6	4.5	4.2	2.6	1.90	14.0	n/a	n/a
12/14e	22.7	5.1	4.8	3.1	2.20	12.1	n/a	n/a

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# Heurtey Petrochem

## Récapitulatif d'investissement: Croissance probablement solide en 2013

Nous formulons des perspectives haussières pour Heurtey en 2013, la société semblant capable d'exploiter la solide croissance de son carnet de commandes et la pertinence de son modèle d'entreprise, qui l'expose aux marchés émergents.

## Reviement soudain du carnet de commandes en 2012

Le carnet de commandes de Heurtey a augmenté de 32 % en 2012, atteignant 452 M€. Si, lors des années précédentes, les opérations semblaient orientées en majeure partie vers le raffinage, les commandes 2012 semblent plus équilibrées et se répartissent à parts égales entre les quatre secteurs d'activité de la société, à savoir le raffinage, l'hydrogène, le gaz naturel et la pétrochimie.

## Pétrochimie et hydrogène en tête

Le plus gros moteur de marché responsable du rééquilibrage du carnet de commandes de Heurtey est la forte croissance des pôles Pétrochimie et Hydrogène. L'Amérique du Nord est un marché clé dans le secteur pétrochimique, les clients profitant du faible prix du gaz. Le plus gros moteur de performance, l'hydrogène, est quant à lui susceptible de garder toute son importance, soutenu par la croissance des marchés émergents et par la relative supériorité du diesel sur l'essence.

## Stagnation en 2012 mais prévisions de croissance pour l'avenir

La société a marqué une pause en 2012, maintenant son CA à 348 M€ et son résultat d'exploitation à 11,8 M€ (3,4 % du CA). Toutefois, elle progresse indéniablement depuis le S2 2012 et le CA du T1 2013 indique une croissance de 36 % par rapport au T1 2012. Parallèlement, avec des capitaux propres de 35,2 M€ et une trésorerie de 27,4 M€ à la fin 2012, la société est suffisamment capitalisée pour progresser.

## Valorisation: Taux de rendement de 2 %

Heurtey propose de payer un dividende de 0,55 € par action, soit une hausse de 4 % par rapport à 2011. Aux niveaux actuels, ceci représente un taux de rendement de 2 %.

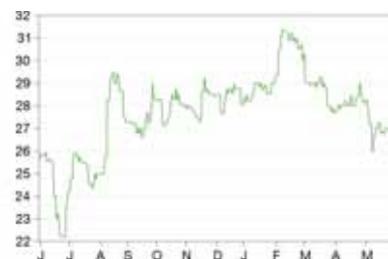
Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	235.4	n/a	9.4	4.5	1.28	22.0	n/a	n/a
12/11	344.3	n/a	12.7	3.4	0.93	30.3	0.53	1.9
12/12	347.6	n/a	11.8	1.4	0.38	74.1	0.55	2.0
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

Prix €28.15

Capitalisation €100m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(0.2)	(0.5)	9.7
Rel	(3.0)	(4.1)	0.0

### Détails de l'action

Code	ALHPC
Listing	Alternext Paris
Secteur	Pétrole & Gaz
Actions en circulation	3.4m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	5.0	27.4
Capitaux propres (€m)	33.5	35.2
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Heurtey Petrochem fournit à des sociétés du monde entier des services d'ingénierie, de construction et d'installation pour les fourneaux à hydrocarbures.

### Points forts

- Forte croissance du carnet de commandes, soutenue par les fondamentaux sous-jacents
- Portefeuille équilibré d'actifs et de secteurs d'activité

### Points faibles

- Exposition aux fluctuations de la demande au sein des secteurs énergétiques d'aval
- Croissance sous-jacente pour l'instant absente des résultats financiers

### Analystes

Ian McLelland

# Hitechpros

## Récapitulatif d'investissement: Solutions de recrutement de personnel informatique

Bien que la pression sur le CA devrait se poursuivre en 2013, la direction s'efforce de maintenir les marges. Affichant 4,7 M€ de trésorerie et des marges saines, le conseil d'administration a proposé un versement d'1 € par action, soit un rendement d'environ 17 %.

## Services informatiques et échange de personnel en ligne

Hitechpros.com est un site de recherche sur abonnement qui a été créé pour faire face aux problèmes structurels de la France, permettant aux entreprises incapables de réduire leurs effectifs en raison d'une législation stricte en matière d'emploi de détacher leurs employés à d'autres entreprises. Actuellement, la majorité du CA provient de ses activités de recrutement de personnel informatique, par lesquelles son équipe de professionnels assistent les directeurs de la technologie dans la recherche de candidats.

## La faiblesse de l'économie se fait sentir

La faiblesse de l'économie française se fait sentir et la faiblesse du CA devrait se poursuivre en 2013. L'objectif de la direction consiste à trouver des possibilités de croissance organique dans le domaine du recrutement, et à maintenir les marges d'exploitation au-dessus de 10 %.

## Marges en hausse pour 2012 malgré une baisse du CA

Le CA a baissé de 10,5 % en 2012, atteignant 13 M€, le recrutement ayant décliné de 14 %, mais celui d'Hitechpros.com, qui tire profit de sociétés disposant de capacités excédentaires ou craignant de recruter du personnel à poste fixe, s'est accru de 7 %. Le changement de la composition des activités et la concentration sur les coûts ont vu la marge opérationnelle augmenter de 150 pb pour atteindre 10,8 %. Le groupe est exempt de dettes et a annoncé une trésorerie de fin d'exercice de 4,8 M€.

## Valorisation: Dividende spécial proposé

En mai 2012, HTP Manager (détenue par le PDG et le DF du groupe) à 7 € l'action a augmenté sa participation, la faisant passer de moins de 50 % à 76,42 %. Le conseil d'administration a proposé un dividende d'1 €/action en 2013 (dividende ordinaire de 0,54 €, dividende exceptionnel de 0,46 €).

Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	12.6	n/a	1.3	0.9	0.48	12.1	0.35	6.0
12/11	14.6	1.4	1.3	0.9	0.49	11.8	1.00	17.2
12/12	13.0	1.4	1.4	0.8	0.45	12.9	1.00	17.2
12/13e	13.0	n/a	1.5	1.0	0.53	10.9	n/a	n/a
12/14e	12.3	n/a	1.3	0.9	0.47	12.3	n/a	n/a

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

Prix **€5.80**

Capitalisation **€11m**

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(6.3)	2.8	(7.9)
Rel	(9.1)	(0.7)	(17.6)

### Détails de l'action

Code	ALHIT
Listing	Alternext Paris
Secteur	Technologie
Actions en circulation	1.8m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trés. nette (€m)	4.6	4.8
Capitaux propres (€m)	5.2	4.7
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Hitechpros exploite deux activités de recrutement de personnel informatique complémentaires : un marché financé par les abonnements pour le recrutement de personnel et de services dans le secteur informatique français (20 % du CA), et un service d'intermédiation pour que les acheteurs de ce secteur puissent trouver des ressources en informatique (80 % du CA). Plus de 75 % des acteurs informatiques français sont représentés.

### Points forts

- Générateur de trésorerie et exempt de dettes.
- Grande part de marché en France.

### Points faibles

- Exposition au faible marché de l'emploi en France.
- N'opère que sur un segment.

### Analystes

Bridie Barrett  
Dan Ridsdale

# Homair

## Récapitulatif d'investissement: Mobile homes de vacances

Homair cherche à lever jusqu'à 20 M€ par le biais d'une émission obligataire, afin d'assurer son expansion dans un secteur très fragmenté. Outre les terrains de camping individuels, la société cherche apparemment à négocier avec de plus petites chaînes qui lui font concurrence. Dans l'attente de la publication des résultats du premier semestre, les opérations sont actuellement favorables et la croissance de l'EBITDA devrait atteindre au moins 10 % pour l'exercice complet.

### La taille a son importance...

Homair est bien décidé à exploiter sa position de leader du marché. La levée de capital actuelle intervient après deux émissions obligataires plus petites (février et septembre) et complète la stratégie de vente et de cession-bail de terrains de camping, ainsi que la restructuration de l'actionnariat, qui devrait favoriser le développement de la société.

### Un marché solide

Le camping étant un produit bon marché, il devrait profiter du climat actuel. Il est nécessaire d'investir pour répondre à une éternelle fuite vers la qualité, ce qui, en parallèle avec les pressions économiques subies par les petites sociétés, accélère la consolidation.

### De retour sur la bonne voie

Il est normal que les investisseurs soient déçus par les résultats 2012 (inférieurs aux prévisions), mais les progrès réalisés par la société sont honorables : le CA a augmenté de 8 % (objectif de plus de 10 %) et l'EBITDA (-5 %) se serait maintenu à son niveau précédent en l'absence d'un contrat de vente et de cession-bail et d'une campagne de marketing agressive. Selon la direction, le CA est inférieur aux prévisions en raison de facteurs macroéconomiques et non pas spécifiques à la société. Les commandes étant en hausse de 13 % à la fin mars, Homair a réitéré son objectif de croissance de l'EBITDA d'au moins 10 % pour l'exercice complet (publication imminente des résultats du S1 en basse saison).

### Valorisation: Attrayante

Si elle a l'effet escompté, la levée de capital actuelle permettra à Homair de réaliser des opérations complémentaires lucratives, domaine dans lequel la société excelle (comme par exemple le rachat d'Al Fresco à TUI Travel en 2011).

**Prix** €4.12

**Capitalisation** €55m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(6.4)	(6.6)	(25.1)
Rel	(9.2)	(10.1)	(34.8)

#### Détails de l'action

Code	ALHOM
Listing	Alternext Paris
Secteur	Voyages et loisirs
Actions en circulation	13.2m

#### Bilan au

	09/11	09/12
Dette nette (€m)	56.5	n/a
Capitaux propres (€m)	37.0	n/a
Endettement net /CP (%)	152.7	n/a

#### Description de l'entreprise

Homair fournit des mobile homes de vacances sur différents sites en France, en Espagne, en Italie, en Croatie et au Portugal.

#### Points forts

- Produit bon marché solide
- Possibilité de se consolider dans un secteur fragmenté

#### Points faibles

- Dépenses des consommateurs sous pression
- Emprunts significatifs

#### Analystes

Richard Finch  
Jane Anscombe

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
09/10	46.6	15.7	7.0	2.1	0.16	25.8	0.00	n/a
09/11	61.6	19.9	8.7	3.9	0.30	13.7	0.00	n/a
09/12	66.5	18.9	6.6	4.0	0.30	13.7	0.08	1.9
09/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
09/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Hybrigenics

## Récapitulatif d'investissement: Un modèle d'entreprise hybride

Hybrigenics développe l'inécalcitol, analogue de la vitamine D, principalement dans le domaine oncologique. Les données préliminaires du récent essai de phase II contre la leucémie lymphoïde chronique (LLC) suggèrent que le médicament peut limiter la progression de la maladie. Parallèlement, la division de services de protéines est en expansion. À noter que la diversification de Hybrigenics augmente son profil de risque.

## Tout premiers signes des bienfaits de l'inécalcitol en oncologie

Les résultats préliminaires de l'essai de phase II de l'inécalcitol contre la leucémie lymphoïde chronique (LLC), qui se poursuit, suggèrent que le médicament peut limiter la progression de la maladie. Sur cinq patients traités pendant au moins six mois, les lymphocytes sanguins ont diminué, se sont maintenus au même niveau ou ont arrêté d'augmenter. Aucun patient ne s'est retiré de l'essai en raison d'effets secondaires. Tout bienfait de longue durée contre la LLC pourrait prouver le potentiel de l'inécalcitol en tant que thérapie oncologique et pourrait attirer un partenaire désireux de développer le médicament contre le cancer de la prostate.

## Expansion de la division des services de protéines

Si l'inécalcitol reste le moteur de valeur clé, la société en est dorénavant moins dépendante grâce à l'expansion actuelle de la division des services de protéines. Les récents projets de recherche en collaboration, couvrant les maladies du cerveau chez les personnes âgées aussi bien que l'analyse génétique des troubles des ceintures, illustrent la versatilité de la plateforme.

## Position financière

Les revenus récurrents de 2012 sont les mêmes qu'en 2011 à 4,8 M€. Hybrigenics dispose de liquidités suffisantes pour se financer jusqu'à la fin 2014, dont environ 4 M€ de liquidités à la fin 2012 et une ligne d'actions de 6,9 M€.

## Valorisation: Évaluation DCF de 23 M€

Selon la méthode DCF, nous évaluons Hybrigenics à 23 M€, dont 7,2 M€ pour la division de services, sur la base de 2 fois le CA 2013.

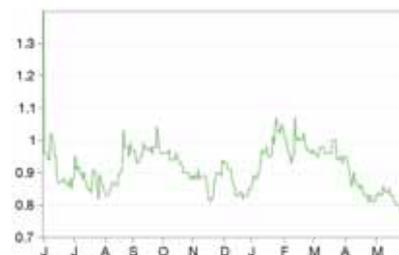
Estimations d'Edison								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	4.6	(4.0)	(4.9)	(4.2)	(34.50)	n/a	n/a	n/a
12/11	6.6	(2.0)	(2.7)	(1.9)	(0.14)	n/a	n/a	n/a
12/12	5.9	(2.3)	(2.7)	(2.3)	(0.13)	n/a	n/a	n/a
12/13e	6.6	(2.4)	(2.7)	(2.1)	(0.11)	n/a	n/a	n/a
12/14e	6.7	(2.0)	(2.2)	(1.7)	(0.07)	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société/Company accounts, Edison Investment Research

Prix €0.79

Capitalisation €15m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(4.8)	(8.1)	(43.6)
Rel	(7.6)	(11.7)	(53.3)

### Détails de l'action

Code	ALHYG
Listing	Alternext Paris
Secteur	Santé
Actions en circulation	17.5m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	1.8	4.2
Capitaux propres (€m)	2.9	5.0
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Hybrigenics est une société biotechnologique française. Elle fournit des services d'analyse protéine et d'analyse de petites molécules, et effectue des essais de phase II sur le candidat-médicament inécalcitol contre la leucémie lymphoïde chronique et le cancer de la prostate.

### Points forts

- Sécurité prouvée de l'inécalcitol
- Division de services de protéines de niche visant le marché externalisé en forte expansion

### Points faibles

- Secteur de l'oncologie très concurrentiel
- Budgets de recherche universitaire sous pression

### Analystes

Emma Ulker  
Robin Davison

## Récapitulatif d'investissement: Imagerie innovante

La direction compte améliorer sa rentabilité en 2013 et en 2014, en se concentrant sur les produits à plus forte valeur ajoutée comme les systèmes d'imagerie destinés au secteur biomédical et les solutions exhaustives de numérisation de documents patrimoniaux.

### Acquisition et traitement d'images

La division Vision (56 % du CA 2012) vend des caméras intelligentes, des caméras à balayage linéaire et d'autres produits semblables, ainsi que les logiciels correspondants. Elle assure également leur intégration afin de créer des systèmes d'imagerie pour le diagnostic médical, le contrôle industriel et le chronométrage d'événements sportifs. La division DigiBook (44 % du CA) conçoit, fabrique et commercialise une gamme variée de scanners destinés à la numérisation de livres patrimoniaux, de documents reliés et d'archives, ainsi que les logiciels correspondants. Les produits DigiBook permettent aux bibliothèques, aux archives et aux musées de mettre leurs collections à la disposition du grand public par le biais de l'Internet. Toutefois, un grand nombre de ces établissements ont vu leurs subventions réduites en raison de coupes budgétaires gouvernementales. Les grands clients industriels de la division Vision d'i2s connaissent également une certaine faiblesse économique.

### Valorisation: Des revenus stables malgré les conditions du marché

Le CA a augmenté de 2 % en 2012, atteignant 14,3 M€. Les revenus de la division Vision sont restés stables sur l'exercice complet, la croissance de 9 % des ventes de systèmes aux secteurs sportif et biomédical compensant la baisse de 2 % des ventes de produits standard. Les revenus de la division DigiBook ont quant à eux augmenté de 3 %. Le S1 s'était caractérisé par l'absence d'appel d'offres, mais les ventes se sont fortement redressées au T4 grâce à des subventions gouvernementales, de nouveaux produits et une campagne de marketing soulignant la capacité de DigiBook à transformer des objets de collection en actifs numériques. Les exportations ont augmenté de 2 %, représentant 45 % du CA total. L'EBITDA a diminué de moitié (0,2 M€) en raison de la hausse des coûts des ventes internationales et du développement de nouvelles installations manufacturières dans de nouvelles régions. Déduction faite de pertes de valeur significatives, i2s a annoncé une perte nette de 0,6 M€. Le CA du T1 13 est semblable à celui de l'exercice précédent, soutenu par les marchés émergents. Le ratio VE/CA est faible, mais il faudrait que les conditions du marché se précisent pour que l'on puisse estimer une valorisation sensée.

Prix €1.80

Capitalisation €3m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.0	(20.7)	(44.4)
Rel	(2.8)	(24.3)	(54.1)

#### Détails de l'action

Code	ALI2S
Listing	Alternext Paris
Secteur	Equipements électriques
Actions en circulation	1.8m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	2.2	2.7
Capitaux propres (€m)	7.2	6.7
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

i2s conçoit, fabrique et commercialise des logiciels de traitement de l'image et d'optoélectronique, ainsi que des équipements de vision numérique. La société est implantée en France.

#### Points forts

- Commercialisation d'une gamme exhaustive de produits
- Expertise en matière de création de systèmes à valeur ajoutée

#### Points faibles

- 41 % du CA 2012 tirés de la vente de produits standard
- Ventes de DigiBook affectées par les dépenses gouvernementales

#### Analystes

Anne Margaret Crow  
Dan Ridsdale

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	12.9	0.5	0.4	0.6	0.32	5.6	0.00	n/a
12/11	14.1	0.5	0.4	0.4	0.24	7.5	0.00	n/a
12/12	14.3	0.2	0.0	(0.6)	(0.31)	n/a	0.00	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# IDSUD

## Récapitulatif d'investissement: Concentration sur les activités principales

Le groupe a enregistré un bénéfice net consolidé pour 2012 de 683 k€, contre une perte de 102 k€ en 2011, grâce à une réduction des charges d'exploitation et à une contribution accrue des filiales. Le groupe reste concentré sur la croissance de ses principaux segments d'activité et sur la réduction continue des coûts afin d'améliorer les marges.

## Structure d'exploitation diversifiée

IDSUD a d'abord été établie comme une entreprise familiale à Marseille en 1850 et a été cotée sur Alternext en 2010. Le groupe participe à des transactions de devises et de métaux précieux (or et argent). Il est également impliqué dans l'investissement immobilier, l'industrie des voyages et du tourisme par sa filiale IDSUD Voyages, et la loterie nationale française par une participation de 2,6 % dans La Française des Jeux.

## Résumé des résultats 2012

Le bénéfice net consolidé a augmenté de 785 k€ au cours de l'exercice pour atteindre 683 k€ (2011 : -102 k€). Cette augmentation résulte essentiellement d'une réduction des charges d'exploitation (300 k€), d'une augmentation des dividendes de La Française des Jeux (180 k€) et d'une hausse des contributions de titres en portefeuille (600 k€). Le négoce de devises est resté relativement inchangé, car la croissance des monnaies des pays émergents, notamment en Europe de l'Est, a été compensée par la faiblesse de monnaies refuges plus traditionnelles, à savoir le yen et le franc suisse. Le CA provenant du négoce de métaux précieux a chuté de 49 % atteignant 301 k€, en raison du déclin du volume des transactions de l'or. En mars 2013, l'entreprise a cédé l'hôtel Les Printanières pour 2,3 M€. Le groupe continue de chercher des occasions de vendre les derniers investissements de son portefeuille immobilier.

## Valorisation: Réduire les coûts

Parallèlement à son plan de réduction des coûts qu'il a lancé en 2010, le groupe s'est concentré sur la croissance de ses segments d'activité traditionnels. IDSUD négocie actuellement sur un PER rétrospectif 2012 de 33x.

Prix €24.04

Capitalisation €3m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	17.3	29.9	10.1
Rel	14.5	26.4	0.4

### Détails de l'action

Code	ALIDS
Listing	Alternext Paris
Secteur	Sociétés Financières
Actions en circulation	1.0m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	4.1	5.2
Capitaux propres (€m)	9.4	10.2
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

IDSUD est un groupe de services financiers diversifiés détenant des investissements dans le commerce de devises et de métaux précieux, l'immobilier, une agence de voyage et La Française des Jeux.

### Points forts

- Sources de revenu diversifiées.
- Réductions de coûts.

### Points faibles

- Volume de transactions en baisse.
- Ralentissement de la croissance économique.

### Analystes

Jonathan Goslin  
Martyn King

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	2.2	n/a	(4.5)	(3.1)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	2.4	n/a	(1.8)	(0.3)	(0.11)	n/a	n/a	n/a
12/12	1.9	n/a	(1.7)	0.7	0.74	32.5	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# IntegraGen

## Récapitulatif d'investissement: De la recherche à la réalité

IntegraGen a lancé avec succès son premier test d'autisme génétique ARISK en 2012 et prévoit de lancer un diagnostic du cancer en 2014. Avec les activités de services existantes, ils pourraient permettre de stimuler les futures ventes. Un solide carnet de commandes devrait contribuer à maintenir la croissance des ventes. Le diagnostic moléculaire représente un segment en croissance rapide de tests DIV, qui pourrait profiter à IntegraGen.

## Premier test génétique lancé en 2012

IntegraGen est une entreprise de diagnostic moléculaire et de service génomique créant des outils de diagnostic et de traitement des patients. Elle entretient un certain nombre de collaborations et se consacre à l'autisme et l'oncologie. En 2012, le test de dépistage génétique ARISK de l'autisme chez les enfants à risque élevé a été lancé aux États-Unis. IntegraGen s'efforce également de trouver de nouveaux biomarqueurs en oncologie et prévoit de créer des tests pour améliorer les résultats chez les patients. Le premier lancement d'un diagnostic du cancer colo-rectal est prévu pour 2014.

## La médecine personnalisée est un marché croissant

Les travaux sur le génome humain ont mené à la médecine personnalisée, proposant des outils permettant de prédire le risque de développer une maladie et d'adapter le traitement aux patients individuels. Le marché des diagnostics moléculaires, estimé à environ 4 à 5 mds\$, est l'un des segments enregistrant la meilleure croissance dans le domaine des diagnostics in vitro (DIV).

## Ventes en hausse et réduction des pertes nettes

Les ventes de 2012 ont augmenté de 2 % atteignant 4,7 M€ et la perte nette s'est réduite pour arriver à 1,7 M€ (partant de 2,0 M€ en 2011). IntegraGen enregistrerait une trésorerie nette de 4,9 M€ au 31 décembre 2012. Le carnet de commandes de services a augmenté de 15 % par rapport à 2011, ce qui peut servir à prédire les ventes futures.

## Valorisation: VE/CA de 2,7x

La trésorerie nette de 4,9 M€ suggère une VE de 13 M€. Ainsi, IntegraGen se négocie actuellement à une VE/CA d'environ 2,7x. IntegraGen prévoit une augmentation de son CA en 2013.

**Prix** €4.30

**Capitalisation** €18m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	1.2	(38.6)	(38.6)
Rel	(1.6)	(42.1)	(48.3)

### Détails de l'action

Code	ALINT
Listing	Alternext Paris
Secteur	Santé
Actions en circulation	4.1m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	4.6	4.9
Capitaux propres (€m)	3.1	3.2
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

IntegraGen est spécialisée dans la recherche et l'identification de biomarqueurs génétiques et dans l'élaboration et la commercialisation de produits et services associés au diagnostic moléculaire, notamment dans les domaines de l'autisme et de l'oncologie.

### Points forts

- Test d'autisme ARISK lancé aux États-Unis.
- Le diagnostic moléculaire est un secteur en croissance rapide.

### Points faibles

- Des tests supplémentaires seront nécessaires pour augmenter le CA.
- Le diagnostic moléculaire est un domaine concurrentiel.

### Analystes

Philippa Gardner  
Robin Davison

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	3.2	n/a	(2.8)	(2.9)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	4.7	n/a	(2.4)	(2.0)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	4.7	n/a	(2.4)	(1.7)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Intrasense

## Récapitulatif d'investissement: Imagerie multi-modalités

Le logiciel d'imagerie multi-modalités d'Intrasense améliore l'efficacité des radiologues et autres professionnels de la santé. Il affiche une croissance solide grâce aux exportations en Russie, Asie et Amérique du Nord. Il est utilisé sur plus de 500 sites de clients dans le monde entier et son utilisation est certifiée dans plus de 40 pays.

## L'imagerie médicale est essentielle pour le traitement du cancer

Le logiciel Myrian d'Intrasense traite, combine et compare les images médicales sous forme de TDM, IRM, TEP ou de rayons X, permettant aux radiologues de fournir un diagnostic plus précis et objectif. Il est également utilisé par les oncologues, chirurgiens et cliniciens pour décider et planifier des thérapies ainsi que pour quantifier les réponses tumorales. Il est également applicable dans les domaines neurologique et pneumologique. La stratégie de la direction pour maintenir une forte croissance repose sur le renforcement de sa présence aux USA, le plus grand marché de dispositifs médicaux au monde, et sur la signature d'accords avec des organismes de recherche sous contrat et des OEM dans ses marchés stratégiques. Au T1 13, l'entreprise a annoncé les ventes de son module Myrian XP-Lung à un fabricant de dispositifs médicaux implanté aux USA pour une utilisation dans 15 centres participant à un essai clinique, démontrant ainsi l'applicabilité de la plate-forme à des essais cliniques. Elle a également annoncé des déploiements supplémentaires dans des grands hôpitaux au Japon, le deuxième plus grand marché de dispositifs médicaux, en Inde et en Malaisie.

## Valorisation: Forte croissance du CA 2012 grâce aux exportations

Le CA 2012 a augmenté de 61 % atteignant 4,1 M€. Cette croissance a été alimentée par les exportations (74 % du total) soutenues par une présence renforcée en Asie et en Russie. Les charges d'exploitation ont augmenté de 15 %, reflétant une plus grande activité. Les pertes d'exploitation ont diminué de 2,0 M€ à 1,3 M€ et les pertes nettes ont chuté de 1,6 M€ atteignant 0,6 M€. Suite à un placement privé rassemblant 1,3 M€ en novembre dernier, la trésorerie en fin d'exercice s'est élevée à 4,0 M€. Le titre se négocie à des ratios de valorisation élevés, typiques d'une entreprise à ce stade de son évolution. Une évolution vers la rentabilité est nécessaire pour savoir si ces ratios sont justifiés.

Prix €6.29

Capitalisation €20m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(7.5)	10.2	17.6
Rel	(10.3)	6.6	7.9

### Détails de l'action

Code	ALINS
Listing	Alternext Paris
Secteur	Technologie
Actions en circulation	2.9m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette/(dette) (€m)	(0.2)	3.2
Capitaux propres (€m)	0.1	5.4
Endettement net /CP (%)	200.0	n/a

### Description de l'entreprise

Intrasense conçoit et développe des logiciels pour la visualisation et l'analyse d'images médicales. Elle dispose de trois divisions : logiciels pour la visualisation et l'analyse d'images médicales, les ventes de solutions logicielles pour les essais cliniques et les services.

### Points forts

- Le logiciel optimise la productivité des radiologues tout en améliorant la précision du diagnostic.
- L'architecture logicielle permet à des modules spécialisés à forte valeur ajoutée d'être mis en place plus rapidement.

### Points faibles

- Dépendante de ses partenaires pour une pénétration rapide du marché.
- Reste une forte consommatrice de trésorerie.

### Analystes

Anne Margaret Crow  
Dan Ridsdale

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	1.0	n/a	(2.1)	(1.6)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	2.5	n/a	(2.0)	(1.6)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	4.1	n/a	(1.3)	(0.6)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	6.5	n/a	(2.1)	(2.1)	(0.67)	n/a	0.00	n/a
12/14e	10.3	n/a	0.0	0.1	0.02	314.5	0.00	n/a

Source: Comptes de la société

# Inventoriste

## Récapitulatif d'investissement: Obtention de nouveaux contrats malgré un climat défavorable

La léthargie économique européenne a inévitablement perturbé le secteur de la distribution, les magasins cherchant à faire des économies et à réduire le fonds de roulement immobilisé dans les stocks. Au S1 2012, plusieurs clients de détail du groupe ont réduit leurs stocks et leurs lignes de produits en magasin, retardé leur réapprovisionnement en raison de la faible rotation des stocks et, dans certains cas, cherché à renégocier le prix de leurs services d'inventaire. Néanmoins, ayant détecté des signes à cet effet, Inventoriste a gardé confiance dans la croissance continue de la demande en services d'externalisation et, au second semestre et au début 2013, a annoncé l'obtention de nouveaux contrats dans toute l'Europe.

## Prestation de services d'inventaire externalisés

Inventoriste fournit des services d'inventaire physique externalisés aux distributeurs (hypermarchés, supermarchés, bricolage, textiles, parfums, bijoux, sports, jardinerie, loisirs et logistique). Ses services incluent des inventaires clé en main (dont matériel informatique et logiciels), la mise à disposition de personnel qualifié et les partenariats. Le groupe a des filiales en France, en Espagne, en Italie, en Belgique, en Pologne, en Allemagne et aux Pays-Bas, ainsi qu'une succursale au Portugal et une franchise au Maroc. Ces réseaux locaux lui permettent de fournir des services de gestion des stocks personnalisés à chacun de ses clients, avec une grande couverture de l'Union européenne, de la Russie et de la Turquie.

## Valorisation: Amélioration au S2 2012 et accélération cette année

Le CA 2012 a diminué de 5,2 % en glissement annuel mais s'est suffisamment redressé pour atteindre les prévisions au second semestre. Les perspectives sont positives : l'obtention de deux grands contrats internationaux en janvier, les avantages tirés d'investissements réguliers dans les capacités et les mises à jour technologiques des quelques dernières années devraient se retrouver dans les résultats 2013. Le groupe ayant repoussé la fin de son exercice au 31 mars, l'exercice actuel couvrira 15 mois.

Prix €40.50

Capitalisation €53m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	5.5	9.5	4.9
Rel	2.7	5.9	(4.8)

### Détails de l'action

Code	ALIVT
Listing	Alternext Paris
Secteur	Services supports
Actions en circulation	1.3m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	6.6	n/a
Capitaux propres (€m)	7.7	n/a
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Inventoriste propose une offre complète de services d'inventaire, principalement dans le secteur de la distribution. La société œuvre à l'étranger sous le nom d'Ivalis.

### Points forts

- Services de base permettant aux clients de gérer leurs coûts
- Obtention de nouveaux clients au S2 2012 et durant l'année en cours

### Points faibles

- Climat économique léthargique dans l'UE
- Éventuelle sensibilité à la réduction des stocks des distributeurs

### Analystes

Roger Leboff  
Roger Johnston

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	26.1	n/a	0.9	0.4	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	32.8	n/a	2.5	1.2	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	31.1	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
03/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
03/15e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# ISA

## Récapitulatif d'investissement: Intelligent Sensing Anywhere

ISA réalise de gros investissements dans de nouveaux produits destinés à la surveillance énergétique intégrée et dans la pénétration de certains marchés au Brésil et au Moyen-Orient. Ces activités ont amoindri sa rentabilité en 2012 mais la société devrait repasser dans le vert à partir du T1 2013.

### Télémétrie, compteurs intelligents et gestion à distance

ISA est un pionnier des compteurs de gaz intelligents en Europe. La société a vendu plus de 100 000 appareils télémétriques pour la surveillance des citernes de GPL, qui permettent d'économiser 30 % à 40 % sur les coûts de livraison des citernes. Il y a maintenant plus d'un an, elle a élargi son offre afin de couvrir les marchés des compteurs intelligents pour l'électricité et l'eau. Elle a développé Cloogy, une solution de surveillance énergétique intégrée pour le marché résidentiel, fournissant aux consommateurs des données en temps réel sur leur consommation et leur permettant de prendre les mesures nécessaires afin de la réduire, ainsi que Kisense, un système de surveillance de la consommation d'énergie intégré pour les entreprises industrielles, commerciales et publiques. Butagaz a acheté 15 000 unités Cloogy pour un premier déploiement. Kisense est actuellement utilisé dans plus de 500 bâtiments, permettant à leurs occupants de réaliser des économies d'énergie de plus de 20 %. Après son lancement initial en France, au Brésil et au Portugal, le produit sera introduit à l'échelle internationale.

### Valorisation: Activités de niche

Le CA 2012, hors financement de la R&D, a diminué de 20 % en glissement annuel. La croissance des revenus internationaux de la division pétrolière et gazière n'a pas pu compenser la forte baisse des revenus nationaux de la division énergétique, qui découle du retard du lancement de Cloogy et de Kisense et d'un climat économique léthargique (surtout au Portugal). Le ralentissement des ventes, associé à la hausse des coûts de développement de nouveaux produits et à l'expansion des ventes au Brésil et au Moyen-Orient, a engendré une perte d'EBITDA de 0,9 M€ (contre un profit de 0,75 M€ en 2011). Toutefois, la direction estime que ces initiatives produiront une croissance des revenus suffisante pour ramener ISA au seuil de rentabilité en 2013 et générer un résultat net de 1,4 M€ en 2014. Pour bien évaluer l'entreprise, il faudra plus de visibilité sur les progrès réalisés dans le cadre de ces initiatives.

Prix €5.15

Capitalisation €8m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.0	0.0	n/a
Rel	(2.3)	(3.5)	n/a

#### Détails de l'action

Code	ALISA
Listing	Alternext Lisbon
Secteur	Technologie
Actions en circulation	1.5m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	3.7	3.6
Capitaux propres (€m)	3.4	3.8
Endettement net /CP (%)	108.8	94.7

#### Description de l'entreprise

ISA (Intelligent Sensing Anywhere) est spécialisé dans les solutions de télémétrie et de surveillance à distance pour les secteurs de l'énergie et du pétrole/gaz.

#### Points forts

- Présence dans plus de 20 pays
- Portefeuille positionné sur des secteurs du marché en expansion

#### Points faibles

- Climat économique léthargique freinant les dépenses d'investissement des clients
- Forte concurrence sur le créneau des compteurs intelligents

#### Analystes

Anne Margaret Crow  
Dan Ridsdale

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	3.9	0.6	0.2	0.0	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	5.4	0.8	0.2	0.1	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	4.4	(0.9)	(1.6)	(1.8)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# IsCool Entertainment

## Récapitulatif d'investissement: Jeux de réseaux sociaux

Les jeux d'IsCool obtiennent de bons résultats sur les principaux réseaux sociaux, trois d'entre eux figurant parmi les 100 premiers sur Facebook. La clé pour la société est maintenant de rentabiliser cela. Les résultats 2012 indiquent une perte accrue, avec une baisse des revenus et des investissements continus dans de nouveaux jeux. Toutefois, les opportunités nées des jeux de réseaux sociaux continuent de croître, un nouveau PDG expérimenté est arrivé en novembre et les jeux sont dorénavant distribués sur les téléphones portables et à l'international.

## Expansion sur les téléphones portables et à l'international

IsCool se concentre principalement sur les jeux de cartes à collectionner (CCG) et sur les jeux de société multijoueurs comme Wordox, Belote Multiplayer et Star Connect (avec Universal Studios France). Ces jeux sont disponibles sur Facebook, en ligne, sur téléphone portable et à l'international (les ventes hors UE ne représentent que 2 % du CA 2012 total). La société a tiré 87 % de ses revenus 2012 des micro-transactions (lorsque les joueurs achètent des options supplémentaires pour des jeux « freemium ») et 13 % de la publicité et d'autres sources.

## Marché des jeux de réseaux sociaux toujours en forte croissance

Les revenus du marché mondial des jeux de réseaux sociaux devraient atteindre 14,6 Mds\$ en 2016 (contre 8,2 Mds\$ en 2012), soit un TCAC de 21 % (source : ThinkEquity). Cette estimation est inférieure aux taux de croissance précédent car le marché devient plus mature (comme l'illustrent les résultats de Zynga), mais les franchises et séries fortes devraient rester très lucratives.

## Baisse des bénéfices en 2012

Les résultats 2012 indiquent une baisse de 26 % du CA à 7,58 M€ (contre 10,29 M€ au S1 2011) et une perte avant impôts de 1,33 M€ (contre 0,92 M€ en 2011). La trésorerie nette se chiffre à 1,0 M€ avant un engagement fiscal potentiel.

## Valorisation: Stade précoce

Le ratio capitalisation/CA se chiffre à 1,0 pour 2012 (ratio VE/CA de 0,7). Toute expansion internationale de l'un des jeux d'IsCool pourrait servir de catalyseur positif.

Prix €1.00

Capitalisation €8m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.0	(40.8)	(51.2)
Rel	(2.8)	(44.4)	(60.9)

### Détails de l'action

Code	ALISC
Listing	Alternext Paris
Secteur	Biens de consommation
Actions en circulation	7.6m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	3.1	1.0
Capitaux propres (€m)	3.7	1.8
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

IsCool Entertainment (anciennement Weka Entertainment) fait partie des leaders français des jeux sur les réseaux sociaux. La société développe, publie et distribue des jeux en ligne, dont « IsCool » et « Wordox ».

### Points forts

- Forte croissance du secteur des jeux de réseaux sociaux
- Succès de la gamme de jeux d'IsCool

### Points faibles

- Jeux de réseaux sociaux assez difficiles à monétiser
- Marché extrêmement concurrentiel, avec notamment de grands concurrents comme Zynga

### Analystes

Jane Anscombe

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	9.1	n/a	2.4	1.9	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	10.3	n/a	(0.9)	(0.9)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	7.6	n/a	(1.5)	(2.0)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Keyyo

## Récapitulatif d'investissement: Poursuite de la migration

Tant que Keyyo poursuivra la migration de ses revenus depuis les anciennes opérations de détail vers les nouvelles activités centrales de téléphonie convergée, ses résultats financiers globaux auront du mal à progresser. À moyen terme, la société se positionne dans un secteur en forte croissance et ses perspectives sont attrayantes.

### Recul au premier trimestre

Après une baisse de 6,3 % du CA du groupe au T3 2012, Keyyo a renoué avec la croissance avec +0,7 % au T4, portant le CA de l'exercice complet à 22,2 M€. Les revenus ont de nouveau diminué au T1 2013 (2,9 %). Ces chiffres globaux masquent la croissance sous-jacente des activités centrales (dont les marges sont élevées), freinée par le recul des activités de détail du groupe.

### Marges dopées par les produits centraux

Ces produits centraux de téléphonie « Cloud » s'adressent aux SOHO et aux PME et représentent dorénavant 64 % du CA du groupe (contre 56 % en 2011).

### Une stratégie saine

Keyyo compte exploiter son offre de télécommunication convergée voix sur IP / fixe / mobile, par le biais d'un réseau de distribution bien établi, afin d'attirer des entreprises parmi ses clients. En tant qu'opérateur voix sur IP, la société peut contrôler sa propre infrastructure technique sur la base de technologies open source. Le déploiement d'un réseau de fibre optique lui permettra d'absorber la croissance du trafic durant les trois années à venir, et ses partenariats stratégiques devraient doper les ventes de produits et services à forte valeur ajoutée.

### Valorisation: Conforme à la migration des activités

Le ratio VE/EBITDA se chiffre à 6,8 cette année et est estimé à 5,8 pour 2014. Sur la base de son PER prévisionnel pour 2013, le titre semble pleinement valorisé. Parallèlement, la diminution des ventes aux particuliers contrebalance la croissance des activités centrales.

Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	20.4	n/a	0.6	(0.8)	0.32	20.0	n/a	n/a
12/11	22.6	n/a	0.2	0.3	7.72	0.8	n/a	n/a
12/12	22.2	n/a	0.4	0.6	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	23.3	2.4	1.2	1.3	0.49	13.1	0.00	n/a
12/14e	25.7	2.8	1.5	1.6	0.59	10.8	0.00	n/a

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

Prix €6.40

Capitalisation €18m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	8.5	5.3	21.7
Rel	5.7	1.7	12.0

#### Détails de l'action

Code	ALKEY
Listing	Alternext Paris
Secteur	Technologie
Actions en circulation	3.0m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	4.8	3.0
Capitaux propres (€m)	6.4	4.8
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

Keyyo fournit des services téléphoniques sur IP aux téléboutiques (Ipcash.com), aux sociétés techniques et aux petites entreprises (Keyyo.fr), ainsi qu'aux particuliers (Keyyo.fr et Bladiphone.com).

#### Points forts

- Migration vers des activités à forte marge en forte expansion
- Bilan solide

#### Points faibles

- Résultats freinés par la croissance négative de la division de détail
- Barrières à l'entrée peu élevées

#### Analystes

Edwin Lloyd  
Dan Ridsdale

# LeadMedia

## Récapitulatif d'investissement: Publicité basée sur les données

L'acquisition de Gammed! réalisée en février (5,2 M€) permet à LeadMedia de bien se positionner sur le marché des activités basées sur les données. Bien que l'opération soit dilutive à court terme, le développement rapide de la publicité en temps réel basée sur les données, la plateforme de gestion des données et la liste impressionnante des clients du groupe devraient renforcer la part de marché de ce dernier.

## Publicité en France et au Brésil

Le groupe continue de renforcer ses capacités dans des campagnes intégrées diffusées en temps réel sur des médias divers. Gammed! élargit l'offre de LeadMedia en matière de publicité basée sur les données, suite à l'acquisition de Shopbot au S2 2012, générant des leads qualifiés pour les clients du secteur de la distribution en ligne. Le groupe a également lancé Graph Insider, une plateforme CRM destinée aux réseaux sociaux et facilitant la collecte de données, sur ses deux principaux marchés, la France et le Brésil (40 % du CA).

## Évolution marquée du marché des activités basées sur les données

La pénétration des smartphones s'accélère rapidement (7 sur 10 des téléphones achetés en France en décembre) et, associée à l'intégration de données géolocalisées, ouvre l'accès à de nouveaux marchés importants. Le marché de la publicité brésilien se chiffrait à 18,2 Mds\$ en 2012 (ZenithOptimedia) et devrait devenir le cinquième du monde d'ici à 2015.

## Une portée accrue

Dans les chiffres 2012, les avantages d'échelle se retrouvent dans la marge d'EBITDA mais leur impact sur le résultat d'exploitation est légèrement inférieur en raison de la poursuite des investissements technologiques. Gammed! étant actuellement déficitaire, l'opération sera dilutive en 2013 et en 2014. La trésorerie nette de LeadMedia se chiffrait à 8,4 M€ à la fin 2012.

## Valorisation: En ligne avec celle des sociétés comparables

Les actions semblent se négocier plus ou moins en ligne avec celles d'autres sociétés de services de publicité et de marketing technologiques, avec un PER de 15 et un ratio VE/EBITDA de 5.

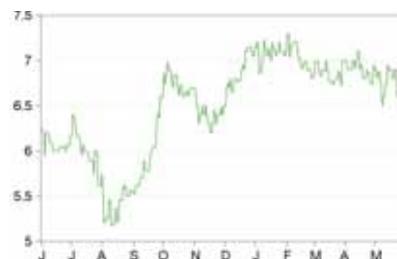
Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
06/10	8.8	0.5	0.4	0.2	n/a	n/a	n/a	n/a
06/11	19.1	2.0	1.6	0.3	n/a	n/a	n/a	n/a
06/12	23.5	3.4	2.6	0.4	n/a	n/a	n/a	n/a
06/13e	31.4	4.7	n/a	n/a	0.46	14.7	n/a	n/a
06/14e	38.3	6.7	n/a	n/a	0.68	10.0	n/a	n/a

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

Prix €6.78

Capitalisation €1m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(1.7)	(5.2)	8.5
Rel	(4.5)	(8.7)	(1.2)

### Détails de l'action

Code	ALLMG
Listing	Alternext Paris
Secteur	Biens de consommation
Actions en circulation	4.5m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	8.8	8.4
Capitaux propres (€m)	16.2	17.5
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

LeadMedia Group fournit des services de marketing en ligne visant à attirer les clients potentiels et à fidéliser les clients effectifs, sur Internet.

### Points forts

- Entrée dans le segment des activités basées sur les données
- Exposition au marché brésilien en forte croissance

### Points faibles

- Effet dilutif de l'acquisition
- Faible confiance des publicitaires dans la zone euro

### Analystes

Fiona Orford-Williams  
Jane Anscombe

# LeGuide.com

## Récapitulatif d'investissement: Guides de shopping en ligne

LeGuide continue de renforcer sa part de marché et renouvelle constamment son offre afin de s'adapter à l'évolution constante du secteur des achats, mais les coûts pèsent temporairement sur les marges. Lagardère détient 96,4 % des actions.

### Renforcement des solutions mobiles

LeGuide est le premier fournisseur de guides de shopping en ligne en Europe, avec 28,3 millions de visiteurs uniques dans 14 pays, par le biais de cinq groupes de sites. L'intégration de Ciao (acheté en mars 2012) est quasiment terminée, mais les synergies ne se sont pas encore entièrement matérialisées. Le nombre des fournisseurs répertoriés a augmenté à 80 400 en mars 2013, en hausse de 6 % sur l'année. Le groupe a investi dans une plateforme unifiée et des capacités de recherche optimisées afin de passer au niveau suivant en termes de croissance. Le nouveau site mobile attire 1,7 million de visiteurs uniques. En outre, LeGuide a récemment annoncé une joint-venture avec SFR visant à lancer une nouvelle application mobile intégrant la géolocalisation.

### Nouvelle norme multi-canaux

Le marché connaît une nouvelle transformation rapide, alimentée par la multiplication de nouveaux appareils et par les attentes plus strictes des consommateurs. Le commerce électronique poursuit sa lente expansion sur le marché national, avec des dépenses estimées à 45 Mds€ en 2012.

### Résultats solides au T1 13

Le CA du groupe a augmenté de 51 % au T1 13, soit une croissance de 19 % à données comparables, poursuivant ainsi la forte croissance du T4 12. Les marges opérationnelles ont souffert des dépenses d'investissement et des coûts d'intégration de Ciao, passant de 34 % à 19 %.

### Valorisation: La notation reflète le redressement des marges

Les marges étant susceptibles d'augmenter en 2013, le multiple de valorisation semble atteindre un niveau raisonnable. Lagardère détient 96,4% du capital suite à son offre de rachat (juin 2012).

Prix €27.50

Capitalisation €97m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.9	0.1	9.3
Rel	(1.9)	(3.5)	(0.4)

#### Détails de l'action

Code	ALGUI
Listing	Alternext Paris
Secteur	Médias et publicité
Actions en circulation	3.5m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	32.1	23.3
Capitaux propres (€m)	35.5	41.6
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

LeGuide.com est un éditeur indépendant de sites Internet dédiés au commerce électronique. Ces sites aident les consommateurs à effectuer leurs achats et les orientent vers les sites des fournisseurs répertoriés.

#### Points forts

- Positionnement solide sur le marché
- Synergies à venir

#### Points faibles

- Climat économique fragile
- Suivi de la multiplication des plateformes

#### Analystes

Fiona Orford-Williams  
Jane Anscombe

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	26.8	n/a	9.8	5.2	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	28.2	n/a	9.3	0.5	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	43.8	n/a	n/a	4.5	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	45.9	13.2	11.9	8.8	2.40	11.5	0.00	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Les Hotels Baverez

## Récapitulatif d'investissement: Hôtels haut de gamme à Paris

Les solides résultats du T1 13 sont honorables en cette période difficile. La direction attribue ce dynamisme continu (RevPAR +7%) non seulement à la popularité durable de Paris, mais aussi à la grande diversité des hôtes, aux rénovations importantes et à l'amélioration du marketing et de la commercialisation, notamment en ligne. La situation financière est particulièrement robuste (trésorerie nette) pour un hôtelier.

### Une entreprise familiale

Dans un marché très concurrentiel, la participation active de la famille Baverez fondatrice (le PDG est de la 4ème génération) est un facteur distinctif apprécié. La continuité semble néanmoins complétée par l'innovation, comme illustré par le récent réaménagement du prestigieux cinq étoiles le Majestic.

### Ralentissement

D'après TRI Hospitality, le T1 du marché hôtelier à Paris a été calme (RevPAR +2%), en partie en raison de la précocité de Pâques. Ce chiffre est à comparer aux 6% d'augmentation dans le luxe en 2012 dus à la hausse des prix (Deloitte).

### Progression mesurée

L'entreprise a de nouveau réalisé un solide résultat au T1, avec un revenu en hausse de 10%, comme en 2012, et une réduction de la perte commerciale en basse-saison de presque 40%. Bien que l'on ne dispose pas de résultat prévisionnel pour l'exercice complet, le T4, également généralement calme, devrait être affecté par la grande rénovation (15 M€) du Régina (35% des recettes l'an passé et la plus grande propriété en nombre de chambres (120)). Cependant, une progression est possible, l'année dernière ayant également été affectée par des travaux au Raphaël, dont le bénéfice était en recul de 0,8 M€ (60%).

### Valorisation: Cote élevée

Très bien évaluée par rapport à d'autres marques européennes comparables en termes de VE/EBITDA (moins de 10x 2013e). Particulièrement prisée avec une prime >100% par rapport à l'ANC.

Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	22.2	2.6	(0.3)	(0.7)	(0.30)	n/a	0.12	0.3
12/11	25.9	4.3	1.3	1.1	0.46	77.8	0.14	0.4
12/12	28.6	4.7	1.6	1.0	0.42	85.2	0.16	0.4
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

Prix €35.80

Capitalisation €85m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	11.9	13.7	15.5
Rel	9.1	10.1	5.8

#### Détails de l'action

Code	ALLH
Listing	Alternext Paris
Secteur	Voyages et loisirs
Actions en circulation	2.4m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	9.5	1.9
Capitaux propres (€m)	36.0	36.6
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

Les Hôtels Baverez possède et exploite deux hôtels 5 étoiles (Raphaël et Villa Majestic) et un hôtel 4 étoiles (Régina) dans le centre de Paris.

#### Points forts

- Propriétés de prestige aux fortes marques individuelles.
- Gestion familiale.

#### Points faibles

- Pressions sur les dépenses des consommateurs.
- Absence de masse critique.

#### Analystes

Richard Finch  
Jane Anscombe

# Lets Gowex

## Récapitulatif d'investissement: Wi-Fi pour tous

Gowex a affiché une forte croissance de sa stratégie de villes Wi-Fi en se développant dans le monde entier. Le Wi-Fi « gratuit » est un service que nous pouvons tous espérer devenir la norme à l'avenir. Le segment de liaison de données mobiles, sur lequel la décision d'investissement repose en partie, n'est encore pleinement valorisé. Malgré l'augmentation considérable du cours de l'action, la valorisation semble raisonnable.

## De solides bénéfices pas encore représentés dans les flux de trésorerie

Le CA de l'exercice complet de 114 M€ (2011 : 66,7 M€) a reflété une croissance importante de la division Wireless de Gowex de 95 % (atteignant 90,7 M€). L'EBITDA a augmenté de 87 % pour arriver à 30,8 M€. Les flux de trésorerie ne l'ont toutefois pas reflété, car une fluctuation négative du fonds de roulement de 10 M€ a eu lieu.

## Wi-Fi gratuit financé par la publicité

La stratégie de l'entreprise est le déploiement du Wi-Fi gratuit dans les villes en collaboration avec l'administration locale, les entreprises et les régies de transports. Le modèle financier repose sur la garantie de sources de revenus issus de la conception/construction des réseaux, l'exploitation des réseaux, les accords de commercialisation / la publicité et les services de villes intelligentes.

## Deuxième source de revenus en développement

Gowex dispose d'une source supplémentaire de revenus reposant sur la transmission de données mobiles impliquant l'utilisation de son réseau Wi-Fi pour le transport des données des utilisateurs par un réseau à fibres, contournant le réseau mobile. Les opérateurs mobiles payent ensuite Gowex pour le volume de données utilisé.

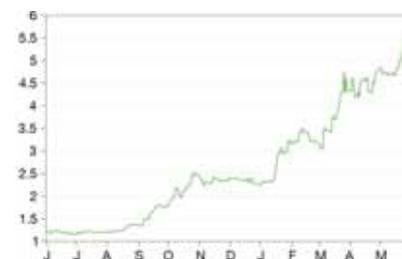
## Valorisation: Performance du cours de l'action très solide

Le cours de l'action Gowex a plus que quadruplé au cours des 12 derniers mois. Elle se négocie actuellement à une VE/EBITDA de 12x et à un PER de 24x pour 2013. Aucun de ces ratios ne paraît particulièrement élevés au vu du niveau de croissance.

Prix €5.99

Capitalisation €433m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	24.0	167.4	395.2
Rel	21.2	163.9	385.5

### Détails de l'action

Code	ALGOW
Listing	Alternext Paris
Secteur	Technologie
Actions en circulation	65.2m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	28.3	49.9
Capitaux propres (€m)	34.6	64.3
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Let's Gowex est une entreprise de télécommunications qui fournit des services de télécommunications et services sans fil à l'aide du Wi-Fi et se charge de la création et de la gestion des « Wireless Cities » (villes sans fil).

### Points forts

- Le déploiement du concept s'étend à de nouveaux pays.
- Activités soutenues par une demande sous-jacente.

### Points faibles

- Barrières à l'entrée relativement faibles.
- Opérateurs mobiles susceptibles de devenir des concurrents.

### Analystes

Edwin Lloyd  
Dan Ridsdale

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	49.6	n/a	6.3	5.1	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	66.7	16.5	9.5	7.2	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	114.3	30.8	21.8	17.0	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	109.4	28.8	22.8	16.2	0.24	25.0	0.04	0.7
12/14e	178.4	48.0	35.6	27.0	0.37	16.2	0.06	1.0

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# Login People

## Récapitulatif d'investissement: Avec l'avancée du cloud, besoin accru de sécuriser l'accès aux données

L'utilisation accrue des appareils mobiles (smartphones et tablettes) et du cloud renforce le besoin de sécuriser l'accès aux données confidentielles, d'autant plus que le piratage politique et commercial augmente. Les solutions Login People sont bon marché et faciles à installer puis utiliser. Toute entreprise ou organisme public utilisant des réseaux publics ou privés représente un client potentiel. Le produit phare de la société, Digital DNA Server, est une technologie brevetée vendue à un prix fixe, sous licence utilisateur annuelle de 12 ou 36 mois, ou dans le cadre d'un contrat de maintenance annuel. Selon Gartner, en 2017 la moitié des entreprises utiliseront le cloud, faisant de la sécurité informatique une priorité.

## Une technologie brevetée et un marché en expansion

Login People fournit des logiciels de sécurité. Son produit phare, Digital DNA Server, permet une authentification robuste sécurisant l'accès aux réseaux publics et privés. Ce produit permet de lutter efficacement contre les vols d'identité, le partage des mots de passe et le vol de données personnelles ou confidentielles. Outre un nom d'utilisateur et un mot de passe, il donne un identifiant unique à tous les équipements. Ainsi, chaque composant numérique, carte mère, carte graphique, disque dur, appareil mobile et PC peut être identifié exclusivement. Cette fonctionnalité est utilisée par les fabricants de systèmes d'exploitation afin de développer de nouvelles stratégies sécuritaires. Elle s'applique aux réseaux intranet et externe, à l'Internet et à tout autre réseau privé virtuel utilisé par les entreprises et les gouvernements.

## Valorisation: Développeur de logiciels à un stade précoce

Le groupe œuvre sur un marché de niche actuellement dominé par les entreprises américaines. Il devrait tirer parti de son produit innovant, d'une expérience utilisateur positive et de son statut de société française sur le marché national. Les ventes n'en sont qu'à leurs débuts. Lors de l'introduction en bourse, le groupe comptait deux contrats de distribution et huit contrats avec des intégrateurs, susceptibles de générer un CA de 0,12 M€ au S2 2012. Le groupe compte étendre son réseau de distribution en 2013 : 17 autres intégrateurs testent actuellement la technologie.

**Prix** 2.57  
**Capitalisation** 8m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(7.6)	(38.7)	(33.2)
Rel	(10.4)	(42.2)	(42.9)

### Détails de l'action

Code	ALLP
Listing	Alternext Paris
Secteur	Technologie
Actions en circulation	1.5m

### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	0.3	0.3
Capitaux propres (€m)	0.2	-0.1
Endettement net /CP (%)	150.0	-300.0

### Description de l'entreprise

La technologie « ADN du numérique » de Login People est une solution de sécurité destinée aux réseaux publics et privés. Elle offre une double authentification en demandant un nom d'utilisateur / mot de passe et en identifiant un système unique (ordinateur, smartphone, clé USB, etc.) sélectionné par l'utilisateur. Cette technologie permet de lutter efficacement contre les vols d'identité, le partage des mots de passe et le vol de données personnelles ou confidentielles sur tous les réseaux (d'entreprise ou Internet).

### Points forts

- Marché important et en expansion
- Produit breveté de grande applicabilité

### Points faibles

- Concurrents puissants dans le secteur informatique
- Revenus à un stade précoce

### Analystes

Roger Leboff  
Dan Ridsdale

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	0.2	n/a	(2.1)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	0.3	n/a	(1.4)	(1.3)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	0.1	n/a	(1.4)	(1.3)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# MaKheiA Group

## Récapitulatif d'investissement: Recherche d'acquisitions

En présentant ses résultats pour 2012, MaKheiA a annoncé l'émission d'un emprunt obligataire de 2,5 M€ (via BNP Paribas), dont le produit lui permettra de financer le renforcement de son offre dans des créneaux tels que le micro-blogging, la surveillance de sites web et les réseaux sociaux. Une approche de vente plus sélective a permis l'amélioration des taux de conversion et la reprise des ventes au S2 2012, et le groupe a pu dégager des profits en 2012, bien qu'avec une marge fortement réduite.

## Optimiser la présentation numérique

MaKheiA travaille avec ses entreprises clientes pour perfectionner leur communication interne et externe, en ligne et hors ligne, à travers la création et la configuration de contenu, en développant ses propres outils propriétaires pour gérer les contenus affichés et interactifs. Bien que la confiance des entreprises demeure fragile et que les budgets marketing continuent d'être sous pression, le groupe a réussi à gagner de nouveaux clients dans un large éventail de secteurs.

## Les budgets des entreprises restent toujours sous pression

Une enquête récente de US eConsultancy/Responsys montre que 71% des marques envisagent d'augmenter leurs dépenses en marketing en 2013, la mise en œuvre technique étant de plus en plus complexe avec l'augmentation du nombre des plates-formes de diffusion. L'optimisation mobile sera une tendance clé, les données et leur analyse jouant un rôle croissant.

## L'emprunt obligataire confère davantage de flexibilité

L'emprunt de 2,5 M€ va permettre au groupe d'élargir son offre en apportant des compétences supplémentaires par le biais d'acquisitions ou de recrutement ciblé. Les résultats pour 2012 montrent une réduction de 10 % du CA, se traduisant par une chute de 70 % du bénéfice d'exploitation.

## Valorisation: Faible ratio VE/CA

Étant données les faibles marges d'exploitation, le ratio VE/EBITDA et le PER sont des outils d'évaluation inadaptés. Le ratio VE/CA est à un niveau historique (0,7x), au plus bas niveau de son secteur.

Prix €2.20

Capitalisation €13m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.5	3.3	15.8
Rel	(2.3)	(0.3)	6.1

### Détails de l'action

Code	ALSEQ
Listing	Alternext Paris
Secteur	Biens de consommation
Actions en circulation	6.0m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette/(dette) (€m)	0.2	(0.2)
Capitaux propres (€m)	8.1	8.4
Endettement net /CP (%)	n/a	2.4

### Description de l'entreprise

MaKheiA est un groupe de communication spécialisé dans les contenus et la communication d'entreprise.

### Points forts

- Emprunt obligataire.
- Complexité croissante du marché.

### Points faibles

- Faible confiance des entreprises.
- Faiblesse continue de l'environnement marketing.

### Analystes

Fiona Orford-Williams  
Jane Anscombe

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	23.3	n/a	0.9	0.8	0.16	13.8	n/a	n/a
12/11	22.9	n/a	0.9	0.5	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	20.5	n/a	0.3	0.4	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Mastrad

## Récapitulatif d'investissement: Opportunité en matière de coûts fixes

Du fait du mauvais contrôle des coûts en 2012, le CA (+19 %) s'est traduit par un résultat d'exploitation chutant de 6 % et un revenu net chutant de 23 % (1 M€). Toutefois, la croissance à deux chiffres du CA étant élevée et le levier opérationnel étant de près de 12x, ce recul du revenu net se transformerait rapidement en forte croissance si les coûts fixes étaient mieux maîtrisés.

## Croissance du CA alimentée par l'innovation

Sous la houlette de chefs cuisiniers de premier plan, la gamme est constamment mise à jour avec de nouveaux concepts et produits, ce qui a entraîné une hausse des revenus de 19 % à 31,1 M€ pendant l'exercice allant jusqu'à juin 2012.

## Distribution internationale à canaux multiples

Mastrad distribue ses produits grâce à un large éventail de grands détaillants indépendants, de chaînes d'hôtels et de restaurants, de vente par correspondance et de commerce électronique. 63 % des revenus proviennent de la France.

## La maîtrise des coûts fixes est mauvaise

Tandis que la marge brute a progressé de 400 pb pour arriver à 57,2 % pour l'exercice allant jusqu'à juin 2012, le résultat d'exploitation était légèrement en baisse (1,5 M€ contre 1,6 M€) et les charges d'exploitation ont augmenté de 52,1 %. Un fonds de roulement négatif, résultant principalement d'une hausse de 33 % des stocks conjuguée à une augmentation des dépenses d'investissement, a mené à un deuxième exercice avec des sorties de trésorerie, et à une position de la dette nette d'1,6 M€ contre une trésorerie de 0,6 M€ pour l'exercice précédent.

## Valorisation: Fort potentiel grâce à l'endettement

Affichant une baisse du revenu net et une détérioration de la position de la dette, les actions peuvent présenter une valorisation juste à un PER de 13 (trailing) et avec un rendement de 3,4 %. Toutefois, si les coûts fixes peuvent être contrôlés, le levier opérationnel de presque 12x pourrait rapidement transformer la croissance du CA élevée à deux chiffres en une perspective beaucoup plus attrayante en termes de résultat net.

Prix €2.32

Capitalisation €15m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	2.7	(19.4)	(23.9)
Rel	(0.1)	(23.0)	(33.6)

### Détails de l'action

Code	ALMAS
Listing	Alternext Paris
Secteur	Produits ménagers
Actions en circulation	5.4m

### Bilan au

	06/11	06/12
Trésor. nette/(dette) (€m)	0.6	(1.6)
Capitaux propres (€m)	11.2	11.9
Endettement net /CP (%)	n/a	13.4

### Description de l'entreprise

Mastrad est spécialisée dans la conception, la commercialisation et la distribution d'équipements de cuisine innovateurs. Son système de distribution à canaux multiples bénéficie d'un large rayonnement international.

### Points forts

- Forte capacité d'innovation générant des augmentations des revenus à deux chiffres.
- Distribution à canaux multiples.

### Points faibles

- Mauvais contrôle des coûts, freinant la rentabilité.
- Flux de trésorerie négatifs dus aux dépenses en capital accrues, et à la détérioration du fonds de roulement.

### Analystes

Victoria Buxton  
Jane Anscombe

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
06/10	26.0	n/a	1.7	0.8	0.15	15.5	0.06	2.6
06/11	26.1	n/a	1.6	1.3	0.24	9.7	0.08	3.4
06/12	31.1	n/a	1.5	1.0	0.18	12.9	0.08	3.4
06/13e	28.4	0.7	(0.1)	(0.1)	(0.02)	n/a	0.10	4.3
06/14e	31.1	1.5	1.0	0.7	0.13	17.8	0.11	4.7

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# Maximiles

## Récapitulatif d'investissement: Programmes de fidélité et panels en ligne

Maximiles a nettement amélioré sa performance au S2 2012 et dégagé une marge d'EBITDA, après s'être remis de la perte d'un important contrat de fidélisation, et bien que la société ait continué d'investir dans ses capacités mobiles dans ses deux divisions. Grâce à une base de coût moins élevée, elle devrait être en mesure d'accroître ses marges en 2013 malgré des recettes en baisse.

### Investir dans le mobile

Le lancement imminent des Points Mobiles et la mise en place de panels sur mobiles donne au groupe une plus grande influence sur le marché. La fidélisation représentait 56 % du CA en 2012, mais cette proportion diminuera avec l'impact sur l'exercice dans son entier de la perte du contrat avec une grande banque au T1. Les mesures prises pour abaisser la base des coûts devraient dégager de meilleures marges brutes à partir de 2013. Le niveau d'activité pour les panels s'est inversé, avec une conjoncture moins favorable au S1 12 et 18 % de croissance au S2.

### Le commerce électronique gagne du terrain

Les chiffres de ComScore montrent que plus de huit internautes français sur 10 effectuent des achats en ligne. Le mobile affiche la croissance la plus rapide, 9,2 % des utilisateurs de smartphone ayant acheté des biens ou des services sur leurs téléphones en décembre. Sur un marché de plus en plus saturé, l'utilisation de programmes de fidélisation peut représenter un avantage concurrentiel utile.

### Disponibilité de trésorerie

La trésorerie nette de 9,3 M€ à la fin de l'exercice permet de poursuivre des investissements importants en matière de produits, parallèlement au programme de rachat d'actions.

### Valorisation: Soutenu par la poursuite du programme de rachat d'action

Le faible ratio VE/CA (0,5x) reflète les difficultés commerciales auxquelles l'entreprise a fait face, mais le prix des actions devrait être soutenu par l'extension prévue du programme de rachat et l'annulation de 10 % supplémentaire des actions en circulation à la prochaine AG. La première tranche de rachat a porté sur 8,84 % des actions.

Prix €4.28

Capitalisation €16m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	1.2	(16.7)	(11.6)
Rel	(1.6)	(20.3)	(21.3)

#### Détails de l'action

Code	ALMAX
Listing	Alternext Paris
Secteur	Médias et publicité
Actions en circulation	4.1m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trés. nette (€m)	12.7	9.3
Capitaux propres (€m)	22.2	18.3
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

Maximiles est une société de marketing numérique avec deux domaines d'activité : les programmes de fidélisation sur internet en France et en Europe et les panels en ligne, à destination des principales sociétés d'étude de marché.

#### Points forts

- Amélioration du positionnement sur le mobile.
- Programme de rachat d'actions.

#### Points faibles

- Faible confiance des consommateurs.
- Réticence des clients à s'engager.

#### Analystes

Fiona Orford-Williams  
Jane Anscombe

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	17.2	n/a	2.2	0.8	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	20.5	n/a	1.7	(0.2)	0.05	85.6	n/a	n/a
12/12	17.3	n/a	(1.3)	(2.9)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	16.6	0.2	(0.5)	(0.2)	(0.09)	n/a	n/a	n/a
12/14e	17.4	0.7	0.3	0.5	0.06	71.3	n/a	n/a

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# Median Technologies

## Récapitulatif d'investissement: Accélération des ventes en 2013

La direction de Median Technology s'attend à connaître une année d'accélération des ventes en 2013, soutenue par un solide carnet de commandes, la conclusion récente de nouveaux contrats et le lancement d'un produit co-développé avec Canon.

## Les images médicales sont essentielles dans le domaine de l'oncologie

Le logiciel de Median est utilisé pour gérer et interpréter les images utilisées dans les essais cliniques pour évaluer l'efficacité de nouveaux médicaments candidats ou de schémas thérapeutiques innovants. Il permet également aux radiologues d'évaluer de façon plus exacte la réponse du patient au traitement et d'adapter les options de traitement pour chaque patient afin d'améliorer les résultats. Le logiciel est présent dans plus de 100 services d'imagerie d'importants centres anticancéreux et établissements de santé.

## Les résultats pour 2012 jettent les bases d'une accélération de la croissance pour 2013

L'année 2012 a été caractérisée par une augmentation de 68 % des commandes et l'évolution de partenariats stratégiques avec Canon, Kuwait Life Science Company et Quintiles, un fournisseur de services auprès de l'industrie pharmaceutique. Le CA a augmenté de 19 % pour atteindre 886 k€. 54 % du CA sont liés au diagnostic et au suivi des patients atteints de cancer dans les essais cliniques, le cœur du marché, le reste se rapportant à la radiothérapie clinique pour les cancers.

## Valorisation: Les progrès de 2013 reposent sur un solide carnet de commandes

Les contrats de Median portent généralement sur une durée de 18 à 36 mois. Après s'être rempli de 1,7 M€ de commandes en 2012, le carnet de commandes à la fin de l'année s'élevait à 986 k€, dont 70 % liés aux essais cliniques. Le partenariat avec Quintiles a déjà généré 2,3 M€ de commandes supplémentaires liées aux essais cliniques depuis la fin de l'année. Le premier produit développé en coopération avec Canon devrait être disponible au milieu de l'année en cours. Le cours des actions prend en compte une forte croissance à long-terme.

Prix **€8.14**

Capitalisation **€48m**

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	1.6	(1.3)	10.9
Rel	(1.2)	(4.9)	1.2

### Détails de l'action

Code	ALMDT
Listing	Alternext Paris
Secteur	Technologie
Actions en circulation	5.9m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	7.7	4.0
Capitaux propres (€m)	5.1	1.8
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Median Technologies est un développeur de logiciels qui facilitent l'interprétation d'images médicales 2D et 3D pour la détection, le diagnostic et la surveillance des cancers. Ses produits sont destinés aux radiologues, oncologues et professionnels qui participent à des études cliniques utilisant l'imagerie médicale.

### Points forts

- Développement de produit en coopération avec Canon.
- Solide carnet de commandes.

### Points faibles

- Dépendant de ses partenaires pour la pénétration du marché.
- Poursuite des dépenses.

### Analystes

Anne Margaret Crow  
Dan Ridsdale

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	1.2	n/a	(3.5)	(3.3)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	0.7	n/a	(4.2)	(3.7)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	0.9	n/a	(4.7)	(4.0)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	7.6	(3.9)	(4.1)	(3.6)	(0.56)	n/a	0.00	n/a
12/14e	17.5	1.2	1.0	1.7	0.26	31.3	0.00	n/a

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# MEDICREA International

## Récapitulatif d'investissement: Une base solide

MEDICREA opère sur le marché de la chirurgie de la colonne vertébrale et met l'accent sur l'innovation, en collaboration avec un réseau établi de leaders d'opinion. Avec près de 50 % des ventes, les USA représentent un marché clé, et la restructuration de la force de vente au S2 2011 s'est traduite par des bénéfices importants, avec 22 % de croissance au T1 2013 dans cette région. D'autres lancements de produits sont prévus.

## Implants innovateurs pour la chirurgie de la colonne vertébrale

Les implants innovateurs de MEDICREA pour la chirurgie de la colonne vertébrale sont disponibles dans 34 pays, et en vente directe en France, aux USA et au Royaume-Uni. Trois familles de produits sont sur le marché et 70 000 interventions chirurgicales utilisant des implants MEDICREA ont été effectuées à ce jour. Le produit de base est le PASS LP (80 % des ventes) pour les chirurgies complexes exigeant un haut niveau de correction. MEDICREA travaille en étroite collaboration avec les leaders d'opinion pour développer des produits innovateurs, et prévoit le lancement de six nouvelles technologies.

## Un marché important de 10 Mds\$

Le marché mondial des implants vertébraux est estimé à environ 10 Mds\$ et est dominé par de grands acteurs qui comprennent Medtronic et J&J (DePuy Synthes). Le vaste marché des USA et les zones de forte croissance, telles que l'Asie du Sud-Est, sont des cibles clés pour Medicea.

## La croissance des ventes reflète une concentration stratégique

Les ventes de 2012 ont augmenté de 8,5 % pour atteindre 20,7 M€, ce qui s'est traduit par une faible perte d'exploitation de 0,15 M€. La direction prévoit une croissance des ventes en 2013, en particulier aux USA, où l'année a bien débuté avec 22 % de croissance au T1 2013. La société recherche des partenaires de distribution américains pour ses produits récents. Un bénéfice d'exploitation est prévu pour 2013.

## Valorisation: Ratio VE/CA 2012 de 3,7x

Le titre MEDICREA se négocie à environ 20% au-dessous de son plus haut niveau depuis 52 semaines, malgré l'amélioration de ses performances au T1 2013 et son potentiel de rentabilité durable.

Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	18.1	n/a	(1.3)	(2.5)	(0.33)	n/a	n/a	n/a
12/11	19.1	n/a	(1.7)	(2.4)	(0.30)	n/a	n/a	n/a
12/12	20.7	n/a	(0.5)	(1.2)	(0.14)	n/a	n/a	n/a
12/13e	29.6	4.0	1.0	0.7	0.08	109.1	0.00	n/a
12/14e	31.7	4.2	1.3	0.9	0.11	79.4	0.00	n/a

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

Prix €8.73

Capitalisation €74m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	25.8	10.2	(5.1)
Rel	23.0	6.7	(14.8)

### Détails de l'action

Code	ALMED
Listing	Alternext Paris
Secteur	Santé
Actions en circulation	8.4m

### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	3.5	3.5
Capitaux propres (€m)	12.5	12.8
Endettement net /CP (%)	28.0	27.3

### Description de l'entreprise

MEDICREA International développe et commercialise des implants orthopédiques utilisés dans la chirurgie de la colonne vertébrale.

### Points forts

- Produits commercialisés et portefeuille solide ciblant un marché important.
- Réseau de leaders d'opinion établi qui renforce l'innovation.

### Points faibles

- Marché dominé par de grands acteurs.
- Pressions sur les prix et les remboursements dans l'UE.

### Analystes

Robin Davison  
Philippa Gardner

# MGI Dig Graphic Tech

## Récapitulatif d'investissement: Impression et finition numériques

MGI Digital Graphic Technology affiche une croissance à 2 chiffres du CA malgré des marchés globalement difficiles. Cela s'explique par sa gamme de produits innovante et sa solide présence internationale. Le solide carnet de commandes à fin 2012 donne à la direction confiance en une poursuite de la croissance en 2013.

### Diversité des secteurs desservis

Les systèmes d'impression et de finition numériques MGI sont utilisés par les imprimeurs commerciaux, les organismes publics, les entreprises d'emballage, les imprimeurs en usine, les fabricants de cartes plastiques, les imprimeurs de journaux et de livres et les laboratoires photos. Par exemple, l'atelier d'impression du Vatican, la Tipografia Vaticana, a récemment acheté une presse numérique Meteor DP8700 XL, car celle-ci est en mesure d'offrir une bonne qualité d'impression pour un très large éventail de formats, notamment les enveloppes à rabat et les couvertures de livres jusqu'au format 13 x 40 " ainsi que des papiers offset classiques. La diversité des secteurs l'a protégée de l'effondrement de la demande des imprimeurs traditionnels, qui ont été durement touchés par la migration de la publicité et de la consommation des médias en ligne. En outre, les exportations sont fortes, représentant 73 % du CA 2012, ce qui protège MGI de toute faiblesse économique de la zone euro. Autour de 20 % du CA sont réinvestis dans la R&D, déployant les compétences de base que sont l'électronique, l'informatique, la micro-mécanique, la colorimétrie, la chimie et la technologie jet d'encre, pour soutenir les tendances actuelles du marché.

### Valorisation: La présence internationale soutient la croissance

Le CA 2012 a augmenté de 21 % en g.a. à 27,1M€, dépassant légèrement l'objectif de 20 % de la direction. Le CA domestique a augmenté de 14 %, malgré un contexte économique difficile, et les exportations ont augmenté de 24 %. La direction reste confiante pour le résultat 2013, malgré les conditions générales du marché. Cette confiance repose sur la capacité d'innovation de MGI, son solide carnet de commandes à court terme et sa solide présence internationale. Le prix de l'action a augmenté (9,46 € il y a un an), laissant peu de marge pour de nouveaux mouvements haussiers à court terme.

Prix €13.80

Capitalisation €65m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.2	6.2	37.3
Rel	(2.6)	2.6	27.6

#### Détails de l'action

Code	ALMDG
Listing	Alternext Paris
Secteur	Equipements électriques
Actions en circulation	4.7m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	2.7	4.0
Capitaux propres (€m)	25.4	29.5
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

MGI Digital Graphic Technology offre une gamme de systèmes d'impression et de finition numériques destinée aux supports papiers et plastiques et aux enveloppes.

#### Points forts

- Large éventail de secteurs desservis.
- Haut niveau des ventes à l'exportation.

#### Points faibles

- Les imprimeurs commerciaux sont touchés par le passage à la publicité en ligne.
- Demande de nouveaux systèmes d'impression et de finition touchée par un environnement économique faible.

#### Analystes

Anne Margaret Crow  
Dan Ridsdale

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	19.1	n/a	3.4	2.9	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	22.4	n/a	4.2	3.2	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	27.1	n/a	5.9	4.2	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	27.1	5.8	5.3	4.1	0.85	16.2	0.00	n/a
12/14e	31.2	6.7	6.7	4.9	1.05	13.1	0.00	n/a

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# Microwave Vision

## Récapitulatif d'investissement: Tests et mesures Microwave

Le portefeuille de produits du groupe Microwave Vision sur des marchés de niche mondiaux lui permet d'assurer une croissance rentable dans un environnement économique difficile.

### Les systèmes de tests et mesures d'antennes

90 % du CA 2012 provenaient de la division des systèmes et mesures d'antennes, qui fabrique les systèmes de tests et mesures d'antennes, y compris les scanners électroniques de haute précision et la technologie électromagnétique de positionnement et de numérisation. 6 % du CA provenaient de la nouvelle division de compatibilité électromagnétique. Celle-ci a été renforcée par l'acquisition, en juillet 2012, de REMC, qui fabrique des chambres anéchoïques et blindées utilisées pour tester les équipements de radiofréquence. Presque 4 % du CA provenaient de la division de contrôle environnemental et industriel, qui fabrique des produits pour surveiller le niveau des ondes électromagnétiques et des équipements de contrôle qualité pour les lignes de production. La division Sécurité et Santé (S&S) développe actuellement deux scanners, l'un pour la sécurité des aéroports, l'autre pour les mammographies.

### Valorisation: Une croissance rentable attendue en 2013

Le CA 2012 a augmenté de 5 % en g.a., avec un niveau soutenu d'activité dans la mesure d'antennes en Europe et en Asie et la contribution de REMC, surmontant la chute des commandes des agences fédérales aux USA. Au niveau mondial, les ventes ont été assez uniformément réparties entre le secteur de l'aérospatiale et de la défense (55 %) et celui des télécommunications civiles (45 %). Le résultat d'exploitation a progressé de 21 %, donnant une marge opérationnelle de 8,3 %, malgré le développement de la R&D avec 25 nouveaux employés pour garantir la croissance future. Les marges ont bénéficié d'un programme d'optimisation des coûts des produits et de l'intégration de REMC. La direction est convaincue que l'innovation produit entraînera une croissance rentable en 2013. Ce point de vue est appuyé par les commandes, qui ont augmenté de 5 % en 2012. Les actions se négocient sur des PER prospectifs peu exigeants, donnant de la marge pour un mouvement haussier.

Prix €8.19

Capitalisation €29m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	5.0	28.0	37.2
Rel	2.2	24.4	27.5

#### Détails de l'action

Code	ALMIC
Listing	Alternext Paris
Secteur	Equipements électriques
Actions en circulation	3.6m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	0.9	n/a
Capitaux propres (€m)	31.9	n/a
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

Microwave Vision est un fabricant de systèmes de test et de mesure d'antennes pour les secteurs des télécoms, de l'automobile, de la défense et de l'aérospatial.

#### Points forts

- La diversité des marchés finaux et le niveau élevé des exportations offrent une protection contre le ralentissement de l'activité dans certains secteurs tels que les USA.
- Le financement de 8 M€, levé en juillet 2012, renforce le bilan et offre des opportunités d'investissement.

#### Points faibles

- Vulnérable aux contractions des dépenses du gouvernement fédéral.
- La division S&S ne procure pas encore de recettes importantes, mais nécessite des investissements.

#### Analystes

Anne Margaret Crow  
Dan Ridsdale

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	44.0	4.3	3.5	2.8	0.76	10.8	n/a	n/a
12/11	44.2	4.1	3.2	1.7	0.47	17.4	n/a	n/a
12/12	46.4	5.1	3.8	2.5	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	51.6	6.4	5.0	3.2	0.89	9.2	0.30	3.7
12/14e	55.8	7.4	5.9	3.8	1.05	7.8	0.30	3.7

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# Millet Innovation

## Récapitulatif d'investissement: Tendance positive sur le résultat net

Le déploiement international de son nouveau produit breveté ainsi que la prise en charge de la fabrication en interne devraient stimuler la croissance des revenus sur le moyen terme. Affichant une croissance moyenne du bénéfice net sur trois ans de 15-20% ainsi qu'un bilan sain, les actions ne semblent pas onéreuses.

## Croissance stimulée par l'innovation

En mettant l'accent sur l'innovation et la technologie, Millet Innovation a continué d'accroître tant ses revenus que son résultat net au cours des trois derniers exercices malgré le ralentissement économique. Cette force a été soutenue par l'intégration de la production et l'assurance d'un contrôle total de la chaîne logistique, facilitant ainsi le développement de produits et la croissance internationale.

## Belle opportunité sur le plan international

Le lancement en France en 2012 d'un produit breveté pour les oignons devrait maintenir l'accélération de la croissance observée au S2 12, à mesure qu'il est déployé sur les marchés internationaux. Un strict contrôle des coûts et un bilan sain laissent supposer que ces prévisions se traduiront par une croissance attrayante du résultat net.

## Bonne dynamique opérationnelle au S2 12

Les ventes étaient de 17,3 M€ (+7,4 %) en 2012, soit une forte accélération par rapport au S1 (+0,9 %). Le bénéfice net de 1,7 M€ (+16 %) était sensiblement supérieur aux prévisions de la direction (1,5 M€). La combinaison du déploiement soutenu du produit et le contrôle rigoureux des coûts nous donnent confiance quant à sa capacité à délivrer continuellement un résultat positif.

## Valorisation: Non onéreuse

Le cours de l'action est en hausse d'env. 30 % depuis le début de l'année, par rapport au CAC 40 à +7 %. Cependant, l'action s'échange toujours à un PER 2013 de 11,5x par rapport au CAC à un PER 2013 de 12,2x. Au vu de trois exercices affichant une croissance des bénéfices nets entre 15 et 20% et des perspectives favorables grâce au lancement breveté de nouveaux produits sur de nouveaux marchés, nous estimons que le cours de l'action est attractif.

Prix €10.00

Capitalisation €19m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	5.3	25.0	34.0
Rel	2.5	21.5	24.3

### Détails de l'action

Code	ALINN
Listing	Alternext Paris
Secteur	Produits ménagers
Actions en circulation	1.9m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	1.0	0.1
Capitaux propres (€m)	8.1	8.9
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Millet Innovation est spécialisée dans la conception et la fabrication de soins des pieds et de produits cosmétiques. 91 % des ventes sont des ventes de gros par le canal pharmaceutique et 9 % sont des ventes par correspondance. 48 % des ventes ont lieu en France, et 52 % à l'exportation.

### Points forts

- Bonne croissance des revenus stimulée par une R&D sous brevet.
- Valorisation à une décote significative par rapport au CAC 40.

### Points faibles

- Indicateurs de comparaison de plus en plus difficiles au S2 13, parallèlement au lancement du nouveau produit.
- Cours de l'action en hausse de 17,4 % en cumul annuel par rapport au CAC 40 à +5,5 %.

### Analystes

Victoria Buxton  
Jane Anscombe

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	15.6	n/a	2.1	1.3	0.69	14.5	n/a	n/a
12/11	16.2	n/a	2.5	1.5	0.78	12.8	n/a	n/a
12/12	17.3	n/a	2.9	1.7	0.89	11.2	n/a	n/a
12/13e	17.5	n/a	2.8	1.8	0.87	11.5	0.67	6.7
12/14e	18.1	n/a	2.9	1.9	0.94	10.6	0.73	7.3

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# Mobile Network

## Récapitulatif d'investissement: Services de marketing mobile

Mobile Network Group est entrée en bourse en 2012 et est axée spécifiquement sur le secteur du marketing mobile, la composante du marché de la publicité qui affiche la croissance la plus rapide. La société a constitué un portefeuille impressionnant de clients et d'éditeurs, et offre des solutions sur toutes les plateformes pertinentes.

### Les premiers résultats montrent des progrès

Le CA 2012 était en progression de 29 % par rapport au CA pro-forma, avec une perte d'exploitation de 1,3 M€.

Le groupe est spécialisé dans le marketing mobile, la publicité, la technologie mobile, le conseil et les contenus mobiles, dans un marché en développement où de nombreux clients potentiels luttent pour obtenir un ROI raisonnable. Bien que sa création soit récente, le groupe a déjà assemblé une liste impressionnante de clients, principalement des marques leaders, et travaille avec plus de 50 éditeurs. Des partenariats stratégiques avec TF1, Shazam et Apple Passbook devraient lui permettre d'atteindre plus rapidement le seuil de rentabilité.

### Le marché de la téléphonie mobile superforme

Alors que l'on estime que l'ensemble du marché publicitaire français a baissé de 3,6 % en 2012, le marché en ligne a augmenté de 5 % pour atteindre 2,7 Mds€ (Capgemini). Le secteur mobile a réalisé des résultats encore meilleurs, la croissance du CA étant estimée à 30 %. La pénétration des smartphones continue d'augmenter, ceux-ci ayant représenté 71% des téléphones achetés en décembre. La vidéo et les réseaux sociaux demeurent des points chauds.

### Atteindre le seuil de rentabilité

Un processus de réorganisation interne et d'examen des coûts devrait permettre au groupe d'atteindre plus rapidement le seuil de rentabilité, la poursuite de la croissance du CA permettant de dégager un effet de levier opérationnel.

### Valorisation: Reflète l'attractivité relative du secteur mobile

Les titres du groupe se négocient dans la tranche supérieure du secteur, avec un ratio VE/CA de 1,2x, bien que ceux-ci soient naturellement au-dessous du niveau des sociétés internationales spécialisées, comparables, de plus grande taille.

Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	6.0	n/a	0.2	(1.4)	(0.25)	n/a	n/a	n/a
12/12	7.7	n/a	(1.3)	(2.4)	(0.41)	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

Prix €1.30

Capitalisation €8m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(9.7)	(56.7)	(53.4)
Rel	(12.5)	(60.2)	(63.1)

#### Détails de l'action

Code	ALMNG
Listing	Alternext Paris
Secteur	Médias et publicité
Actions en circulation	5.5m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	2.6	1.0
Capitaux propres (€m)	6.2	7.5
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

Mobile Network Group est spécialisé dans les services de marketing mobile.

#### Points forts

- Forte croissance de la publicité sur mobiles.
- Solide portefeuille de clients et d'éditeurs.

#### Points faibles

- Incertitude quant au calendrier pour atteindre le seuil de rentabilité.
- Absence d'antécédents commerciaux.

#### Analystes

Fiona Orford-Williams  
Jane Anscombe

# Monceau Fleurs

## Récapitulatif d'investissement: une société fortement endettée

Dans un marché de vente au détail français difficile (l'indice Market Research PMI reste inférieur à 50 points, reflétant la contraction du marché), les achats discrétionnaires tels que les fleurs ont été durement touchés, ce qui a conduit à une baisse des ventes de 17 % sur l'exercice clos en septembre 2012, et une contribution négative au résultat d'exploitation de -2,5 M€ Même après la restructuration financière de l'année écoulée, le taux d'endettement est encore très élevé, la dette nette étant de 20,5 M€ (plus de 400% de la capitalisation boursière et plus de 110% des capitaux propres).

## Besoin de se recentrer

Malgré l'étendue de son offre sur différents fourchettes de prix, formats et marchés, Monceau Fleurs a eu des difficultés à surmonter une demande atone. L'intégration du réseau Rapid'Flore a mobilisé une partie importante des ressources de l'entreprise et du temps de gestion au cours des dernières années. En ce qui concerne l'avenir, la société envisage de se réorganiser, en se retirant de ses activités et sites déficitaires et en initiant un programme d'économies, une stratégie judicieuse. Cependant, la visibilité reste faible.

## Le bilan a été restructuré, mais Monceau Fleurs est toujours fortement endetté

Au cours de l'exercice clos en septembre 2012, le bilan a été restructuré grâce à une augmentation de capital de 2,5 M€, et une contribution en espèces de son actionnaire principal et Président de la société, Laurent Amar. La dette nette a été réduite de 5,5 M€, grâce à la restructuration des emprunts obligataires et de la dette bancaire effectuée en mai 2012, étalant le remboursement sur 10 ans. Toutefois, l'endettement reste très élevé et représente plus de 400 % de la capitalisation boursière et plus de 110 % des capitaux propres.

## Valorisation: risque élevé

Malgré le prix de l'action en baisse de 35 % depuis le début de l'exercice, contre une augmentation du CAC 40 de 5,5 %, la faiblesse persistante du marché de la consommation peut laisser penser que les ventes continueront de souffrir à court terme. Étant donné l'impact de l'effet de levier opérationnel négatif, l'ambition de l'équipe dirigeante d'enrayer le déclin des résultats pourrait s'avérer difficile à réaliser. Outre son haut niveau d'endettement, ce titre présente un risque important.

Prix €0.51

Capitalisation €4m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(10.5)	(40.0)	(51.9)
Rel	(13.3)	(43.5)	(61.6)

### Détails de l'action

Code	ALMFL
Listing	Alternext Paris
Secteur	Grande distribution
Actions en circulation	6.0m

### Bilan au

	09/11	09/12
Dette nette (€m)	26.0	20.5
Capitaux propres (€m)	18.2	19.0
Endettement net /CP (%)	142.9	107.9

### Description de l'entreprise

Monceau Fleurs est une société française de distribution au détail de fleurs et de plantes. Elle commercialise ses produits grâce à un réseau de franchises sous les noms de Monceau Fleurs, Happy et Rapid'Flore.

### Points forts

- Programme d'économies et de préservation des liquidités en cours.
- Le retrait des marchés déficitaires devrait stopper la baisse du CA à long terme.

### Points faibles

- Les dépenses de consommation discrétionnaires continuent d'être en recul.
- Niveaux très élevés d'endettement financier.

### Analystes

Victoria Buxton  
Jane Anscombe

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
09/10	66.2	n/a	(3.6)	(5.3)	n/a	n/a	n/a	n/a
09/11	61.8	n/a	(2.6)	(4.6)	n/a	n/a	n/a	n/a
09/12	51.4	n/a	(4.7)	(3.1)	(0.30)	n/a	n/a	n/a
09/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
09/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Moulinvest

## Récapitulatif d'investissement: investir pour la croissance

Les investissements effectués en aval des activités de scierie ont créé de nouvelles sources de revenus liées aux énergies renouvelables dans la production d'électricité et de granulés de bois. Ces nouveaux domaines d'activité soutiennent une croissance importante du CA de Moulinvest.

### La scierie génère de nouvelles sources de revenus

Les activités de scierie de Moulinvest fabriquent des produits en bois pour la construction résidentielle et sont spécialisées dans les bâtiments écologiques. Au cours des trois dernières années, la société a investi dans une centrale de cogénération électrique de 3MW et une unité de production de granulés de bois d'une capacité d'environ 80 000 tonnes. Elle a récemment acquis France Wood Impregnated.

### La division "énergie du bois" est maintenant opérationnelle

Les investissements effectués dans l'énergie du bois commencent désormais à porter leurs fruits. La centrale de cogénération fonctionne depuis maintenant plus d'un an et son rendement s'améliore. L'activité de production de granulés de bois a effectué ses premières ventes en avril 2012. Les deux domaines sont en phase d'accélération et seront les moteurs de la future croissance du CA.

### Les nouvelles sources d'activités sont les moteurs des recettes à venir

2012 a été la première année complète d'activité de cogénération et a vu le début de la production de granulés de bois vers la fin de l'exercice. Les ventes de produits traditionnels du bois ont diminué légèrement (et il est prévu que cela soit à nouveau le cas en 2013) de sorte que les 18,5 % de croissance du CA du groupe ont été entièrement réalisés grâce au CA des activités liées à l'énergie du bois.

### Valorisation: le cours de l'action anticipe la croissance

Une forte augmentation du CA et de la rentabilité est prévue pour les deux prochaines années. Le taux de croissance pour 2013 devrait se comprimer fortement en 2014. La société prévoit un CA d'environ 30 M€ en 2013, ce qui est au-dessus du consensus actuel.

Prix €6.71

Capitalisation €21m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(2.0)	(4.7)	(10.5)
Rel	(4.8)	(8.2)	(20.2)

#### Détails de l'action

Code	ALMOU
Listing	Alternext Paris
Secteur	Industrie (Générale)
Actions en circulation	3.1m

#### Bilan au

	08/11	08/12
Dette nette (€m)	13.5	14.6
Capitaux propres (€m)	10.3	14.2
Endettement net /CP (%)	131.1	102.8

#### Description de l'entreprise

Moulinvest est spécialisé dans la production et la vente de produits du bois (bois de construction et murs en bois préfabriqués). Plus récemment, la société a développé de nouvelles sources de revenus dans la production d'énergie et la production de granulés de bois provenant de déchets de procédé.

#### Points forts

- Sources de revenus diversifiées.
- Expansion rapide des nouveaux domaines d'activité.

#### Points faibles

- Le marché de la construction résidentielle reste difficile.
- Possibles coûts de développement qu'il faudra engager.

#### Analystes

Toby Thorrington  
Roger Johnston

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
08/10	15.6	n/a	0.6	1.8	n/a	n/a	n/a	n/a
08/11	20.1	n/a	0.6	0.1	n/a	n/a	n/a	n/a
08/12	23.8	n/a	0.7	(1.4)	n/a	n/a	n/a	n/a
08/13e	28.2	5.8	2.8	1.3	0.42	16.0	0.00	n/a
08/14e	42.1	9.6	6.3	3.3	1.08	6.2	0.00	n/a

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# Neotion

## Récapitulatif d'investissement: Innovateur en télévision numérique

Neotion a récemment amélioré sa gamme de produits avec des CAM avancés permettant aux opérateurs de développer des applications à valeur ajoutée telles que le couponnage télévisuel ainsi que de simplement protéger le contenu télévisuel payant.

### Des CAM avancés pour fournir des services innovants

Neotion a lancé 20 produits en 2012, parmi lesquels les CAM avancés sont les plus significatifs pour le développement stratégique. La technologie de CAM avancé permet aux opérateurs d'offrir la vidéo à la demande, la télévision de rattrapage et autres services, sans encourir le coût de la livraison et de l'installation d'un décodeur. Les CAM avancés permettent en outre aux opérateurs de développer des applications télé où les téléspectateurs interagissent avec la télévision par le biais d'un smartphone ou d'une tablette. Ces applications contribueront à réduire le taux de désabonnement et à augmenter les recettes publicitaires. L'une d'elles, le couponnage télévisuel, présente un potentiel suffisant pour permettre à Neotion d'envisager un service de couponnage télévisuel BlueBridge.

### Le potentiel considérable des marchés émergents

Le développement d'une classe moyenne, à revenu élevé, tire la demande en télévision payante dans les économies émergentes telles que l'Asie, la Chine, l'Amérique latine et certaines régions d'Afrique. Cela représente une grande opportunité pour Neotion : une interface CI Plus TV nouvelle version sera adoptée dans ces régions à partir de 2014.

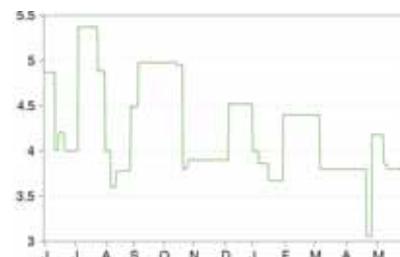
### Valorisation: Basculement du CA vers les CAM

L'élargissement de la gamme des CAM a entraîné une hausse de 49 % du volume des CAM expédiés en 2012, jusqu'à plus d'1M. Le CA des CAM est passé à 47 % du CA total, contre 35 % en 2011. Mais cette hausse est contrebalancée par la baisse du CA total, due au passage d'un important client de sous-systèmes de décryptage complets à des chipsets de décryptage moins coûteux courant 2011. Le CA 2012 a baissé de 2,5M€ (7 %) en g.a à 34,9M€. Neotion ayant continué d'investir dans le développement de nouveaux produits, le bénéfice après impôts a chuté d'1,0M€ pour atteindre 2,4M€ en 2012. Le bilan est solide, sans dette, avec une trésorerie de 4,7M€ fin 2012. Les multiples PER historiques sont faibles pour le secteur, reflétant la nature illiquide des actions.

Prix €3.80

Capitalisation €20m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(9.1)	(5.0)	(22.0)
Rel	(11.9)	(8.5)	(31.7)

#### Détails de l'action

Code	ALNEO
Listing	Alternext Paris
Secteur	Equipements électriques
Actions en circulation	5.2m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	7.5	4.7
Capitaux propres (€m)	8.7	11.1
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

Neotion est l'un des trois principaux producteurs de modules de contrôle d'accès (CAM) pour les télévisions payantes du monde entier. Les CAM sont utilisés par les opérateurs de télévision payante afin d'offrir aux téléspectateurs un accès sécurisé aux contenus télévisuels.

#### Points forts

- Potentiel important de développement des services de couponnage télévisuel.
- Les CAM avancés sont une proposition intéressante pour les opérateurs télévisuels.

#### Points faibles

- General Satellite Corporation détient 94 % du capital.
- Dépendance historique envers un client important.

#### Analystes

Anne Margaret Crow  
Dan Ridsdale

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	27.5	0.2	0.2	1.8	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	37.4	3.7	2.4	3.4	0.78	4.9	n/a	n/a
12/12	34.9	1.4	0.9	2.3	0.55	6.9	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Neovacs

## Récapitulatif d'investissement: Progrès dans le traitement de la PR

Neovacs compte initier un essai de phase IIb de son candidat-médicament, le TNF-Kinoïde, contre la polyarthrite rhumatoïde (PR), et recherche pour cela un partenaire. Les kinoïdes présentent potentiellement de gros avantages par rapport aux anti-TNF existants, sur un marché thérapeutique important mais extrêmement concurrentiel. Un partenariat transformerait radicalement sa position et lui permettrait de développer l'IFN-Kinoïde contre le lupus.

## Projet d'essai de phase IIb contre la polyarthrite rhumatoïde

Neovacs prévoit d'effectuer sur environ 125 patients un essai de phase IIb du TNF-Kinoïde contre la PR, devant débuter à la mi-2013. Ceci donnerait un coup de fouet au programme, car la société recherche un partenaire pour le développement.

## Importance clé d'un partenariat dans le scénario d'investissement

Les kinoïdes présentent potentiellement de gros avantages commerciaux par rapports aux produits biologiques existants dans le traitement de la PR, mais il pourrait être difficile de trouver un partenaire. De nombreux laboratoires vendent des agents biologiques atypiques sur un marché dominé par les anti-TNF, mais qui pourrait bientôt accueillir les biogénériques. Un accord de grande envergure avec une pharma pour le TNF-Kinoïde pourrait engendrer une réévaluation de l'action.

## Position financière : activités financées jusqu'au S1 2014

La trésorerie se chiffrait à 4,3 M€ en 2012 et a augmenté à 7,2 M€ après une levée de capital. Nous l'estimons actuellement à environ 9 M€, ce qui devrait suffire pour compléter l'essai de phase IIb pour le traitement de la PR.

## Valorisation: VAN corrigée du risque de 101 M€

Nous estimons toujours la VAN corrigée du risque de Neovacs à 101 M€, compte tenu d'une évaluation prudente des chances de réussite de ses deux médicaments candidats, des ventes et des dates de lancement. Nous estimons la trésorerie actuelle de la société à environ 9 M€.

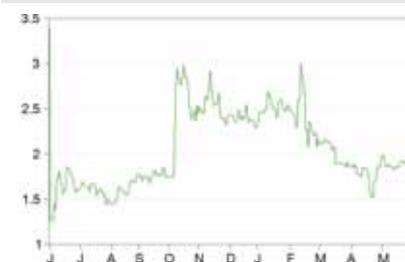
Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	0.2	n/a	(10.0)	(9.0)	(0.70)	n/a	n/a	n/a
12/11	0.4	n/a	(10.2)	(8.1)	(0.52)	n/a	n/a	n/a
12/12	0.2	n/a	(8.2)	(7.2)	(0.56)	n/a	n/a	n/a
12/13e	0.0	(9.1)	(9.1)	(7.9)	(0.40)	n/a	n/a	n/a
12/14e	0.0	(9.2)	(9.2)	(8.0)	(0.40)	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

Prix €1.87

Capitalisation €37m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(6.0)	(18.4)	(43.2)
Rel	(8.8)	(22.0)	(52.9)

### Détails de l'action

Code	ALNEV
Listing	Alternext Paris
Secteur	Santé
Actions en circulation	19.6m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	9.7	3.0
Capitaux propres (€m)	10.8	3.9
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Neovacs est une société biotechnologique centrée sur le développement d'immunothérapies actives ciblées pour le traitement des maladies inflammatoires et des maladies auto-immunes chroniques graves.

### Points forts

- Marché de la PR dominé par les anticorps anti-TNF
- Avantages significatifs du TNF-Kinoïde

### Points faibles

- Nécessité de trouver un grand partenaire pharmaceutique
- Secteur du traitement de la PR extrêmement concurrentiel

### Analystes

Robin Davison  
Wang Chong

# NetBooster

## Récapitulatif d'investissement: bénéfiques des nouveaux contrats

NetBooster devrait connaître une accélération de sa rentabilité au S2 2013 grâce au démarrage de nouveaux contrats et au fait que les bénéfices du programme de restructuration commencent à se faire sentir. Ceci est encore renforcé par la suppression de contrats non rentables. Ce programme est maintenant en train d'être étendu au Royaume-Uni. Le contrat important signé avec Emirates devrait être mis en œuvre très prochainement.

## Portefeuille de compétences étendu

NetBooster offre des services de soutien marketing numérique orientés sur les données et basés sur la recherche intelligente, l'affichage (y compris en temps réel), le marketing par affiliation et comprenant les réseaux sociaux, la vidéo et les adExchanges. Le groupe a résolument mis l'accent sur les contrats à plus forte valeur ajoutée et a restructuré sa base de coût en France, un programme désormais en cours d'extension au Royaume-Uni. Un nouveau bureau a été ouvert à Dubaï pour apporter le soutien nécessaire au contrat passé avec Emirates, mis en œuvre à partir du S2 2013. Un nouvel outil de ROI sur Facebook pour augmenter les taux de conversion a également été lancé récemment.

## Un marché de plus en plus technique

Malgré les prévisions de poursuite du repli du marché européen de la publicité dans son ensemble, Zenith Optimedia prévoit 28 % de croissance pour les dépenses en ligne sur la période 2012-15 en Europe de l'Ouest.

## Retournement attendu de la tendance des marges

Les coûts d'investissement ont affecté la marge sur EBITDA en 2012, qui est tombée de 11 % à 7 %. Étant donné l'accent qui est porté sur les contrats à forte valeur ajoutée et sur la réduction des coûts, les nouveaux contrats du S2 2013 devraient inverser la tendance. Le groupe se donne un objectif de 20 % de marge d'ici cinq ans. Le bilan se renforce, l'endettement étant de 59 % à la fin de l'exercice 2012.

## Valorisation: en déficit

La société a essuyé des pertes en 2012, mais son titre se négocie à l'extrémité inférieure de la fourchette du secteur, le ratio VE/CA étant d'environ 1,2x.

Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	45.1	n/a	0.5	(4.6)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	84.5	n/a	1.4	(7.0)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	137.4	n/a	3.2	(4.0)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

Prix €2.18

Capitalisation €34m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(4.0)	(19.0)	6.3
Rel	(6.8)	(22.5)	(3.4)

### Détails de l'action

Code	ALNBT
Listing	Alternext Paris
Secteur	Médias et publicité
Actions en circulation	10.7m

### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	10.4	n/a
Capitaux propres (€m)	5.8	n/a
Endettement net /CP (%)	179.3	n/a

### Description de l'entreprise

NetBooster est une agence de marketing numérique internationale qui utilise les dernières plateformes technologiques pour lire et anticiper le comportement des consommateurs et y réagir en temps réel.

### Points forts

- Démarrage du contrat avec Emirates.
- Amélioration de l'effet de levier opérationnel.

### Points faibles

- Impact des investissements sur les marges.
- Marché publicitaire européen en repli.

### Analystes

Fiona Orford-Williams  
Jane Anscombe

# NEXEYA

## Récapitulatif d'investissement: Systèmes essentiels

Le sort de Nexeya est lié aux secteurs de la défense et de l'aérospatiale français, ainsi la croissance modérée des revenus atteinte en 2012 provenait des acquisitions. Bien qu'aucune nouvelle croissance des ventes ne soit prévue pour cet exercice, le résultat d'exploitation s'est fortement accru au S1 13 suite à des restructurations au cours de l'exercice précédent. La direction prévoit une croissance à moyen terme générée par le développement des exportations et par un redressement des principaux marchés du groupe.

## Concentration sur la défense et l'aérospatiale

La division "systèmes" (63 % des revenus 2012) conçoit, fabrique, teste et supporte des systèmes et des équipements complexes, notamment des systèmes électroniques, optoélectroniques et automatiques, comprenant des équipements utilisés à bord de l'Airbus A380, ceux utilisés dans un centre français de fusion laser expérimentale et dans une ligne de métro à Pékin. La division "services" (27 % des revenus 2012) offre un soutien aux utilisateurs, elle a par exemple créé un bureau d'assistance virtuel pour le Crédit Agricole, des services de conseil en ingénierie informatique et une maintenance des infrastructures informatiques. Le portefeuille de la division "produits" (10 % des revenus 2012) comprend les systèmes de contrôle de précision, l'électronique de puissance, la télémétrie et les outils de développement de logiciels intégrés. 28 % des revenus du groupe pour 2012 provenaient du secteur de la défense, 15 % de l'aérospatiale, 14 % de l'industrie spatiale, 12 % de l'informatique/des télécoms, 7 % des transports et 7 % de l'énergie.

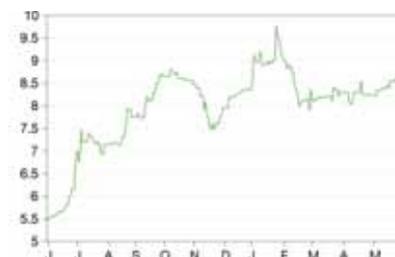
## Valorisation: Perspectives favorables sur le moyen terme

Les revenus du S1 13 ont diminué de 3 % en g.a. à 62,9 M€, une augmentation de 3 % des ventes de systèmes étant compensée par une diminution de 3 % des produits et 15 % des services, dues à la fin de contrats lors de l'exercice précédent et la cession des activités d'automatisation. Le résultat opérationnel du S1 13 a augmenté de 54 % à 4,0 M€, témoignant du succès du programme de restructuration des activités mécaniques et thermiques au S2 12. La direction prévoit que l'exercice en cours soit similaire à 2012 en termes de revenus et bénéfices. En extrapolant les résultats du S1 13, les estimations 2013 semblent réalisables, auquel cas les actions s'échangent à de très faibles multiples du PER. A moyen terme, la direction prévoit une amélioration stimulée par les ventes internationales et un redressement des marchés clés du groupe.

Prix €8.10

Capitalisation €3m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(1.6)	(4.7)	48.6
Rel	(4.4)	(8.3)	38.9

### Détails de l'action

Code	ALNEX
Listing	Alternext Paris
Secteur	Equipements électriques
Actions en circulation	4.0m

### Bilan au

	06/11	06/12
Trésor. nette/(dette) (€m)	(7.5)	0.8
Capitaux propres (€m)	61.1	64.9
Endettement net /CP (%)	12.3	n/a

### Description de l'entreprise

NEXEYA conçoit, fabrique, teste et supporte des produits électroniques hautement spécialisés et à forte criticité et fournit des services à haute valeur ajoutée.

### Points forts

- Relations à long terme avec les clients.
- Marchés d'exportation en développement.

### Points faibles

- Dépenses en matière de défense affectées par les mesures d'austérité du gouvernement.
- Dépenses informatiques affectées par le contexte économique général.

### Analystes

Anne Margaret Crow  
Dan Ridsdale

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
06/10	111.5	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
06/11	128.3	n/a	(2.5)	5.1	n/a	n/a	n/a	n/a
06/12	133.0	n/a	1.5	12.1	n/a	n/a	n/a	n/a
06/13e	131.0	12.0	8.5	5.5	1.34	6.0	0.26	3.2
06/14e	136.2	12.8	9.1	6.1	1.48	5.5	0.28	3.5

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# Notrefamille.com

## Récapitulatif d'investissement: portail internet français

Un mix d'activités favorable et un contrôle rigoureux des coûts ont permis une nette amélioration des rendements en 2012 (retour à un bénéfice commercial modeste). Toutefois, la forte chute du CA au T1 rappelle que les activités de recherche généalogique et d'e-commerce font preuve d'une forte sensibilité économique. Les finances restent solides (excédent net de trésorerie en décembre).

### Une stratégie bien définie

La direction entend monétiser le trafic vers ses sites web grâce à la publicité et à l'e-commerce, par exemple en enrichissant ses idées cadeaux. L'investissement continu de la société dans la généalogie est sur le point de bénéficier d'une avancée décisive, suite à des accords permettant l'accès exclusif en ligne aux bases de données de deux départements français.

### Marchés en expansion

Malgré les pressions exercées sur les dépenses des consommateurs, le commerce français devrait enregistrer une croissance à deux chiffres en 2013 (12 % l'an dernier), selon eMarketer. La généalogie représente un marché de masse en France, environ deux tiers des personnes déclarant avoir effectué des recherches et connaître le site de la société Genealogie.com.

### Fortunes contrastées

Alors que les ventes d'e-commerce et généalogie ont été modérées en 2012, la publicité a représenté un motif de satisfaction notable (CA en augmentation d'un tiers) au moment où la portée du site Notrefamille.com, déjà l'un des sites français dédiés aux femmes les plus populaires, a été élargie pour en faire un site de référence pour les parents. L'impact de la baisse de 8 % du CA de l'activité e-commerce électronique, la source de revenus la plus importante pour la société, a été atténué par la réduction de dépenses marketing, tandis que la direction est restée attachée à l'investissement dans la généalogie.

### Valorisation: une visibilité limitée

En dépit de l'amélioration du mix d'activités de la société, la reprise est encore balbutiante.

Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	12.2	n/a	(1.1)	(1.1)	n/a	n/a	0.00	n/a
12/11	12.5	n/a	(0.5)	(0.7)	n/a	n/a	0.00	n/a
12/12	12.3	n/a	0.5	0.2	0.10	41.5	0.00	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

Prix €4.15

Capitalisation €7m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(9.8)	15.3	27.7
Rel	(12.6)	11.7	18.0

#### Détails de l'action

Code	ALNFA
Listing	Alternext Paris
Secteur	Technologie
Actions en circulation	1.8m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	5.3	4.8
Capitaux propres (€m)	7.8	8.2
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

Notrefamille.com est un portail internet français dédié aux familles et à la recherche d'identité. Il comporte trois sites : Notrefamille.com, Genealogie.com et Cadeaux.com (cadeaux personnalisés en ligne).

#### Points forts

- Portail leader pour les parents et la généalogie.
- Stratégie commerciale claire.

#### Points faibles

- Pressions sur les dépenses des consommateurs.
- Forte concurrence.

#### Analystes

Richard Finch  
Jane Anscombe

# Novacyt

## Récapitulatif d'investissement: l'innovation en cytologie

Les autorisations obtenues récemment en Chine et en Russie pour le système entièrement automatisé NovaPrep Processor de Novacyt, sont un élément clé de la stratégie de l'entreprise pour sa croissance future. Le système NovaPrep, principalement pour le dépistage du cancer du col utérin, pourrait être le premier système entièrement automatisé permettant une analyse à la fois cellulaire et moléculaire du même échantillon.

## Système entièrement automatisé et autorisé

Novacyt a développé et commercialise le NovaPrep Process System, le premier système entièrement automatisé de cytologie liquide, principalement pour le dépistage du cancer du col de l'utérus. L'homologation CE en Europe a été décernée en 2008 et, en 2012, Novacyt a obtenu des autorisations en Chine et en Russie. Novacyt vend à la fois les instruments et les produits nécessaires pour utiliser le système.

## La cytologie de nouvelle génération

Le système NovaPrep de Novacyt peut être utilisé à la fois pour l'examen cytologique (cellulaire) d'un échantillon et pour une analyse moléculaire (par exemple pour le dépistage du papillomavirus) du même spécimen. Ceci pourrait offrir un certain nombre d'avantages par rapport au dépistage existant du cancer du col de l'utérus, y compris des avantages économiques sécuritaires.

## Les autorisations obtenues en Chine et en Russie renforcent la stratégie

Les ventes ont augmenté de 19 % en 2012 pour atteindre 1,05 M€, sous l'effet des 31 % de croissance des ventes internationales, qui ont représenté 0,61 M€. Le développement international est l'une des stratégies clés pour la croissance future. Les autorisations obtenues en Chine et en Russie devraient soutenir les activités en 2013, outre une embauche récente dans la région Asie-Pacifique, qui devrait faciliter l'accès à cette région.

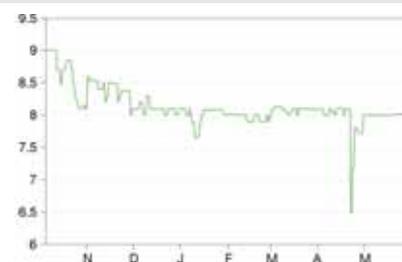
## Valorisation: la croissance internationale est la clé

Novacyt est cotée juste au-dessous des 8,1 € par action de son introduction en bourse en octobre 2012, qui a dégagée 2,6 M€. Les autorisations reçues en Chine et en Russie au T2 2012 pourraient soutenir la croissance future des ventes.

Prix €8.00

Capitalisation €2m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.0	(1.2)	n/a
Rel	(2.8)	(4.8)	n/a

### Détails de l'action

Code	ALNOV
Listing	Alternext Paris
Secteur	Santé
Actions en circulation	2.7m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette/(dette) (€m)	(0.9)	0.6
Capitaux propres (€m)	-0.9	1.6
Endettement net /CP (%)	-100.0	n/a

### Description de l'entreprise

Novacyt développe, produit et vend des systèmes de cytologie liquide entièrement automatisés, principalement pour le dépistage et le diagnostic du cancer du col de l'utérus.

### Points forts

- Système autorisé dans l'UE, en Chine et en Russie.
- Premier système entièrement automatisé.

### Points faibles

- La cytologie en milieu liquide n'est pas recommandée pour le dépistage dans tous les pays.
- Difficultés probables pour déloger les systèmes ancrés.

### Analystes

Philippa Gardner  
Robin Davison

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	0.9	n/a	(0.7)	0.7	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	1.1	n/a	(0.6)	0.6	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# NSE Industries

## Récapitulatif d'investissement: Les avantages de la fusion arrivent

Les résultats de NSE Industries doivent montrer les avantages de la fusion entre NSE et ECT, achevée en 2012, qui a réuni les deux entreprises, avec env. 900 employés et des exploitations en France, au Canada, au Brésil, au Maroc et en Inde. Avec des activités couvrant l'aérospatiale et la défense, l'électronique et l'informatique, le groupe a l'opportunité de profiter de sa présence internationale accrue. La croissance du transport mondial soutient une augmentation des taux de production.

## La fusion crée des opportunités

La fusion de NSE et ECT Industries, confirmée en juin 2012, crée un groupe élargi qui dispose d'une présence internationale. Elle offre au groupe l'occasion de se développer à la fois avec les principaux clients français et les acteurs internationaux. Le groupe compte env. 900 employés dans le monde et possède des produits clés dans l'aéronautique et l'informatique.

## Rapprochement

Bien que l'intégration des activités du groupe puisse provoquer quelques turbulences à court terme, le consensus des prévisions suggère qu'une restauration de la marge aura lieu en 2013 et 2014. La croissance du trafic aérien et des marchés du transport montrant des signes de reprise, les marchés semblent tourner en faveur de NSE. Le groupe élargi devrait donc être en mesure de constituer son portefeuille de produits pour répondre à l'augmentation des opportunités, comme en témoigne l'acquisition de l'entreprise aéronautique Soditech, forte de sa position avec Eurocopter.

## Valorisation: Les perspectives de reprise amènent des attentes élevées

Le groupe passant à un petit bénéfice net, l'évaluation actuelle de 40x BPA en 2013, qui chute à 21x BPA en 2014, apporte l'attente de voir les avantages de la fusion commencer à se révéler à partir de 2013. Avec l'amélioration globale des marchés du transport et les signes d'une reprise mondiale dans l'industrie, le groupe est en mesure de concrétiser ses aspirations internationales.

Prix €10.60

Capitalisation €35m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(0.9)	(1.1)	5.5
Rel	(3.7)	(4.7)	(4.2)

### Détails de l'action

Code	ALNSE
Listing	Alternext Paris
Secteur	Equipements électriques
Actions en circulation	3.0m

### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	9.5	10.8
Capitaux propres (€m)	17.6	21.2
Endettement net /CP (%)	54.0	50.9

### Description de l'entreprise

NSE Industries conçoit, fabrique, commercialise et entretient des appareils et systèmes de navigation électroniques et électromécaniques embarqués utilisés principalement dans l'industrie aéronautique.

### Points forts

- La fusion apporte une taille et une portée accrue.
- Signes indiquant que les marchés mondiaux de l'industrie s'améliorent.

### Points faibles

- Visibilité limitée sur les contrats d'entreprise ou les clients.
- Les coûts d'intégration freinent les résultats à court terme.

### Analystes

Roger Johnston

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	19.6	n/a	1.7	1.3	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	55.3	n/a	2.9	1.1	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	63.7	n/a	2.0	0.8	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	68.1	4.8	2.2	0.8	0.26	40.8	0.26	2.5
12/14e	68.6	7.2	3.8	1.5	0.50	21.2	0.50	4.7

Source: Comptes de la société

# Ober

## Récapitulatif d'investissement: Progression dans un environnement incertain

Ober opère dans un environnement incertain en raison d'une industrie du bâtiment et d'une économie française déprimée. Ces éléments offrent une visibilité limitée, mais Ober entend continuer à tirer parti de la position de leader du marché d'Oberflex, sa principale division, et à chercher à améliorer le rendement et la rentabilité de Marotte et Stramiflex. Les restructurations réalisées en 2012 ont réduit les coûts liés aux effectifs et à la production. Les ventes de Stramiflex se sont redressées de 15 % lors de l'exercice précédent, atteignant 17,9 M€ à taux de change constants, reflétant une diversification géographique régionale réussie ainsi qu'une gamme de produits élargie, et les marges opérationnelles de la division se sont améliorées au S2 12 grâce aux prix de vente plus élevés. La structure financière solide permet une politique de distribution de dividende et offre une certaine flexibilité en vue d'acquisitions sélectives.

## Leader sur le marché des panneaux en bois

Ober est un leader mondial de la conception, fabrication et commercialisation de panneaux en bois décoratifs haut de gamme et offre une large gamme pour des utilisations dans le bâtiment, l'industrie et la marine. Ses trois marques, Oberflex, Stramiflex et Marotte, produisent des panneaux adaptés aux magasins, bureaux, hôtels, salles de réunion et logements privés. La stratégie du groupe consiste à ajouter de l'intérêt et de la valeur à sa gamme de produits grâce à l'innovation, à la commercialisation et à des techniques de production avancées et respectueuses de l'environnement, comprenant l'utilisation de ressources durables et renouvelables et la gestion de l'utilisation d'énergie.

## Valorisation: Amélioration des marges, env. 7 % de rendement

Ober a fait des progrès en 2012 dans des marchés difficiles, le groupe s'est concentré sur la performance de chaque division. L'EBITDA était de 3,8 M€ (marge de 9,2 % ; 2011 : 7,9 %) et le résultat opérationnel de +33 % à 2,4 M€ (marge de 5,9 % ; 2011 : 4,7 %). Le résultat net de 3 M€ (2011 : 0,3 M€) comprenait 2,4 M€ de plus-values immobilières. La dette nette consolidée a chuté de 24 % à 10,2 M€ ; env. 65 % d'endettement (env. 90 % en 2011). Le CA du T1 13 a chuté de 5,6 % en g.a. et les ventes nationales ont été touchées par la faiblesse des marchés français de la construction et de la rénovation. Les exportations, qui sont l'objectif prioritaire maintenant, se sont mieux portées (ventes d'Oberflex hors de France (33 % du T1) de +3,7 %).

Prix €10.42

Capitalisation €15m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(1.8)	8.7	24.0
Rel	(4.6)	5.1	14.3

### Détails de l'action

Code	ALOBR
Listing	Alternext Paris
Secteur	BTP
Actions en circulation	1.4m

### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	12.8	10.2
Capitaux propres (€m)	13.9	15.5
Endettement net /CP (%)	92.1	65.8

### Description de l'entreprise

Sous les noms de marque Oberflex et Marotte, Ober offre des panneaux de luxe décoratifs en bois à des magasins, bureaux, hôtels et salles de réunions et d'événements, ainsi que pour la décoration de logements privés.

### Points forts

- Un leader du marché dans son domaine.
- Une histoire continue en matière d'innovation.

### Points faibles

- Perspectives du secteur de la construction nationale incertaines.
- Certaines divisions sont déficitaires.

### Analystes

Roger Leboff  
Roger Johnston

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	41.3	3.9	2.6	1.2	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	39.5	3.1	1.8	(2.2)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	41.1	3.8	2.4	3.0	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	41.2	n/a	2.4	n/a	2.03	5.1	0.83	8.0
12/14e	42.5	n/a	3.5	n/a	1.14	9.1	0.83	8.0

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# OCTO Technology

## Récapitulatif d'investissement: société de conseil en informatique à croissance rapide

En 2013 la croissance en France et à l'international devrait se poursuivre, l'augmentation des marges d'exploitation est un objectif stratégique. Le groupe est organisé par secteurs afin de tirer parti des enjeux commerciaux spécifiques des clients ; les consultants offrent des solutions adaptées à chaque client et secteur, telles qu'Appaloosa, qui développe des services en ligne pour les principaux systèmes d'exploitation mobiles (Android, Windows Phone) et propose à ses clients une vitrine générique privée pour distribuer des applications mobiles à leur employés et développer des applications pour une plus large distribution.

## Aider les clients à exploiter les nouvelles technologies

OCTO Technology est une société de conseil en informatique, de conception et de mise en œuvre, avec 184 employés dans 5 filiales en France, au Brésil, en Suisse, au Maroc et en Belgique. Elle aide ses clients (PME, grandes entreprises et gouvernements) à trouver de nouvelles façons d'exploiter chaque vague d'innovation technologique, de l'automatisation à l'intégration des nouvelles pratiques et modes d'accès des clients en passant par l'accès aux données. Alors que les clients voient leur propre clientèle exiger l'accès à leurs services via de nouvelles interfaces (écran tactile, reconnaissance vocale), la conception numérique devient centrale pour la croissance des entreprises. L'intégration rapide proposée par OCTO permet aux clients de mesurer rapidement le bénéfice financier de nouveaux procédés.

## Valorisation: bonne performance sur des marchés difficiles

Le groupe a fait une belle performance malgré une conjoncture défavorable en 2012. Il a maintenu le tarif journalier de ses consultants à 900 € (2011 : 901 €) et légèrement augmenté leur utilisation. La filiale brésilienne a poursuivi sa croissance régulière en 2012, devenant ainsi cette année la plus grande filiale internationale ; le CA a triplé pour atteindre à 0,9 M€ et OCTO cherche à développer des relations avec de grandes entreprises et tirer parti de sa présence dans cette importante économie émergente. Le groupe a maintenu tous ses investissements stratégiques dans le cadre de son plan OCTO 2020, y compris le développement international et le déploiement commercial de la plate-forme Appaloosa, la première étape de OCTO On Line. Le groupe disposait de 3 M€ de liquidités nettes à la fin de l'exercice. Les ventes ont augmenté de 3,6% au T1 13 en glissement annuel, pour atteindre 5,3 M€.

Prix €4.80

Capitalisation €17m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(9.3)	(5.9)	9.1
Rel	(12.1)	(9.4)	(0.6)

### Détails de l'action

Code	ALOCT
Listing	Alternext Paris
Secteur	Technologie
Actions en circulation	3.5m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	4.2	3.0
Capitaux propres (€m)	7.5	7.9
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

OCTO Technology offre des services de conseil et d'exécution pour les architectures des systèmes d'information.

### Points forts

- Diversification internationale et concentration sur les technologies novatrices.
- Bilan solide.

### Points faibles

- Exposition à des technologies à l'évolution rapide.
- Contexte économique de l'UE incertain.

### Analystes

Roger Leboff  
Dan Ridsdale

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	18.2	n/a	0.9	1.6	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	19.5	n/a	0.4	0.8	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	21.6	n/a	0.5	0.9	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Oroli

## Récapitulatif d'investissement: repérer quand et où

La stratégie d'acquisition d'Oroli consistant à sélectionner des leaders du marché dans certains créneaux lui a permis d'enregistrer une croissance dans un contexte économique difficile.

### Les acquisitions soutiennent la croissance

Depuis son introduction en bourse en 2007, Oroli a effectué une série d'acquisitions. Initialement, l'accent a été mis sur l'élargissement du portefeuille de produits pour l'écosystème GNSS (système mondial de navigation par satellite), notamment des horloges de précision, des outils d'horodatage, des systèmes de synchronisation et des instruments de test et de mesure. Ces produits de synchronisation, de test et de gestion (STG) représentaient 59 % du CA en 2012. Plus récemment, Oroli s'est diversifiée dans un espace technologique proche : le positionnement et la géolocalisation grâce à l'acquisition de Kannad et de McMurdo, tous les deux fabricants de balises de détresse (2009), de Sarbe, fabricant de balises de détresse militaires (2011), et de Boatracs, fournisseur de solutions de suivi maritime et de contrôle à distance (juillet 2012). Cette dernière acquisition a marqué un passage au niveau supérieur dans la chaîne de valeur, niveau auquel la direction envisage de faire d'autres acquisitions. Le CA 2012 a augmenté de 4 % par rapport à l'année précédente, grâce à l'impact des acquisitions et des mouvements de change favorables. Le CA des produits STG a été semblable à celui de 2011, les ventes de nouveaux simulateurs GNSS permettant de compenser le travail effectué sur deux grands projets de défense qui avaient profité à l'exercice 2011. En excluant Boatracs, les ventes du pôle positionnement, suivi et surveillance ont augmenté de 5 %, la forte croissance des activités d'aviation liées à Sarbe permettant de compenser la faiblesse de la demande dans le secteur maritime. Les ventes aux USA ont augmenté de 25 % à 33 % du total. La marge sur EBITDA a augmenté de 1,0 point de pourcentage pour atteindre 15,1 %.

### Valorisation: objectif de 100 M€ de CA d'ici 2015

La direction a réaffirmé son objectif de CA pour 2015 et s'attend à une nouvelle année de croissance en 2013, malgré la conjoncture économique, sur la base de l'hypothèse que le pôle STG remporte de nouveaux programmes structurels gouvernementaux. Le CA au T1 2013 a progressé de 5 % en glissement annuel. Les actions sont précieuses pour une forte croissance.

Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	57.8	n/a	5.1	1.0	(0.22)	n/a	n/a	n/a
12/11	63.7	9.0	5.8	0.8	0.20	53.0	n/a	n/a
12/12	66.2	10.0	5.4	(1.1)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	86.1	12.0	7.0	2.1	1.06	10.0	0.00	n/a
12/14e	72.4	15.5	6.7	2.8	1.05	10.1	0.00	n/a

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

Prix €10.60

Capitalisation €46m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(0.9)	(5.4)	(4.5)
Rel	(3.7)	(8.9)	(14.2)

#### Détails de l'action

Code	ALORO
Listing	Alternext Paris
Secteur	Equipements électriques
Actions en circulation	4.2m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	1.3	6.6
Capitaux propres (€m)	36.6	35.5
Endettement net /CP (%)	3.6	18.6

#### Description de l'entreprise

Oroli est l'un des leaders mondiaux offrant des solutions en matière de positionnement, de navigation et de synchronisation à travers ses différentes marques.

#### Points forts

- Numéro 1 mondial pour les horloges atomiques et numéro 2 pour les balises de détresse.
- Numéro 1 en Amérique pour le suivi maritime et les systèmes de synchronisation pour la sécurité publique.

#### Points faibles

- Le CA est affecté par les dépenses publiques et la situation économique générale qui influe sur le secteur maritime.
- Des concurrents entrent dans les secteurs des balises de détresse et du suivi maritime.

#### Analystes

Anne Margaret Crow  
Dan Ridsdale

# Pairi Daiza

## Récapitulatif d'investissement: une attraction touristique majeure

Pairi Daiza a continué à défier la faiblesse de la consommation en 2012, avec une fréquentation en hausse de 19 % et des dépenses par personne nettement supérieures à l'année précédente. Le mérite en revient aux investissements importants effectués sur les attractions (le projet le plus ambitieux de la société, « La Terre des Origines ») et les animaux (le parc est aujourd'hui l'un des plus grands zoos en Europe). Les mois de juillet et août sont si importants pour le niveau d'activité qu'il est trop tôt pour se prononcer de façon significative sur les perspectives de l'année en cours.

## Des investissements réussis

La multiplication par six du nombre des visiteurs au cours des 20 dernières années témoigne de la cohérence du développement du site de 55hectares. Une série de jardins à thème (sept à ce jour, d'autres sont prévus) est complétée par la présence de plus de 5 000 animaux, oiseaux et poissons.

## Faiblesse de la consommation

La Commission européenne a récemment prévu une croissance zéro pour l'économie belge en 2013. Selon la Banque Nationale de Belgique, la confiance des consommateurs est seulement légèrement au-dessus de son niveau de début 2009, son point le plus bas au cours de la crise financière. Le chômage devrait augmenter et les revenus disponibles stagner.

## Année 2012 exceptionnelle

La première moitié de l'année, jusqu'en septembre, a vu le CA augmenter d'un tiers, sous l'effet de la hausse du nombre de visiteurs (+ 24 % à presque 900 000) ainsi qu'une augmentation de 6 % de la dépense moyenne, confirmant l'intérêt du partenariat entre la société et le prestigieux traiteur Paulus.

## Valorisation: juste valeur

En l'absence de prévisions, l'augmentation de 40 % au S1 2013 de l'EBITDA, qui a atteint 12,6 M€, suggère un ratio VE/EBITDA prospectif sensiblement inférieur. Cependant, le haut niveau d'endettement est un risque potentiel dans un secteur d'activités à forte intensité capitalistique.

Prix €23.20

Capitalisation €26m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(3.2)	18.4	17.8
Rel	(6.0)	14.8	8.1

### Détails de l'action

Code	PARD
Listing	Alternext Brussels
Secteur	Voyages et loisirs
Actions en circulation	1.1m

### Bilan au

	03/11	03/12
Dette nette (€m)	28.4	39.5
Capitaux propres (€m)	14.9	14.1
Endettement net /CP (%)	190.6	280.1

### Description de l'entreprise

Pairi Daiza (anciennement Parc Paradisio) exploite un parc zoologique de loisirs leader en Belgique. La société développe également des programmes scientifiques pour la préservation des espèces menacées et propose des services événementiels.

### Points forts

- L'une des principales attractions touristiques payantes en Belgique (environ 1 M de visiteurs par an).
- Équipe dirigeante très expérimentée (le PDG et le Directeur financier sont des fondateurs).

### Points faibles

- Pressions sur les dépenses des consommateurs.
- Forte intensité capitalistique (Pairi Daiza est largement endettée).

### Analystes

Richard Finch  
Jane Anscombe

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
03/10	17.9	6.4	3.4	2.5	2.29	10.1	0.90	3.9
03/11	15.2	4.7	1.6	1.1	0.98	23.7	0.90	3.9
03/12	26.4	6.5	2.0	0.2	0.22	105.5	0.00	n/a
03/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
03/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Phenix Systems

## Récapitulatif d'investissement: Carnet de commandes étoffé au T4 12 et début 2013

La reprise confirmée fin 2012, notamment aux USA, s'est poursuivie début 2013, dopant les ventes et le carnet de commandes. L'année 2012 été mauvaise, mais Phenix a néanmoins conclu de nouveaux contrats avec l'industrie dentaire. Le groupe observe une augmentation de l'intérêt pour sa technologie révolutionnaire. Cependant, cette solide performance n'a pas encore compensé les faibles résultats 2012, les clients des secteurs industriels et dentaires ayant reporté leurs commandes. En 2013, le marketing visera principalement l'orthopédie et les instruments médicaux.

## Une technologie révolutionnaire et brevetée

Le groupe a mis au point une technologie de frittage laser propriétaire et l'a brevetée. Il s'agit d'un procédé révolutionnaire permettant de fabriquer rapidement une pièce ou une série de composants industriels et techniques à partir d'un fichier numérique en 3D, avec un faisceau laser qui solidifie les grains de poudres métalliques ou céramiques, couche par couche. Ces composants sont destinés à des secteurs industriels variés. Parmi les clients on retrouve des fabricants de produits biochimiques, de produits de luxe et de pneumatiques. Cette dernière catégorie comprend cinq fabricants de pneus et démontre la capacité de Phenix à introduire des procédés de fabrication innovants dans les industries traditionnelles. La société estime que le secteur aéronautique est prometteur en raison de son fort intérêt pour les nouveaux procédés de fabrication. La technologie résulte de 10 ans de R&D et d'un investissement supplémentaire de 0,57 M€ en 2012. Les solutions clés en main de Phenix peuvent réduire le temps de développement, optimiser les gains de productivité manufacturière et réduire les coûts énergétiques et de matériaux.

## Valorisation: Perspectives soutenues par la filiale américaine

Le CA consolidé a diminué de 5 % en 2012 (3,8 M€) en raison de la détérioration des marchés européens, due au mauvais climat économique. Malgré une certaine reprise au dernier trimestre, les difficiles neuf premiers mois ont produit une perte d'exploitation de 2 M€. Les ventes en France représentent 39 % du total du groupe. L'Amérique du Nord a profité de la performance de la filiale AMT (Chicago), qui a dégagé un CA de 1,4 M\$ durant ses 12 premiers mois d'existence. Phenix vise un CA d'environ 3 M€ au S1 13, soutenu par les ventes du T1 (0,98 M€) et par le carnet de commandes (2,1 M€). Si le groupe atteignait cet objectif, il pourrait atteindre le seuil de rentabilité en 2013.

Prix €5.61

Capitalisation €6m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(6.7)	42.4	(28.1)
Rel	(9.5)	38.8	(37.8)

### Détails de l'action

Code	ALPHX
Listing	Alternext Paris
Secteur	Industriels
Actions en circulation	1.2m

### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	1.0	3.2
Capitaux propres (€m)	6.1	4.2
Endettement net /CP (%)	16.4	76.2

### Description de l'entreprise

Phenix Systems est spécialisée dans la conception, la production et la vente de matériel de fabrication rapide en ajoutant des matériaux couche par couche.

### Points forts

- Technologies propriétaires brevetées
- Solide marché à l'exportation

### Points faibles

- Adoption de la technologie à un stade précoce
- Temps requis pour la conversion des fabricants traditionnels

### Analystes

Roger Leboff  
Roger Johnston

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	5.9	n/a	0.7	0.6	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	4.0	n/a	(0.7)	(0.3)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	3.8	n/a	(2.0)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	4.0	(1.3)	(2.1)	(2.1)	(1.80)	n/a	0.00	n/a
12/14e	6.7	0.4	(0.6)	(0.6)	(0.56)	n/a	0.00	n/a

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# Piscines Desjoyaux

## Récapitulatif d'investissement: Leader du marché des piscines

La direction reste prudemment optimiste à l'égard de la reprise durant le second semestre clé de la société (CA du S1 : -8 %), fidèle à sa stratégie axée sur les promotions dans un contexte difficile, l'expansion internationale (à moyen terme, objectif de 50 % du CA à l'export, contre 31 % en 2012) et l'enrichissement de la gamme.

## Politique d'investissement efficace

Durant les 5 dernières années, 50M€ ont été investis dans l'élargissement de la gamme, la conquête de nouveaux marchés (avec des filiales dans 5 marchés de croissance, dont la Chine et le Brésil) et l'automatisation du processus de fabrication. Le marketing a été renforcé, avec plus de 160 points de vente en France (dont douze magasins appartenant au groupe) et des accords exclusifs avec des importateurs d'env. 80 pays.

## Incertitudes à l'égard de la consommation

Les ventes au détail en France sont en recul de 0,6 % au T1 (Banque de France). Les prévisions de baisse du PIB des pays de l'UE en 2012 suggèrent que les dépenses des ménages resteront atones, surtout pour les produits coûteux tels que les piscines.

## Baisse du CA

Avant les résultats du S1 fin mai, les prévisions de reprise de la direction ne se sont pas matérialisées, avec le CA du semestre à fin février en baisse de 8 % (stable au S2 12). Toutefois, le T2 a été sensiblement meilleur que le T1, et le S2 est bien plus important (2/3 du CA et 100 % du bénéfice d'exploitation en 2012).

## Valorisation: Rendement du dividende

Les investisseurs semblent avoir fait une croix sur le maintien du dividende (seulement 2/3 du dividende couvert en 2012). Toutefois, malgré une distribution en baisse, le rendement pourrait s'avérer attractif.

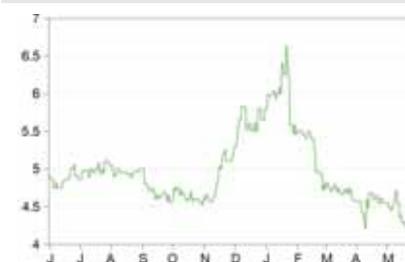
Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
08/10	74.8	13.6	7.3	4.3	0.48	9.1	0.48	10.9
08/11	76.5	14.5	8.2	4.6	0.52	8.4	0.51	11.6
08/12	74.7	12.4	5.9	3.0	0.34	12.9	0.51	11.6
08/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
08/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

Prix €4.39

Capitalisation €39m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(3.5)	(24.3)	(10.6)
Rel	(6.3)	(27.9)	(20.3)

### Détails de l'action

Code	ALPDX
Listing	Alternext Paris
Secteur	Biens de consommation
Actions en circulation	9.0m

### Bilan au

	08/11	08/12
Dette nette (€m)	3.8	7.6
Capitaux propres (€m)	67.4	65.1
Endettement net /CP (%)	5.6	11.7

### Description de l'entreprise

Piscines Desjoyaux fabrique des piscines privées et publiques et des équipements connexes.

### Points forts

- Leader français avec politique d'investissement efficace.
- Finances solides.

### Points faibles

- Incertitudes quant à la consommation des ménages.
- Marché très concurrentiel.

### Analystes

Richard Finch  
Jane Anscombe

# Piscines Groupe

## Récapitulatif d'investissement: Piscines

Si ce n'est une baisse du carnet de commandes de 23 %, la direction peine à établir des prévisions pour l'exercice actuel au vu des incertitudes concernant les dépenses de consommation. Cependant, elle se réjouit des avantages attendus de la restructuration et de la production à 100 % de la nouvelle usine suite à l'incendie de 2011. La situation financière déjà solide est en progression (endettement minime).

### Gamme complète

Piscines Groupe s'enorgueillit de l'exhaustivité de sa gamme de piscines (plus de 100 produits déclinés en 6 marques principales), allant des piscines classiques à des piscines plus originales et personnalisées. De plus, la simplicité d'installation est un atout compétitif par rapport à la concurrence. Env. 30 % du CA vient des accessoires en béton et du matériel connexe (bâches, traitement de l'eau, sécurité, etc.)

### Incertitudes à l'égard de la consommation

Les ventes au détail en France sont en recul de 0,6 % au T1 (Banque de France). Les récentes prévisions de l'UE de baisse du PIB en 2012 suggèrent que les dépenses des ménages resteront atones, surtout pour les produits coûteux tels que les piscines.

### Exercice 2012 pénalisé par la restructuration

Malgré le recul des ventes (-10 %) au 1er semestre clé, les performances décevantes de 2012 ont été imputables aux coûts liés à l'incendie de 2011 et à la rationalisation de l'usine. 2013 devrait bénéficier d'une baisse des coûts structurels de 2M€ env. (capacité excédentaire d'env. 40 %) et de la fermeture de l'usine marocaine (perte de 0,8M€ en 2012).

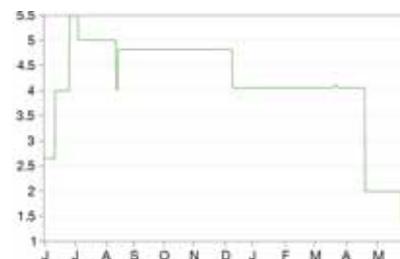
### Valorisation: Prudence justifiable

Le récent contexte économique difficile et le manque persistant de visibilité expliquent l'appréhension des marchés.

Prix €1.43

Capitalisation €4m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(28.5)	(64.7)	(46.0)
Rel	(31.3)	(68.2)	(55.7)

#### Détails de l'action

Code	ALPGG
Listing	Alternext Paris
Secteur	Grande distribution
Actions en circulation	3.1m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	1.8	0.7
Capitaux propres (€m)	18.7	13.9
Endettement net /CP (%)	9.6	5.0

#### Description de l'entreprise

Piscines Groupe fabrique des coques de piscine faites de matériaux composites et de produits en béton. La société offre également des produits d'entretien, des couvertures, des bâches, des produits de traitement de l'eau et des équipements de sécurité.

#### Points forts

- Large gamme de produits et solide positionnement.
- Finances solides.

#### Points faibles

- Incertitudes quant à la consommation des ménages.
- Capacité excédentaire.

#### Analystes

Richard Finch  
Jane Anscombe

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	33.1	2.9	1.0	1.9	0.63	2.3	0.00	n/a
12/11	30.9	1.8	(0.7)	(0.1)	0.04	35.8	0.00	n/a
12/12	29.5	0.8	2.7	4.7	(1.51)	n/a	0.00	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Poujoulat

## Récapitulatif d'investissement: Marchés difficiles compensés par des investissements et la demande en énergies renouvelables

La faiblesse des marchés de la construction est un défi pour Poujoulat, tout comme l'augmentation des prix des matières premières (métaux et énergie) qui affectent les volumes des ventes et les marges. A cause de cela les revenus disponibles pour des investissements dans de nouvelles lignes de produits et l'expansion internationale s'en trouvent réduits. Cela suscite une concurrence par les prix dans un marché fragmenté. Certains suggèrent cependant que les prix élevés des combustibles fossiles et la nouvelle réglementation thermique stimuleront la demande en énergies renouvelables et systèmes écoénergétiques, deux domaines dans lesquels le groupe a récemment investi. Les exploitations de Poujoulat en Chine (un grand marché pour les cheminées industrielles) devraient être en fonctionnement l'année prochaine.

## Leader européen de fabrication de cheminées

Poujoulat est le leader des fabricants européens de cheminées à usage résidentiel et industriel. Le groupe opère dans 9 segments. Il fait partie des leaders dans chacun d'entre eux. Il est présent dans 30 pays grâce à 16 filiales et renforce actuellement sa présence en Chine. Les priorités stratégiques du groupe sont les économies et l'écologie. Les produits sont recyclables, 70% des constructions du groupe sont chauffées par du bois de récupération. Un nouveau système d'éclairage va permettre de réduire de moitié la consommation énergétique.

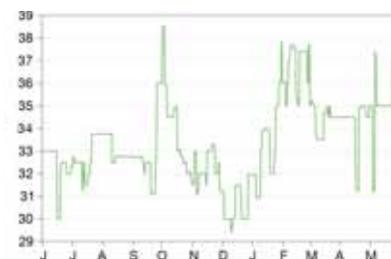
## Valorisation: Les parts de marché de 2012 ont augmenté dans tous les segments

Malgré une visibilité limitée sur les ventes de cheminées, la rénovation peut compenser une baisse des constructions. La PDM était supérieure dans tous les segments en 2012. Les ventes résidentielles (79 % du CA 2012) étaient stables, celles industrielles (10 %) en légère baisse. Le combustible bois (11 %) a connu une croissance rapide mais les marges ont été affectées par les coûts de démarrage et les amortissements. On attend une croissance du CA de 10 % en 2013 mais les marges pourraient être pénalisées par une hausse du prix de l'inox (env. 50 % du coût de vente), de nouveaux investissements en R&D. La forte concurrence joue sur les prix. Poujoulat a mis fin à sa politique de croissance constante des dividendes car les bénéfices ont chuté de 13,3 % (facteurs précédents et taux d'imposition plus élevé). La dette nette était de 12,6 M€ (2011 : 15,2 M€). Le CA consolidé du T1 13 était de +12,9 % en g.a., l'export étant très fort, (+70 %).

Prix €36.80

Capitalisation €72m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	5.1	15.1	11.5
Rel	2.3	11.6	1.8

### Détails de l'action

Code	ALPJT
Listing	Alternext Paris
Secteur	BTP
Actions en circulation	1.9m

### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	14.4	12.6
Capitaux propres (€m)	66.8	72.2
Endettement net /CP (%)	21.6	17.5

### Description de l'entreprise

Poujoulat est le leader européen de la fabrication et commercialisation de conduits de cheminée et de tuyaux d'évacuation métalliques.

### Points forts

- Part de marché en hausse dans tous les segments.
- Investissements dans des produits innovateurs et écoénergétiques.

### Points faibles

- Faiblesse des marchés de la construction et des économies en Europe.
- Marges exposées aux prix des matières premières et à la concurrence.

### Analystes

Roger Leboff  
Roger Johnston

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	151.5	n/a	13.1	8.7	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	175.6	n/a	12.4	8.1	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	189.3	n/a	10.7	6.2	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Poweo Direct Energie

## Récapitulatif d'investissement: Fournisseur d'électricité dynamique

La fusion Poweo et Direct Energie en juillet 2012 a donné naissance au 1er opérateur français alternatif selon la loi sur la Nouvelle Organisation du Marché de l'Electricité entrée en vigueur un an plus tôt et qui ouvre le marché français de l'électricité à la concurrence. Cette loi permet aux fournisseurs alternatifs d'acheter 25 % de leur électricité aux centrales nucléaires EDF à des prix fixés. PDE a plus d'un million de clients particuliers (83 %) et professionnels et construit plusieurs usines de gaz naturel, dont une usine de 400MW en Bretagne (licence accordée à Direct Energie en février 2012). Le groupe exercera sous la marque Direct Energie avec une identité visuelle plus forte, grâce aux relations publiques et à la publicité en 2013.

### 1er fournisseur alternatif en France

Le groupe est le 1er fournisseur alternatif d'électricité et de gaz et le 3ème plus grand fournisseur en France. Il participe à l'ensemble de la chaîne de valeur du marché de l'énergie (production, distribution, marketing). La hausse de 65 % du CA 2012 était essentiellement due à la fusion. Le groupe élargi compte env. 0,2M de nouveaux clients, dont des entreprises (Audika, Speedy, supermarchés Atac) et des collectivités et entités publiques (Grand Port Maritime du Havre), compensant un taux de résiliation de 1,7 % par mois (2011 : 1,9 %). Cela reflète la large couverture géographique et la nouvelle gamme attractive de produits et services à forte V.A. pour fidéliser la clientèle. La rentabilité a bénéficié de meilleures conditions d'approvisionnement et du contrôle des charges d'exploitation. Le solide cash flow en 2012 a permis le remboursement de la dette et 9,8M€ de trésorerie nette en fin d'année (2011 : dette nette de 71,6M€).

### Valorisation: Stratégie de croissance cohérente axée sur l'augmentation des marges

Les projets de développement du groupe sont favorisés par le cadre réglementaire, 20-25M€ par an de synergies opérationnelles dès 2014 et l'évolution attendue du contrat de distribution. Le développement de capacités de production dans le nucléaire devrait contribuer dès fin 2016 et apporter des bénéfices en 2017.

Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	696.3	n/a	(146.2)	(150.1)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	474.7	n/a	(88.9)	(104.0)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	590.7	5.0	n/a	4.7	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

Prix €2.92

Capitalisation €136m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(3.0)	(5.2)	32.7
Rel	(5.8)	(8.7)	23.0

#### Détails de l'action

Code	ALPWO
Listing	Alternext Paris
Secteur	Industrie de base
Actions en circulation	16.4m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette/(dette) (€m)	(71.6)	9.8
Capitaux propres (€m)	-12.4	19.5
Endettement net /CP (%)	-577.4	n/a

#### Description de l'entreprise

Poweo Direct Energie est l'opérateur indépendant leader d'électricité et de gaz en France.

#### Points forts

- Environnement réglementaire favorable.
- Solides bilan et cash flow.

#### Points faibles

- Concurrence des acteurs historiques.
- Conjoncture économique fragile en France.

#### Analystes

Roger Leboff  
Roger Johnston

# Prodware

## Récapitulatif d'investissement: Logiciels de gestion

L'acquisition de Qurius par Prodware est transformatrice, doublant les revenus et donnant une base européenne solide, tandis que ses solutions informatiques pour des marchés verticaux spécifiques génèrent une croissance organique dépassant la moyenne du marché sous-jacent.

### L'expansion par l'acquisition

Dans un premier temps, la stratégie d'acquisition de Prodware a renforcé sa position en tant que distributeur de Microsoft Business Solutions et du logiciel Sage en France. Les acquisitions ont ensuite élargi la présence du groupe sur des marchés clés, dont la construction, l'industrie, les services et le commerce. Tout dernièrement, les acquisitions, et plus particulièrement celle de Qurius, ont permis à Prodware d'établir une présence internationale.

### La croissance organique est également forte

Tandis que les revenus 2012, qui ont augmenté de 34 % pour atteindre 143,5 M€, ont été favorisés par les acquisitions, la croissance organique des revenus est restée forte à 13 %. Cette surperformance du marché démontre la réussite de Prodware Adjust offrant des solutions informatiques à des secteurs spécifiques. La marge d'EBITDA a diminué de 4,3 pp, reflétant l'impact des acquisitions qui n'ont pas encore pleinement adopté le business model de Prodware. Hors acquisitions, la marge d'EBITDA a augmenté de 1,0 pp atteignant 21,3 % et reflétant la contribution des activités de développement de logiciels. Le résultat d'exploitation a chuté de 1,0 M€ pour arriver à 16,0 M€. En neutralisant les charges exceptionnelles de restructuration s'élevant à 8,1 M€ et autres coûts liés aux acquisitions, le bénéfice après impôts a augmenté de 0,2 M€ atteignant 12,5 M€.

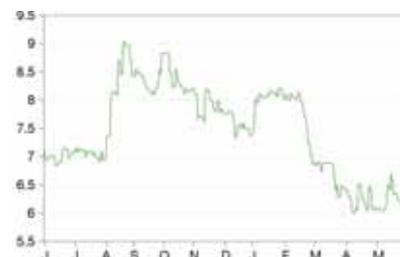
### Valorisation: Acquisition transformatrice de Qurius

L'acquisition de Qurius, qui a commencé en 2011 par l'intégration de ses filiales belge et espagnole et a été achevée en décembre 2012 avec ses exploitations aux Pays-Bas, au Royaume-Uni, en Allemagne et en République tchèque, crée une forte présence européenne. En termes pro forma, les revenus 2012 se sont élevés à 186,0 M€ soit presque le double du niveau de 2011. 46 % de ce montant ont été générés en dehors de la France. Le portefeuille de Qurius, comptabilisant 3000 clients, représente une grande opportunité de ventes croisées. Les revenus du T1 13 ont augmenté de 65 % en glissement annuel atteignant 44,3 M€. Le faible PER ne reflète pas le potentiel de la récente acquisition.

Prix €6.25

Capitalisation €43m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	2.6	(15.8)	(12.0)
Rel	(0.2)	(19.3)	(21.7)

#### Détails de l'action

Code	ALPRO
Listing	Alternext Paris
Secteur	Technologie
Actions en circulation	5.2m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	22.6	26.0
Capitaux propres (€m)	66.3	78.1
Endettement net /CP (%)	34.1	33.3

#### Description de l'entreprise

Fondée en 1989, Prodware est spécialisée dans la création, l'intégration et l'hébergement de logiciels de gestion pour les entreprises. Elle est un partenaire Gold de Microsoft dans la zone EMEA avec presque 1 700 employés soutenant 20 000 clients dans 14 pays.

#### Points forts

- L'acquisition de Qurius offre une forte présence européenne et des opportunités de ventes croisées.
- Prodware Adapt dispose de solutions pour des marchés verticaux spécifiques.

#### Points faibles

- La pleine intégration de Qurius prendra du temps et affaiblira la rentabilité.
- Marché néerlandais difficile.

#### Analystes

Anne Margaret Crow  
Dan Ridsdale

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	83.5	n/a	9.8	8.2	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	106.9	21.7	17.0	12.2	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	143.5	22.9	16.0	4.4	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	147.3	24.8	(1.4)	14.5	2.06	3.0	0.08	1.3
12/14e	190.9	28.5	0.0	15.0	1.93	3.2	0.12	1.9

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# ProwebCE

## Récapitulatif d'investissement: Logiciels de comités d'entreprise

ProwebCE a bénéficié d'une forte croissance des revenus et des bénéfices en 2012 malgré une conjoncture économique difficile. Cette évolution s'est poursuivie au cours de 2013.

### Offre de logiciels innovateurs

Le logiciel de ProwebCE comporte plusieurs éléments. Il tient compte des exigences spéciales en matière de comptabilité des comités d'entreprise. Il fournit un portail facilitant la répartition d'éléments, tels que les stock-options, les subventions de frais de voyage ou de garderie et les avantages, comme des billets de concerts pour les employés et les personnes à leur charge. Le portail est un moyen simple de mettre en place des programmes incitatif à destination des employés. Les employés peuvent télécharger des bons de réduction virtuels en accédant au service Meyclub par le portail, et échanger les chèques cadeaux contre des vacances, des concerts et d'autres événements. Meyclub négocie des réductions d'un maximum de 84 % pour les membres avec des marques telles qu'Amazon, Carrefour et Disneyland Paris. ProwebCE a été le premier à offrir un portail intégré de communication, gestion et commerce électronique grâce à l'acquisition de Meyclub en 2009 et des chèques cadeaux virtuels en 2010. En décembre 2012, le groupe a lancé une application mobile permettant aux employés de télécharger leurs coupons Meyclub en toute sécurité. Le portefeuille de clients compte plus de 7 000 comités d'entreprise et représente un total de plus de 5 M de bénéficiaires comprend AXA, Auchan, Danone, EADS, France Télécom et la Société Générale. En 2011, l'offre a été élargie à de plus petites entreprises sans comités d'entreprise.

### Valorisation: Forte croissance des revenus et des bénéfices en 2012

Malgré une conjoncture économique difficile, le CA du groupe a augmenté de 31 % atteignant 56,7 M€. Les augmentations des dépenses de personnel ont été modérées, de sorte que la forte croissance des revenus a presque fait tripler le résultat d'exploitation (3,4 M€). Les flux de trésorerie nets liés à l'exploitation se sont élevés à 4,4 M€. 2013 a bien commencé, enregistrant 644 nouvelles opérations conclues en janvier et février. Le cours de l'action tient compte de l'offre faite en 2012 par laquelle ProwebClub, soutenue par Rothschild Investment Partners, a accumulé une participation de 94,5 %.

Prix €18.00

Capitalisation €36m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.0	0.0	31.9
Rel	(2.8)	(3.5)	22.2

#### Détails de l'action

Code	ALPRW
Listing	Euronext Brussels
Secteur	Technologie
Actions en circulation	2.0m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	3.5	4.7
Capitaux propres (€m)	11.0	13.1
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

ProwebCE est spécialisée dans le développement et la commercialisation de logiciels de gestion et communication pour les conseils d'entreprise.

#### Points forts

- Bilan solide en matière d'innovation
- Forte position sur le marché français

#### Points faibles

- Marché actuellement limité à la France
- ProwebClub détient une participation de 94,5 %

#### Analystes

Anne Margaret Crow  
Dan Ridsdale

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	34.8	n/a	1.1	0.0	0.02	900.0	n/a	n/a
12/11	43.2	2.7	1.3	1.1	0.28	64.3	n/a	n/a
12/12	56.7	4.3	3.4	2.5	1.04	17.3	n/a	n/a
12/13e	43.5	n/a	2.0	1.6	0.83	21.7	n/a	n/a
12/14e	53.9	n/a	2.8	2.4	1.20	15.0	n/a	n/a

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# Qiagen Marseille

## Récapitulatif d'investissement: Portée globale de Qiagen

Qiagen Marseille (anciennement Ipsogen) est maintenant entièrement intégré dans son acquéreur, Qiagen, et profite du réseau de distribution mondial de ce dernier depuis le 1er janvier 2013. Ceci devrait lui permettre d'accéder à de nouveaux marchés pour les tests clés de diagnostic. En outre, le diagnostic moléculaire est un segment à forte croissance du secteur des tests de diagnostic in vitro (DIV), ce qui pourrait favoriser Qiagen Marseille.

### Priorité donnée à la leucémie

Qiagen Marseille vend environ 80 tests de diagnostic et de pronostic, notamment dans le domaine de la leucémie. Les tests les plus vendus concernent le gène JAK2, associé à différentes leucémies.

### Croissance du marché des médicaments personnalisés

Les travaux sur le génome humain ont donné lieu à des médicaments personnalisés, différents outils permettant de prédire le risque de développer telle ou telle maladie et d'adapter le traitement au patient concerné. Le segment du diagnostic moléculaire, évalué à environ 4-5 Mds\$, est un des segments dont la croissance est la plus forte au sein du marché des tests de diagnostic in vitro (DIV).

### Forte croissance du CA, soutenue par les revenus ponctuels de Qiagen

Le CA 2012 a augmenté de 39 % pour s'inscrire à 13,2 M€, soutenu par les ventes de kits de diagnostic (+40 %). Il devrait diminuer en 2013 en raison, d'une part, de la baisse des prix de transfert pour Qiagen et, d'autre part, des revenus exceptionnels générés en 2012 dans le cadre de l'accord avec Qiagen, représentant 8 % du CA 2012. La trésorerie et les équivalents de trésorerie de Qiagen Marseille se chiffrent à 9,2 M€ au 31 décembre 2012.

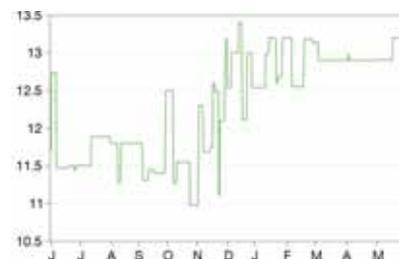
### Valorisation: Titre négocié à son prix d'acquisition

La valorisation actuelle est en ligne avec la proposition faite en juin 2011 par Qiagen pour l'achat de la totalité de Qiagen Marseille (anciennement Ipsogen) à hauteur de 12,90 € par action. Qiagen détient dorénavant environ 89 % du capital et 86,5 % des droits de vote de Qiagen Marseille.

Prix **€13.20**

Capitalisation **€72m**

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	2.2	5.3	12.8
Rel	(0.6)	1.7	3.1

#### Détails de l'action

Code	ALIPS
Listing	Alternext Paris
Secteur	Santé
Actions en circulation	5.4m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	10.6	9.2
Capitaux propres (€m)	11.5	15.7
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

Qiagen Marseille (anciennement Ipsogen) est spécialisé dans le développement et la commercialisation de tests de diagnostic moléculaire du cancer (leucémie et cancer du sein).

#### Points forts

- Filiale de Qiagen, fournisseur mondial de technologies d'échantillonnage et d'analyse
- Forte croissance du secteur du diagnostic moléculaire

#### Points faibles

- Flottant limité car Qiagen détient 89 % du capital
- Secteur du diagnostic moléculaire très concurrentiel

#### Analystes

Philippa Gardner  
Robin Davison

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	8.4	n/a	(3.7)	(3.4)	(0.69)	n/a	n/a	n/a
12/11	9.5	n/a	(5.8)	(5.6)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	13.2	n/a	4.0	4.3	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Relaxnews

## Récapitulatif d'investissement: Avance dans la bonne direction

L'exercice 2012 a été une année en progrès, avec de solides revenus, des investissements supplémentaires dans les infrastructures essentielles et une extension des accords avec les partenaires dans les contenus et la distribution. Il semblerait que les progrès vont se poursuivre et que la rentabilité sera atteinte, probablement en 2014.

### Bon progrès en 2012

Les revenus 2012 ont augmenté de 12 % atteignant 7,3 M€, et résultent principalement de la forte activité d'E-com'Newsity. Ailleurs, le CA a été stable malgré un contexte macroéconomique difficile. La perte d'exploitation a augmenté à 1,4 M€, tandis que le groupe achevait sa première phase d'investissement. Le groupe a terminé l'année 2012 avec une dette nette d'1 M€.

### Bon positionnement pour 2013

La prolongation de l'accord mondial avec l'AFP (2016), le développement de la relation avec pagesjaunes.fr et l'accélération du contrat Microsoft vont très probablement accélérer la tendance positive en 2013. La majorité des investissements du groupe étant maintenant réalisés, les pertes devraient se réduire en 2013 et la rentabilité atteinte en 2014.

### Valorisation: De solides perspectives soutenant une évolution vers la rentabilité

Les prévisions consensuelles conjuguées aux commentaires sur les perspectives semblent indiquer que le groupe se négocie à une VE/CA 2013 de 1,3x. Pendant que le groupe évolue vers une pleine rentabilité, la situation reste à confirmer, les perspectives pour 2013 sont encourageantes.

Prix €5.70

Capitalisation €9m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	3.6	(32.9)	(12.2)
Rel	0.8	(36.4)	(21.9)

#### Détails de l'action

Code	ALRL
Listing	Alternext Paris
Secteur	Médias et publicité
Actions en circulation	1.4m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette/(dette) (€m)	1.0	(1.0)
Capitaux propres (€m)	3.7	3.1
Endettement net /CP (%)	n/a	32.3

#### Description de l'entreprise

Relaxnews est spécialisée dans la conception, la production et la publication de contenus associés aux loisirs pour les médias, les entreprises, les sites de commerce électronique, les blogs et les institutions. Le groupe élabore des contenus adaptés pour le web, les téléphones portables, la télévision, la radio, la presse et les médias sociaux.

#### Points forts

- La demande de contenus reste élevée.
- Opportunités de croissance soutenues par un bilan sain.

#### Points faibles

- Reste déficitaire.
- Pas à l'abri de la faiblesse macroéconomique.

#### Analystes

Iain Daly  
Jane Anscombe

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	5.8	n/a	(0.5)	(0.5)	(0.40)	n/a	n/a	n/a
12/11	6.5	n/a	(0.2)	0.0	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	7.3	n/a	(1.4)	(1.6)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	6.8	(1.0)	(1.4)	(1.3)	(1.00)	n/a	n/a	n/a
12/14e	8.3	0.4	0.0	(0.1)	(0.07)	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Richel Serres

## Récapitulatif d'investissement: Recentrage sur le cœur de métier

Richel Serres a abandonné certains métiers non stratégiques pour se recentrer sur la conception, la fabrication et la distribution de structures de bâtiments légères et d'équipements auxiliaires. Peu d'informations financières sont disponibles sur la société.

## Fournisseur intégré de structures de bâtiments légères

Le groupe Richel Serres conçoit et fabrique des structures légères, notamment pour des serres commerciales, des bâtiments d'élevage et des entrepôts. Il offre également des produits auxiliaires et des services (dont le suivi météo, l'irrigation, et l'équipement de stockage et d'entreposage) adaptés aux exigences de ces structures. Ce modèle intégré fournit des bâtiments et des structures clés-en-main et sur-mesure surtout pour le secteur agricole, à la fois pour le bétail et les cultures maraîchères.

## Tendances à long terme et dépenses d'équipement des clients

Le CA est réalisé essentiellement dans la zone euro, France en tête, bien que le groupe tire des revenus des 5 continents. Tous ces marchés sont approvisionnés par des usines de production françaises et une structure commerciale mondiale. Les tendances à long terme sont la croissance de la population et des besoins alimentaires, résultant en une agriculture plus intensive. La demande immédiate est fonction des prévisions de dépenses d'équipement des clients du secteur agricole (et de leur rentabilité et trésorerie sous-jacentes) et peut varier dans une certaine mesure en fonction des conditions météorologiques à court terme.

## Valorisation: Absence de prévisions sur les résultats

Nous n'avons pas connaissance de prévisions établies par la société ni d'estimations consensuelles.

Prix €3.78

Capitalisation €16m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.8	(5.5)	(59.8)
Rel	(2.0)	(9.0)	(69.5)

### Détails de l'action

Code	ALRIC
Listing	Alternext Paris
Secteur	BTP
Actions en circulation	4.3m

### Bilan au

	03/11	03/12
Trésor. nette (€m)	11.6	22.1
Capitaux propres (€m)	25.8	35.8
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Richel Serres de France produit des serres aux toits en plastique pour l'horticulture, les fruits et légumes, et la culture et le séchage du tabac.

### Points forts

- Tendances démographiques à long terme.
- Fournisseur de solutions intégrées.

### Points faibles

- Manque de clarté sur les bénéfices prévisionnels.
- Fragilité du marché intérieur.

### Analystes

Toby Thorrington  
Roger Johnston

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
03/10	93.6	n/a	5.8	3.6	0.71	5.3	0.32	8.5
03/11	129.9	n/a	n/a	6.4	1.27	3.0	n/a	n/a
03/12	101.9	n/a	4.8	17.5	4.04	0.9	5.60	148.1
03/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
03/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Rougier SA

## Récapitulatif d'investissement: Perspectives incertaines car la stratégie de redressement se poursuit

Après une année 2012 difficile, surtout en Europe, les perspectives sont incertaines. Le CA consolidé a diminué de 3,1 % en 2012 et de 17,5 % en glis. annuel au T1 2013 (30,7 M€). Il a perdu 14,6 % en Afrique et 20,9 % en France. Rougier cherche à retrouver sa compétitivité au Gabon, réduire ses coûts et rationaliser ses activités. Le calendrier de restructuration de la production, de la logistique et des accords commerciaux gabonais, ainsi que la léthargie de l'économie européenne devraient réduire le résultat d'exploitation courant cette année, mais Rougier compte toujours profiter des investissements réalisés pour améliorer l'efficacité des opérations, de l'extension de la certification forestière et du développement des premières plantations forestières en Afrique.

## Baisse des ventes en France, restructuration au Gabon

Le groupe est leader du bois d'œuvre tropical africain certifié, avec trois divisions : Rougier Afrique Intl (exploitation de forêts naturelles, transformation industrielle et commerce international), Lignafrica (recherche, gestion et investissement dans des plantations forestières en Afrique), Rougier Sylvaco et Rougier Panneaux (importation et distribution en France de bois d'œuvre d'origines diverses). Le CA 2012 de cette dernière se chiffre à 32 M€ (baisse de 17,8 % en glis. annuel) en raison d'une faible demande dans le secteur de la construction. Les revenus internationaux sont semblables à ceux de 2011 grâce à la diversification géographique, à la fermeté des prix moyens et aux activités Cameroun/Congo. Les bénéfices ont souffert de la détérioration des marchés européens et de difficultés structurelles au Gabon. Les ventes de grumes (29 % du CA 2012 consolidé) ont augmenté de 9,9 % en glis. annuel, celles de sciages (50 %) ont diminué de 6,7 % et celles de contreplaqué (21 %) ont diminué de 11,8 %.

## Valorisation: Position financière affectée par les marchés européens en difficulté

La position financière du groupe reflète une année difficile. L'actif net se chiffre à 69,5 M€ (88,9 M€ en 2011) et la dette nette consolidée à 48,1 M€, pour un endettement de 69 % (29 % en 2011). Les pratiques déloyales de certains concurrents et les difficultés logistiques rencontrées au S1 ont affecté les opérations au Gabon, comme les mauvais résultats du marché du contreplaqué européen au S2. Le CA 2012 a profité de l'appréciation USD/EUR ; à taux de change constants le CA a diminué de 2,0 % en glis. annuel.

**Prix** 24.70  
**Capitalisation** £26m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	2.1	(26.7)	(30.0)
Rel	(0.7)	(30.3)	(39.7)

### Détails de l'action

Code	ALGR
Listing	Alternext Paris
Secteur	BTP
Actions en circulation	1.0m

### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	25.6	48.1
Capitaux propres (€m)	88.9	69.5
Endettement net /CP (%)	28.8	69.2

### Description de l'entreprise

Rougier est spécialisé dans l'exploitation, le traitement et la distribution de bois tropicaux. Ses activités sont organisées autour de deux pôles : la gestion de concessions forestières (2,1 millions d'hectares au Gabon, au Cameroun et au Congo) et la production, la transformation et la vente de bois (grumes, feuilles et panneaux). Rougier possède huit scieries dans le bassin du Congo.

### Points forts

- Solide performance au Cameroun et au Congo
- Investissements existants, certification et restructuration

### Points faibles

- Exposition aux marchés de la construction en difficulté en Europe
- Faiblesse structurelle des opérations gabonaises

### Analystes

Roger Leboff  
Roger Johnston

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	140.0	n/a	6.4	5.3	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	147.1	n/a	5.3	4.4	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	142.6	n/a	(1.9)	(3.7)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	143.8	10.4	1.9	0.3	0.24	1.3	0.10	32.3
12/14e	149.2	12.3	3.8	1.4	1.34	0.2	0.05	16.2

Source: Comptes de la société

# Royalreosink

## Récapitulatif d'investissement: Marchés principaux sous pression en 2013

Les basses températures du début 2013 ont affecté les ventes destinées au secteur de la construction. La division avait déjà souffert en 2012, en raison de pressions sur les ventes (-10 M€) et les marges opérationnelles dues à une baisse de la demande en acier, et le dividende avait été omis. Le groupe œuvre dans deux secteurs distincts : « espaces verts » et « industrie ». Ce dernier présente les perspectives les plus faibles ; la restructuration intervenue en 2012 vise à améliorer l'efficacité des opérations et à réduire les dépenses mais les marchés de la construction européens restent léthargiques. L'abolition du gazole bon marché pour les exploitants agricoles néerlandais, au début de l'année, pourrait également affecter les investissements des clients « espaces verts ».

## Fournisseur dans les secteurs de l'agriculture et de la construction

La division Reesink « espaces verts » vend des produits de marque destinés à l'agriculture, à l'horticulture et à l'entretien paysager, ainsi que des engins de terrassement, par voie directe et par l'intermédiaire de concessionnaires. Ses principaux clients sont des exploitants agricoles, des entrepreneurs, des paysagistes, des terrains de golf, des municipalités, des compagnies des eaux et des forestiers. Dans le segment « industrie », le groupe fournit des machines et des pièces détachées aux grossistes techniques, aciéristes, ateliers de production, fabricants de machines, ingénieurs d'usine et à l'agro-industrie. Le résultat d'exploitation a perdu 30 % en glis. annuel en 2012 (avant éléments exceptionnels), en raison des difficultés du secteur de la construction européen qui ont affecté le segment industriel. Pour y remédier, le groupe a regroupé Reesink Steel et Dutch Steel à Zutphen et fermé une usine à Stampersgat. Le bénéfice net a également souffert d'une baisse de 2,9 M€ des valeurs immobilières et d'une hausse des frais financiers. Pour finir, THR BV, dont le groupe détient 36 %, a déçu (-2,2 M€).

## Valorisation: Conditions incertaines à court terme

Les deux divisions ont souffert des températures anormalement basses du T1 2013. Le gel des sols a affecté la construction et les ventes de produits centraux, hors The Kemp Group, Hans van Driel, Dutch Steel Union et Stalutech Benelux, ont diminué de 7,2 % par rapport au T1 2012. Le CA consolidé a augmenté de 6,5 % et l'EBITDA est en ligne avec les prévisions grâce aux acquisitions. Les perspectives des marchés européens de Reesink, surtout les Pays-Bas, restent négatives, avec une croissance restreinte.

Prix €64.72

Capitalisation €54m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.0	(14.8)	(15.9)
Rel	(2.8)	(18.4)	(25.6)

### Détails de l'action

Code	ALRRE
Listing	Alternext Amsterdam
Secteur	BTP
Actions en circulation	0.7m

### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	31.2	40.7
Capitaux propres (€m)	78.9	74.1
Endettement net /CP (%)	39.5	54.9

### Description de l'entreprise

Koninklijke Reesink est spécialisé dans la distribution de produits destinés aux industriels et aux chaînes de distribution spécialisées, comme le matériel de bricolage, les machines agricoles et les matériaux en acier.

### Points forts

- Réduction des dépenses grâce à la restructuration des activités Acier en 2012
- Clients diversifiés et cash flow positif

### Points faibles

- Demande faible dans le secteur de la construction européen
- Dividende omis en 2012

### Analystes

Roger Leboff  
Roger Johnston

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	189.7	n/a	6.4	7.7	8.66	7.5	n/a	n/a
12/11	173.4	n/a	7.2	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	185.2	9.2	6.9	(4.1)	(5.82)	n/a	n/a	n/a
12/13e	244.0	13.3	11.2	3.4	4.86	13.3	3.73	5.8
12/14e	256.0	16.3	14.0	6.3	8.95	7.2	6.90	10.7

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# Sapmer

## Récapitulatif d'investissement: Expansion de la flotte de pêche au thon afin de décupler le CA et le bénéfice

Le CA et la rentabilité ont fortement augmenté en 2012. Sapmer a ajouté deux navires à sa flotte de pêche au thon dans l'océan Indien et décuplé ses activités dans les mers du Sud (légine et langouste de Saint-Paul). Les perspectives 2013 prévoient un CA supérieur à 100 M€ et Sapmer compte exploiter sa nouvelle structure organisationnelle afin de promouvoir son développement international.

## Pêche dans l'océan Indien et dans les mers du Sud

Sapmer pêche dans l'océan Indien et dans les mers du Sud : cinq thoniers senners, quatre palangriers congélateurs pour la légine et un chalutier caseyeur congélateur pour la langouste. La stratégie vise à décupler la valeur des activités de pêche centrales en investissant dans le stockage et d'autres facilités sur l'Île Maurice. La société veut augmenter sa flotte de pêche à dix thoniers senners congélateurs dans l'océan Pacifique d'ici à 2015/2018, et ouvrir une usine de transformation en Papouasie-Nouvelle-Guinée. Une nouvelle structure de société holding internationale a été créée en août 2012 afin de fournir les structures juridique et opérationnelle requises pour l'expansion internationale, surtout en Asie. Elle devrait également permettre de financer l'expansion de la flotte de pêche au thon. La société holding est structurée autour de trois unités définies par leurs propres activités de pêche et de transformation.

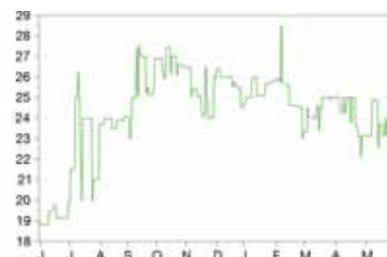
## Valorisation: Rendements réguliers malgré des coûts d'investissement initiaux

La croissance du CA 2012 découle principalement du thon (pêche des poissons entiers et initiatives d'optimisation de la performance), ainsi que de l'augmentation des ventes de légine et de langouste de Saint-Paul. Les activités de pêche ont augmenté de 15 % en glissement annuel (73,2 M€). Les autres activités ont augmenté de 51 % (19,9 M€). Le résultat d'exploitation se chiffre à 17,6 M€, soit +16 % pour une marge de 19 % (20 % en 2011) malgré les coûts d'investissement initiaux des deux nouveaux thoniers (appareillage, recrutement de l'équipage et formation). En outre, les investissements réalisés dans les usines, les chambres froides et le recrutement ont été absorbés par, en moyenne, quatre thoniers en 2012 contre cinq en 2013. L'actif net se chiffre à 45,9 M€ à la fin 2012 et la dette nette à 91,2 M€ (50,9 M€ en 2011). Sapmer s'est endetté de 33 M€ l'année dernière afin de financer les deux nouveaux thoniers. La société a déclaré un dividende de 0,5 € pour 2012.

Prix €24.50

Capitalisation €85m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	5.8	(0.8)	29.5
Rel	3.0	(4.4)	19.8

### Détails de l'action

Code	ALMER
Listing	Alternext Paris
Secteur	Agro-alimentaire
Actions en circulation	3.5m

### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	50.9	91.2
Capitaux propres (€m)	38.4	45.9
Endettement net /CP (%)	132.6	198.7

### Description de l'entreprise

Sapmer est spécialisé dans la pêche à la légine australe (bar chilien), à la langouste australe et au thon. La société œuvre exclusivement dans les zones économiques de l'Océan indien (thon) et de l'Antarctique française (légine et langouste), selon une stricte réglementation accordant des licences de pêche et imposant des quotas aux armateurs français opérant dans cette zone.

### Points forts

- CA dopé par une flotte plus importante en 2013
- Capacités de transformation optimisées

### Points faibles

- Expansion financée par emprunt
- Marges freinées par des coûts initiaux à court terme

### Analystes

Roger Leboff  
Roger Johnston

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	48.0	n/a	3.4	0.6	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	77.0	n/a	15.2	7.7	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	93.1	n/a	17.6	8.6	n/a	n/a	0.50	2.0
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Serma Technologies

## Récapitulatif d'investissement: Source indépendante de services d'essai électronique

Serma fournit à ses clients une solution indépendante, internationale et centralisée pour leurs services électroniques. La société est spécialisée dans les technologies destinées aux environnements à fortes contraintes. Elle emploie une équipe d'environ 750 ingénieurs et techniciens situés dans 10 sites proches de clients multisectoriels dans l'aéronautique, l'automobile, l'industrie, l'aérospatiale et la défense. Elle effectue plus de 6 000 évaluations physiques et électriques chaque année, pour des clients œuvrant dans des secteurs variés, et fournit des services d'assistance exhaustifs tout au long du cycle de vie du produit (marketing, R&D, industrialisation, production, maintenance des conditions opérationnelles / support technique).

## Aider les clients à optimiser l'utilisation de leurs produits électroniques

Le groupe est un laboratoire d'analyse des défaillances et de test permettant à ses clients d'optimiser leur utilisation des technologies électroniques. Il fournit des services d'analyse et de conseil sur les composants électroniques, les cartes et les systèmes à chaque étape du cycle industriel, ainsi que des conseils en matière de développement, de fiabilité et de sécurité des produits. Parallèlement, Serma fabrique et assure l'entretien d'équipements à bord pour l'aviation civile. Le groupe assure la conception, l'industrialisation et la production de circuits intégrés numériques et à signaux fixes et recommande, d'une part, les produits applicables aux applications RFID et RF et, d'autre part, le remplacement des produits obsolètes. Il fournit également des services d'assemblage microélectronique pour les industries de pointe, notamment les implants médicaux, la recherche pétrolière et l'espace. En outre le groupe fabrique des substrats en céramiques et réalise de l'assemblage microélectronique pour le secteur de la défense.

## Valorisation: Performance synonyme de perspectives de croissance en 2013

L'action a surperformé grâce aux solides résultats 2012. Le CA a augmenté de 17 % en glissement annuel et le résultat d'exploitation de 21 % pour une marge opérationnelle de 14,7 % (13,9 % en 2011). La croissance reflète l'acquisition de GLB, propriétaire de HCM et de SYSTREL, qui fournit à Serma l'expertise dont le groupe avait besoin dans le secteur microélectronique et sur les marchés de niche. Les perspectives sont soutenues par les embauches réalisées en 2012, qui élargissent les compétences et la portée du groupe.

Prix €144.00

Capitalisation €166m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	28.6	50.0	60.0
Rel	25.8	46.5	50.3

### Détails de l'action

Code	ALSER
Listing	Alternext Paris
Secteur	Equipements électriques
Actions en circulation	1.2m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	3.0	2.5
Capitaux propres (€m)	20.7	25.2
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Serma Technologies propose des services variés au secteur électronique, parmi lesquels des conseils en ingénierie technique et des services de conception et de fabrication de circuits intégrés numériques et à signaux mixtes.

### Points forts

- Offre diversifiée et clients industriels
- Compétences renforcées par de récentes acquisitions

### Points faibles

- 90 % du CA générés en France
- Perspectives des dépenses de défense

### Analystes

Roger Leboff  
Dan Ridsdale

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	55.2	n/a	7.6	5.3	3.21	44.9	n/a	n/a
12/11	63.3	n/a	8.8	6.2	5.41	26.6	n/a	n/a
12/12	74.3	n/a	11.0	7.5	6.51	22.1	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Sical

## Récapitulatif d'investissement: En attente d'une reprise

Sical a augmenté ses revenus en 2012, mais la pression continue sur les marges a fait chuter le bénéfice des activités principales. Le cours a fortement progressé au cours des 12 derniers mois et semble refléter l'actualité dans un contexte de résultat d'exploitation faible.

## Solutions d'emballage pour les secteurs alimentaire et industriel

Sical SA est une société implantée en France se consacrant à la production de carton ondulé et d'emballages en polystyrène expansé. Elle conçoit et produit une gamme d'emballages, comprenant des bacs et boîtes en carton et polystyrène à monter soi-même principalement destinés aux secteurs alimentaires et autres. Elle produit également du papier recyclé pour la fabrication de carton ondulé et propose des services d'impression. La société est une filiale du Groupe Rossmann.

## Pression sur les marges affectant le rendement

Sical opère dans des marchés matures et à gros volume où les marges sont fortement influencées par les prix des concurrents et des matières premières, ce qui a jusqu'à maintenant mené à de grandes fluctuations du revenu net. Au cours des deux derniers exercices, les marges opérationnelles ont été soumises à des pressions, chutant ainsi à 0,2 % en 2012 contre 4,0 % en 2011.

## Revenus supérieurs, revalorisation des actifs stimulant le bénéfice

Sical SA a annoncé des revenus en hausse de 2 % en 2012 générés par un volume accru. Le revenu net a augmenté pour atteindre 3,7 M€ (3,4 M€), mais cette hausse a été facilitée par un important excédent suivant une revalorisation des terrains compensé par une dépréciation d'actifs de filiales.

## Valorisation: Juste valorisation

Si l'on considère les principaux chiffres, les actions semblent valorisées à leur juste valeur. Toutefois, ces résultats sont favorisés par des revalorisations d'actifs de nature ponctuelle. La performance future du cours de l'action sera fortement dépendante d'un redressement des principales activités commerciales.

Prix €18.80

Capitalisation €69m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(10.5)	44.6	34.3
Rel	(13.3)	41.1	24.6

### Détails de l'action

Code	ALSIC
Listing	Alternext Paris
Secteur	Industrie (Générale)
Actions en circulation	3.7m

### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	19.2	24.3
Capitaux propres (€m)	89.4	88.3
Endettement net /CP (%)	21.5	27.5

### Description de l'entreprise

Sical est spécialisée dans la fabrication et la commercialisation de produits d'emballage.

### Points forts

- Amélioration de l'économie mondiale.
- Forte position sur le marché.

### Points faibles

- Marchés bien établis offrant des cours de matières premières volatils.
- Marges en baisse.

### Analystes

Ian Berry  
Roger Johnston

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	81.8	n/a	3.6	4.2	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	206.6	n/a	7.8	3.4	0.96	19.6	n/a	n/a
12/12	210.3	n/a	12.3	3.7	1.13	16.6	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Sidetrade

## Récapitulatif d'investissement: Logiciel financier CRM

L'offre logicielle SaaS de SideTrade a généré une croissance du CA et des bénéfices en 2012 malgré un environnement économique difficile. La direction a dévoilé son plan stratégique pour devenir leader mondial du CRM financier.

### Succès du Cloud SideTrade

Le logiciel de SideTrade coordonne les activités de tous les employés participant au cycle « Order-to-Cash » (finance, services clients et ventes) pour un recouvrement rapide des créances et une réduction des créances douteuses et des litiges. Les clients réduisent le délai moyen de règlement de 4 jours durant les 6 premiers mois de déploiement et augmentent la productivité de leurs équipes de recouvrement de 31 %, pour un retour sur investissement en un an. Le CA 2012 a progressé de 3 % en glissement annuel, à 13M€. Le CA SaaS était en hausse de 21 %, compensant le recul des activités de services (p. ex. : implémentation, conseil et externalisation des process). Le bénéfice d'exploitation était en hausse de 21 %, à 2,9M€, avec une croissance du bénéfice net plus lente (11 %) en raison d'une hausse du taux d'imposition effectif. Le carnet de commandes SaaS était de 17,1M€ fin 2012. Ces tendances se sont poursuivies au T1 13, avec un CA SaaS en hausse de 15,5 % en glissement annuel et un CA total en repli de 10 %, à 3,1M€, suite à la résiliation d'un contrat d'externalisation de process et l'abandon de l'activité de conseil en trésorerie jugée non stratégique. Le groupe a fait l'acquisition de l'activité FRP Collect de Sage en France en avril (CA supplémentaire annuel d'environ 0,5M€), et a récemment établi un partenariat avec Euler Hermes sur une fonctionnalité de gestion automatisée de l'assurance-crédit.

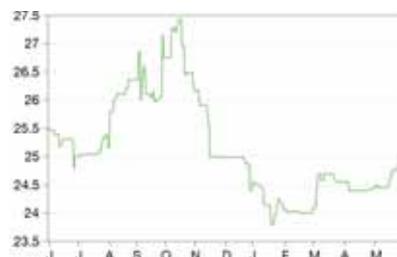
### Valorisation: Target 25 - un plan stratégique ambitieux

Le plan stratégique englobe le développement géographique, le désengagement des activités non stratégiques et le développement de produits. En 2013, Sidetrade lancera sa première application mobile et une application de réseaux sociaux mettant en relation les clients avec leurs débiteurs. Grâce à son immense stock de données (Big data), SideTrade fournit des modèles prévisionnels aux clients pour une meilleure gestion de leurs process. L'objectif minimum de croissance annuelle est de 25 %. Le cours de l'action intègre cette stratégie de croissance ambitieuse.

Prix €25.00

Capitalisation €34m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	2.2	1.8	(2.0)
Rel	(0.6)	(1.7)	(11.7)

#### Détails de l'action

Code	ALBFR
Listing	Alternext Paris
Secteur	Technologie
Actions en circulation	1.3m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	6.1	7.7
Capitaux propres (€m)	7.9	8.5
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

Sidetrade offre des solutions d'entreprise dédiées à la gestion financière de la relation client. Le logiciel est utilisé par plus de 50.000 personnes dans 65 pays.

#### Points forts

- Modèle SaaS attractif pour les clients qui limitent leurs dépenses d'investissement.
- Le modèle SaaS donne une bonne visibilité sur l'activité à moyen terme.

#### Points faibles

- CA des services pénalisé par la conjoncture économique.
- Présence limitée hors de France.

#### Analystes

Anne Margaret Crow  
Dan Ridsdale

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	11.0	n/a	1.8	1.8	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	12.6	n/a	2.4	1.8	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	13.0	n/a	2.9	2.0	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	13.0	2.8	2.3	1.5	1.12	22.3	0.00	n/a
12/14e	13.7	2.3	1.5	1.0	0.78	32.1	0.90	3.6

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# Siparex Croissance

## Récapitulatif d'investissement: OPR achevée

Siparex Croissance (SC) possède un portefeuille mature de participations en capital-investissement (aucun investissement nouveau depuis 2006) et poursuit la stratégie de désinvestissement lancée en 2005. SC a récemment achevé sa sixième OPR, rapportant 15 M€ à ses actionnaires. Le fonds ne propose pas de dividende pour 2012.

## Vers une liquidation en 2014

La dernière OPR, financée à partir des désinvestissements effectués en 2011 et 2012, représente une réduction de 41 % du capital-actions émis de SC. Suite à la sixième OPR, SC aura remboursé 145 M€ à ses actionnaires, par le biais d'OPR et de dividendes, depuis le lancement de sa stratégie de désinvestissement en 2005.

## Portefeuille de capital-investissement centré sur l'industrie

SC n'a pas encore publié les résultats de fin d'année de son portefeuille. Toutefois, au 30 juin 2012, la société comptait 27 participations dans le commerce et la distribution, les produits chimiques et pharmaceutiques, la transformation des métaux, l'électricité et l'ingénierie électrique, et la construction.

## Résultat en baisse, en ligne avec la stratégie de réalisation

Les résultats 2012 indiquent que le résultat net a diminué de 6,3 M€ à 2,8 M€. Ce résultat est supérieur aux prévisions en raison de la solide performance du portefeuille, et la diminution reflète les progrès réalisés en matière de désinvestissement des actifs.

## Valorisation: Légère décote

SC présente actuellement une décote de 6,4 % par rapport à sa VAN, au 31 décembre 2012, de 28,58 €. Cette décote est resserrée par rapport à la plupart des fonds de capital-investissement, mais reflète sans doute la liquidation progressive du portefeuille de SC (liquidation finale prévue pour la fin 2014).

Prix **€25.49**

Capitalisation **€32m**

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(4.5)	(3.8)	16.9
Rel	(7.3)	(7.4)	7.2

### Détails de l'action

Code	ALSIP
Listing	Alternext Paris
Secteur	Sociétés Financières
Actions en circulation	1.3m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	36.1	n/a
Capitaux propres (€m)	34.6	n/a
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Siparex Croissance est un fonds de capital-investissement à capital fixe géré par le Groupe Siparex. Le fonds suit maintenant une stratégie de désinvestissement. Cependant, il acquiert habituellement des participations minoritaires dans de moyennes entreprises non cotées, principalement dans le Sud-Est de la France.

### Points forts

- Possible accélération du processus de désinvestissement
- Éventuel renforcement des conditions de réalisation des participations du portefeuille

### Points faibles

- Possible ralentissement du programme de désinvestissement
- Impact négatif de la liquidation de 2014 sur les réalisations

### Analystes

Matthew Read  
Martyn King

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	5.3	n/a	3.6	(3.6)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	5.6	n/a	4.5	4.5	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	0.4	n/a	0.3	2.8	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Siraga

## Récapitulatif d'investissement: Ingénierie GPL

Une offre de 11 € par action est en cours pour l'acquisition des actions en circulation de Siraga suite à l'acquisition par Al Ayuni Group, un des principaux acteurs du secteur de la construction et des travaux publics en Arabie saoudite, de la participation de 74 % de l'actionnaire de référence de Siraga. Le paquet a été acheté pour seulement 0,88 € par action.

### Changement de direction

La transaction du mois de décembre visait à assurer la stabilité de l'entreprise après une chute des commandes, qui a aggravé la situation financière déjà très difficile. Le semestre clos en septembre avait vu d'importantes pertes découlant d'un effondrement des revenus, notamment au Brésil (conditions difficiles, concurrence intense et report de commandes), et de coûts supplémentaires liés à l'achèvement des projets.

### Un contexte difficile

Pour 2013, l'OMC a dernièrement annoncé une croissance du commerce mondial de 3,3 % (2 % l'an dernier), tandis que l'OCDE prévoit une poursuite de la récession de la zone euro et une croissance modérée aux États-Unis et au Japon. Une hausse du cours du pétrole est favorable aux fournisseurs d'énergie, malgré des ventes aux consommateurs finaux potentiellement décourageantes.

### Une nouvelle dégradation

La baisse des revenus de 30 % au cours du trimestre clos en décembre a été similaire à celle du premier semestre. La faiblesse est attribuée aux difficultés économiques persistantes et à une réduction des commandes, notamment au Brésil. Le semestre clos en septembre a connu une perte commerciale de 3,6 M€ (0,6 M€ de bénéfice) ainsi que l'apparition d'une « situation très tendue en matière de trésorerie ».

### Valorisation: Offre publique d'achat en cours

L'offre est valable jusqu'au début du mois de juin. Le prix par action de 11 € a été fixé par un examen indépendant.

Prix €11.00

Capitalisation €8m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	8.4	8.4	(6.1)
Rel	5.6	4.8	(15.8)

#### Détails de l'action

Code	SIRA
Listing	Alternext Paris
Secteur	Industrie (Générale)
Actions en circulation	0.8m

#### Bilan au

	03/11	03/12
Dette nette (€m)	1.2	2.8
Capitaux propres (€m)	7.8	8.0
Endettement net /CP (%)	15.4	35.0

#### Description de l'entreprise

Siraga élabore des solutions sur mesure pour le secteur du gaz de pétrole liquéfié (butane et propane).

#### Points forts

- Gamme complète de produits d'installation de remplissage de cylindres GPL.
- Soutien d'Al Ayuni Group (actionnaire majoritaire).

#### Points faibles

- Sensible au cours du pétrole.
- Hautement concurrentiel.

#### Analystes

Richard Finch  
Jane Anscombe

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
03/10	47.9	3.5	2.5	1.7	2.22	5.0	n/a	n/a
03/11	32.4	0.9	0.6	(0.2)	(0.23)	n/a	n/a	n/a
03/12	38.2	1.6	1.2	0.5	0.58	19.0	n/a	n/a
03/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
03/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Social Mix Media

## Récapitulatif d'investissement: Réorganisation du kit d'outils numériques

Après une année de transition difficile au cours de laquelle la forte exposition du groupe à l'intégralité du secteur automobile et au marché espagnol a détérioré sa performance financière, Social Mix Media a entrepris une transformation radicale, reconfigurant son offre afin de souligner les capacités tirées des agences Lagardère acquises l'année dernière. Les plans du groupe sont ambitieux, visant notamment un CA de 50 M€ d'ici à 2015.

### Deux centres d'expertise

Social Mix Media se divise dorénavant en deux divisions : agence et édition. La première propose une gamme variée de services liés à la publicité basée sur les données, sur Internet et dans les applications mobiles, y compris des outils complexes comme le ciblage dynamique en temps réel, tous conçus pour améliorer la conversion. La deuxième vise à fournir des audiences ciblées aux principaux publicitaires grand public.

### Marché de plus en plus basé sur les données

Les marchés de la publicité globaux restant faibles en France, la publicité sur Internet et mobile continue de progresser, à un taux de 5 % pour le premier mais beaucoup plus vite pour le mobile. Les agences et outils permettant de maximiser les retours sur investissement, grâce à des solutions intelligentes, sont beaucoup mieux placés que les agences ne proposant que de la création.

### Année de transition en 2012

Les chiffres pro-forma indiquent un CA de 18,4 M€ et une perte d'EBITDA de 1,4 M€. Toutefois, le modèle d'entreprise est maintenant très différent et les avantages tirés des synergies et des ventes croisées ne se sont pas encore manifestés. La dette nette se chiffrait à 1,5 M€ à la fin de l'année.

### Valorisation: Le concept n'a pas encore fait ses preuves

Le ratio VE/CA pro-forma est faible à 0,4, contre environ 1 fois le CA avant acquisitions, ce qui suggère que le marché n'a pas encore évalué le regroupement des activités.

Prix €1.34

Capitalisation €6m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	9.8	(36.2)	(32.7)
Rel	7.0	(39.7)	(42.4)

#### Détails de l'action

Code	ALSM
Listing	Alternext Paris
Secteur	Médias et publicité
Actions en circulation	4.1m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette/(dette) (€m)	2.5	(1.5)
Capitaux propres (€m)	7.6	4.8
Endettement net /CP (%)	n/a	31.3

#### Description de l'entreprise

Social Mix Media Group fournit des services de publicité numérique dans tous les canaux de distribution, ainsi que des outils permettant de maximiser l'impact du marketing.

#### Points forts

- Portée et capacité accrues
- Avantages des acquisitions pas encore pris en compte

#### Points faibles

- Nouvelle structure opérationnelle inconnue
- Éventuelles contraintes financières

#### Analystes

Fiona Orford-Williams  
Jane Anscombe

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	11.3	n/a	0.9	(8.9)	(0.19)	n/a	n/a	n/a
12/11	11.9	1.4	0.8	1.2	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	10.4	1.2	(1.8)	(2.8)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	18.9	1.0	0.2	0.2	0.05	26.8	0.00	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Softimat

## Récapitulatif d'investissement: Réorientation dans l'immobilier

Lors des 18 derniers mois, Softimat a cédé ses activités de services informatiques et d'édition de logiciels, se recentrant sur ses activités immobilières. Le groupe étend ces activités au développement d'un centre d'affaires, de biens résidentiels et de locaux commerciaux en leasing.

### Spécialisation dans l'immobilier

Softimat a subi une transformation complète au cours des 18 derniers mois. Au T1 11, il a réalisé la vente de sa société informatique Systemat aux dirigeants. Celle-ci a été suivie de la vente d'une partie de son éditeur de logiciels Popsy Software aux dirigeants en mars 2012. En janvier 2013, il a cédé 51 % du capital d'Informat, son pôle logiciels restant, à une équipe de cofondateurs et à la direction. Softimat est désormais entièrement recentré sur ses activités immobilières lancées en 1990, avec un portefeuille de 9 immeubles commerciaux en Belgique, au Luxembourg et en France, représentant un total de 15 500 m<sup>2</sup> de bureaux, 3 000 m<sup>2</sup> de laboratoires techniques et 10 000 m<sup>2</sup> d'entrepôts, estimé à environ 30M€. Fin 2012, Softimat a décidé de lancer un centre d'affaires ayant ses bureaux à Lasne, Belgique, avec une rénovation pour location à court terme aux petites entreprises. Il a signé un accord avec Mobisport pour un espace de télétravail. Il se développe en outre sur le segment de l'immobilier résidentiel, son 1er projet envisagé étant la construction de 5 appartements à Bruxelles d'une surface totale de 850 m<sup>2</sup>.

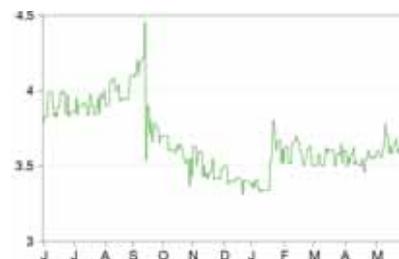
### Valorisation: 2012, une année de transition

Les revenus locatifs nets en 2012 étaient en hausse de 10 % à 2,2M€ (30 % du CA total, le reste concernant ses activités logicielles). Le bénéfice d'exploitation était de 3,8M€, avec une contribution du pôle immobilier de 0,5M€, contre 0,9M€ en 2011. Les activités logicielles ont rapporté 0,1M€ et la vente de Popsy 3,2M€. La direction prévoit que les activités de leasing de bureaux généreront un revenu locatif garanti d'environ 1,8M€ en 2013 suite au départ de 2 locataires clés représentant un revenu de 0,65M€. Une clarification sur la rentabilité du pôle immobilier est nécessaire pour établir une valorisation de la société.

Prix €3.64

Capitalisation €23m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	1.1	8.3	23.2
Rel	(1.7)	4.8	13.5

#### Détails de l'action

Code	SOFT
Listing	Alternext Brussels
Secteur	Immobilier
Actions en circulation	6.4m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	9.9	6.3
Capitaux propres (€m)	25.6	21.6
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

Softimat est une société immobilière avec un portefeuille de neuf immeubles commerciaux en Belgique, au Luxembourg et en France.

#### Points forts

- Recentrage sur les activités immobilières.
- Le centre d'affaires profite de l'espace existant à Lasne.

#### Points faibles

- Résultats du recentrage vers le centre d'affaires et les activités résidentielles à confirmer.
- Investisseurs potentiels non informés de la transformation.

#### Analystes

Anne Margaret Crow  
Dan Ridsdale

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	58.2	n/a	1.1	0.4	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	8.9	n/a	0.4	0.7	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	7.4	n/a	3.8	2.9	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Solutions 30

## Récapitulatif d'investissement: Services de support numérique

Solutions 30 se développe en appliquant à d'autres pays européens son modèle de services numériques français, pour une couverture complète en Europe sur le long terme.

### Stratégie

Fort d'une solide présence en France, Solutions 30 déploie son modèle en Italie, en Allemagne, au Benelux et en Espagne. Le groupe a développé sa gamme de services dans le multimédia, les systèmes de paiement électronique, la sécurité et l'énergie, pour réduire sa dépendance à l'informatique et aux télécommunications. Cette expansion s'est faite notamment par le biais d'acquisitions, la dernière concernant CIS Infoservices, au CA annualisé de 20M€. Avec plus de 1000 techniciens spécialisés, le groupe dispose du réseau de spécialistes du support numérique sur site le plus étendu d'Europe. Solutions 30 assiste env. 4000 clients chaque jour, soit 10 fois plus qu'il y a à peine 10 ans.

### Valorisation: Objectif de CA annuel de 100M€

Le groupe a connu des résultats record en 2012 (77,1M€, en progression de 21 % en glissement annuel) grâce aux 3 acquisitions réalisées durant l'été 2011. Le CA France était en hausse de 14 % en glissement annuel grâce à la signature de nouveaux contrats, et le CA international (23 % du CA total) était en hausse de 54 %. Le CA des nouveaux segments était en hausse, passant de 13 % du CA total en 2011 à 20 % en 2012. La filiale italienne du groupe a signé d'importants contrats dans le domaine des compteurs intelligents et des terminaux de paiement. Grâce à une augmentation de ses marges, son bénéfice d'exploitation a progressé de 50 % à 4,1M€. Le bénéfice net consolidé a renoué avec son niveau de 2010 après une année 2011 pénalisée par des charges exceptionnelles. Le solide cash flow d'exploitation (env. 4M€), grâce à une réduction du fonds de roulement de 1,6 M€, a donné 6M€ de trésorerie nette, contribuant au financement des acquisitions. La direction vise une couverture de tout le marché européen sur le long terme et a récemment créé une filiale en Espagne. L'objectif de CA est de 100M€ en 2013, cette prévision semblant réalisable grâce à la croissance interne et l'acquisition de CIS Infoservices. Un échantillon de sociétés concurrentes se négocie à un PER prévisionnel moyen de 14,4, signe que le cours de l'action Solutions 30 n'intègre pas encore pleinement l'objectif de CA.

Prix €14.10

Capitalisation €70m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	17.0	56.9	44.6
Rel	14.2	53.4	34.9

#### Détails de l'action

Code	ALS30
Listing	Alternext Paris
Secteur	Technologie
Actions en circulation	4.9m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	1.4	1.2
Capitaux propres (€m)	10.4	14.7
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

Solutions 30 offre des services de réparation d'ordinateur personnel et de bureau pour les particuliers et les entreprises en Europe. La société installe et maintient également des compteurs intelligents, des systèmes audiovisuels, des terminaux de point de vente et des installations de sécurité et de sûreté.

#### Points forts

- Réseau étendu de techniciens qui assurent un service de qualité.
- Les technologies émergentes (compteurs intelligents par ex.) offrent de nouvelles opportunités de marché.

#### Points faibles

- Doit maintenir les marges sur de nombreuses petites activités de support.
- Doit gérer un effectif de plus de 1000 techniciens.

#### Analystes

Anne Margaret Crow  
Dan Ridsdale

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	54.7	n/a	4.6	1.4	0.53	26.6	n/a	n/a
12/11	63.8	n/a	2.7	0.5	0.17	82.9	n/a	n/a
12/12	77.1	n/a	4.1	1.3	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	76.0	5.0	4.0	3.0	1.00	14.1	0.00	n/a
12/14e	86.0	7.0	6.0	4.0	1.43	9.9	0.00	n/a

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# Solving Efeso

## Récapitulatif d'investissement: Cabinet de conseil aux entreprises internationales

La croissance passe par plus d'investissements sur le positionnement de la marque, un marketing orienté sur les multinationales ainsi que le développement de l'activité dans les pays émergents. La stratégie du groupe consiste à exploiter les secteurs traditionnellement forts, tels que l'agroalimentaire, la pâte à papier et les emballages, et à développer la clientèle de 2012 sur des secteurs prometteurs comme le luxe, la pharmaceutique et l'aéronautique. En 2011 et 2012, certains clients ont diminué la taille de leurs projets pour réduire leurs coûts, souvent au S2. En cas de poursuite de cette évolution en 2013, le groupe prévoit d'aligner ses coûts. Dans un environnement macro-économique incertain, l'objectif reste une croissance supérieure au marché et une augmentation de la rentabilité opérationnelle plus rapide que celle du CA.

## Croissance externe et interne en 2013

Solving Efeso est un cabinet de conseil qui collabore avec les multinationales pour identifier des innovations génératrices de résultats tangibles, établir des stratégies de croissance et contribuer à la mise en oeuvre de nouvelles idées. Au T1 13, il a généré env. 24 % du CA en France (73,5 % en Europe au total), 13,6 % en Amérique du Nord et 12,9 % dans les marchés émergents. En 2013, le groupe a pour objectif d'accélérer l'augmentation du CA et des bénéfices grâce aux acquisitions de 2012 et à la croissance organique, malgré un contexte difficile. Depuis 2011, le groupe a élargi ses services en rachetant des entreprises réputées pour leur expertise, telles qu'Intuition SAS en 2011 (Stratégie de marque) et Flecto BV en 2012 (Conduite du changement).

## Valorisation: Perspectives bénéficiant de la diversification géographique

Le CA 2012 était supérieur de 9,6 % en glissement annuel, de 5,6 % à périmètre constant, malgré un environnement économique incertain en Europe du Sud. La performance reste toujours solide en Allemagne, sur les marchés émergents et en Amérique du Nord. La priorité accordée aux économies émergentes a été payante (croissance de 82 % en Russie en 2012, 23 % en Chine et 5 % au Brésil). Le CA du T1 13 était supérieur de 14,2 % en glissement annuel (17,2M€) ; +11 % en Europe, +31 % en Amérique du Nord, +16 % dans les pays émergents. Solving Efeso a obtenu une croissance moyenne de 5 % des commissions en 2012, et a versé son premier dividende depuis 2004. Le paiement d'un dividende pour l'année 2012 a été confirmé.

Prix €2.35

Capitalisation €3m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	2.6	2.2	25.0
Rel	(0.2)	(1.4)	15.3

### Détails de l'action

Code	ALOLV
Listing	Alternext Paris
Secteur	Services supports
Actions en circulation	22.4m

### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	2.4	3.3
Capitaux propres (€m)	35.2	36.6
Endettement net /CP (%)	6.8	9.0

### Description de l'entreprise

Solving Efeso International est spécialisée dans la stratégie d'entreprise et les services de conseil en organisation. Les opérations du groupe s'articulent autour de trois types de services : l'analyse et l'élaboration de stratégies, l'organisation de la gestion en général et l'amélioration de la performance d'une fonction.

### Points forts

- Début d'année 2013 en fanfare et solides perspectives.
- Importance accrue accordée aux marchés émergents.

### Points faibles

- Exposition aux marchés plus fragiles de l'Europe du Sud.
- Ses clients envisagent généralement de réduire leurs coûts au S2.

### Analystes

Roger Leboff  
Martyn King

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	50.5	n/a	(1.0)	(4.2)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	54.8	n/a	4.6	3.2	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	60.1	n/a	5.2	3.1	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	68.5	7.1	6.3	2.9	0.13	18.1	0.04	1.7
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Sopheon

## Récapitulatif d'investissement: gestion du cycle de vie d'un produit

Les résultats 2012 de Sopheon ont démontré que les démarches visant à développer la clientèle ont porté leurs fruits, bien que l'investissement dans les ventes et le marketing s'avère être un frein à court terme à la croissance des bénéfices.

### Stratégie

Sopheon fournit à ses clients des solutions complètes en matière de rendement d'innovation d'entreprise, y compris des logiciels et services de conseil sur les meilleures pratiques en gestion de l'innovation. Ses solutions ont été adoptées par plus de 200 clients et un total de plus de 60 000 utilisateurs dans plus de 50 pays. La stratégie de Sopheon comporte trois éléments clés : le ciblage de marchés verticaux spécifiques comprenant les biens de consommation, les produits alimentaires et les boissons, les produits chimiques, la haute technologie, l'aérospatiale et la défense ; l'élargissement de l'utilisation de ses solutions au sein de comptes existants par l'ajout de nouveaux modules à la plate-forme Accolade ; et l'expansion de circuits de distribution à la fois directs et indirects pour acquérir de nouveaux clients.

### Valorisation: Forte croissance des revenus

Ayant adopté cette stratégie en 2011, les résultats ont commencé à porter leurs fruits en 2012. Les revenus se sont accrus de 23 % en glissement annuel pour atteindre 12,7 M£ et l'EBITDA s'est accru de 0,3 M£ pour atteindre 1,8 M£. Les revenus provenant de nouveaux clients ont représenté 51 % du total (à l'exclusion des renouvellements de maintenance et d'hébergement) par rapport à 21 % en 2011. Les clients implantés sur de nouveaux territoires, notamment en Chine et au Moyen-orient, ont apporté une contribution majeure à cette croissance. L'augmentation de 20 % des revenus de licence en 2012 devrait se traduire par des revenus plus élevés au niveau de la maintenance et de l'hébergement en 2013. En janvier dernier, Sopheon a publié la version 8.2 de sa solution de gestion d'innovation Accolade. La visibilité des revenus 2013 début mai était de 7,4 M£, soit de 14 % supérieure à l'exercice précédent, soutenant ainsi le point de vue consensuel d'une croissance des revenus de 10 %. Le PER 2013 est supérieur à la moyenne de 16,6x pour un échantillon d'entreprises de logiciels mondiales. Ces résultats reflètent une légère baisse des bénéfices pour 2013 liée à la hausse des dépenses de personnel en vue de soutenir l'expansion géographique, et une forte croissance des bénéfices en 2014.

Prix €0.06

Capitalisation €9m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(14.6)	(33.9)	3.1
Rel	(17.4)	(37.5)	(6.6)

#### Détails de l'action

Code	SOPH
Listing	Alternext Amsterdam
Secteur	Technologie
Actions en circulation	145.6m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette/(dette) (£m)	(0.2)	0.6
Capitaux propres (£m)	3.1	3.3
Endettement net /CP (%)	6.5	n/a

#### Description de l'entreprise

Sopheon est un fournisseur international de logiciels et services pour la gestion du cycle de vie d'un produit. Il dispose de bases d'exploitation aux États-Unis, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas, et des canaux de distribution, de mise en place et de support dans le monde entier.

#### Points forts

- Les revenus récurrents annualisés de 4,5 M£ à la fin décembre 2013 offrent une protection contre une éventuelle réduction des nouvelles acquisitions de licences.
- Expansion dans de nouveaux pays.

#### Points faibles

- Augmentation de la base de coûts (ex. élargissement de l'équipe marketing en Europe).
- Climat économique difficile allongeant la durée de vente.

#### Analystes

Anne Margaret Crow  
Dan Ridsdale

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (£m)	EBITDA (£m)	EBIT (£m)	RN (£m)	BNA (£)	PER (x)	Coupon (£)	DPA (%)
12/10	10.5	1.5	0.4	0.2	0.10	0.5	n/a	n/a
12/11	10.3	1.5	0.5	0.1	0.00	n/a	n/a	n/a
12/12	12.7	1.8	0.6	0.3	0.00	n/a	n/a	n/a
12/13e	14.0	1.8	0.6	n/a	0.00	n/a	0.00	n/a
12/14e	16.0	2.3	1.0	n/a	0.00	n/a	0.00	n/a

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# Spineway

## Récapitulatif d'investissement: IPO Spineway

Spineway a récemment fait son entrée à la bourse NYSE Alternext afin de financer sa stratégie d'expansion. La société propose des produits variés et ses revenus augmentent régulièrement, mais elle veut élargir sa gamme et optimiser son assistance commerciale afin de maximiser les opportunités.

### Avantages commerciaux conférés par une vaste gamme de produits

Spineway développe et commercialise huit gammes d'implants rachidiens et d'instruments chirurgicaux pour la colonne vertébrale, remplissant jusqu'à 80 % des besoins des chirurgiens. La société dispose d'un réseau de distribution mondial et dégage environ 90 % de ses revenus du reste du monde par le biais de distributeurs exclusifs, contre moins de 10 % de ventes directes en France. Le produit de l'introduction en bourse servira à renforcer les capacités de vente et à lancer de nouveaux produits.

### L'innovation en action

L'un des principaux produits pour la croissance du groupe est le système Mont Blanc 3D permettant de corriger la scoliose. Diverses vis sont attachées à des tubes sur la partie convexe de la colonne vertébrale, qui peuvent ensuite être ajustées afin d'aligner la cambrure tout en optimisant les résultats cliniques. La chirurgie se fait en une seule fois et le patient est entièrement mobile quelques jours après l'opération.

### Un secteur concurrentiel

Le marché des implants orthopédiques pour la chirurgie rachidienne est estimé à 9 Mds\$ et son principal moteur de croissance est l'innovation technologique.

### Valorisation: Performance depuis l'IPO

Spineway a levé 4,9 M€ grâce à un placement privé de 595 000 nouvelles actions et à l'émission de 4,4 millions d'actions existantes. La capitalisation boursière se chiffrait à 25,4 M€ lors de l'IPO, soit 7,47 € par action. Depuis son introduction en bourse, Spineway a décuplé son CA 2012 de 31 % et son résultat d'exploitation de 71 % (410 000 €).

Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	2.8	n/a	0.0	0.2	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	3.6	n/a	0.1	0.2	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	4.7	n/a	0.1	0.4	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

Prix €9.60

Capitalisation €3m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	2.1	n/a	n/a
Rel	(0.7)	n/a	n/a

#### Détails de l'action

Code	ALSPW
Listing	Alternext Paris
Secteur	Santé
Actions en circulation	3.4m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette/(dette) (€m)	0.0	(0.7)
Capitaux propres (€m)	2.9	3.7
Endettement net /CP (%)	n/a	18.9

#### Description de l'entreprise

Spineway conçoit, fabrique et commercialise des systèmes rachidiens, des cages cervicales et lombaires, des plaques cervicales et des substituts osseux. Ses produits, qui ont tous leur version pédiatrique, sont utilisés par les chirurgiens orthopédistes et les neurochirurgiens.

#### Points forts

- Perspectives de commercialisation des distributeurs favorisées par la vaste gamme de produits
- Stratégie active en matière de développement de nouveaux produits

#### Points faibles

- Marché innovant en forte croissance, mais concurrentiel
- Croissance des ventes dépendante du remboursement des produits sur une base régionale

#### Analystes

Emma Ulker  
Robin Davison

# Sporever

## Récapitulatif d'investissement: axé sur le sport

Après une année de transition en 2012, Sporever est axé sur le développement de ses sites internet de sports sous la marque 365 et de sa chaîne télévisée sport365 nouvellement lancée, ainsi que sur le déploiement de ses activités B2B. En dépit d'un environnement publicitaire difficile, la marque du groupe, Media365, est bien positionnée et l'intérêt pour le sport reste très important. Le ratio capitalisation boursière/CA pour 2012 est de 0,9x.

### 2012 : une année de transition

La composition des activités de Sporever s'est modifiée en 2012 en raison de l'arrêt de son activité de paris sportifs en ligne au T1 et du lancement d'une nouvelle chaîne de télévision, Sport365, en septembre. Parallèlement, les revenus publicitaires se sont avérés plus faibles que prévu, dans un climat économique difficile. Les revenus sous-jacents ont diminué de 13 % et une petite perte d'exploitation de 0,25 M€ a eu lieu (2011 : bénéfice de 0,45 M€). L'EBITDA s'est élevé à 0,5 M€ et le bilan reste sain sans aucune dette.

### 2013 : une année de consolidation

Sport365 est distribuée par Orange (sur quatre chaînes Canal et sur mobiles) et comptait presque 2,2 M de téléspectateurs en janvier 2013, soit quatre mois seulement après son lancement (source : Medial). Les marques Media 365 bénéficient de l'intérêt marqué pour le sport et d'une bonne cible démographique, mais la croissance des revenus publicitaires en Europe devrait rester modérée en 2013 (prévisions eMarketer : 2,0 % en 2013). La direction prévoit que 2013 sera une année de consolidation, avec une équipe de ventes élargie cherchant à faire croître l'entreprise dans un marché concurrentiel.

### Valorisation: fort intérêt pour le sport

Sporever a subi une petite perte nette au cours des deux dernières années, mais l'arrêt de son activité de paris sportifs en ligne ainsi que son recentrage semblent indiquer qu'un retour à la rentabilité en 2013 devrait être réalisable, même si les prévisions consensuelles s'avèrent optimistes. Les PER prospectifs (2013/2014) tiennent compte du potentiel de revirement.

Prix €4.85

Capitalisation €11m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(12.5)	(17.8)	(30.0)
Rel	(15.3)	(21.3)	(39.7)

#### Détails de l'action

Code	ALSP0
Listing	Alternext Paris
Secteur	Médias et publicité
Actions en circulation	2.2m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	4.9	2.7
Capitaux propres (€m)	10.4	8.8
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

Sporever est un groupe de médias spécialisé dans les contenus sportifs, diffusés par ses propres canaux et produits pour le compte de tiers par des services B2B. Il dispose d'un certain nombre de sites web de marque 365 (par ex., football365.fr, sport365.fr), d'une chaîne d'information sportive télévisée, sport365, d'applications WAP et mobiles.

#### Points forts

- Popularité permanente des sports.
- Recentrage des activités.

#### Points faibles

- Les marchés de la publicité restent faibles.
- Secteur concurrentiel.

#### Analystes

Jane Anscombe

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	15.6	n/a	1.1	0.7	0.28	17.3	0.40	8.2
12/11	16.5	n/a	0.5	(0.4)	(0.16)	n/a	0.40	8.2
12/12	13.4	0.5	(0.3)	(0.6)	(0.28)	n/a	0.45	9.3
12/13e	13.8	n/a	0.1	0.1	0.03	161.7	0.45	9.3
12/14e	14.5	n/a	0.5	0.3	0.16	30.3	0.45	9.3

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# Stradim - Espace Fin.

## Récapitulatif d'investissement: Promoteur d'appartements intégré verticalement

Stradim-Espace Finances est un promoteur résidentiel. La société achète des terrains, principalement auprès de vendeurs privés, pour lesquels elle obtient un permis de construire avant l'achat. Elle cherche à vendre avant l'achèvement des travaux, autant que possible, afin de minimiser les risques, se concentre sur les sites ayant obtenu un permis de construire et faisant l'objet d'un zonage ou repousse l'achat jusqu'à leur obtention. Le CA 2012 a été stable, avec de meilleurs taux d'achèvement. Les perspectives de l'année en cours incluent 600 engagements préliminaires sur des appartements (dont 200 sont déjà obtenus), dont 20-25 % de logements à prix modéré et 450 appartements en transfert. Stradim finance 80 % des investissements opérationnels et financiers par des emprunts bancaires et confirme que ces lignes sont toujours en place.

### Gestion des risques avant l'achat des terrains

Le CA 2012 provient de Strasbourg (70 %), Nantes (8 %), Toulouse (10 %), Melun et Troyes (14 %). Les marges ont diminué en 2012, affectées par le remplacement de la loi Scellier par la loi Duflot, moins incitative pour les acheteurs, qui a engendré des pertes de valeur des terrains. Le groupe est intégré verticalement, avec une expertise interne en matière de développement technique et commercial et des capacités internes de suivi juridique et financier. Ceci lui permet de continuellement s'adapter aux fluctuations de la demande. Son modèle d'acquisition se concentre sur les moyennes villes (10 000 à 40 000 habitants) situées près de régions économiquement dynamiques. Dans cette optique, depuis 1996, le groupe a acquis des sociétés bien ancrées à Troyes, Nantes, Toulouse et, plus récemment, Melun dans la région parisienne.

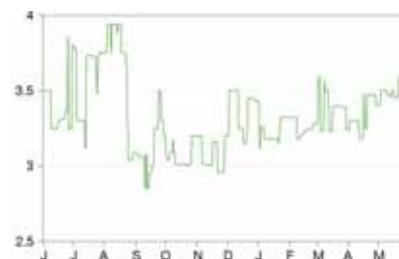
### Valorisation: demande alimentée par le manque de nouveaux logements

Le CA a augmenté pour la quatrième année en 2012. 567 contrats ont généré un CA net de 93 M€. 374 appartements ont été livrés à leurs acheteurs. La volonté des acheteurs de compléter leur achat avant le retrait de la loi Scellier et le besoin accru en logements privés et sociaux ont alimenté la demande en nouveaux logements. Les réservations planifiées confirment la production pendant un an. Stradim contrôle des terrains équivalents à près de 2 000 unités dans le pays, soit environ deux ans et demi de production. La construction de logements sur le territoire national est inférieure à l'objectif, avec 0,3 million de nouveaux logements attendus cette année contre une demande prévue à 0,5 million.

Prix €3.46

Capitalisation €12m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	1.8	0.9	(1.0)
Rel	(1.0)	(2.7)	(10.7)

#### Détails de l'action

Code	ALSAS
Listing	Alternext Paris
Secteur	Sociétés Financières
Actions en circulation	3.4m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette/(dette) (€m)	n/a	n/a
Capitaux propres (€m)	n/a	n/a
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

Stradim-Espace Finances œuvre dans le secteur immobilier, recherche des terrains à développer, vend des appartements et propose des services associés comme l'aménagement d'espaces professionnels, le crédit-bail et la gestion.

#### Points forts

- Bonne performance dans les villes clés
- Dynamique des ventes et stratégie de développement maîtrisant les risques

#### Points faibles

- Conséquences incertaines du changement de la loi
- Exposition au marché résidentiel français en difficulté

#### Analystes

Roger Leboff  
Martyn King

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	65.1	n/a	5.0	3.1	0.91	3.8	n/a	n/a
12/11	75.8	n/a	6.9	3.0	0.88	4.0	n/a	n/a
12/12	79.0	n/a	4.4	2.9	0.83	4.2	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# StreamWIDE

## Récapitulatif d'investissement: Solutions pour entreprises de télécommunications

StreamWIDE a connu une demande soutenue de ses services, les opérateurs de télécommunications répondant aux défis des services OTT. Les actions sont en baisse de 16 % par rapport à leur cours élevé de 11,5 € en mars dernier et s'échangent à 13x le BPA 2013 prévu.

## Services à valeur ajoutée pour les opérateurs de télécommunications

StreamWIDE est spécialisée en produits et services à valeur ajoutée pour les entreprises de télécommunications. Ses technologies offrent un remplacement des systèmes existants et des services, tels que le chargement, la messagerie, les multimédias, l'interconnexion, les numéros virtuels et les conférences.

## Une forte croissance au cours des quatre dernières années

Le facteur clé de la croissance est la nécessité pour les opérateurs de télécommunications de proposer de nouvelles offres attrayantes face à la concurrence de prestataires de services OTT. Affichant un fort dynamisme des ventes au début de l'année et des efforts constants en termes de R&D, la direction est optimiste pour l'exercice en cours et les perspectives à moyen terme.

## Aperçu des résultats 2012

Les revenus ont augmenté de 27 % atteignant 14,6 M€ avec un S2 à +47 % sur le déploiement de plusieurs contrats signés au S1. L'EBITDA de 4,5 M€ était de +16 % en glissement annuel, mais le bénéfice net a (1,3 M€) a chuté par rapport à celui de 2011 s'élevant à 1,8 M€ en raison de l'amortissement accru en R&D. La trésorerie nette de 1,7 M€ a été affectée par les sorties de fonds de roulement qui se sont inversées depuis.

## Valorisation: Le cours de l'action n'est pas agressif

Le cours est en baisse de 20 % par rapport à plus haut sur l'année en cours de 11,5 € en mars dernier et s'échangent à 13x le BPA 2013 prévu. Malgré la confiance de la direction pour 2013, selon les estimations consensuelles, une baisse des ventes pour l'exercice en cours est prévue à 13,3 M€.

Prix €9.11

Capitalisation €24m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(6.1)	(8.0)	6.9
Rel	(8.9)	(11.5)	(2.8)

### Détails de l'action

Code	ALSTW
Listing	Alternext Paris
Secteur	Technologie
Actions en circulation	2.7m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	2.8	1.7
Capitaux propres (€m)	10.9	11.7
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

StreamWIDE édite des logiciels utilisés pour fournir des services de téléphonie de nouvelle génération (IP) à des opérateurs de télécommunications fixes et mobiles et à des fournisseurs d'accès à internet. Elle est implantée dans plus de 10 pays, dont la France, les États-Unis et la Chine, ce qui lui permet d'utiliser ses propres équipes pour la livraison et le service client. 76 % des revenus proviennent de l'étranger.

### Points forts

- Fort dynamisme des ventes.
- La base clients doit répondre à la concurrence.

### Points faibles

- La base clients fait face à d'importants défis d'exploitation.
- Marché concurrentiel.

### Analystes

Bridie Barrett  
Dan Ridsdale

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	10.2	n/a	2.3	1.1	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	11.5	n/a	2.5	1.8	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	14.6	n/a	1.9	1.3	n/a	n/a	0.23	2.5
12/13e	13.3	4.4	2.9	2.0	0.69	13.2	0.22	2.4
12/14e	15.9	5.8	3.1	2.0	0.63	14.5	0.23	2.5

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# STS Group

## Récapitulatif d'investissement: En cours de restructuration

STS Group a souffert de la récession économique et a subi d'importantes dépréciations dans ses filiales et coentreprises. Le groupe est en train de restructurer son organisation et sa dette, et doit encore publier ses comptes pour 2011. Il a donc dû suspendre ses actions depuis juin 2012.

## Gestion de documents et confiance numérique

STS Group vend des solutions de gestion de documents fournissant des fonctions de traçabilité, de vérification et de gestion des droits avancés, outre le cryptage et l'archivage. STS Group se compose principalement des filiales régionales de STS, Codasystem et Risc Group. Risc Group est une société cotée, dont STS Group détient 28 %, mais pleinement consolidée en raison de la nomination du président et du directeur général par STS Group. Le groupe accorde ses licences logicielles et technologiques à des partenaires internationaux en utilisant des coentreprises.

## Principaux produits

STS Suite comprend STS PEA et STS SaaS Manager. PEA est une plateforme d'archivage qui gère la saisie des documents vers les archives et SaaS Manager assure la sécurité et la traçabilité de la gestion des documents. En 2011, STS Group a acheté Codasystem, dont l'activité consiste à fournir des services de gestion de photos. L'aspect clé de l'ensemble de sa technologie et de ses services réside dans la qualité probante des informations enregistrées, ce qui signifie que les documents et les photos peuvent être utilisés à des fins juridiques.

## Valorisation: Dépréciations et restructurations importantes

Les actions de STS Group ont été suspendues depuis juin 2012 suite à la restructuration de l'entreprise et à la renégociation de sa dette (33,3 M€ au T1 11). Les derniers résultats disponibles publiés concernaient le T1 11, et depuis lors, le groupe a révélé qu'une provision de 9,4 M€ sera comptabilisée contre l'investissement dans Risc Group et 11,5 M€ contre les coentreprises. Les discussions avec les créanciers sont en cours. Une date reste à définir pour la publication des comptes 2011, du S1 12 et 2012.

Prix €1.32

Capitalisation €8m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.0	0.0	(37.1)
Rel	(2.8)	(3.5)	(46.8)

### Détails de l'action

Code	ALSTS
Listing	Alternext Paris
Secteur	Technologie
Actions en circulation	6.4m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette/(dette) (€m)	n/a	n/a
Capitaux propres (€m)	n/a	n/a
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

STS Group fournit une gamme de services de gestion de documents et d'images utilisant à la fois la technologie de nuage et la technologie autonome. Son argument de vente clé est la qualité probante des informations enregistrées et des processus de cryptage et d'archivage.

### Points forts

- L'accord avec les créanciers de Risc Group a été conclu.
- Produit Codasystem innovateur.

### Points faibles

- D'importantes provisions soulèvent des doutes quant à la viabilité du modèle d'entreprise.
- Informations financières disponibles insuffisantes pour 2011 et 2012 pour mener une évaluation précise de la viabilité de l'entreprise.

### Analystes

Tom Grady  
Dan Ridsdale

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	25.1	n/a	10.7	6.5	1.02	1.3	n/a	n/a
12/11	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Theradiag

## Récapitulatif d'investissement: Perspectives prometteuses

Theradiag tire parti de son expertise reconnue en matière de diagnostic et se positionne de façon à profiter d'une tendance grandissante vers la médecine « personnalisée ». La nouvelle génération de la « théranostique » devrait permettre de mieux identifier les patients susceptibles de profiter des nouveaux médicaments actuellement en cours de développement.

## Une nouvelle génération de tests de diagnostic

Theradiag exploite l'utilisation accrue de biothérapies, développant des tests innovants afin de guider et de suivre le traitement individuel des patients. La théranostique (fusion de la thérapeutique et du diagnostic) utilise des biomarqueurs afin d'identifier les patients réceptifs à tel ou tel médicament.

## Transition prévue pour 2015

À l'heure actuelle, Theradiag tire 60 % de son CA des tests de diagnostic traditionnels et environ 40 % des tests développés en interne. La stratégie se concentre sur la théranostique et sur les tests de diagnostic spécialisés, à plus forte valeur ajoutée. Theradiag compte achever cette transition vers une gamme de produits à plus forte marge d'ici à 2015.

## IPO couronnée de succès sur Alternext en décembre 2012

Theradiag a levé 8,2 M€ lors de son introduction sur Alternext en décembre 2012. Les fonds serviront au développement de produits de théranostique innovants et au renforcement du portefeuille de produits de diagnostic. Au total, la société a dépensé 1,2 M€ dans la R&D en 2012 et compte faire de même à l'avenir.

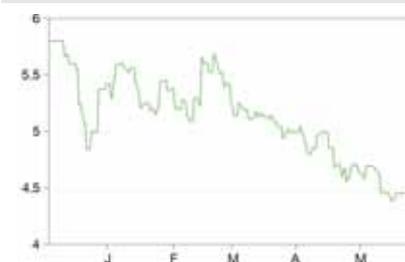
## Valorisation: Société positionnée pour la croissance à moyen terme

Le scénario d'investissement dépend du développement et de la commercialisation de test théranostiques innovants. Le CA et la rentabilité sont moins importants à court terme. L'important est la situation à moyen terme. Les investisseurs devraient se concentrer sur les programmes de R&D et sur les produits en cours de développement.

**Prix** €4.49

**Capitalisation** €17m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(3.0)	(17.2)	n/a
Rel	(5.8)	(20.7)	n/a

### Détails de l'action

Code	ALTER
Listing	Alternext Paris
Secteur	Santé
Actions en circulation	3.9m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	0.9	1.9
Capitaux propres (€m)	2.6	8.4
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Theradiag développe, fabrique et commercialise des tests de diagnostic principalement destinés aux maladies auto-immunes, aux allergies et aux cancers. Ses activités de recherche visent la génération de nouveaux outils permettant de guider les biothérapies.

### Points forts

- Demande en diagnostics alimentée par l'introduction de nouvelles thérapies
- Bonne performance passée en matière de lancement de nouveaux produits

### Points faibles

- Secteur de plus en plus concurrentiel
- Programmes de R&D coûteux et longs

### Analystes

Franc Gregori  
Robin Davison

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	11.1	n/a	0.2	0.1	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	10.2	n/a	(0.6)	(0.3)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	8.3	n/a	(1.0)	(1.0)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Toolux Sanding

## Récapitulatif d'investissement: Fabricant et exportateur d'outils à main chinois

Toolux Sanding est une société holding basée au Luxembourg spécialisée dans la conception, la fabrication et la vente d'outils à main destinés aux professionnels et aux particuliers. Sa gamme comprend principalement des tournevis à manche injecté ou extrudé, ainsi que des clés à pipe ou multi-usages vendues sous sa propre marque et sous des marques de distributeur. Ses clients sont principalement des distributeurs comme Castorama en France, Home Depot aux États-Unis et B&Q au Royaume-Uni, ainsi que quelques fabricants. Les documents du groupe citent des clients sur cinq continents et dans 12 pays (principalement États-Unis, France, Angleterre, Allemagne, Mexique, Australie et Japon).

### La base d'actifs doit être clarifiée

La dette nette se chiffrait à 15,8 M€ à la fin de l'année (endettement de 127 %) contre 15,3 M€ (124 %) l'année dernière. La dette bancaire (16,2 M€ au total) est entièrement à court terme, d'une échéance comprise entre janvier et décembre 2013 ; 14,7 M€ ont été renouvelés en 2012. Les taux d'intérêt semblent élevés : 12,4 M€ à des taux supérieurs de 10 % à 20 % aux taux de base locaux. En outre, la société doit 4,9 M€ de titres d'emprunt payables à quatre banques. Les débiteurs incluent 16,8 M€ de prêts à des entreprises (11,5 M€ à 10 % par an à Shengzhou Shanghai Real Estate et 1,3 M€ à 6,5 % par an à Zhejiang Jiuding dans le segment de la décoration), ainsi que 3,3 M€ de prêts à des particuliers.

### Valorisation: Croissance du CA et des marges en 2012

Le groupe commente très peu ses résultats, sa performance opérationnelle, ses ventes ou les progrès réalisés par rapport à ses objectifs stratégiques. Ainsi, il est difficile de mettre en contexte les résultats et la valorisation actuelle. Le CA publié pour 2012 est en hausse de 12 % en glissement annuel, pour une marge brute de 29,4 % (24,7 % en 2011). Le résultat d'exploitation se chiffre à 0,28 M€ (0,18 M€ en 2011), pour une marge de 9,2 % (8,1 % en 2011).

Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	10.5	n/a	0.4	0.3	0.17	79.1	n/a	n/a
12/11	9.2	n/a	0.2	0.2	0.08	168.1	n/a	n/a
12/12	10.3	n/a	0.3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

Prix €13.45

Capitalisation €24m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.0	0.0	0.0
Rel	(2.8)	(3.5)	(9.7)

#### Détails de l'action

Code	ALTLX
Listing	Alternext Paris
Secteur	Produits ménagers
Actions en circulation	1.8m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	15.3	15.8
Capitaux propres (€m)	12.3	12.5
Endettement net /CP (%)	124.4	126.4

#### Description de l'entreprise

Toolux Sanding est spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'outillage en métal et en plastique. Les produits du groupe incluent les tournevis, les embouts, les clés multi-usages, les truelles et les accessoires (boîtes à outils, gants, etc.).

#### Points forts

- Croissance du CA publié
- Marchés à l'exportation assez larges

#### Points faibles

- Diversification non justifiée
- Certains pays et économies sous pression

#### Analystes

Roger Leboff  
Jane Anscombe

# Traqueur

## Récapitulatif d'investissement: localisation du bénéfice

Traqueur opère sur le marché concurrentiel de la localisation de véhicules, mais a l'avantage d'être le licencié français exclusif du réseau LoJack. Ses revenus d'abonnement ont augmenté de 16 % pour 2012 et ses flux de trésorerie sont positifs malgré des pertes d'exploitation.

## Fournisseur de traqueur de véhicules et de gestion des flottes

Traqueur élabore et vend une gamme de produits de localisation de véhicules pouvant être utilisés pour localiser un véhicule après qu'il ait été volé ou pour la gestion de grandes flottes. L'entreprise dispose d'un partenariat avec les forces de l'ordre françaises et avec de nombreuses compagnies d'assurance, et elle est membre du réseau international LoJack. Les trois principaux produits sont Traqueur 'Spot' qui fonctionne par radio VHF, 'iLink' fonctionnant par GPS, et 'iTwin' étant une combinaison des deux. Un abonnement permanent est facturé aux clients souhaitant une utilisation continue des divers services de sécurité.

## Augmentation des possibilités de vente grâce à l'accord de licence exclusive

L'avantage de Traqueur repose sur sa licence exclusive pour l'utilisation de la technologie LoJack sur le territoire français, et sur ses partenariats avec les forces de l'ordre et les compagnies d'assurance. LoJack est un fournisseur mondial de systèmes de détection et de récupération implanté aux États-Unis. Il opère dans plus de 30 pays et prétend avoir un taux de récupération de 90 %. En plus de la localisation de véhicules, Traqueur offre des services de gestion de flottes, comprenant des informations sur l'utilisation des véhicules, comme le suivi de position en temps réel, la consommation de carburant, la distance parcourue et le comportement des conducteurs.

## Valorisation: Perspectives positives

Les revenus 2012 ont augmenté de 2,4 % par rapport à 2011, notamment en raison d'une hausse de 16 % des recettes provenant des abonnements. Les ventes de produits ont diminué de 10 %, mais le lancement d'un nouveau produit appelé Coyote, avertissant les conducteurs des limites de vitesse et des radars, a entraîné une augmentation de 34 % des revenus du S2 par rapport à ceux du S1. Les perspectives sont positives grâce à deux nouveaux partenariats avec des compagnies d'assurance et à des essais fructueux avec certains clients assurant la gestion de grandes flottes.

Prix €1.92

Capitalisation €6m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	1.1	(7.7)	12.9
Rel	(1.7)	(11.2)	3.2

### Détails de l'action

Code	ALTRA
Listing	Alternext Paris
Secteur	Technologie
Actions en circulation	3.3m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	1.3	1.4
Capitaux propres (€m)	7.4	7.8
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Traqueur est spécialisé dans la commercialisation et l'installation de produits de localisation de véhicules volés (75 % des revenus 2012) et de systèmes de gestion de flottes de véhicules (25 % des revenus 2012).

### Points forts

- Licence LoJack française exclusive.
- Fidélisation des clients par les services d'abonnement.

### Points faibles

- Environnement concurrentiel.
- Ventes de produits en baisse.

### Analystes

Tom Grady  
Dan Ridsdale

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	16.2	n/a	(0.7)	(0.6)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	16.7	n/a	(0.3)	0.0	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	17.1	n/a	(0.5)	(0.4)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	N/A	n/a	N/A	N/A	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	N/A	n/a	N/A	N/A	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Trilogiq

## Récapitulatif d'investissement: amélioration de l'efficacité

L'action Trilogiq s'échange bien et l'entreprise est en cours de redressement pour cette année. Le cours de l'action a affiché une bonne performance au cours du dernier exercice, et la valorisation reste faible vis à vis du marché et de ses pairs.

### Optimiser l'efficacité de production

Trilogiq est spécialisée dans la conception, la production et l'intégration de systèmes tubulaires pour l'aménagement de lignes de production. Elle distribue ses produits sous le nom de marque LeanTek et possède des filiales dans différents pays, dont l'Allemagne, les États-Unis, l'Australie, le Brésil, la Pologne, la Hongrie, la Slovaquie et la Belgique.

### Croissance stimulée par les marchés d'exportation

Les principaux facteurs de croissance pour l'entreprise sont les pays où Trilogiq a ses principaux marchés. Les marchés d'exportation restent les principaux axes de croissance, tandis que le marché français reste déprimé, mais demeure stable.

### Bonne performance au S1

Les résultats semestriels ont affiché un bénéfice avant impôt en hausse de 20,5 % atteignant 4,8 M€ et stimulé par une augmentation de 15,1 % du résultat d'exploitation. Les revenus se sont accrus de 14,1 %, comprenant une hausse de 16 % des exportations et de 2 % sur le marché français. Les marges se sont améliorées tant en termes de marge brute (+2,7 pts) que de marge opérationnelle (+0,1 pt). La trésorerie nette a chuté jusqu'à 16 M€ (21 M€ au 3/12) dont 3 M€ de dépenses en capital et flux de fonds de roulement saisonniers.

### Valorisation: Faible

Après une bonne série de résultats provisoires, l'entreprise est en cours de redressement, et devrait délivrer de solides revenus et bénéfices pour l'exercice complet, après une année 2012 difficile. Le groupe affiche un bilan solide et, tant que la conjoncture économique demeurera incertaine, la valorisation restera faible.

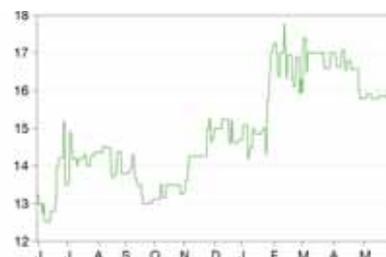
Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
03/10	44.4	n/a	8.6	6.0	n/a	n/a	n/a	n/a
03/11	55.3	n/a	9.2	6.4	n/a	n/a	n/a	n/a
03/12	63.2	n/a	7.9	5.7	n/a	n/a	n/a	n/a
03/13e	67.9	12.3	9.7	6.9	1.85	8.7	0.00	n/a
03/14e	70.1	12.7	9.8	6.8	1.81	8.8	0.00	n/a

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

Prix €16.01

Capitalisation €60m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	1.3	8.9	20.7
Rel	(1.5)	5.4	11.0

#### Détails de l'action

Code	ALTRI
Listing	Alternext Paris
Secteur	Ingénierie
Actions en circulation	3.7m

#### Bilan au

	03/11	03/12
Trésor. nette (€m)	19.8	20.6
Capitaux propres (€m)	37.9	43.4
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

Trilogiq produit des systèmes tubulaires pour l'aménagement de lignes de production utilisés pour réduire les zones non-productives, diminuer les mouvements des opérateurs et optimiser l'ergonomie, les coûts et les délais de production.

#### Points forts

- Exportations en forte hausse.
- Bilan solide.

#### Points faibles

- Certains marchés européens restent incertains.
- Marché concurrentiel.

#### Analystes

Ian Berry  
Roger Johnston

# TTI

## Récapitulatif d'investissement: Logiciels pour l'aviation

Face à la consolidation du secteur aérien, la direction de TTI a lancé de nouveaux produits, se développe hors du Brésil et réduit les frais de personnel, ce qui devrait lui permettre de renouer avec la rentabilité en 2014.

### Solutions SaaS pour compagnies aériennes

Les produits clés de TTI sont Zenith, un outil de gestion des stocks et de réservation pour compagnies régionales, et Nexlog, une solution pour le fret aérien. TTI est en partenariat mondial avec Amadeus dans ce segment. Le logiciel est conforme à 100 % aux normes de billetterie électronique de l'IATA.

### Résultats 2012 affectés comme prévu par la perte de clients

Le CA 2012 a chuté de 22 % en glissement annuel, à 8,6M€. La filiale brésilienne (73 % du CA) a été victime de la perte prévue du client TRIP en 2011 et de la dévaluation du real, malgré une hausse de 12 % du CA tiré d'autres clients. Le CA en France, aux Caraïbes et en Asie a été également victime de la perte de gros clients, notamment d'Arik Air en Afrique en 2011, malgré une hausse de 10 % du CA tiré d'autres clients grâce à la croissance en Asie. 11 nouveaux contrats ont été signés, conformément aux objectifs de la direction, développant la base de clientèle hors du Brésil. TTI a généré des pertes d'exploitation avant éléments exceptionnels de 0,9M€ dues à un CA en baisse. Une restructuration réduisant de 21 % les frais de personnel (1,4M€) a contribué à des charges exceptionnelles de 0,2M€. Le nouveau logiciel Zenith de remplacement a causé des dépréciations de 3,2M€.

### Valorisation: Retour à la rentabilité en 2014

Le programme de restructuration et la nouvelle plateforme Zenith devraient contribuer à la performance du groupe dans les prochaines années. Grâce à Zenith, TTI offre une plateforme unique à tous ses clients, proposant ses services à de grandes compagnies aériennes transportant plus de 10M de passagers par an et aux compagnies low-cost et hybrides. L'objectif de la direction est d'acquérir une douzaine de nouveaux clients en 2013 et de renouer avec la rentabilité en 2014. Le ratio VE/CA assez faible offre une marge de progression au cours de l'action dès que les investisseurs constateront des progrès significatifs.

Prix €1.27

Capitalisation €5m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.0	(33.9)	(48.2)
Rel	(2.8)	(37.4)	(57.9)

#### Détails de l'action

Code	ALTTI
Listing	Alternext Paris
Secteur	Technologie
Actions en circulation	4.2m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette/(dette) (€m)	1.3	(0.6)
Capitaux propres (€m)	14.7	9.6
Endettement net /CP (%)	n/a	6.3

#### Description de l'entreprise

Travel Technology Interactive (TTI) est un éditeur et un opérateur de solutions de logiciels-services (SaaS) pour le secteur des transports. Le logiciel est utilisé par des compagnies aériennes en Europe, aux Amériques, en Asie-Pacifique et en Afrique.

#### Points forts

- Contrats commerciaux à long terme.
- La mise en œuvre de SaaS procure des revenus récurrents et protège TTI en cas de récession.

#### Points faibles

- Groupe dépendant d'un petit nombre de clients au sein d'un secteur exposé aux fusions.
- Une conjoncture économique fragile réduit le nombre de passagers, donc l'utilisation de logiciels.

#### Analystes

Anne Margaret Crow  
Dan Ridsdale

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	12.5	n/a	2.7	2.0	0.28	4.5	n/a	n/a
12/11	11.0	n/a	0.6	0.1	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	8.6	n/a	4.3	(5.0)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	7.3	n/a	(0.6)	n/a	(0.27)	n/a	0.00	n/a
12/14e	7.8	n/a	0.1	n/a	(0.14)	n/a	0.00	n/a

Source: Comptes de la société

# Turenne Invest.

## Récapitulatif d'investissement: gestion d'un portefeuille d'investissement comprenant des jeunes sociétés en croissance

Turenne Investissement (TI) a continué de gérer son portefeuille de placements dans des sociétés en expansion en 2012, au travers de la crise économique. La société centre ses investissements dans des secteurs comme la santé, le développement durable, les services externalisés, la distribution spécialisée, les industries innovantes et les hôtels. À la fin 2012, son portefeuille comprenait 16 entreprises, un fonds de capital-risque (26,3 m€, soit 72 % du total) et 10,3 M€ de liquidités et de titres négociables. Elle compte apporter son soutien aux entreprises de son portefeuille et recherche de nouveaux investissements.

### Société de capital-développement

Le groupe est une société de capital-développement créée et financée par des fonds gérés par Turenne Capital, gérant d'actifs indépendant comptant un encours de gestion de plus de 300 M€ et des investissements dans 60 sociétés en expansion. TI est l'investisseur unique ou le plus gros investisseur dans ses placements, principalement dans des PME privées, et a réalisé trois nouveaux investissements en 2012. La société a investi 0,76 M€ dans Cevino Glass (fabrication et installation de verre plat) et apporté 1,2 M€ à l'augmentation de capital de Clinidev avec VCF Capital Health 1 (géré par Turenne Capital). Elle a créé Turenne Capital Hotel, investisseur dans le secteur hôtelier qui a acquis le Novotel Nancy Ouest, hôtel 4 étoiles du groupe Accord, pour 0,9 M€ en 2012. Elle a également vendu des placements plus matures en 2012. Elle a tiré un bénéfice de 1,26 M€ (TRI de plus de 25 %) de la vente de sa participation dans Globe Group et une plus-value de 3,2 M€ (TRI d'environ 30 %) de celle dans Company Capsule Technologie.

### Valorisation: décote de 53 % par rapport à la VAN sous-jacente

La VAN se chiffrait à 36,6 M€ à la fin 2012, soit 8,78 € par action (7,94 € en 2011). Au 17 mai 2013, les actions présentaient une décote de 53 % par rapport à cette VAN. Au T1 2013, TI compte utiliser la trésorerie disponible pour soutenir le développement des sociétés en expansion dans lesquelles elle a investi et pour renforcer son portefeuille d'actions. Elle dispose de 10 M€, dont 2,5 M€ affectés au fonds VC Capital Health 1. Elle compte également exploiter les opportunités de vente de placements matures afin de dégager des rendements supplémentaires. Les réévaluations de 2012 représentent 6 M€ de gains latents.

Prix €4.68

Capitalisation €20m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.9	(2.5)	14.1
Rel	(1.9)	(6.0)	4.4

#### Détails de l'action

Code	ALTUR
Listing	Alternext Paris
Secteur	Sociétés Financières
Actions en circulation	4.7m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	10.9	10.3
Capitaux propres (€m)	32.4	29.5
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

Turenne Investissement est une société d'investissement spécialisée dans la détention d'actions minoritaires d'entreprises françaises non cotées présentant un fort potentiel de croissance. Elle investit conjointement avec des fonds gérés par Turenne Capital Partenaires.

#### Points forts

- Portefeuille diversifié et priorité donnée aux PME en forte croissance
- Décote de 53% du cours actions par rapport à la VAN

#### Points faibles

- Risque d'illiquidité des investissements dans des petites sociétés privées
- Risque inhérent aux entreprises à un stade précoce

#### Analystes

Roger Leboff  
Martyn King

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	n/a	n/a	(1.4)	(1.8)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	n/a	n/a	(1.3)	2.7	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	n/a	n/a	(1.1)	0.0	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

## Récapitulatif d'investissement: En attente des résultats de 2012

Suite à une performance décevante au S1, nous attendons les résultats complets pour 2012 et des nouvelles sur les progrès de l'élargissement du catalogue tutoriel et les opportunités à l'étranger. La base installée demeure un atout pour l'entreprise, tout comme le bilan, avec 1,5M€ de trésorerie nette comme au S1 12.

### Résultats du S1

Les résultats du S1 ont été décevants, avec une baisse de 32 % du CA se traduisant en une baisse de 79 % dans l'EBITDA. La principale cause est un problème d'accès à la plate-forme de publicité Google, annulant certains des avantages de la base installée de 3,6M. Cela a coïncidé avec la poursuite des investissements en effectifs.

### Rechercher de nouvelles possibilités

Le groupe cherche à lutter contre l'effet de l'interruption de Google de plusieurs manières. Tout d'abord, il existe un potentiel de développement sur de nouveaux marchés étrangers en Asie du Sud-Est et en Amérique du Sud où Google est moins dominant. Le groupe a également acquis Eklaieur (une application populaire d'aide à la conduite), gagnant son premier contact avec le marché de la publicité mobile.

### Valorisation: Tout dépend des résultats de 2012

En l'absence des résultats de 2012 et sans consensus des prévisions sur le marché, nous ne sommes pas en mesure d'avoir un avis sur la valorisation du groupe. En attendant, nous devons souligner la trésorerie nette de 1,5M€ sur le bilan publié à la mi-année.

Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	7.7	n/a	3.2	2.3	11.44	0.1	n/a	n/a
12/11	7.6	n/a	2.0	2.2	0.61	1.6	n/a	n/a
12/12	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

Prix €1.00

Capitalisation €4m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(40.8)	(62.4)	(74.9)
Rel	(43.6)	(66.0)	(84.6)

#### Détails de l'action

Code	ALTUT
Listing	Alternext Paris
Secteur	Biens de consommation
Actions en circulation	3.6m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	2.7	n/a
Capitaux propres (€m)	7.2	n/a
Endettement net /CP (%)	37.5	n/a

#### Description de l'entreprise

Le groupe Tuto4pc.com est spécialisé dans la publicité commerciale sur internet grâce à un service mettant à la disposition de l'internaute des tutoriels de logiciels téléchargeables gratuitement s'il accepte de recevoir des publicités lors qu'il navigue sur internet.

#### Points forts

- Le marché de la publicité en ligne demeure en croissance structurelle.
- L'entrée sur le marché mobile ouvre de nouvelles possibilités.

#### Points faibles

- Cœur de métier menacé si la situation Google n'est pas résolue.
- Marché de plus en plus encombré et changeant rapidement.

#### Analystes

Iain Daly  
Jane Anscombe

# TXCOM

## Récapitulatif d'investissement: Préparation à la reprise

Les revenus de TXCOM ont diminué au cours des deux dernières années, car l'environnement économique incertain a découragé les clients de mettre à niveau les systèmes d'entreposage et systèmes logistiques. TXCOM a réajusté sa base de coûts pour rester rentable, malgré de faibles niveaux de revenus. Les perspectives à moyen terme dépendent de la forte base technologique et du réseau de distribution étendu couvrant la France, l'Allemagne, la Belgique, la Suisse et la Suède.

## Scanners de codes barres et imprimantes thermiques

TXCOM est spécialisée dans les lecteurs de codes barres sans fil et les stations de base pour une utilisation dans des environnements de travail exigeants où des scanners câblés seraient inadaptés. La gamme comprend des lecteurs légers et ergonomiques qui sont attachés au poignet de l'utilisateur afin de réduire la fatigue et d'éviter les chutes des dispositifs, même si les scanners résistent aux chutes répétés d'une certaine hauteur sur un sol en béton, ainsi qu'à la poussière et aux projections d'eau. La gamme comprend également un nouveau scanner mains-libres fixé au poignet, Tinyom 2D. La gamme est donc idéale pour une utilisation par les préparateurs de commandes dans les entrepôts, qui utilisent les scanners pour lire les codes barres et transmettre les données vers une base de données centrale. Par l'intermédiaire de sa filiale AXIOHM, qui a été acquise en 2010, il conçoit, fabrique et vend des imprimantes thermiques utilisées pour émettre des billets ou des reçus. Ces imprimantes peuvent être intégrées par les FEO dans des unités d'impression individuelles ou des kiosques automatiques et sont utilisées dans de nombreux secteurs, y compris le commerce de détail (systèmes de points de vente, pesage), l'hôtellerie, le secteur des jeux, les services bancaires (DAB), les transports (parkings et aires de stationnement), le couponnage et la vente de billets. Une faible proportion (10 % en 2012) des revenus provient de la vente de matériel audiovisuel et d'équipement de réseautage. Parmi les clients figurent Air France, Citroën, Clarins, DHL, E. Leclerc, Ford, Goodyear, L'Oréal, Monoprix, Peugeot, Renault et Royal Canin.

## Valorisation: Efforts entrepris pour un redressement

Les revenus 2012 consolidés ont diminué de 16 % à 6,9 M€, les exportations représentant 69 % du total. Outre la création de nouveaux produits pour relancer l'intérêt des clients, la direction a diminué les frais liés au personnel de 24 %, de sorte que le résultat d'exploitation n'a baissé que de 5 % à 0,6 M€. Le cours de l'action anticipe un redressement.

Prix €7.61

Capitalisation €9m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	1.3	2.0	(6.7)
Rel	(1.5)	(1.5)	(16.4)

### Détails de l'action

Code	ALTXC
Listing	Alternext Paris
Secteur	Industriels
Actions en circulation	1.2m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	1.7	0.9
Capitaux propres (€m)	5.6	4.9
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

TXCOM conçoit, distribue et installe des lecteurs de codes barres sans fil et des imprimantes thermiques. L'entreprise a installé plus de 40 000 terminaux radio et environ 2 000 réseaux locaux en Europe et dans le monde entier.

### Points forts

- Forte proportion d'exportations sur le CA total.
- Dépenses de personnel réajustées par rapport aux revenus.

### Points faibles

- Conjoncture économique morose affectant la demande de la clientèle.
- Forte concurrence.

### Analystes

Anne Margaret Crow  
Dan Ridsdale

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	10.0	n/a	1.3	0.5	0.69	11.0	n/a	n/a
12/11	8.2	n/a	0.7	0.2	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	6.9	n/a	0.6	0.5	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# UCAR

## Récapitulatif d'investissement: Location de véhicules

Malgré les conditions difficiles, UCAR s'est engagée à poursuivre son expansion grâce à son modèle de franchise réussi (50 ouvertures d'agences de marque prévues cette année) et à davantage de travaux en « marque blanche ». Dopée par l'ampleur de son service de location, sa jeune flotte, son positionnement sur des coûts faibles et l'échelle de son réseau, l'entreprise a de nouveau enregistré une surperformance en cumul annuel par rapport au marché. L'efficacité reste de mise et les finances sont fortes (trésorerie nette).

### Modèle de réussite

UCAR attribue sa croissance rapide à la collaboration avec les franchisés, qui sont encouragés par l'investissement de l'entreprise dans leurs activités. En revanche, ses succursales ont des coûts fixes élevés et se sont avérées plus sensibles à la récession (revenus des franchisés en hausse de 15 % au S2 12). La croissance est ciblée par la particularité « marque blanche » (voir l'accord de l'an dernier avec Audi) et par internet.

### Marché difficile

Le marché des véhicules de location en France a baissé de 2,5 % l'an dernier (CNPA). La faiblesse pourrait bien persister, car selon la Banque de France la vente au détail en France, corrigée des variations saisonnières, a chuté de 0,6 % au T1 et les prévisions de la Commission européenne quant à une baisse du PIB en 2013 semblent indiquer que les dépenses de consommation resteront sous pression.

### Une lutte acharnée

Malgré le franc succès de ses activités de franchise, la rentabilité en 2012 a été freinée par une perte réalisée par le réseau de succursales, par des efforts accrus en termes de marketing et par la perte de redevances provenant de cessions de franchises.

### Valorisation: Juste valorisation

Les investisseurs sont naturellement prudents dans un marché offrant une visibilité si limitée.

Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	44.1	2.3	0.8	0.4	0.02	631.5	0.00	n/a
12/11	59.4	3.3	2.2	1.4	0.81	15.6	0.00	n/a
12/12	65.2	2.0	1.4	0.8	0.49	25.8	0.00	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

Prix €12.63

Capitalisation €2m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(1.6)	(12.9)	(19.8)
Rel	(4.4)	(16.4)	(29.5)

#### Détails de l'action

Code	ALUCR
Listing	Alternext Paris
Secteur	Biens de consommation
Actions en circulation	1.7m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	7.9	10.9
Capitaux propres (€m)	11.8	12.3
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

UCAR est spécialisée dans la location-vente de véhicules de tourisme et véhicules utilitaires pour les particuliers et les entreprises.

#### Points forts

- Concentration sur le marché locatif de proximité relativement résistant.
- Modèle d'entreprise éprouvé.

#### Points faibles

- Pressions sur les dépenses de consommation.
- Marché hautement concurrentiel.

#### Analystes

Richard Finch  
Jane Anscombe

# VDI Group

## Récapitulatif d'investissement: Valorisation attractive

Un S1 difficile et l'effet négatif du FX pourraient affecter la performance à court terme. Outre le rendement de plus de 7% et le potentiel d'acquisitions ciblées, un PER de 10x en 2013 pourrait en faire un investissement attractif (mais à haut risque) à plus long terme.

## Détaillant multicanal en croissance à l'international

VDI Group fonctionne en modèle multicanal dans ses branches Piles & batteries (70% du CA) et Hygiène & sécurité (30% du CA). L'international (33% du CA) est en forte croissance. Fort d'un bilan solide, il vise des acquisitions ciblées.

## Qualités internes défensives, mais risques externes

VDI tire son avantage concurrentiel des services : l'ampleur de ses gammes et une logistique intégrée efficace permettent une disponibilité rapide des produits. Les risques spécifiques sont une dépendance excessive à certains clients, le FX (45% des produits sourcés en USD) et les coûts de transport.

## De meilleures perspectives pour 2014 ?

Après un bon début du S1 12 (CA +8,1%, EBIT +142%), la performance annuelle a été décevante (CA +2,7%, EBIT +1,2%). Le T1 13 a mal démarré (CA -6,9%) en raison de la perte d'un contrat avec l'armée britannique (-675K€) et de la mauvaise météo. Les prévisions du CA sont revues à la baisse, de +3 à 5% à +1 à 2%, l'objectif de 5% de marge bénéficiaire nette étant reporté à 2014.

## Valorisation: Peu coûteux, mais risque élevé

La volatilité des performances donne une action à risque élevé, malgré une stratégie judicieuse et une unité internationale sûre. Avec un bilan solide et un rendement de 7% (couvert à 1,4x), pour un PER de 10x en 2012, le titre n'est pas cher.

Prix €4.17

Capitalisation €20m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(6.5)	(2.6)	9.7
Rel	(9.3)	(6.1)	0.0

### Détails de l'action

Code	ALVDI
Listing	Alternext Paris
Secteur	Grande distribution
Actions en circulation	4.9m

### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	4.9	3.1
Capitaux propres (€m)	13.6	13.4
Endettement net /CP (%)	36.0	23.1

### Description de l'entreprise

VDI est un détaillant multicanal dans les sous-secteurs Piles & batteries et Hygiène & sécurité. Il s'approvisionne en produits depuis la Chine et les réassemble en Tunisie pour répondre à des caractéristiques techniques plus ciblées, commercialisant en B2B et B2C en France et sur quatre autres marchés européens.

### Points forts

- Bon contrôle des coûts donc effet de levier opérationnel potentiel.
- Bilan conservateur donc haut rendement avec potentiel de M&A ciblées.

### Points faibles

- Flux de revenus volatiles.
- Haute exposition au risque FX, en particulier €/€\$.

### Analystes

Victoria Buxton  
Jane Ancombe

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	50.3	n/a	2.2	0.4	0.08	52.1	n/a	n/a
12/11	53.4	n/a	3.7	1.7	0.36	11.6	n/a	n/a
12/12	54.9	n/a	3.7	1.7	0.35	11.9	0.32	7.7
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Velcan Energy

## Récapitulatif d'investissement: Progression des projets en énergie propre

Des études environnementales pour 3 projets d'énergie propre ont été réalisées et soumises aux gouvernements respectifs pour approbation. L'Inde est le marché clé avec 3 projets d'un total de 500MW (571MW sous réserve de la révision de l'accord de concession) et des études techniques confirment la possible production d'électricité à prix compétitif. Velcan a connu des retards dans l'achèvement des études et l'obtention d'autorisation en Inde, en raison de litiges fonciers locaux. L'expansion du portefeuille en Indonésie est prévue sur les 18 prochains mois, le groupe étant en négociations avancées sur des projets d'une capacité totale d'env. 100MW. Bien que la croissance du PIB des marchés du groupe se soit poursuivie en 2012, on note en Inde et au Brésil un ralentissement décevant, même s'il reste supérieur à l'Europe. L'Indonésie et le Laos ont connu une croissance plus stable et durable.

## Portefeuille des concessions dans les marchés en croissance

Velcan Energy est un producteur indépendant d'hydroélectricité renouvelable, qui développe, finance et exploite des concessions hydroélectriques en Inde, au Brésil et au Laos. Fin 2012, il détenait un portefeuille de concessions et de droits exclusifs pour 628MW dans ces 3 pays. Il a réalisé d'importants progrès dans la recherche et l'exploration de nouvelles concessions en Indonésie, marché stratégique de plus de 240M d'habitants, connaissant une croissance du PIB de 5,9 % par an depuis 2006 et dont la demande d'électricité devrait progresser de 10 % par an dans les prochaines années.

## Valorisation: Bénéfices affectés par les devises et l'absence de ventes de crédits carbone

Le CA 2012 était en baisse de 10 % en g.a. à 4,9 m€, en raison de l'absence de ventes de crédits carbone. Les plus faibles frais d'exploitation ont fait grimper l'EBITDA de 0,1M€ à 0,3M€, et les coûts externes et en personnel ont chuté de 6 % à 4m€ en 2012. Le bénéfice net a été affecté par les fluctuations des devises, avec +0,5M€ en 2012 contre -3,6M€ en 2011. Les mouvements défavorables du real brésilien ont freiné les résultats globaux, comme l'a fait la baisse de la roupie indonésienne.

Prix €13.21

Capitalisation €103m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	19.4	33.4	44.1
Rel	16.6	29.9	34.4

### Détails de l'action

Code	ALVEL
Listing	Alternext Paris
Secteur	Energie alternative
Actions en circulation	7.8m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	97.1	90.9
Capitaux propres (€m)	132.7	128.9
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Velcan Energy est spécialisé dans la production d'électricité verte. Le groupe développe et exploite, en Inde et au Brésil, des centrales électriques utilisant la biomasse (résidus agricoles et forestiers) et l'énergie hydraulique.

### Points forts

- Projets d'énergie approchant le lancement.
- Exposition aux marchés émergents à croissance rapide.

### Points faibles

- Les approbations pourraient être retardées par les litiges fonciers en Inde.
- Résultats vulnérables aux mouvements du Forex.

### Analystes

Roger Leboff  
Roger Johnston

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	3.8	n/a	(1.7)	9.0	1.36	9.7	n/a	n/a
12/11	5.4	0.1	(7.1)	(3.1)	(0.49)	n/a	n/a	n/a
12/12	4.9	0.3	(0.7)	4.3	0.69	19.1	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Vergnet

## Récapitulatif d'investissement: Des eaux troubles

Le performance de l'action Vergnet reflète des conditions d'exploitation difficiles dans ses principaux marchés. En dépit de l'accord conclu avec les actionnaires et partenaires financiers prévoyant d'apporter le financement nécessaire à l'entreprise, des capitaux propres supplémentaires et un retour à la rentabilité pourraient être nécessaires pour relancer le cours de l'action.

### Activités majeure: l'éolien

La division des éoliennes, active sur les marchés émergents, représentait plus de 85 % du chiffre d'affaires en 2012. Toutefois, 2012 a été une année difficile, et la faiblesse de la demande pour le produit ainsi que l'échec de son projet éthiopien à réaliser un bénéfice, ont contribué à une perte d'exploitation de 10,1 M€ pour cette division.

### Objectif de rentabilité en 2014

2013 sera également difficile pour Vergnet, bien que l'exécution des phases II et III du projet Ashegoda en Éthiopie et un projet supplémentaire au Nigéria devraient être bénéfiques à l'entreprise. À plus long terme, le succès sera tributaire de mesures incitatives et d'une situation politique stable dans les pays en développement où elle opère.

### Revenus en hausse, pertes en baisse

Vergnet a réalisé un CA de 117,9 M€ (+74 %) en 2012, tandis que les pertes avant impôts ont été réduites de 9,6 M€ à 8,2 M€. Vergnet cible la rentabilité opérationnelle en 2014. En fin d'exercice, Vergnet enregistrait des capitaux propres négatifs de 5,6 M€, une dette de 11,8 M€ et une trésorerie de 9,6 M€. Grâce à la conclusion d'un accord avec les parties prenantes en septembre 2012, Vergnet estime qu'elle dispose de suffisamment de ressources pour financer l'entreprise en 2013.

### Valorisation: rentabilité possible en 2014

Un retour anticipé à la rentabilité en 2014 et une éventuelle levée de capitaux supplémentaires afin de renforcer la situation financière de l'entreprise seront nécessaires pour permettre l'émergence de valorisations boursières.

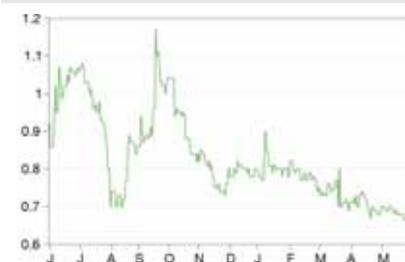
Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	82.4	(0.7)	(6.6)	(6.8)	(1.03)	n/a	n/a	n/a
12/11	67.7	(1.8)	(9.6)	(18.9)	(2.30)	n/a	n/a	n/a
12/12	117.9	0.6	(8.2)	(9.7)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

Prix €0.65

Capitalisation €9m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(7.1)	(17.7)	(29.3)
Rel	(9.9)	(21.3)	(39.0)

#### Détails de l'action

Code	ALVER
Listing	Alternext Paris
Secteur	Pétrole & Gaz
Actions en circulation	9.3m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	2.1	4.6
Capitaux propres (€m)	2.2	-5.6
Endettement net /CP (%)	95.5	-82.1

#### Description de l'entreprise

Vergnet conçoit, fabrique et vend des éoliennes. L'entreprise aide ses clients à mettre en œuvre des projets et offre l'installation, l'exploitation et la maintenance des systèmes.

#### Points forts

- Croissance mondiale au niveau de la production éolienne.
- Rentabilité possible en 2014.

#### Points faibles

- En déficit.
- Demande sensible aux subventions.

#### Analystes

Graeme Moyse  
Roger Johnston

# Vexim

## Récapitulatif d'investissement: Microchirurgie spinale

Vexim annonce un taux de pénétration stable avec ses implants spinaux utilisés pour traiter les patients de manière très peu invasive. Elle gagne en réputation sur le plan mondial par son produit clé SpineJack, et elle dispose d'une base d'implantations de plus de 5 000 patients. Vexim veut augmenter sa pénétration du marché et consolider sa réputation grâce à des essais cliniques supplémentaires.

### L'innovation accélère la reprise

Le produit phare SpineJack est conçu pour la réparation de lésions et de difformités vertébrales, l'intervention ne prenant en moyenne que 30 minutes seulement. Les lésions peuvent être réparées avec des risques plus faibles, un temps de convalescence plus court et des frais cliniques moins élevés que pour la chirurgie ouverte. L'implant en titane, disponible en trois diamètres différents, est adapté à plus de 90 % des fractures. Vexim a récemment acquis une technologie complémentaire utilisée pour l'administration de ciment orthopédique.

### Cibler une approche directe

La stratégie de l'entreprise consiste à établir de nouvelles filiales en Europe, tandis que l'expansion de la force de vente directe a pour but de générer des revenus plus élevés et un accroissement des marges. Vexim mènera deux autres essais cliniques en 2013, comparant SpineJack aux méthodes correctives spinales classiques et comparant l'implant à la cyphoplastie par ballonnets pour la réparation des tassements vertébraux.

### Forte croissance des revenus générée par les investissements

Le CA 2012 a augmenté de 125 %, tandis que la marge brute s'est accrue de 58 % à 63 %. Les investissements dans la force de vente ont mené les charges d'exploitation à 8,5 M€, contre 5,7 M€ en 2011, tandis que la perte d'exploitation 2012 s'est élevée à 6,8 M€. Vexim dispose de liquidités suffisantes pour le T3 13.

### Valorisation: Entreprise en croissance

L'action Vexim s'échange à une VE/CA 2012 de 14x.

Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	1.1	n/a	(5.7)	(5.6)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	1.2	n/a	(5.2)	(5.1)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	2.7	n/a	(6.8)	(6.8)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

Prix €10.44

Capitalisation €45m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(10.0)	2.7	27.2
Rel	(12.8)	(0.9)	17.5

#### Détails de l'action

Code	ALVXM
Listing	Alternext Paris
Secteur	Santé
Actions en circulation	4.3m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette/(dette) (m)	(0.2)	6.9
Capitaux propres (m)	1.6	8.5
Endettement net /CP (%)	12.5	n/a

#### Description de l'entreprise

Vexim est spécialisée dans l'élaboration d'instruments médicaux très peu invasifs utilisés pour la prévention et le traitement de fractures vertébrales. Le produit clé est SpineJack, un implant en titane pour la restauration anatomique de fractures.

#### Points forts

- Le marché chirurgical très peu invasif est en phase de croissance.
- Tendance de la croissance des revenus établie dans de nombreuses zones géographiques.

#### Points faibles

- Financée jusqu'en septembre 2013.
- En compétition avec de plus grandes entreprises bénéficiant de ressources marketing plus larges et de plus grandes gammes de produits.

#### Analystes

Emma Ulker  
Robin Davison

# Video Futur

## Récapitulatif d'investissement: La valeur du contenu

Le distributeur de films Videofutur a su évoluer depuis les DVD traditionnels et la vente au détail, se diversifiant dans une plateforme de vidéo à la demande (VOD) basée sur le « Cloud » à destination d'une vaste gamme de PC, appareils mobiles et appareils connectés. En janvier 2013, le conseil a recommandé une offre du fournisseur de télévision connectée Netgem, acceptée à 93 % le 9 avril.

## Distributeur de contenu vidéo premium

Le catalogue de Videofutur compte plus de 20 000 films mis à la disposition des consommateurs à l'achat ou à la vente, en ligne sur son propre site Internet, dans ses 35 magasins en France ou sur sa plateforme VOD. La société achète ses films auprès des studios et producteurs américains et français.

## Besoin de films dans les canaux numériques

Les marchés des DVD traditionnels sont en baisse d'environ 10 %, les consommateurs se réorientant vers le visionnage de contenu en ligne grâce à leurs télévisions intelligentes, PC et appareils mobiles. Le marché européen de la VOD a gagné 12,5 % en 2011, se chiffrant à 848 M€ (International Video Federation).

## Offre de Netgem

Netgem (ETGM.PA/NTG FP) a fait une offre de 0,15 € par action (14,4 M€) et de 0,45 € par obligation convertible, soit une action Netgem pour 20 actions Videofutur (trois pour deux par titre convertible). Le 9 avril, avec un taux d'acceptation de 93 % pour les deux classes, la société a émis 3,66 millions d'actions (9,75 % de son capital existant) et règlera 4,2 M€ en espèces.

## Valorisation: Expertise et contenu pour Netgem

L'offre de Netgem représente une prime de 67 % par rapport au précédent cours de l'action (50 % pour les obligations convertibles). Netgem compte déployer rapidement, au-delà du réseau limité de Videofutur, une offre de télévision connectée pour les opérateurs multi-services français.

**Prix** €0.12

**Capitalisation** €14m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(33.3)	33.3	71.4
Rel	(36.1)	29.8	61.7

### Détails de l'action

Code	ALVOD
Listing	Alternext Paris
Secteur	Médias et publicité
Actions en circulation	95.5m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette/(dette) (€m)	0.8	(0.4)
Capitaux propres (€m)	3.4	1.5
Endettement net /CP (%)	n/a	26.7

### Description de l'entreprise

Videofutur Entertainment Group distribue du contenu vidéo sur DVD, par le biais de ses 35 magasins, ainsi que sur sa plateforme de vidéo à la demande (VOD) basée sur le « Cloud », pour une gamme variée d'appareils connectés (PC, télévisions intelligentes, tablettes, téléphones portables). Son catalogue compte plus de 20 000 titres.

### Points forts

- Vidéothèque de valeur
- Activités DVD, détail et numérique

### Points faibles

- Recul du marché des DVD
- Marché de la VOD concurrentiel

### Analystes

Jane Anscombe

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	8.3	n/a	(5.7)	(5.6)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	7.2	n/a	(3.9)	(5.2)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	7.4	n/a	(4.6)	(4.7)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

# Visiomed Group

## Récapitulatif d'investissement: Produits de santé en vente libre

VISIOMED possède une gamme variée de produits de bien-être et de santé en vente libre et un réseau de distribution établi en France. Les lancements réguliers de produits, le développement des gammes consommateurs et une stratégie de croissance internationale devraient conduire à des perspectives de croissance du CA et de la marge sur le moyen terme.

## Une large gamme de produits de santé et d'appareils de diagnostic en vente libre

Le produit phare est le ThermoFlash, un thermomètre infrarouge sans contact lancé en 2007. Le lancement important de 2012 était l'alcootest EthyloFlash – tous les conducteurs en France doivent avoir un alcootest. Elle a lancé la gamme pour bébé BABYDOO pour le marché grand public et un inhalateur électronique, TAG REPLAY, pour lutter contre la dépendance à la nicotine.

## Élargissement du réseau de distribution

L'objectif de VISIOMED est d'élargir son réseau mondial. Elle possède un grand réseau de distribution national ; plus de 12 000 pharmacies françaises commercialisent ses produits, alors que la pénétration dans les grands magasins est tributaire du développement des gammes de consommation. Elle a des distributeurs en Espagne, au Proche-Orient et en Italie et recherche de nouveaux partenaires européens en 2013.

## Augmentation du CA de 9 % en 2012, focalisation sur les marges

Le CA 2012 a augmenté de 9 % à 13,7M€, bien que la marge brute ait chuté de 60 % à 53 % en raison des modifications apportées à la gamme de produits. Les ventes du T1 13 montrent une certaine reprise de la marge.

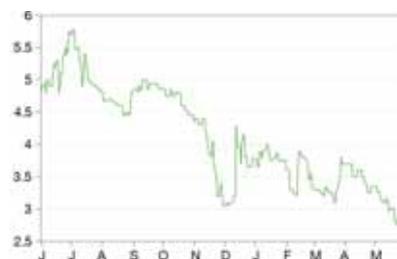
## Valorisation: Une décote

Les actions se négocient à plus de 50 % d'escompte par rapport au plafond de 5,78€ des 52 dernières semaines.

Prix €2.80

Capitalisation €8m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(16.4)	(25.9)	(42.1)
Rel	(19.2)	(29.5)	(51.8)

### Détails de l'action

Code	ALVMG
Listing	Alternext Paris
Secteur	Santé
Actions en circulation	2.6m

### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	1.8	0.6
Capitaux propres (€m)	8.4	6.2
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

### Description de l'entreprise

Visiomed conçoit, élabore et produit des appareils électroniques grand public de médecine et de bien-être, vendus en vente libre, principalement en France. Ses produits clés comprennent les appareils de mesure de la tension artérielle, les thermomètres et les dispositifs de soulagement de la douleur.

### Points forts

- VISIOMED répond à la demande croissante de nouveaux produits de soins de santé grand public.
- Une large gamme de produits avec une solide réserve de nouveaux produits.

### Points faibles

- Pression sur les prix en Europe en raison de l'austérité.
- Besoin élevé en fonds de roulement pour une large gamme de produits.

### Analystes

Emma Ulker  
Robin Davison

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	10.3	n/a	(1.5)	(2.1)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	12.6	n/a	(1.8)	(2.3)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	13.7	n/a	(2.5)	(2.8)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	17.0	0.1	(0.3)	(0.2)	(0.90)	n/a	0.00	n/a
12/14e	15.6	(0.2)	(0.8)	(0.6)	(0.20)	n/a	0.00	n/a

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

# Vision IT Group

## Récapitulatif d'investissement: Redressement de la marge

Vision IT occupe une forte position dans le secteur européen de niche des conseils/services informatiques. Le groupe emploie plus de 1000 consultants qui fournissent des conseils spécialisés aux entreprises et des services informatiques sur site pour un large éventail de secteurs, principalement dans 9 pays européens.

## Conseils/services informatiques pour la banque (32 % du CA) et l'industrie

Le travail de conseil exige une connaissance approfondie des affaires et est concentré sur les secteurs bancaire et automobile, alors que l'activité de services informatiques est répartie sur beaucoup de secteurs. Env. 25 % du CA est constitué de contrats à prix fixes, le reste étant réparti entre les contrats-cadres et en régie. La plupart des contrats sont d'un an avec renouvellement automatique. Le groupe a signé plus de 90 contrat d'approvisionnement, ce qui lui permet d'avoir accès aux appels d'offres, et le place souvent en tête de ses concurrents. Vision IT est en concurrence avec les grands acteurs informatiques (Accenture, Atos, Cap Gemini...) et de petites entreprises comme Steria.

## Baisse du CA 2012, mais bénéfiques à la hausse et chute de la dette

Le CA 2012 a baissé de 6% à 105,3M€, reflétant des conditions commerciales difficiles en Europe. Toutefois, la marge du bénéfice d'exploitation a bondi de 90 pdb à 4,3 %, conformément au plan d'amélioration du groupe avec un bénéfice d'exploitation en hausse de 21 % à 4,6M€. La dette nette a diminué de 3,3M€ à 13,3M€.

## Valorisation: Marges encore très loin du pic

Le titre s'échange à env. 11x le consensus de prévisions de bénéfices en 2013, baissant à env. 10x en 2014. Les chiffres du consensus signalent des marges d'exploitation en 2014 de 5,65 % et une croissance modeste du CA de 2,8 %. À notre avis, les actions offrent de belles opportunités, si la direction réussit à remonter la marge d'exploitation vers les 6 % réalisés en 2010.

Prix €4.59

Capitalisation €31m

### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(0.2)	50.0	(5.9)
Rel	(3.0)	46.5	(15.6)

### Détails de l'action

Code	VIT
Listing	Alternext Brussels
Secteur	Technologie
Actions en circulation	6.7m

### Bilan au

	12/11	12/12
Dette nette (€m)	16.6	13.3
Capitaux propres (€m)	36.7	36.8
Endettement net /CP (%)	45.2	36.1

### Description de l'entreprise

Vision IT est une société de conseil et de services informatiques basée à Paris, présente dans neuf pays européen.

### Points forts

- Les marges se redressent.
- Bien placé avec 90 contrats d'approvisionnement.

### Points faibles

- Récentes acquisitions gênantes.
- Un endettement important, bien qu'il soit en baisse.

### Analystes

Richard Jeans  
Dan Ridsdale

### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	106.4	n/a	6.0	4.2	0.62	7.4	n/a	n/a
12/11	117.3	n/a	3.9	1.4	(0.20)	n/a	n/a	n/a
12/12	105.3	n/a	4.6	0.3	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	106.0	6.7	5.7	2.8	0.41	11.2	0.06	1.3
12/14e	109.0	7.1	6.2	3.0	0.45	10.2	0.08	1.7

Source: Comptes de la société

# Voyageurs du Monde

## Récapitulatif d'investissement: Voyagiste spécialisé

Voyageurs du Monde continue de surperformer un marché touristique français ternes en se concentrant sur des vacances aventure et sur mesure. Après des résultats respectables en 2012, l'année en cours voit des réservations sur une base comparable plus élevées et devrait bénéficier significativement de l'alliance avec Allibert Trekking afin de créer un acteur important dans le voyage d'aventure et nature.

### Un créneau gagnant

L'orientation de la société sur « un produit différencié » (85 % du CA proviennent des vacances sur-mesure et des vacances aventure) apporte un avantage concurrentiel dans un marché bondé. En plus d'apporter une plus forte marge et une plus forte croissance que le produit de base, il est difficile à imiter en raison des hautes barrières à l'entrée. Des finances solides permettent de petites acquisitions complémentaires avantageuses.

### Marchés difficiles

La faiblesse de la consommation intérieure et la faible demande persistante pour les destinations de l'Afrique du Nord rendent les négociations extrêmement difficiles pour les voyagistes français. TUI Travel et Thomas Cook ont décidé d'entreprendre une réorganisation radicale de leurs activités françaises. La baisse de 15 % des réservations estivales de TUI reflète les réductions de la capacité.

### Surperformance continue

2012 a vu Voyageurs du Monde livrer 3 % de croissance malgré des conditions médiocres (marché en baisse de 4 %) et presque maintenir le bénéfice d'exploitation (hors exceptionnels), ce qui est d'autant plus impressionnant que la contribution de l'Egypte et du Maroc a été d'env. 2M€ plus faible qu'avant les troubles.

### Valorisation: Evalué à sa juste valeur

Compte tenu de sa dépendance vis-à-vis au marché français, la société est naturellement à un discount par rapport au leader du marché, TUI Travel (env. 12x 2013 (estimations)), qui est lui plus diversifié.

Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	260.5	12.3	9.3	6.4	1.75	12.0	0.90	4.3
12/11	278.3	13.1	10.1	5.8	1.58	13.3	0.90	4.3
12/12	285.7	13.4	9.5	6.1	1.65	12.7	0.90	4.3
12/13e	284.1	12.7	9.3	5.5	2.93	7.2	0.86	4.1
12/14e	332.6	15.7	11.5	6.1	3.21	6.5	0.93	4.4

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

Prix €21.00

Capitalisation €78m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	0.1	(0.5)	2.5
Rel	(2.7)	(4.1)	(7.2)

#### Détails de l'action

Code	ALVDM
Listing	Alternext Paris
Secteur	Voyages et loisirs
Actions en circulation	3.7m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	26.2	32.1
Capitaux propres (€m)	35.3	381.7
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

Voyageurs du Monde est un voyagiste français de premier plan, spécialisé dans les vacances sur mesure et le voyage aventure. Le marketing se fait par le réseau d'agences « Cité des Voyageurs » de centre-ville et par internet.

#### Points forts

- Opérateur de niche avec des marques fortes.
- Finances saines.

#### Points faibles

- Pressions sur les dépenses de consommation.
- Marché concurrentiel avec surcapacité endémique.

#### Analystes

Richard Finch  
Jane Anscombe

# Weborama

## Récapitulatif d'investissement: Marketing axé sur les données

Weborama a réorienté ses activités pour se spécialiser en marketing axé sur le renseignement, grâce à l'investissement en infrastructure et à des acquisitions spécialisées. Avec un marché français de la publicité faible, cela a eu un effet sur les marges à court terme, mais renforce l'offre du groupe.

### Analytique et segmentation

Weborama s'est repositionné en tant que fournisseur technohabilité de marketing en ligne, par un programme d'investissement et d'acquisition pour développer ses capacités en segmentation, analyse, suivi et optimisation. 51% du CA du T1 13 à été généré hors de France, les activités russes affichant une nette progression et s'étendant en Ukraine.

### Exploitation du Big Data

Les vastes quantités de données générées par le trafic mobile et en ligne commencent seulement à être exploitées pour le marketing ciblé, qui devrait améliorer à la fois l'expérience client et le ROI des annonceurs. Le marché français de la publicité doit demeurer faible en 2013, bien que meilleur qu'en 2012 ; le marché russe est en expansion rapide.

### L'investissement affecte les marges

Le CA du T1 13 a progressé de 5% malgré la faiblesse persistante de la dépense française en publicité, de nouveaux contrats renforçant les prévisions. Les résultats 2012 ont affiché une bonne croissance de 8 %, mais des marges de 14 % (18 %) avec l'intensification du programme d'investissement. Toutefois, ce programme a été couvert par les flux de trésorerie et l'endettement a chuté de 8 % à 4,7 M€. Dans l'ensemble, la trésorerie du groupe reste positive.

### Valorisation: Comparable à ses concurrents internationaux

La valorisation de Weborama semble être, de manière générale, en ligne avec ses pairs internationaux.

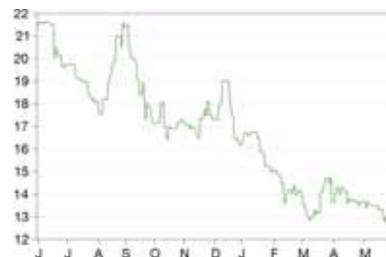
Estimations du consensus								
Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	15.2	n/a	2.9	2.4	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	22.4	n/a	4.1	3.5	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	24.3	n/a	3.3	3.0	0.80	16.2	n/a	n/a
12/13e	24.3	5.5	3.8	3.4	0.99	13.1	0.30	2.3
12/14e	26.6	5.3	3.8	3.0	0.98	13.3	0.35	2.7

Source: Comptes de la société, Thomson Reuters

Prix €13.00

Capitalisation €45m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	(4.7)	(20.2)	(39.3)
Rel	(7.5)	(23.8)	(49.0)

#### Détails de l'action

Code	ALWEB
Listing	Alternext Paris
Secteur	Médias et publicité
Actions en circulation	3.4m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	3.8	2.2
Capitaux propres (€m)	16.3	17.7
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

Weborama propose des services de marketing internet aux annonceurs, agences de communication et éditeurs de sites Web.

#### Points forts

- Capacités axées sur les données.
- Exposition au marché russe.

#### Points faibles

- Faible dépense française en publicité.
- Changements rapides dans le marché.

#### Analystes

Fiona Orford-Williams  
Jane Anscombe

# WEDIA

## Récapitulatif d'investissement: Logiciel CrossMedia

WEDIA a développé une offre complète de logiciels grâce aux acquisitions. Cela a entraîné une croissance du CA en 2012, mais diminué les bénéfices à court-terme. La direction prévoit une augmentation des bénéfices en 2013.

### Le portefeuille a augmenté grâce aux acquisitions

WEDIA a développé son offre par des acquisitions. Débutant en 2001 par un système éditorial d'impression, elle a acquis, en 2006, la capacité de gestion et d'édition de contenus web pour créer une plate-forme de publication unifiée destinée aux médias imprimés et numériques, et en 2008 a ajouté la fonctionnalité mobile. En 2011, WEDIA a acquis un développeur suédois de logiciel de gestion des données numériques (DAM) ainsi que NewLC, fournisseur d'applications mobiles complexes, puis en février 2012, a racheté GESCO, éditeur français de logiciels DAM. Le portefeuille de logiciels permet de planifier et produire des campagnes publicitaires sur supports papier, web et mobiles. Il prend en charge la rapide personnalisation géographique, veille à la cohérence de l'image de marque et contribue à surveiller les budgets marketing. Dans un marché du logiciel en croissance, WEDIA compte parmi ses clients + de 60 % des entreprises du CAC40, dans les secteurs du marketing imprimé (Bouygues Telecom, Société Générale), de la gestion de contenu de sites Web en langues et formats variés (Accor, Dior, Société Générale) et de la gestion d'offre de contenu mobile via la plate-forme (HSBC, ING, Starbucks).

### Valorisation: Rentabilité améliorée au S2 12

Le CA consolidé a progressé de +13 % en glissement annuel à 6,8M€ en 2012. La contribution sur une année entière des acquisitions comme l'entreprise scandinave, NewLC et GESCO compense la baisse dans le cœur de métier de WEDIA, qui reflète le passage au SaaS et la baisse continue de l'activité d'impression. Nous notons l'arrivée de nouveaux clients dont Coca-Cola et Hermès. Les pertes d'exploitation sur l'année entière ont augmenté de 0,2M€ pour s'établir à 0,2M€, reflétant les frais de personnel plus élevés lors de l'intégration de GESCO. Le CA du S2 était supérieur au CA du S1, générant un bénéfice net de 0,3 M€. La direction prévoit une hausse du CA et de la rentabilité en 2013. Les cours de l'action ont intégré la reprise.

Prix €16.77

Capitalisation €11m

#### Evolution du cours



%	1m	6m	12m
Abs	1.0	(4.6)	(1.4)
Rel	(1.8)	(8.2)	(11.1)

#### Détails de l'action

Code	ALWED
Listing	Alternext Paris
Secteur	Technologie
Actions en circulation	0.7m

#### Bilan au

	12/11	12/12
Trésor. nette (€m)	1.6	0.1
Capitaux propres (€m)	8.7	8.4
Endettement net /CP (%)	n/a	n/a

#### Description de l'entreprise

WEDIA propose un logiciel de gestion d'actifs marketing qui prend en charge la création, la personnalisation et la distribution de contenus à travers les trois principaux canaux que sont le Web, l'impression et les appareils mobiles.

#### Points forts

- Clientèle de grandes capitalisations boursières.
- A développé une gamme complète grâce aux acquisitions.

#### Points faibles

- Baisse de la demande du secteur de l'impression.
- Les coûts d'intégration et de restructuration ont abaissé la rentabilité en 2012.

#### Analystes

Anne Margaret Crow  
Dan Ridsdale

#### Estimations du consensus

Fin d'exercice	CA. (€m)	EBITDA (€m)	EBIT (€m)	RN (€m)	BNA (€)	PER (x)	Coupon (€)	DPA (%)
12/10	5.8	n/a	0.1	0.1	n/a	n/a	n/a	n/a
12/11	5.9	n/a	0.0	(0.1)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/12	6.8	n/a	(0.2)	(0.3)	n/a	n/a	n/a	n/a
12/13e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
12/14e	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source: Comptes de la société

## Mentions Légales Edison Investment Research

Le cabinet d'intelligence économique Edison représente l'avenir des interactions des investisseurs avec les entreprises. Notre équipe de plus de 100 analystes et spécialistes de l'investissement collabore avec des sociétés, gérants de fonds et banques d'investissement de tout premier plan à travers le monde pour soutenir leurs activités sur les marchés financiers. Nous assurons la prestation de services auprès de plus de 400 clients fidélisés regroupant entreprises et investisseurs depuis nos bureaux de Londres, New York, Berlin, Sydney et Wellington. Le cabinet Edison est agréé et réglementé par la Financial Services Authority ([www.fsa.gov.uk/register/firmBasicDetails.do?sid=181584](http://www.fsa.gov.uk/register/firmBasicDetails.do?sid=181584)). Edison Investment Research (NZ) Limited (Edison NZ) est la filiale néo-zélandaise d'Edison. La société Edison NZ est inscrite au registre néo-zélandais des prestataires de services financiers (Financial Service Providers Register) (numéro FSP 247505) et est immatriculée pour la prestation de services de conseiller financier de gros et/ou génériques uniquement. Edison Investment Research Inc (Edison US) est la filiale américaine d'Edison et n'est pas réglementée par la Securities and Exchange Commission. Edison Investment Research Limited (Edison Aus) [46085869] est la filiale australienne d'Edison et n'est pas réglementée par l'Australian Securities and Investment Commission. Edison Germany est la succursale allemande d'Edison Investment Research Limited [4794244].

[www.edisongroup.com](http://www.edisongroup.com)

### MENTIONS LEGALES

Copyright 2013 Edison Investment Research Limited. Tous droits réservés. Le présent rapport a été préparé et diffusé par Edison à des fins de publication à l'échelle mondiale. Toutes les informations utilisées dans la publication du présent rapport ont été compilées à partir de sources accessibles au public qui sont jugées fiables. Nous ne garantissons toutefois pas l'exactitude ou l'exhaustivité du présent rapport. Les opinions contenues dans le présent rapport représentent celles du service d'études d'Edison au moment de sa publication. Les valeurs mobilières décrites dans l'étude d'investissement peuvent ne pas être admissibles à la vente dans toutes les juridictions ou auprès de certaines catégories d'investisseurs. La présente étude est diffusée en Australie par Edison Aus et tout accès à cette dernière est réservé exclusivement aux « clients de gros » au sens de la loi australienne sur les sociétés (Australian Corporations Act). L'étude d'investissement est distribuée aux Etats-Unis par Edison US aux grands investisseurs institutionnels américains uniquement. Edison US n'est pas immatriculée en qualité de conseiller en investissement auprès de la Securities and Exchange Commission. Edison US invoque « l'exclusion d'éditeurs » de la définition de conseiller en investissement en vertu de l'Article 202(a)(11) de la loi de 1940 relative aux conseillers en investissement (Investment Advisers Act) et des lois d'Etat correspondantes relatives aux valeurs mobilières. A ce titre, Edison n'offre ou ne fournit aucun conseil personnalisé. Nous publions des informations sur des sociétés susceptibles, selon nous, d'intéresser nos lecteurs et lesdites informations reflètent nos sincères opinions. Les informations que nous fournissons et qui sont extraites de notre site Web ne visent pas à constituer des conseils personnalisés et ne doivent pas être interprétées, de quelque manière que ce soit, comme des conseils personnalisés. En outre, notre site Web et les informations que nous fournissons ne doivent pas être interprétés par tout abonné ou abonné potentiel comme une sollicitation de la part d'Edison à réaliser, ou tenter de réaliser, toute opération sur une valeur mobilière. L'étude figurant dans le présent document est destinée aux conseillers financiers ou courtiers professionnels domiciliés en Nouvelle-Zélande (en vue d'une utilisation dans le cadre de leurs fonctions en qualité de conseillers financiers ou courtiers) et aux investisseurs habituels qui sont des « clients de gros » aux fins de la loi de 2008 relative aux conseillers financiers (Financial Advisers Act ou FAA) (ainsi qu'il est décrit aux articles 5(c) (1)(a), (b) et (c) de la FAA). Les présentes ne constituent pas une sollicitation ni une incitation à acheter, vendre, souscrire, ou assurer la prise ferme de toute valeur mobilière mentionnée ou évoquée dans le présent document. Le présent document est fourni à titre d'information uniquement et ne doit pas être interprété comme une offre ou sollicitation d'investissement dans toute valeur mobilière mentionnée ou évoquée dans le présent document. Edison applique une politique de rigueur en matière de négociations personnelles de valeurs mobilières. Edison Group ne conduit aucune activité d'investissement et, en conséquence, ne détient personnellement aucune position dans les valeurs mobilières mentionnées dans le présent rapport. Les administrateurs, membres du bureau, employés et sous-traitants respectifs d'Edison peuvent toutefois détenir une position dans toute valeur mobilière ou des valeurs mobilières apparentées mentionnée(s) dans le présent rapport. Edison ou ses sociétés affiliées peut/peuvent exécuter des services pour ou solliciter des mandats auprès de toute société mentionnée dans le présent rapport. La valeur des titres mentionnés dans le présent rapport peut aussi bien baisser qu'augmenter et est sujette à des fluctuations importantes et soudaines. En outre, il peut être difficile ou impossible d'acheter, de vendre ou d'obtenir des informations exactes sur la valeur de titres mentionnés dans le présent rapport. Les performances passées ne sont pas nécessairement une indication des performances futures. Les informations ou déclarations prospectives figurant dans le présent rapport contiennent des informations basées sur des hypothèses, des prévisions de résultats futurs, des estimations de montants pas encore calculables, et comportent par conséquent des risques connus et inconnus, des incertitudes et autres facteurs susceptibles de faire diverger substantiellement les résultats, performances ou accomplissements effectifs de leur objet des attentes actuelles. Aux fins de la FAA, le contenu du présent rapport est de nature générale, vise à être une source d'informations générales uniquement et ne vise pas à constituer une recommandation ou opinion relative à l'acquisition ou la cession de valeurs mobilières (y compris s'abstenir d'acquiescer ou de céder ces dernières). La distribution du présent document n'est pas un « service personnalisé » et, dans la mesure où ce dernier contient tout conseil financier, vise à constituer uniquement un « service collectif » fourni par Edison au sens de la FAA (à savoir sans prendre en compte la situation financière particulière ou les objectifs particuliers de toute personne). A ce titre, il convient de ne pas s'y fier lors de la prise d'une décision d'investissement. Dans toute la mesure permise par la loi, Edison, ses sociétés affiliées et sous-traitants, et leurs administrateurs, membres du bureau et employés respectifs, ne sauraient être tenus responsables en cas de perte ou dommage découlant du fait de s'être fié à toute information contenue dans le présent rapport, et ne garantissent pas les rendements des investissements dans les produits abordés dans la présente publication. FTSE International Limited (« FTSE ») © FTSE [2013]. « FTSE® » est une marque de commerce des sociétés de London Stock Exchange Group et est utilisé par FTSE International Limited sous licence. Tous les droits afférents aux indices FTSE et/ou notations FTSE sont dévolus à FTSE et/ou ses concédants de licence. FTSE et ses concédants de licence déclinent toute responsabilité en cas d'erreur ou d'omission dans les indices FTSE et/ou notations FTSE ou données sous-jacentes. Toute autre distribution des Données FTSE sans le consentement exprès par écrit de FTSE est interdite.

## Mentions Légales NYSE Euronext

Cette publication est fournie uniquement à titre d'information. Aucune information de cette publication ne constitue une offre, une prospection ou une incitation à acheter ou vendre des titres ou des investissements, ou une invitation à effectuer quelque autre transaction. NYSE Euronext et ses affiliés ne conseillent pas et ne fournissent pas d'indication quant à d'éventuels bénéfices ou intérêts liés à des instruments financiers ou à des investissements, ainsi qu'à l'égard de tous produits ou services offerts par des tiers. Les personnes souhaitant négocier des produits financiers sont avisées au préalable de vérifier l'environnement juridique et réglementaire afférent ainsi que les méthodes d'investissement associées. NYSE Euronext, par le biais de ses affiliés, a commandité à Edison Investment Research (« Edison ») la présente publication contenant des informations portant sur les marchés financiers en général, ainsi que sur des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur les marchés NYSE Alternext. NYSE Euronext et aucun de ses affiliés ne garantit pas la précision, l'exactitude ou le caractère complet des informations contenues dans la présente publication, qui a été compilée et assemblée indépendamment par Edison, cette dernière disposant de toutes prérogatives éditoriales associées. Cette publication n'a pas vocation à être publiée ou distribuée aux Etats-Unis d'Amérique ou en toute autre juridiction où elle pourrait constituer une infraction à des dispositions juridiques ou réglementaires afférentes. Ainsi, toute personne utilisant l'information contenue dans la présente publication devra respecter toutes lois et/ou règlements applicables dans chaque pays ou juridiction dans lequel elle procéderait à l'achat, la vente, la souscription, ou la livraison d'instruments financiers ainsi que dans lequel elle détiendrait ou distribuerait une telle information.

Berlin +49 (0)30 2088 9525  
Friedrichstrasse 95  
10117 Berlin  
Germany

London +44 (0)20 3077 5700  
280 High Holborn  
London, WC1V 7EE  
United Kingdom

New York +1 646 653 7026  
245 Park Avenue, 39th Floor  
10167, New York  
United States

Sydney +61 (0)2 9258 1162  
Level 33, Australia Square  
264 George St, Sydney  
NSW 2000, Australia

Wellington +64 (0)4 8948 555  
Level 15, 171 Featherston St  
Wellington 6011  
New Zealand