

Accumuler (vs Alléger)	Potentiel	13%
Objectif de cours	2,80€ (vs 3,20€)	
Cours au 22/09/2014 (c)		2,47 €
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALADM.PA / ALADM FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-35,0%	-8,2%	-35,7%	-38,3%
Perf CAC Small	10,8%	0,3%	-5,6%	22,0%

Informations boursières (en M€)	
Capitalisation (M€)	15,1
Nb de titres (en millions)	6,1
Volume 12 mois (titres)	6 170
Extrêmes 12 mois	2,35€ / 4,40€

Actionnariat	
Flottant	45%
Fondateurs	51%
Salariés	4%

Données financières (en M€)				
au 31/12	2012	2013	2014e	2015e
CA	29,5	31,1	30,5	36,1
var %	-1,2%	5,6%	-2,0%	18,3%
EBE	4,8	3,1	-0,8	3,7
% CA	16,5%	9,8%	-2,8%	10,2%
ROC	3,5	1,2	-3,2	1,3
% CA	11,8%	4,0%	-10,4%	3,7%
RN pdg	1,7	0,9	-3,4	0,5
% CA	5,7%	3,0%	-11,0%	1,4%
Bnpa (€)	0,27	0,15	-0,55	0,09
Gearing (%)	-36%	-23%	-8%	-8%
ROCE (%)	59%	14%	-40%	14%
ROE (%)	14%	8%	-41%	6%
Dette nette 2013	-2,7			
Dividende n	0			
Yield (%)	0%			

Ratios				
	2012	2013	2014e	2015e
VE/CA (x)	0,4	0,4	0,4	0,3
VE/EBE (x)	2,4	3,8	ns	3,1
VE/ROC (x)	3,3	9,3	ns	8,6
PE (x)	9,0	16,4	ns	29,0

Analyste :

Cécile Aboulian

01 44 70 20 70

caboulian@elcorp.com

Adthink Media

Media

Perte de croissance et investissements pèsent sur les marges

Publication des résultats S1 2014

Après l'annonce d'un CA S1 2014 à 14,3 M€ (-4,0%) et d'un profit warning sur l'exercice, Adthink publie, comme attendu, des résultats particulièrement dégradés avec un ROC de -2,4 M€ (vs +0,1 M€ au S1 2013) et un RN pg de -2,0 M€ (vs -0,6 M€ au S1 2013). La rentabilité a été principalement grevée par les investissements sur le pôle monétisation d'audience et l'internationalisation du groupe.

Commentaires

Avec une activité en décroissance sur le premier semestre, la politique d'investissements adoptée par Adthink Media vient dégrader fortement la rentabilité. Adthink a ainsi procédé au recrutement de 37 personnes en un an pour atteindre un effectif de 161 personnes à fin juin 2014 sur ses services de monétisation. La masse salariale a augmenté de 25,8% à 5,4 M€ au S1 2014. Dans le même temps, les charges externes ont augmenté de 19,4% à 7,6 M€ reflétant les dépenses liées à l'installation du groupe en Californie et à la construction des nouvelles offres en monétisation.

Compte tenu des pertes opérationnelles, de la hausse de l'endettement et de capex de près de 1,0 M€, Adthink affiche une dette nette de -2,1 M€ (vs -2,7 M€ fin 2013) pour des capitaux propres de 9,5 M€.

Sur le prochain semestre, Adthink devrait maintenir ses investissements à un niveau élevé afin de renforcer son parc d'abonnés en édition (coût de publicité) et développer ses nouvelles offres (charges de R&D et quelques embauches ciblées). Dans le même temps, Adthink entre dans une phase de rationalisation de ses coûts qui devrait aboutir à la baisse de la masse salariale globale sur le S2.

Compte tenu de la publication, nous maintenons nos attentes de CA 2014 à 30,5 M€ et ajustons le ROC 2014 à -3,2 M€ (vs -2,0 M€). L'équilibre devrait être retrouvé en 2015 compte tenu de la mise sur le marché des nouvelles offres de monétisation (Maikitchen, Big) et de la transformation des campagnes d'acquisitions réalisées en 2014 en BtoC.

Recommandation

Suite à cette publication et aux changements dans nos estimations, notre objectif de cours passe à 2,80€ (vs 3,20€) et notre recommandation passe à Accumuler (vs Alléger).

Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

- Achat** : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.
Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.
Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.
Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.
Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations

- Achat** : (-)
Accumuler : Du 23/09/2013 au 30/07/2014 et depuis le 23/09/2014
Alléger : Du 30/07/2014 au 22/09/2014
Vente : (-)
Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

- 1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).
- 2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.
- 3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.
- 4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.
- 5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.
- 6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).
- 7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui

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

Ce document ne constitue pas et ne saurait être considéré comme constituant une offre au public, une offre de souscription ou comme destiné à solliciter l'intérêt du public en vue d'une opération par offre au public dans un quelconque pays.

Ce document ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'une offre de vente ou de souscription de valeurs mobilières en France. Les valeurs mobilières objet de l'opération présentée dans le présent document ne peuvent être et ne seront pas offertes au public en France.

L'offre des valeurs mobilières objet de l'opération présentée dans le présent document a été effectuée dans le cadre d'un placement privé, conformément au II de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier auprès d'investisseurs qualifiés, agissant pour leur propre compte, tels que définis et conformément aux articles L. 411-2 et D. 411-1 à D. 411-3 du Code monétaire et financier.

S'agissant des États membres de l'Espace Économique Européen ayant transposé la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 (la « Directive Prospectus »), aucune action n'a été entreprise et ne sera entreprise à l'effet de permettre une offre au public des valeurs mobilières objet de ce document rendant nécessaire la publication d'un prospectus dans l'un ou l'autre des États membres. En conséquence, les valeurs mobilières ne peuvent être offertes et ne seront offertes dans aucun des États membres, sauf conformément aux dérogations prévues par l'article 3(2) de la Directive Prospectus, si elles ont été transposées dans cet État membre ou dans les autres cas ne nécessitant pas la publication par la Société d'un prospectus au titre de l'article 3(2) de la Directive Prospectus et/ou des réglementations applicables dans cet État membre.

Ce document ne constitue pas une offre de vente de valeurs mobilières aux États-Unis d'Amérique ou tout autre pays. Les valeurs mobilières ne peuvent être offertes ou vendues aux États-Unis d'Amérique sans enregistrement ou exemption à l'obligation d'enregistrement en application du U.S. Securities Act de 1933 tel que modifié. La Société n'envisage pas d'enregistrer des valeurs mobilières ou de réaliser une offre aux États-Unis.

Au Royaume-Uni, le présent document est adressé et destiné uniquement aux personnes qui sont des « investisseurs qualifiés » au sens de l'article 2(1)(e) (i), (ii) ou (iii) de la Directive Prospectus de l'Union Européenne et qui sont également considérées comme (i) des « investment professionals » (des personnes disposant d'une expérience professionnelle en matière d'investissements) au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel que modifié, l'« Ordonnance »), (ii) étant des personnes entrant dans le champ d'application de l'article 49(2)(a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations, etc. ») de l'Ordonnance, ou (iii) des personnes à qui une invitation ou une incitation à participer à une activité d'investissement (au sens de l'article 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la vente de titres financiers pourrait être légalement adressée (toutes ces personnes étant désignées ensemble comme les « Personnes Concernées »). Au Royaume-Uni, ce document est adressé uniquement à des Personnes Concernées et aucune personne autre qu'une personne concernée ne doit utiliser ou se fonder sur ce document. Tout investissement ou activité d'investissement auquel le présent document fait référence n'est accessible qu'aux Personnes Concernées et ne devra être réalisé qu'avec des Personnes Concernées.

Aucune copie de ce document n'est, et ne doit, être distribuée ou envoyée aux États-Unis, au Canada, au Japon ou en Australie.

La diffusion de ce document dans certains pays peut constituer une violation des dispositions légales en vigueur. Il appartient aux personnes en possession du présent document de s'informer des éventuelles restrictions locales et de s'y conformer.

EuroLand Corporate
17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80