

Nous rappelons que la valeur Adthink Media, cotée en continu sur le segment El d'Alternext, est une valeur réservée aux investisseurs professionnels qualifiés, aucun prospectus visé par l'AMF n'ayant été historiquement diffusé par la Société. Ainsi, cette valeur n'est pas éligible pour les investisseurs particuliers.

Date de première diffusion : 5 octobre 2015

## Adthink Media

### La recovery se profile après un exercice 2015 de transition

#### Retour sur les résultats S1 2015

Au titre du S1 2015, Adthink a affiché un chiffre d'affaires de 12,0 M€, en recul de -16,0 % yoy, en raison de facteurs 1/ externes comme le durcissement de la concurrence et des conditions de marché et 2/ internes, le groupe ayant opéré au S1 une importante réorganisation de sa structure. Du point de vue de la rentabilité, le groupe a présenté un résultat d'exploitation de -1,8 M€ (vs. -2,4 M€ au S1 2014). Ce résultat d'exploitation négatif masque toutefois les premiers effets positifs de la réorganisation opérée au sein d'Adthink, les charges externes ayant baissé sur la période de -1,5 M€ et les charges de personnel de -0,8 M€.

#### Une réorganisation de l'offre et de la structure...

Au premier semestre, le groupe s'est attaché à remettre en ordre de marche sa structure afin de retrouver rapidement une dynamique de croissance rentable. Dans cet objectif, le groupe a procédé à des réorganisations sur ses deux pôles Edition et Monétisation portant notamment sur 1/ la réduction des effectifs (réduction de -30 % des effectifs depuis le S1 2014), 2/ la réorganisation et le renforcement de la structure managériale, 3/ l'arrêt des développements technologiques sur les projets présentant peu de potentiel à court terme, 4/ la fusion de certaines filiales et 5/ la rationalisation des charges externes.

#### ...devant rapidement permettre de retrouver une dynamique de croissance rentable

Compte tenu de la réorganisation opérée au S1 et des efforts du groupe visant à relancer la croissance, nous estimons qu'Adthink devrait être en mesure de très rapidement retrouver une dynamique de croissance rentable. Ainsi, pour le S2 2015, nous estimons que le groupe devrait être en mesure d'inverser la tendance sur son chiffre d'affaires d'ici la fin d'exercice mais surtout afficher un retour à la rentabilité sur l'ensemble du second semestre. A court et moyen termes, cette bonne tendance devrait se poursuivre, Adthink devant être en mesure, selon nos estimations, d'afficher une progression graduelle à la fois de sa topline et de sa rentabilité.

#### Un titre fortement sous valorisé : Opinion Achat Fort

Nous initions la couverture d'Adthink avec une Opinion Achat Fort et un objectif de cours de 2,20 € par titre, soit un potentiel d'upside très important de +91,3 %. Nous estimons aujourd'hui que la société est clairement sous valorisée et que la valorisation reflète ni le positionnement, ni la richesse de l'offre du groupe. Ainsi, selon nos estimations 2016, le groupe est actuellement valorisé sur la base d'un multiple de VE/EBE de 2,4, soit un niveau nettement inférieur à celui de ses comparables directs dont la moyenne est de 6,8. Au vu du potentiel de recovery de la société, nous estimons que le cours actuel de 1,15 € est un point d'entrée très intéressant sur la valeur.

#### Thomas DELHAYE

Analyste Financier  
tdelhaye@genesta-finance.com  
01.45.63.68.88

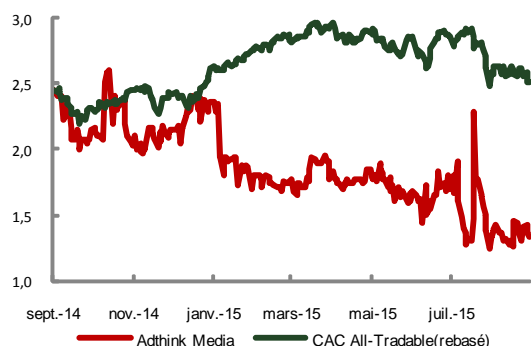
**Opinion** **1. Achat Fort**  
**Cours (clôture au 5 octobre 2015)** **1,15 €**  
**Objectif de cours** **2,20 € (+91,3 %)**

#### Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	ALADM.PA / ALADM:FP
Capitalisation boursière	7,1 M€
Valeur d'entreprise	7,1 M€
Flottant	2,3 M€ (33 %)
Nombre d'actions	6 130 500
Volume quotidien	65 776 €
Taux de rotation du capital (1 an)	228,50%
Plus Haut (52 sem.)	2,97 €
Plus Bas (52 sem.)	1,25 €

#### Performances

Absolue	1 mois	6 mois	12 mois
	-9,6 %	-19,9 %	-42,4 %



#### Actionnariat

Management & assimilés : 47,0 % ; Flottant : 33,0 % ;  
Investisseurs : 15,0 % ; Salariés : 3,0 % ; Autodét : 2,0 %

#### Agenda

NA

#### Chiffres Clés

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
MB (M€)	31,1	29,2	26,1	28,1	29,9
Evolution (%)	-	-6,1%	-10,7%	7,7%	6,3%
EBE (M€)	3,0	-1,6	0,8	3,1	3,5
ROC (M€)	1,2	-3,5	-1,4	1,1	1,5
Marge sur ROC (%)	4,0%	-12,1%	-5,3%	3,8%	5,2%
Res. Net. Pg (M€)	-0,1	-3,9	-2,2	0,2	0,7
Marge nette (%)	-0,4%	-13,4%	-8,4%	0,8%	2,3%
BPA	NS	NS	NS	0,04	0,11

#### Ratios

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
VE / CA	0,7	0,5	0,3	0,3	0,2
VE / EBE	7,0	-8,6	10,8	2,4	1,9
VE / ROC	16,8	-3,8	-5,9	7,1	4,4
P / E	43,8	-4,1	-4,6	8,1	5,3
Gearing (%)	-20%	1%	21%	9%	-5%
Dette nette / EBE	-0,8	-0,1	1,5	0,2	-0,1
RCE (%)	-1,0%	-50,6%	-39,1%	4,0%	10,5%

## Présentation de la société

### Un positionnement sur l'ensemble de la chaîne de valeur du webmarketing

Grâce à la complémentarité de ses deux pôles Edition et Monétisation, Adthink est présent sur l'ensemble de la chaîne de valeur du webmarketing. D'une part, l'offre de la société est constituée du pôle Edition dédiée à la monétisation d'audience pour compte propre au travers des activités de Dating / Casual Dating, de Gaming et d'édition de sites IT professionnels. D'autre part, les activités d'Adthink sont orientées vers la monétisation d'audience pour compte de tiers grâce à son pôle Monétisation et ce, à travers une régie publicitaire agrégeant l'ensemble des technologies actuelles du marketing online.

### Des activités innovantes

Grâce à son savoir-faire historique en matière de monétisation, Adthink cherche aujourd'hui à développer des services innovants et disruptifs afin de se différencier de ses concurrents et d'explorer de nouveaux marchés. Ainsi, le groupe a récemment développé et débuté la commercialisation de deux nouvelles offres, à savoir 1/ une place de marché de données anonymes automatisée sur le principe des enchères (BIG). Cette offre est destinée d'une part aux éditeurs afin de monétiser leurs datas collectées et d'autre part aux annonceurs afin d'optimiser l'efficacité de leurs campagnes marketing et 2/ une plateforme d'e-mailing 100 % self-service et gratuite (MailKitchen).

### Une phase de transition et de réorganisation presque aboutie

Après une phase d'expansion rapide entre 2011 et 2013, Adthink s'est retrouvé en 2014 face à une concurrence plus présente sur l'Édition et à un marché en mutation sur la Monétisation. Dans un tel contexte, la société a entrepris, dès la fin 2014, de repositionner son offre et de redimensionner sa structure afin de retrouver son dynamisme et son agilité. Cette phase de transition et de réorganisation est aujourd'hui presque aboutie et les premiers effets positifs devraient être visibles dès le S2 2015, le groupe anticipant de délivrer un exercice 2016 marquant le retour à une croissance rentable.

## Méthode de valorisation

### DCF

Pour l'exercice 2015, nous estimons que le groupe devrait être en mesure de significativement redresser sa rentabilité au S2 2015, permettant ainsi de réduire la perte publiée au S1. Ainsi, nous tablons sur un chiffre d'affaires 2015 de 26,1 M€ pour un REX de -1,4 M€. Pour 2016, nous attendons un retour à la croissance accompagné d'une rentabilité positive, avec un chiffre d'affaires attendu de 28,1 M€ (+7,7 % yoy) et un résultat d'exploitation de 1,1 M€.

L'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources de 12,77 % valorise le titre à 2,22 € par action.

### Comparables

Au sein des sociétés Internet, il n'existe que très peu de comparables directs à Adthink. En effet, son double positionnement sur le marché de l'Édition et de la Monétisation est assez unique au sein de l'univers des sociétés Internet cotées.

Nous avons donc composé notre échantillon de sociétés présentes sur tout ou partie des activités d'Adthink, avec Rentabiliweb, Netbooster, Makazi Group, Weborama, Bilendi, Antevenio et ConcoursMania.

Il est important de noter que nous nous sommes basés uniquement sur les multiples 2016 et 2017.

L'approche par les multiples boursiers nous conduit à une valorisation de l'action de 2,18 € par titre.

Notre objectif de cours, obtenu comme la moyenne des valorisations issues des méthodes DCF et par comparaison boursière, ressort à 2,20 € par action, soit un potentiel d'upside significatif de 91,3 % par rapport au cours de 1,15 € à la clôture du 5 octobre 2015.

## SWOT

### Forces

- Un double positionnement permettant une présence sur la totalité de la chaîne de valeur du webmarketing
- Une plateforme d'affiliation de Dating faisant partie des principales du marché français
- Une régie publicitaire spécialisée dans des thématiques fortes (famille,...)
- Un structure désormais plus agile permettant de rapidement se positionner sur de nouveaux marchés

### Faiblesses

- Une taille relativement réduite pour le pôle Monétisation face aux principaux acteurs du marché
- Un positionnement sur des marchés très challengés comme le Dating / Casual Dating et le Gaming

### Opportunités

- Développer de nouvelles offres disruptives à l'image de MailKitchen et de BIG
- Conquérir de nouveaux marchés grâce à l'internationalisation des activités

### Menaces

- Transition actuelle du Display classique vers un Display automatisé (RTB) pouvant profiter presque exclusivement aux grands acteurs du webmarketing technologique compte tenu des moyens financiers nécessaires

## Synthèse et Opinion

### Une réorganisation de l'offre et de la structure...

Au premier semestre, le groupe s'est attaché à remettre en ordre de marche sa structure afin de retrouver rapidement une dynamique de croissance rentable. Dans cet objectif, le groupe a procédé à des réorganisations sur ses deux pôles Édition et Monétisation portant notamment sur 1/ la réduction des effectifs (réduction de -30 % des effectifs depuis le S1 2014), 2/ la réorganisation et le renforcement de la structure managériale, 3/ l'arrêt des développements technologiques sur les projets présentant peu de potentiel à court terme, 4/ la fusion de certaines filiales et 5/ la rationalisation des charges externes.

### ...devant rapidement permettre de retrouver une dynamique de croissance rentable

Compte tenu de la réorganisation opérée au S1 et des efforts du groupe visant à relancer la croissance, nous estimons qu'Adthink devrait être en mesure de très rapidement retrouver une dynamique de croissance rentable. Ainsi, pour le S2 2015, nous estimons que le groupe devrait être en mesure d'inverser la tendance sur son chiffre d'affaires d'ici la fin d'exercice mais surtout afficher un retour à la rentabilité sur l'ensemble du second semestre. A court et moyen termes, cette bonne tendance devrait se poursuivre, Adthink devant être en mesure, selon nos estimations, d'afficher une progression graduelle à la fois de sa topline et de sa rentabilité.

### Un titre fortement sous valorisé : Opinion Achat Fort

Nous initiions la couverture d'Adthink avec une Opinion Achat Fort et un objectif de cours de 2,20 € par titre, soit un potentiel d'upside très important de +91,3 %. Nous estimons aujourd'hui que la société est clairement sous valorisée et que la valorisation reflète ni le positionnement, ni la richesse de l'offre du groupe. Ainsi, selon nos estimations 2016, le groupe est actuellement valorisé sur la base d'un multiple de VE/EBE de 2,4, soit un niveau nettement inférieur à celui de ses comparables directs dont la moyenne est de 6,8. Au vu du potentiel de recovery de la société, nous estimons que le cours actuel de 1,15 € est un point d'entrée très intéressant sur la valeur.



## Sommaire

---

1	Présentation de la société.....	4
1.1	Rapide historique d'Adthink .....	4
2	Activités d'Édition : un pôle en cours de réorganisation... ..	5
2.1	Activité de Rencontre.....	6
2.2	Une activité de Casual Gaming désormais tournée vers le mobile et l'international .....	8
2.3	Édition de sites IT Professionnels, un pan d'activité contributeur mais moins stratégique.....	11
3	Adthink Monétisation : les best practices au service de clients tiers .....	14
3.1	Une régie publicitaire orientée autour de thématiques fortes.....	14
3.2	...intégrant l'ensemble des technologies disponibles sur le marché... ..	15
3.3	...et complétée par une agence de webmarketing à la performance.....	17
3.4	Des nouveaux services représentant de potentiels relais de croissance.....	17
3.5	Des opportunités de marché devant permettre à Adthink de retrouver un cycle de croissance .....	19
4	Retour sur les résultats S1 2015 et perspectives .....	21
4.1	Un premier semestre 2015 de transition.....	21
4.2	Des perspectives encourageantes pour 2016.....	21
5	Valorisation .....	24
5.1	DCF .....	24
5.2	Comparables .....	26
6	Synthèse des comptes .....	29
6.1	Compte de résultats simplifié .....	29
6.2	Bilan – principaux agrégats .....	29
6.3	Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats .....	29
6.4	Ratios financiers .....	30
7	Avertissements importants.....	31
7.1	Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research.....	31
7.2	Détection de conflits d'intérêts potentiels .....	31
7.3	Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois .....	31
7.4	Répartition des opinions .....	31
7.5	Avertissement complémentaire .....	32

## 1 Présentation de la société

---

Adthink est une société française, créée en 2001 par Sylvain Morel et Bertrand Gros, spécialisée dans le marketing online. La société est basée près de Lyon, à Tassin, et emploie aujourd'hui près de 110 personnes.

Après avoir développé pendant 10 ans un large portefeuille d'activités axé sur le Publishing (contenus BtoC et BtoB) et la Monétisation (outils de monétisation d'audience pour les annonceurs et les éditeurs), Adthink cherche aujourd'hui à retrouver une forte dynamique de croissance rentable grâce à 3 principaux leviers, à savoir 1/ le lancement de nouvelles offres technologiques autour de la gestion de la data, de la gestion de la monétisation via une plateforme unique et d'un outil d'emailing innovant, 2/ l'Internationalisation de ses activités et 3/ de l'optimisation opérationnelle du groupe.

### 1.1 Rapide historique d'Adthink

---

**2001** : Création de la société Adverstream, régie publicitaire internet spécialisée dans la diffusion de messages publicitaires en streaming ;

**2002** : La technologie Ad-Access séduit ses premiers clients et l'activité commerciale démarre avec des références clients prestigieuses telles que Yop, Gini, Société Générale, Fox...et avec la collaboration de sites ayant des contenus vidéo en streaming disponibles en consultation comme Allociné, MCM, MTV, Skyrock... ;

**2003** : Première levée de fonds de 250 K€ auprès d'investisseurs financiers régionaux : Rhône Alpes Création et Banque Populaire Création ;

**2004** : Lancement d'une nouvelle plateforme publicitaire permettant d'étendre la diffusion de publicités vidéo sur tous les sites et pas uniquement sur les sites ayant des contenus vidéo ;

**2005** : Intégration d'une plateforme d'affiliation permettant de proposer aux annonceurs des solutions de publicité à la performance, créant ainsi une première base pour le lancement d'une offre publicitaire globale. La société obtient le statut de « Jeune Entreprise Innovante » et réalise une deuxième opération de levée de capitaux, d'un montant de 300 K€, auprès de ses investisseurs historiques mais également auprès de Rhône Alpes PME Gestion (Groupe Siparex) ;

**2006** : La société anticipe l'arrivée massive des petits et moyens annonceurs sur Internet et lance une offre « Réseau » disponible en self-service. Adverstream peut ainsi proposer avec une seule plateforme technologique les principales solutions de publicité ;

Acquisition de la Société Numérik Art (société éditrice de sites de rencontre) et de sa plateforme d'affiliation propriétaire, avec pour objectif de devenir propriétaire de son audience ;

**2007** : Création du groupe Adthink Media intégrant les activités d'Adverstream et de Numerik Art. La même année, le groupe s'introduit sur le marché Alternext.

**2008 - 2010** : Phase d'investissements, notamment au travers d'importantes dépenses publicitaires et des développements technologiques et ce, afin d'atteindre une taille significative dans tous ses métiers et de bénéficier ainsi d'un effet volume favorable à la rentabilité ;

**2010** : Effets positifs de la phase d'investissements, le groupe ayant dégagé, au cours de l'exercice, une rentabilité d'exploitation de 2,7 M€ pour plus de 23 M€ de chiffre d'affaires ;

**2011** : Lancement de deux nouvelles solutions innovantes, Mach10, première version de Mailkitchen, solution de routage emailing et Pixopay, solution de micro-paiement ;

**2012** : Poursuite des investissements technologiques et humains (une croissance de 25 % des effectifs au cours de l'exercice) ;

**2013** : Le groupe met en place son déploiement à l'international, avec le lancement simultané, en France et à l'international, de ses nouveaux services de publicité en ligne de Data-Exchange, Ad-Exchange et RTB.

**2014** : Adthink Media s'appelle désormais Adthink. Cette même année, le groupe a poursuivi des investissements importants avec pour objectifs les lancements des produits MailKitchen et Big.

## 2 Activités d'Édition : un pôle en cours de réorganisation...

Après une première phase de développement axée sur la monétisation d'audience pour compte de tiers, Adthink a entrepris de démarrer une activité d'édition de contenus en propre et ce, afin d'intégrer une audience propriétaire. La société s'est ainsi tournée vers l'univers du divertissement avec des thématiques BtoC attractives et addictives telles que 1/ le Dating et le Casual Dating et 2/ le Casual Gaming. Par ailleurs, selon une approche cette fois BtoB, le groupe s'est également positionné sur l'univers des sites professionnels spécialisés sur l'IT.

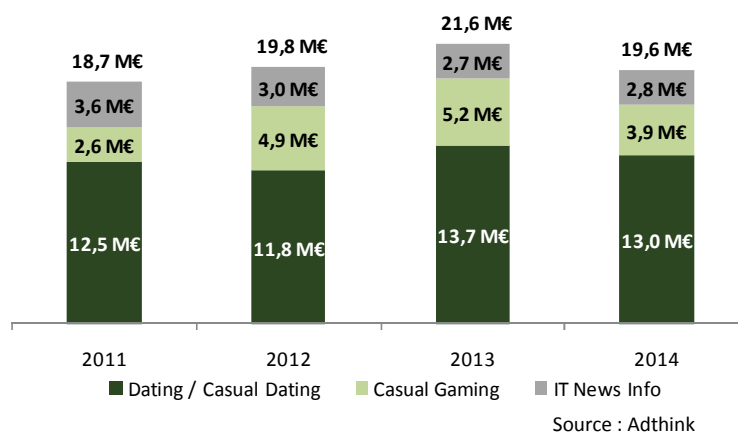
La construction de ce portefeuille de sites s'est inscrite dans la volonté :

- de créer des contenus ciblant une population adulte avec un pouvoir d'achat non restreint sur le divertissement ;
- de se positionner sur des thématiques fidélisantes et addictives, favorisant les achats d'impulsion et la récurrence des revenus ;
- de bâtir un univers de sites dont les thématiques connexes, favorisent les effets de cross-selling d'une thématique à l'autre.

Ce portefeuille de sites a notamment permis à Adthink de développer un fort savoir-faire en matière de monétisation et de technologies d'encaissement.

Le pôle Edition est aujourd'hui le principal contributeur aux revenus du groupe, en représentant 67,0 % du chiffre d'affaires 2014.

Evolution du chiffre d'affaires du pôle Edition depuis 2011



Après plusieurs années de croissance ininterrompue, les revenus du pôle se sont érodés sur l'exercice 2014 en raison notamment 1/ d'une concurrence accrue dans les domaines du Dating et du Gaming et 2/ de mauvais choix stratégiques sur l'activité de Dating, la société ayant préféré investir dans de nouvelles technologies difficiles à maîtriser plutôt que d'investir dans le recrutement de nouveaux clients.

Dans ce contexte, le groupe a entrepris de réaliser une vaste réorganisation de ses activités, notamment celles de Dating/Casual Dating, cette activité représentant plus de 66 % du chiffre d'affaires du pôle en 2014. L'ambition de la société est de retrouver une dynamique de croissance rentable sur l'ensemble du pôle Edition et ce grâce 1/ à la reprise en main et la réorganisation des activités de Dating/Casual Dating, 2/ au lancement de jeux addictifs sur les mobiles / tablettes et d'une nouvelle plateforme Ludokado à l'International sur le Gaming et 3/ à l'allègement de la structure de coût sur ces activités.



## 2.1 Activité de Rencontre

### 2.1.1 Une édition de sites en propre...

A la manière de Meetic ou de Match.com, Adthink propose des services de dating (rencontres amoureuses) au travers principalement du site [www.jerencontre.fr](http://www.jerencontre.fr). Ce site se caractérise par la présence d'une technologie de matching émotionnel développée par le Groupe. La particularité de l'offre d'ADTHINK provient également d'une technologie de Visiochat permettant aux abonnés de communiquer par webcams, les autres acteurs n'offrant généralement qu'un chat classique. L'autre atout des services proposés par Adthink réside dans une base de près de 18 millions d'inscrits sans faux profils, gage de crédibilité.

#### Site [www.jerencontre.fr](http://www.jerencontre.fr)

Plus qu'une source de revenus, ce site est à la fois un outil de génération d'audience et d'inscrits, une vitrine du savoir-faire du Groupe et un laboratoire de test pour la solution en marque blanche (évolution du mode de rémunération en passant du modèle par abonnements au modèle freemium).

### 2.1.2 ...complétée par une offre d'Affiliation performante

L'offre d'affiliation et d'édition de sites en marque blanche d'Adthink s'adresse aux webmasters souhaitant 1/ monétiser leurs audiences via des programmes d'affiliation complets et attractifs et 2/ valoriser leurs bases de données grâce aux services de rencontre en marque blanche.

Adthink, faisant partie des leaders de l'affiliation en France, est présent sur l'univers de la rencontre au travers une plateforme d'affiliation agréant environ 1000 affiliés et plus de 1 000 sites en marque blanche.

Grâce aux technologies développées et à l'expérience acquise depuis de nombreuses années, Adthink est devenu l'un des leaders français sur le marché de l'affiliation Rencontre, comptant ainsi plus de 12 millions de contacts emails au sein de ses bases dédiées à cet univers. Sur ce marché, les principaux compétiteurs de la société sont Carpe Diem (groupe Rentabiliweb) et Neteden (groupe DNXcorp).

### Offres d'affiliation d'Adthink

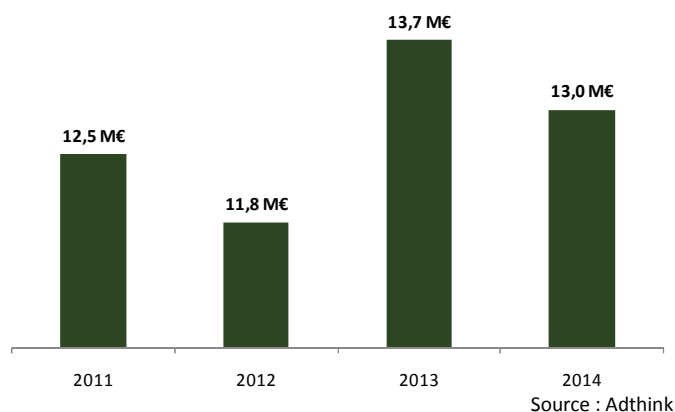
Reversements	commission sur abonnements allant de 50 % à 70 %
Outils	de la bannière aux sites en marque blanche
Services proposés	Personnalisation du service de rencontre
	Intégration des services aux couleurs de l'affilié
	Outils de statistiques en temps réel
	Gestion des outils de promotion
Base d'inscrits	20 millions de membres francophones
Elements différenciants des sites en marque blanche	Services de rencontre par webcam Visiochat, application mobile

### 2.1.3 Objectif de retrouver une dynamique de croissance rentable

#### UNE REMISE EN ORDRE DE MARCHÉ DE L'ACTIVITÉ...

Après avoir affiché une forte croissance sur l'exercice 2013 grâce à d'importants investissements marketing, l'univers du Dating a fait face en 2014 à un renforcement de la concurrence française et internationale, avec comme principal effet un renchérissement des coûts d'acquisition clients. Dans cet environnement très disputé, la société a tardé en 2014 à prendre des mesures correctives fortes, conduisant les activités de Dating à afficher un recul de chiffre d'affaires de -5,1 % mais surtout à afficher un EBITDA de l'ordre de -700 K€ pour un pôle affichant traditionnellement une marge normative aux alentours de 10 % (source : compte sociaux des filiales d'Adthink dédiées au Dating et Casual Dating).

#### Evolution du chiffre d'affaires du Dating / Casual Dating depuis 2011



Dans un tel contexte, le groupe en entreprise, début 2015, une profonde restructuration des activités de Dating passant par :

- le changement de la direction du pôle ;
- la suppression de 2/3 des effectifs (10 personnes aujourd'hui) ;
- l'arrêt des développements technologiques coûteux mobilisant un grand nombre de personnes ;
- le regroupement au sein d'une même entité de l'activité de Rencontre.

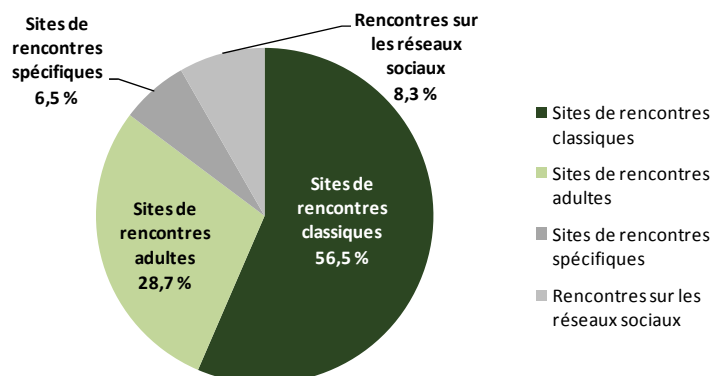
Dans un premier temps, cette réorganisation devrait impacter l'activité du Dating / Casual Dating, Adthink souhaitant redémarrer sur des bases saines, bases permettant toutefois de rapidement dégager une forte dynamique de croissance rentable. L'objectif pour Adthink est de capitaliser sur son savoir-faire historique en matière qu'acquisition de trafic afin de transformer progressivement les leads en abonnements.

Ainsi, pour 2015, nous estimons que le basculement vers le Casual Dating et le regroupement des plateformes d'affiliation devraient avoir un impact le temps qu'un nouveau parc d'abonnés se reforme. Selon nous, Adthink devrait dégager sur ces activités un chiffre d'affaires de l'ordre de 12,0 M€, soit un recul de l'ordre de -7,6 % yoy, mais devrait toutefois afficher une recovery des marges avec un résultat d'exploitation positif.

## ...AIDEE PAR UN MARCHE DU CASUAL DATING PORTEUR

Le marché du Dating s'est fortement étendu en une dizaine d'années, en passant progressivement d'un dating classique sur ordinateur (rencontres amoureuses) à un dating plus segmenté et davantage utilisé sur les mobiles (rencontres sans lendemain, rencontres ciblées,...).

### Répartition des types de sites de rencontres par segment en 2014



Source : guide-sites de rencontres.fr

Dans ce marché, Adthink a fait le choix d'orienter sa stratégie vers les segments de niche, segments offrant le plus grand potentiel de croissance rentable à l'heure actuelle, les sites classiques (Meetic, eDarling,...) s'affrontant actuellement sur le très onéreux terrain du recrutement clients (baisse de rentabilité de ces principaux acteurs).

Selon une étude IFOP récente datant de mai 2015, le nombre d'utilisateurs admettant rechercher uniquement des rencontres sans lendemain (casual dating) a fortement progressé entre 2012 et 2015 au sein de l'univers du dating, en passant de 22 % à 38 % de la population inscrite sur ce type de sites.

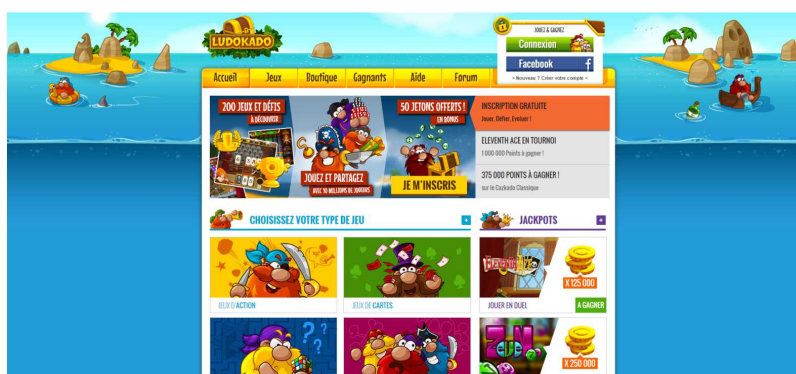
Ainsi, les principales tendances du marché du Dating / Casual Dating, marché estimé en France à 200 M€, proviennent 1/ des applications mobiles, les smartphones permettant d'exploiter de nouvelles fonctions comme la géolocalisation et 2/ l'hyper-segmentation avec des campagnes marketing très ciblées permettant d'attirer une catégorie d'utilisateurs bien précise (thématique ou fonctionnalités comme le visiochat).

## 2.2 Une activité de Casual Gaming désormais tournée vers le mobile et l'international

Sur la thématique Casual Gaming (jeu occasionnel), Adthink édite historiquement 3 sites dédiés :

- Ludokado ([www.ludokado.com](http://www.ludokado.com));
- Globbies ;
- Tooki Island ([www.tooki-island.com](http://www.tooki-island.com));
- et Ludo Pocket ([www.ludopocket.com](http://www.ludopocket.com)).

Après une phase d'expansion rapide, le groupe s'est retrouvé confronté à un marché du Casual Gaming beaucoup plus concurrentiel basculant progressivement vers le mobile. Dans ce contexte, Adthink a fait le choix stratégique de désormais développer de nouveaux jeux Casual sur smartphones et tablettes et d'internationaliser ses activités, notamment avec Ludokado et Globbies.





## 2.2.1 Ludokado se tourne vers l'international

Ludokado est une plateforme proposant un service d'accès à des jeux casual (gratuits ou payants), type jeux d'adresse, jeux à gain rapides, jeux de grattage, jeux multi-joueurs / tournois, etc. La plateforme compte actuellement 52 jeux (principalement en Flash), et 1 à 2 nouveaux jeux sont en moyenne développés et mis en ligne chaque mois.

La plateforme propose à ses membres de jouer 1 à 10 parties gratuites par jour (1 partie gratuite par jeu) et de cumuler des points. Au-delà des 10 parties gratuites, le joueur est incité à rejouer en achetant des crédits (prix dégressifs en fonction de la quantité de parties achetées).

Les jeux, dits « jeux en ligne primés », permettent aux joueurs de remporter différents lots (du livre aux produits high tech) en fonction des points remportés. La plateforme affiche un taux de redistribution d'environ 30 % aux joueurs.

Avec une base d'inscrits aujourd'hui supérieure à 10 millions, Ludokado s'est rapidement imposé comme l'un des leaders des jeux primés en France. Le site a notamment été nommé à deux reprises « Site de l'année » en 2012 et 2013 par les internautes, prix récompensant le site de jeu le plus populaire. Etant remise par le public lui-même, cette récompense confirme la forte notoriété et la popularité du site.

Sur le marché des jeux en ligne primés, Adthink fait face à une importante concurrence, le marché comptant de très nombreux acteurs, dont le principal est Prizee.com.

Dans ce contexte concurrentiel, Adthink a pris la décision de développer une nouvelle plateforme Ludokado afin de répliquer le modèle à l'International. Cette nouvelle plateforme, disponible en 10 langues, devrait être testée dans de nombreux pays afin de déterminer lesquels offrent le plus de potentiel et d'y consacrer des dépenses marketing en conséquence de manière la plus pertinente possible.

## 2.2.2 Globbies, une plateforme internationale dédiée au cash game

Adthink vient de lancer une nouvelle plateforme, dédiée au cash game, nommée Globbies. Cette activité entend se développer en Europe, le site étant traduit, comme Ludokado, en 10 langues. Toutefois, ce site n'est pas accessible en France, la réglementation française interdisant ce type d'activité sur le territoire national.

De la même manière que la plateforme internationale de Ludokado, Globbies sera testé dans de nombreux pays et seul les pays offrant le plus de potentiel bénéficieront de dépenses marketing conséquentes.



### 2.2.3 Tooki Island, un essai sur les réseaux sociaux

Fort du succès de la plateforme de jeux Ludokado, le groupe a lancé en mars 2013 un jeu Facebook, Tooki-Island, mêlant 4 modèles de jeux, à savoir le casual gaming (jeu occasionnel), le skill gaming (jeu d'adresse), le RPG (jeu de rôle) et le jeu primé (gains de cadeaux). Le business model du jeu repose sur le principe de l'item-selling, à savoir la vente d'objets ou d'options augmentant les capacités du joueur (modèle freemium).

Malgré sa qualité, le jeu n'a pas réussi à trouver à ce jour son public sur le réseau social.

### 2.2.4 Le téléchargement de jeux passe désormais par le mobile

Après avoir pendant de nombreuses années exploité Ludopocket, une plateforme de téléchargement de jeux casual sur PC et Mac, Adthink a aujourd'hui fait le choix stratégique de développer des jeux pour mobiles (iPhone et Android) sur une cadence d'un jeu par mois.

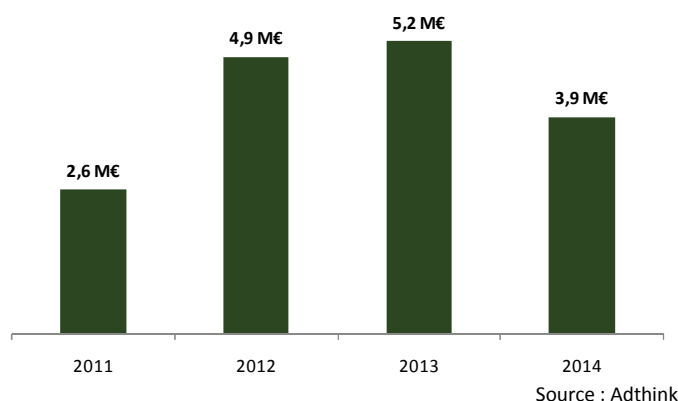
Aujourd'hui, un deux jeux sont disponibles, Pyramide (noté 4,2/5 sur Android Market) et Zeven (sortie en septembre 2015). L'ambition d'Adthink sur ce segment est de tester différents types de jeux et de chercher à monétiser, via des campagnes marketing, ceux présentant le plus de potentiel après leur sortie.

### 2.2.5 Le mobile et l'international devraient à moyen terme redynamiser l'activité

La plateforme agrège aujourd'hui plus de 590 000 visiteurs uniques par mois et compte près de 10,5 millions d'inscrits. Le chiffre d'affaires de l'univers Gaming, composé presque exclusivement de Ludokado, a connu un fort recul sur l'exercice 2014 en raison de la baisse des investissements marketing dans un contexte concurrentiel important. Ainsi, même si la base d'inscrits au niveau de Ludokado a continué à progresser et que le nombre de visiteurs uniques / mois a quant à lui été stable à près de 600 000 personnes, l'ARPU sur cette thématique s'est inscrit en baisse. Toutefois, malgré cette évolution défavorable au niveau de la topline, la contribution en terme de résultat reste positive, avec un EBITDA 2014 se situant à environ 450 K€ (source : comptes sociaux de la filiale dédiée au Gaming).

Pour 2015, l'impact des nouvelles activités (international et jeux mobiles) ne devrait pas permettre, à ce stade, d'inverser la tendance de décroissance observée sur le segment. Ainsi, nous estimons que le chiffre d'affaires sur 2015 devrait s'établir aux alentours de 3,0 M€, soit un recul d'environ -20,0 % yoy sur l'ensemble de l'exercice.

**Evolution du chiffre d'affaires du Gaming depuis 2011**



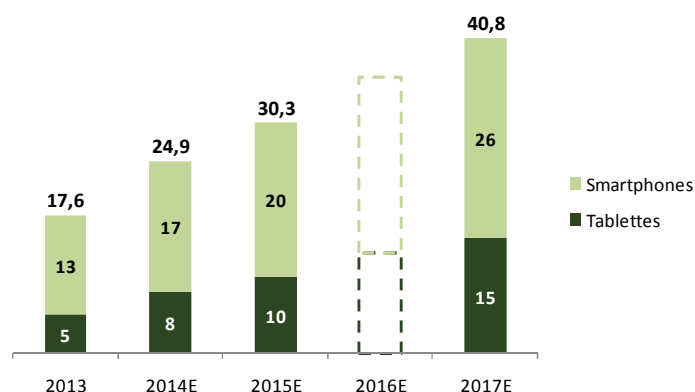
#### **UN MARCHÉ DU GAMING FORTEMENT TIRÉ PAR LES APPLICATIONS MOBILES**

Avec une progression moyenne annuelle de 23,5 % entre 2013 et 2017 (source : newzoo), les jeux sur mobiles (smartphones et tablettes) affichent de solides perspectives. Cette dynamique provient de trois principales raisons :

- l'augmentation du parc installé de smartphones (+23,8 % en 2014 selon IDC) et tablettes (+7,2 % en 2014 selon IDC) ;
- du caractère addictif des jeux Free-to-Play à l'image de Candy Crush Saga (plus de 500 millions de joueurs dans le monde) ;

- de la prédominance depuis 2013 des jeux freemium (jeux gratuits avec des achats in-app) permettant de constituer rapidement une large communauté de joueurs autour d'un jeu et de faciliter les achats pendant le jeu (monnaie virtuelle, déblocage d'un niveau ou d'un personnage,...).

### Perspectives de croissance des jeux sur mobiles 2013 - 2017



Source : newzoo

## 2.3 Edition de sites IT Professionnels, un pan d'activité contributeur mais moins stratégique

Créée en 2007 suite à la prise de participation (75 % du capital) par Adthink dans la société IDG France, IT News Info est le leader français de l'édition de sites internet spécialisés dans l'actualité informatique B to B. IT News Info (ITNI) édite ainsi 4 sites professionnels : Le Monde Informatique, Distributique, Réseaux Télécoms et CIO.

### 2.3.1 Quatre sites BtoB dédiés à l'IT

Composé de 4 principaux sites, ITNI s'adresse à un public professionnel orienté IT. Avec une audience supérieure à 300 000 visiteurs / mois, le bouquet se classe au 1er rang des éditeurs de sites d'actualités dédiés à l'informatique.

L'offre éditoriale, réalisée en interne par 10 journalistes faisant partie des effectifs d'Adthink, conjuguée à un référencement naturel performant, permet régulièrement à ITNI de faire progresser la qualité de son audience.

Ainsi, alors même que l'audience a été en baisse entre 2013 et 2014, INTI a pu maintenir son niveau d'activité, favorisant ainsi la qualité de son audience pour le compte de ses clients.

	<p>LMI est le site le plus consulté des décideurs et managers IT en France (source : OJD Estat - Mediamétrie 2014), Elu meilleur site professionnel en 2011, LMI a également reçu l'Etoile de l'OJD en mars 2012 pour la plus forte progression d'audience quatre années de suite et le prix du meilleur site BtoB en novembre 2013 (Palmarès de la Presse Professionnelle).</p>
	<p>Réseaux Telecoms est le seul site français dédiés aux acteurs de ce marché (Réseaux, Télécoms et Mobilité). Le titre, existant depuis 27 ans, est toujours la référence sur ce secteur.</p>
	<p>Distributique est spécialisé dans l'actualité de la distribution et du matériel informatique.</p>
	<p>CIO s'adresse aux dirigeants des systèmes d'information (DSI) en entreprise et administration. CIO est aujourd'hui le seul titre à s'adresser aux décideurs IT.</p>

Source : Adthink

## 2.3.2 Une offre de service complète

---

La monétisation de ITNI passe par 3 leviers majeurs, avec :

- le pôle Online chargé de la diffusion de publicités pour le compte d'annonceurs (IBM, HP, Dell, Intel,...) sur les 4 sites du bouquet,
- le pôle Marketing commercialisant des services de publicité ciblée (e-mailing, brand content,...) et ce, grâce à une base de données très qualifiée ;
- et le pôle Events, en charge d'organiser des conférences sponsorisées réservées aux professionnels de l'IT.

Outre ces puissants leviers de monétisation déjà mis en place, ITNI a de nouveaux projets de services avec 1/ la vente de contenus payants, 2/ la création d'une plateforme « Emplois » dédiée, 3/ la commercialisation de la base de données de décideurs et 4/ l'intermédiation de projets informatiques.

### **POLE ONLINE**

Pour son offre publicitaire, ITNI propose une offre performante et innovante basée sur des technologies répondant aux attentes des annonceurs sur ce type de campagnes, à savoir 1/ s'adresser à une audience très qualifiée et réceptive, 2/ générer de nouveaux leads grâce à des campagnes de recrutements dédiées et 3/ être en mesure d'être présent sur tous les supports fixes ou mobiles (responsive design). Ces activités sont caractérisées par des niveaux de CPM élevés, au regard de la qualification de l'audience réalisée par ITNI.

Historiquement fortement liés à la régie internationale d'IDG, les contrats publicitaires tendent de plus de plus à être sourcés directement par ITNI afin de réduire la dépendance à cet actionnaire historique. Ainsi, les contrats publicitaires apportés par IDG représentent actuellement 41 % du chiffre d'affaires (la majorité avant 2011), ITNI désirant à court terme passer sous la barre des 30 %.

### **POLE MARKETING**

Grâce à une base de données étoffée constituée de plus de 140 000 contacts répartis au sein de plus de 50 000 sociétés, ITNI possède la base de données la plus complète du marché IT lui permettant de se positionner comme une agence à part entière.

Cette solide base permet aux annonceurs faisant confiance à ITNI de s'adresser à des contacts de manière très qualifiée, ITNI étant dans ce contexte en mesure de garantir contractuellement 1/ les quantités et la qualité de ses programmes de génération de leads, 2/ le taux de participation et le profil des audiences de chacune des conférences organisées par ITNI ou encore 3/ les performances des campagnes d'emailing et des autres outils créés pour le client (baromètre, mini-site, blog,...).

### **POLE EVENTS**

Toujours dans l'optique de monétiser son importante base de données et de capitaliser sur ses marques reconnues, ITNI a développé une offre dédiée à l'organisation de rencontres professionnelles regroupant des décideurs autour de thématiques IT (cloud, systèmes d'informations, etc.).

ITNI organise deux types d'événements, les événements multipartenaires organisés sous les couleurs des marques CIO ou LMI, et les événements sur-mesure organisés directement pour les clients d'ITNI dans le cadre de promotion d'une offre.

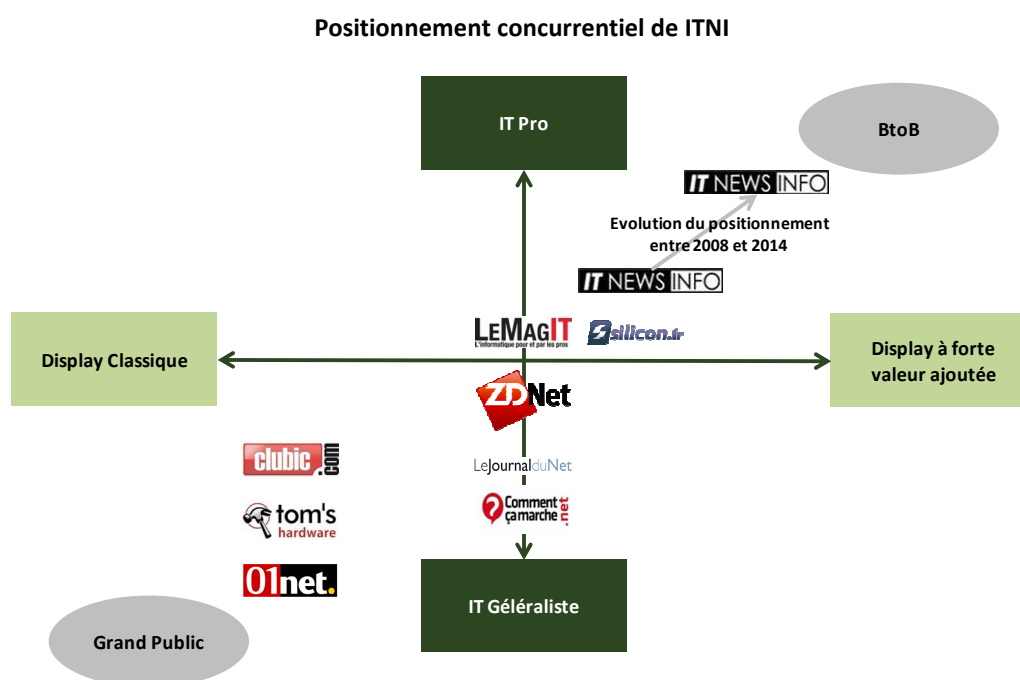
Grâce à la haute qualification de ses contacts, ITNI rencontre un fort succès grâce à cette offre. En 2013, ITNI a organisé 27 événements, dont 9 sur-mesure.

Parmi les événements multipartenaires, on peut notamment citer les matinées LMI (3 par an, 50 à 70 participants), le LMI IT Tour (6 matinées débats dans 6 villes étapes, 60 participants par ville), ainsi que les CIO Conférences (10 conférences par an, 80 participants par ville).

### 2.3.3 Positionnement concurrentiel

Le secteur de l'édition de sites internet dédiés au secteur IT/Digital est composé de deux grandes catégories d'acteurs. D'une part, les sites IT généralistes tels que CommentçaMarche.net et 01net.com, dont l'offre éditoriale est axée grand public, et, d'autre part, les sites très spécialisés comme ceux du groupe ITNI ou Netmédia (Silicon), dont les décideurs IT sont la cible.

Au sein de son univers concurrentiel, ITNI affiche une audience supérieure à celle de ses concurrents directs, à savoir Silicon.fr (site placé devant ITNI avant 2012), LeMagIT et ZDNet. Le groupe ITNI bénéficie d'une très forte notoriété au sein de son secteur, lui permettant ainsi d'adresser une audience très ciblée et de vendre des CPM élevés.

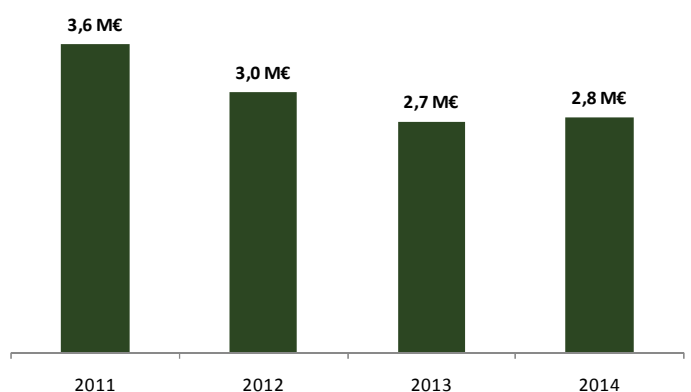


### 2.3.4 Une activité attendue stable en 2015

Après deux années de décroissance, ITNI a retrouvé une tendance positive en 2014 en progressant de +2,1 %. Ce retour à la croissance s'explique principalement par le gain de plusieurs campagnes importantes d'annonceurs internationaux.

ITNI affiche traditionnellement une marge d'exploitation de l'ordre de 10 %, la contribution en termes d'EBITDA 2014 étant ainsi de l'ordre de 325 K€.

**Evolution du chiffre d'affaires de ITNI depuis 2011**



Source : Adthink

Après un léger rebond d'activité en 2014, les revenus 2015 devraient se stabiliser en raison principalement du changement de communication de principaux annonceurs, ces derniers basculant progressivement leurs dépenses marketing vers les solutions à la performance plutôt que de continuer à investir dans le display traditionnel (branding). L'impact de ce basculement devrait, selon nous, limiter la progression des revenus mais ne pas remettre en question la rentabilité du pôle.

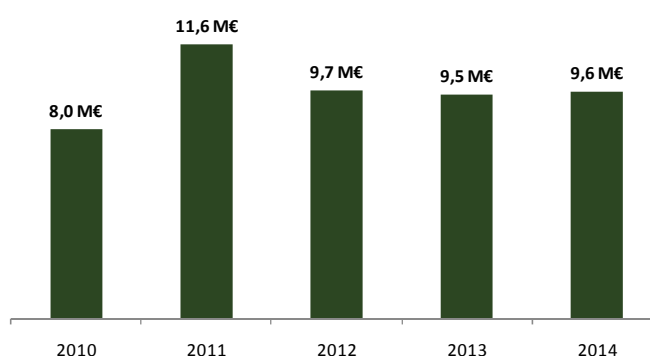
### 3 Adthink Monétisation : les best practices au service de clients tiers

En dix années, Adthink est devenu un expert en monétisation d'audience et concilie les enjeux de ses partenaires annonceurs, en les reliant à des millions d'internautes, et des éditeurs, en leur proposant d'optimiser la monétisation de leur audience.

Adthink a développé des solutions de monétisation d'audiences thématiques partenaires ou propriétaires comme les achats programmatiques (RTB), une place de marché Data, des outils de performance marketing ou une solution de routage d'e-mails.

Depuis plusieurs exercices, les activités de régie publicitaire et de marketing à la performance, activités historiquement contributives au chiffre d'affaires, se sont révélées assez décevantes et ce, compte tenu principalement d'un contexte de marché difficile, notamment sur le display traditionnel. Malgré cela, le niveau d'activité pour le Groupe s'est maintenu proche des 10,0 M€.

Evolution du chiffre d'affaires du pôle Monétisation depuis 2010



Afin de palier à ce contexte de marché difficile et de retrouver le chemin de la croissance, Adthink a engagé un programme de développement important afin de compléter son offre, notamment en matière de technologies RTB, d'emailing ou de plateforme d'achat et de vente de datas.

La phase de développement technique et la commercialisation de ces nouveaux produits étant bien amorcée, le groupe a entrepris début 2015 une rationalisation de ses activités de monétisation en passant notamment par le split des équipes de la régie publicitaire (Média et Performance) et la suppression de certains postes.

#### 3.1 Une régie publicitaire orientée autour de thématiques fortes...

Le métier de régie publicitaire consiste à agréger, valoriser, commercialiser des espaces publicitaires de sites Internet et à y créer et diffuser les éléments graphiques de l'annonceur. De par son métier de régie, le groupe propose également une prestation de conseil en relation clients consistant à accompagner l'annonceur de la réflexion à la mise en œuvre de solutions répondant à ses problématiques d'acquisition et de fidélisation.

Adthink agrège, valorise et commercialise l'audience de sites Internet correspondant à des thématiques fortes comme le sport, la famille, les enfants et la cuisine.



Source : Adthink



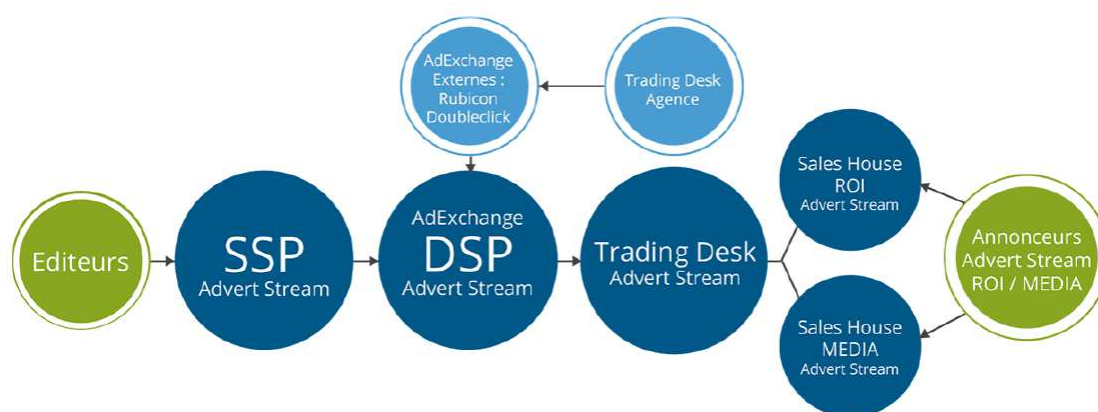
L'offre média d'Adthink s'oriente principalement sur deux univers forts, à savoir le football et la famille avec des audiences de respectivement 1 365 000 VU et plus de 13 000 000 VU. Sur l'univers de la famille, la société se classe leader devant la thématique famille de Doctissimo et devant NotreFamille.com.



### 3.2 ...intégrant l'ensemble des technologies disponibles sur le marché...

Grâce à une expérience de plus de 12 ans sur le marché de la publicité en ligne, Adthink a pu acquérir une véritable expertise métiers et développer des technologies performantes.

Le groupe est aujourd'hui présent sur l'ensemble de la chaîne de valeur entre Editeurs et Annonceurs, y compris sur les technologies qui émergent actuellement.



Source : Adthink

#### SSP (SELL SIDE PLATFORM)

Au service des éditeurs, le SSP du groupe a pour objectifs de maximiser les revenus de ces derniers tout en restant fidèle à leur ligne éditoriale. L'offre d'Adthink est constituée de 3 typologies, avec 1/ Media : les éditeurs disposent d'un contrat de régie exclusif, avec un revenu minimum garanti, des conseils personnalisés et des reportings mensuels, 2/ Premium : les éditeurs premium bénéficient d'un CPM minimum ou fixe par emplacement mais sans exclusivité et 3/ Self-Service : les éditeurs self-service gèrent leur compte de manière autonome.

#### PRIVATE ADEXCHANGE

L'AdExchange est une plateforme virtuelle totalement automatisée permettant de faire le lien entre les acheteurs d'espaces publicitaires (annonceurs) et les vendeurs d'espaces publicitaires (éditeurs) autour d'un prix et d'un emplacement.

Le groupe possède son propre AdExchange (AdExchange regroupant les sites gérés en régie) qui peut être connecté à tout le réseau de la publicité en ligne (SSP, DSP, agences, Trading Desk) et accéder à toutes les ventes en temps réel (RTB) disponibles du marché.

## DSP (DEMAND SIDE PLATFORM)

La DSP permet aux annonceurs d'accéder à un large inventaire d'espaces publicitaires en RTB.

La société a développé une DSP propriétaire en self-service centralisant l'ensemble des campagnes des annonceurs. Cette DSP est non seulement connectée à l'AdExchange propriétaire d'Adthink mais peut également être connectée à d'autres AdExchange comme Rubicon, Doubleclick, etc.

Cette DSP a la particularité d'être en libre-service, permettant ainsi aux annonceurs de gérer par eux-mêmes leurs propres campagnes publicitaires. Bien évidemment, le groupe propose par ailleurs ses propres services de Trading Desk pour les annonceurs souhaitant être accompagnés dans la gestion de leurs campagnes.

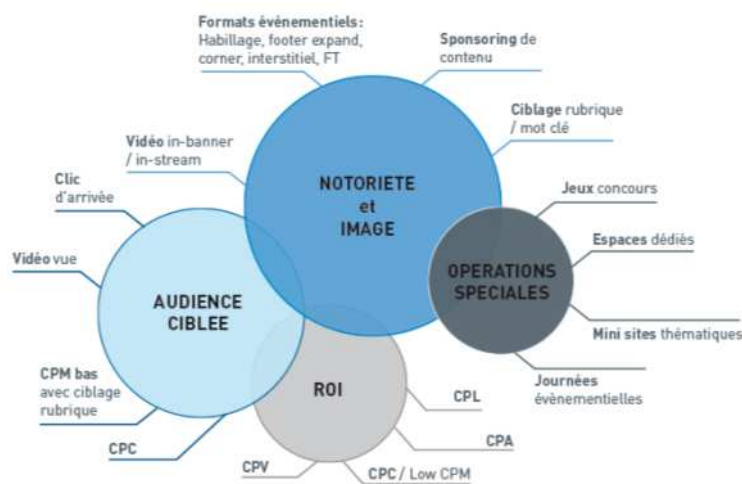
La DSP propriétaire de la société permet aux annonceurs de bénéficier 1/ d'un algorithme intelligent d'optimisation des diffusions (gestion du RTB), 2/ d'un outil de monitoring de campagnes avancé, 3/ d'un outil de ciblage avancé, 4/ d'un help desk disponible pour accompagner les annonceurs.

## TRADING DESK

Afin d'accompagner les annonceurs dans la gestion de leurs campagnes publicitaires, la société a créé un Trading Desk performant. Les trader medias disposent d'une forte expertise sur les campagnes à la performance en temps réel (RTB) et optimisent le ROI des annonceurs et le CPM des éditeurs.

## SALES HOUSE

Fort de son positionnement sur l'ensemble de la chaîne de la publicité, le groupe a développé un pôle d'ingénierie commerciale dédié aux agences et annonceurs afin de leur proposer des solutions quant à leurs problématiques de campagnes de branding, de génération de trafic ou de performance.



Source : Adthink

## STUDIO

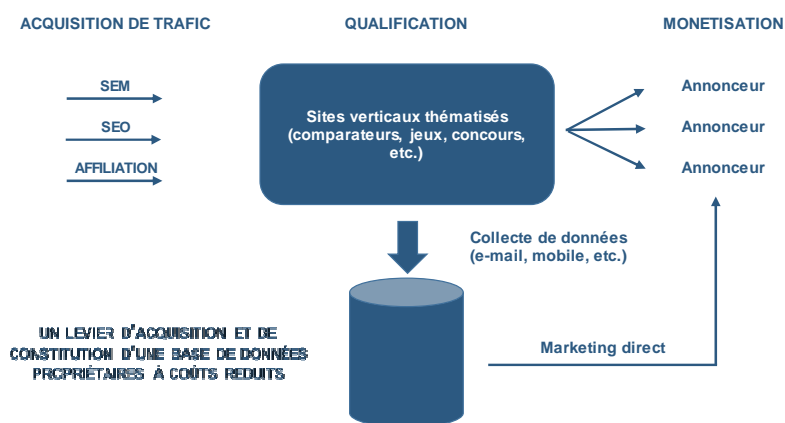
Depuis sa création, Adthink s'est doté d'un studio graphique interne permettant aux annonceurs de ne s'adresser qu'à un interlocuteur unique lors des campagnes publicitaires. L'équipe du studio est à même de réaliser des campagnes sur différents formats, comme les jeux concours, les espaces dédiés, l'intégration éditoriales ou les bannières IAB.

### 3.3 ...et complétée par une agence de webmarketing à la performance

Adthink a développé, depuis sa création, une offre de marketing à la performance complète à destination des annonceurs, des agences de communication et des éditeurs de sites Internet. La société est en mesure de leur fournir une gamme d'outils performants, tant en termes d'affiliation et d'e-mailing que d'analyse et d'optimisation des campagnes marketing online.

L'offre de l'agence s'articule autour de 3 propositions de valeurs :

- l'acquisition de prospects, avec des programmes de coregistration, de co-partenariat, d'opérations dédiées et de collecte de fan ;
- l'email marketing, avec la mise à disposition en location de fichiers marketing thématiques soit par critère socio-démographique (femmes & mamans, homme & sport, seniors,...) soit par thématiques (voyance, rencontre, minceur, jeux concours,...) ;
- un pôle Edition, composé de différents sites comme je-compare-ma-banque.com, credit-par-internet.com, top5meilleursitesderencontre.com.



Source : Adthink

### 3.4 Des nouveaux services représentant de potentiels relais de croissance

Fort de son savoir-faire historique en matière de monétisation, Adthink a toujours cherché à développer des services innovants afin de se différencier de ses concurrents. Ainsi, le groupe a récemment développé deux nouvelles offres, à savoir une place de marché de données anonymes automatisée sur le principe des enchères (BIG) et une plateforme d'e-mailing 100 % self-service et gratuite (MailKitchen).

#### 3.4.1 BIG – Une plateforme dédiée à la gestion et à l'Achat/Vente de datas

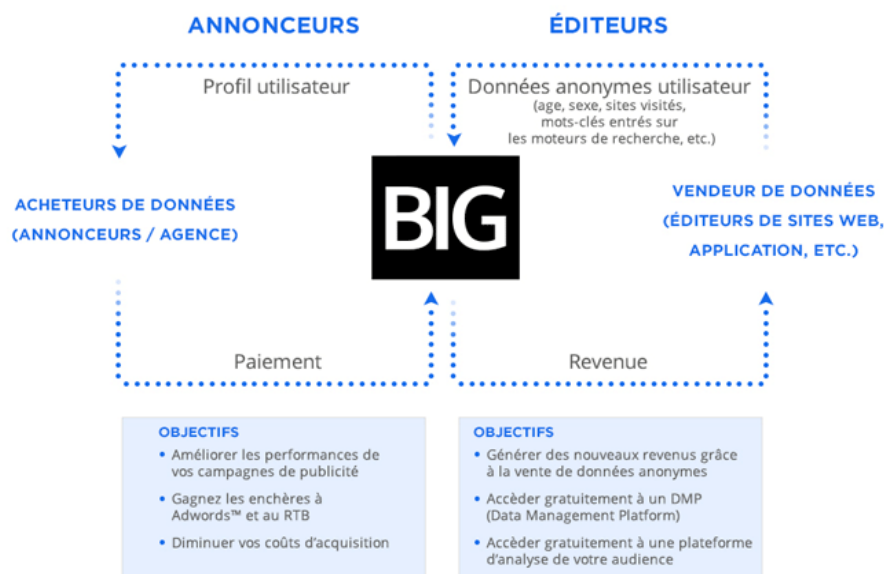
BIG est une plateforme UDX (User Data Exchange) permettant l'échange automatisé de datas sur le principe des enchères entre les annonceurs / agences (acheteurs de données) et les éditeurs (vendeurs de données).

L'achat de données permet aux annonceurs de cibler très précisément le profil des internautes et ainsi d'adresser le bon message à la bonne personne. La vente de données pour les éditeurs permet de générer des revenus supplémentaires en monétisant de manière anonyme les données de leur audience.

La plateforme BIG, totalement automatisée, permet de gérer l'achat et la vente de données en temps réel avec des enchères débutant à 0,01 \$ (pour 1 000 cookies).

Pour les éditeurs, BIG propose une DMP (Data Management Platform) gratuite permettant aux vendeurs de données de gérer et stocker en un lieu unique l'ensemble de leurs datas. De plus, Adthink propose à ces vendeurs de datas un outil gratuit d'analyse de l'audience, permettant à ces derniers de segmenter précisément leurs données.

### Fonctionnement de la plateforme BIG



Source : Adthink

Après avoir représenté près de 0,6 M€ d'investissement en 2013, la plateforme BIG a continué à focaliser l'attention des équipes sur 2014, avec in fine un investissement de l'ordre de 0,8 M€ sur l'exercice.

Les premiers retours de BIG sont très encourageants, la solution, devant générer aux alentours d'1 M€ de revenus en 2015, étant d'ores et déjà bénéficiaire.

#### BIG DATA, UN MARCHÉ QUI EXPLOSE

En quelques années, le Big Data est devenu incontournable et permet aujourd'hui d'apporter 1/ une segmentation très fine des bases de données, 2/ un regroupement et une analyse des données provenant de sources diverses comme les achats sur Internet, les réseaux sociaux, le mobile,... 3/ une notable amélioration des performances des campagnes marketing et 4/ une monétisation des données collectées par les éditeurs.

Au niveau mondial, selon Transparency Market Research, le Big Data a représenté un marché en 2014 estimé à 12,4 Mds\$, en croissance de plus de +40 % par rapport à 2013. Cette très forte tendance devrait se poursuivre, l'organisme estimant que le marché du Big Data devrait atteindre 17,5 Mds\$ en 2015 et 24,6 Mds\$ en 2016.

Dans les années à venir, le Big Data va constituer un élément incontournable des campagnes marketing. Grâce à son offre BIG, Adthink met à destination des annonceurs et des éditeurs un outil très accessible et bon marché et ce, quelque soit la taille du client.

#### 3.4.2 MailKitchen – Une plateforme de routage d'emails en self-service

Nouvel entrant majeur dans le marché des plateformes de routage d'emails, la solution MailKitchen propose une solution répondant aux attentes aussi bien des TPE/PME grâce à des offres mutualisées qu'aux attentes des grandes entreprises avec des offres dédiées. Dès le lancement de l'offre, le groupe a déployé sa solution en 6 langues afin de couvrir la majorité des marchés et de toucher l'ensemble des TPE/PME au niveau mondial (125 millions de TPE/PME).

Cette solution disruptive, adaptée aux attentes du marché, se caractérise par une offre sans engagement et totalement gratuite. Au-delà de cette offre gratuite, MailKitchen propose des packs d'options d'une valeur unitaire de 5 € / mois permettant 1/ de supprimer le bandeau publicitaire, 2/ de segmenter la base d'emails, 3/ de suivre les conversions, 4/ d'exporter des données ou encore 5/ d'obtenir de nouveaux templates.

D'un point de vue concurrentiel, l'offre de routage email d'Adthink se différencie par une stratégie agressive, la solution étant au final 2 à 3 fois moins chère (avec certains packs d'options) que celles proposées par les leaders du marché, une offre sans engagement et modifiable à tout moment et une accessibilité accrue grâce à la traduction du site en 6 langues.

Tout comme pour l'offre technologique BIG, le nouveau produit Mailkitchen a représenté ces deux dernières années des investissements relativement lourds à l'échelle du Groupe, près de 0,7 M€ en 2013 et près de 1,2 M€ en 2014.

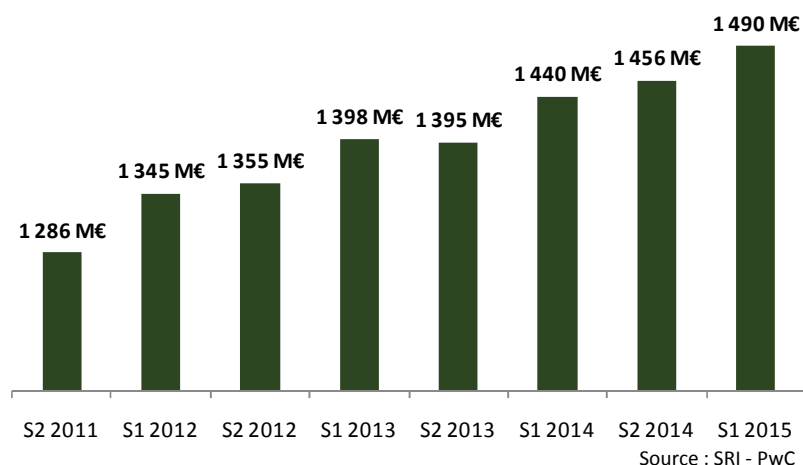
Pour le moment, la solution Mailkitchen tarde à monter en puissance et représente encore à ce stade un centre de coûts pour le groupe.

### 3.5 Des opportunités de marché devant permettre à Adthink de retrouver un cycle de croissance

#### 3.5.1 Un marché de la publicité online contrasté mais recelant un important potentiel de croissance

Avec une progression de +4 % en 2014, la publicité digitale en France demeure un marché dynamique et reste le seul segment de communication dans son ensemble à progresser en 2014 pour atteindre 2,89 milliards d'euros nets de chiffre d'affaires. Au premier semestre 2015, le marché a poursuivi une nouvelle fois sa progression en gagnant +3,5 % yoy.

Evolution du marché de la publicité online en France



Toutefois, il convient de souligner les évolutions contrastées de la publicité online au S1 2015, avec :

- le Search (liens sponsorisés) qui poursuit sa croissance au S1 2015 à +4,0 % yoy et consolide ainsi sa place de numéro 1 dans le mix digital. Il représente un chiffre d'affaires de 902 M€ nets au S1 2015, soit 60,5 % du marché de la publicité online en France ;
- le Display, deuxième segment en valeur, qui affiche quant à lui une croissance dynamique de +8,0 % yoy, à 425 M€ au S1 2015. Cette progression masque néanmoins des évolutions contrastées avec un display classique en recul de -2,0 % yoy, représentant toujours 60,7 % du display total. A l'inverse, le display dans son ensemble est fortement tiré par les opérations spéciales (+5,0 % yoy au S1 2015) et surtout par la vidéo (+38,0 % yoy au S1 2015, 29,5 % du display) ;
- les autres leviers (comparateurs, affiliation et emailing) qui souffrent, quant à eux, des changements opérés sur leurs marchés. Ainsi, ces leviers affichent une légère décroissance à -1,0 % yoy au S1 2015 et pour total un chiffre d'affaires net de 218 M€.

#### LE RTB ET LA VIDEO, LES DRIVERS DE LA CROISSANCE DU DISPLAY

Le RTB s'impose aujourd'hui comme un élément incontournable du display, ce dernier devant poursuivre le basculement des modes d'achat vers le programmatique. En effet, avec une offre de plus en plus sophistiquée, la demande des annonceurs s'avère désormais très exigeante tant sur la performance de la campagne, la maîtrise du ROI que sur la collecte de datas.

Au S1 2015, les achats ont représenté 30 % des achats display contre 22 % au S1 2014, ce qui représente une croissance du RTB de +50,0 % yoy, à 127,0 M€. Cette tendance devrait se poursuivre, SRI – PwC estimant que les achats programmatiques devraient atteindre 35 % des achats display d'ici la fin 2015.



La vidéo n'est pas en reste en progressant de +38,0 % yoy entre le S1 2014 et le S1 2015, pour atteindre un montant de 126 M€, soit environ 30 % du marché du display. Il est intéressant de noter que 25 % des achats vidéo sont réalisés en programmation. Cette bonne tendance devrait également se poursuivre et ce, notamment grâce à l'IPTV (TV sur tablettes, VOD, replay,...).

### 3.5.2 Une structure réorganisée devant permettre à Adthink de retrouver une dynamique de croissance rentable

---

Depuis début 2015, le management d'Adthink s'est attaché à fortement rationaliser son pôle Monétisation et ce, afin de retrouver un niveau de rentabilité plus conforme aux standards du groupe et d'orienter l'activité vers les marchés offrant le plus de potentiel de croissance.

Ainsi, le groupe a notamment procédé :

- à une réduction des effectifs de 20/25 personnes ;
- à la séparation des activités publicitaire, avec une équipe dédiée sur le Média et une autre équipe dédiée aux solutions à la performance ;
- l'implantation d'Adthink aux Etats-Unis afin d'y tester de nouvelles solutions et d'être au plus près des derniers tendances sur le secteur.

Après un S1 contrasté, le groupe se dit confiant quant à l'amélioration progressive de la rentabilité et anticipe d'être break-even sur ces activités dès le S2 2015.



## 4 Retour sur les résultats S1 2015 et perspectives

---

### 4.1 Un premier semestre 2015 de transition

---

#### UN CHIFFRE D'AFFAIRES S1 2015 EN RETRAIT, IMPACTE PAR DES FACTEURS INTERNES ET EXTERNES

Au titre du S1 2015, Adthink a présenté un chiffre d'affaires de 12,0 M€, affichant un repli d'activité de -16,0 % yoy, recul similaire dans chacune des activités Edition et Monétisation.

Cette décroissance s'explique par plusieurs éléments, à la fois internes et externes. Dans le détail :

- le pôle Edition a fait face sur la période à un environnement de marché difficile, notamment sur le Dating, en raison du renforcement de la pression concurrentielle ;
- le pôle Monétisation a souffert des transferts de budgets publicitaires Display de grands annonceurs vers les achats programmatiques (RTB) ;
- l'ensemble du groupe a également été perturbé sur le S1 2015 par l'importante restructuration opérée ayant conduit à réduire les effectifs, pondérer les investissements et rationaliser les charges externes.

Toutefois, il est important de noter le très bon démarrage de la solution BIG dédiée au traitement et l'analyse de la Data.

#### UNE BAISSÉ D'ACTIVITÉ PRESSURISANT MECANIQUEMENT LA RENTABILITÉ

Du point de vue de la rentabilité, Adthink a affiché sur le S1 2015 un résultat d'exploitation de -1,8 M€ (vs. -2,4 M€ au S1 2014), les premiers effets de la réorganisation du groupe commençant à être visibles.

Ainsi, les charges externes ont baissé sur la période de -15,0 % yoy, soit -1,5 M€ et les charges de personnel de -0,8 M€.

Le RCAI ressort à -1,9 M€ et le résultat net des sociétés intégrées à -2,0 M€.

D'un point de vue bilanciel, la société affiche des capitaux propres de 5,5 M€ au 30 juin 2015 et un endettement net de 1,8 M€ (trésorerie brute de 3,5 M€), soit un gearing de 32 %.

### 4.2 Des perspectives encourageantes pour 2016

---

#### 4.2.1 Trois principaux leviers devant permettre au groupe de retrouver son dynamisme

---

Après un exercice 2015 qui s'annonce de transition, Adthink devrait être en mesure de mener à bien sa recovery en 2016, en anticipant une croissance de son chiffre d'affaires et le retour à une activité profitable sur l'ensemble du périmètre du groupe.

Nous estimons en effet que les mesures mises en place par le groupe devraient jouer à plein sur l'ensemble de l'exercice 2016 et ainsi permettre à la société de retrouver des niveaux de croissance et de rentabilité proches de ceux qu'elle affichait auparavant.

#### OPTIMISATION DE LA STRUCTURE

Après une croissance rapide entre 2011 et 2013, ayant notamment conduit au recrutement de nombreux collaborateurs sur les parties liées au développement de nouveaux produits, Adthink s'est retrouvé en 2014 face à une baisse d'activité et de rentabilité ne pouvant plus permettre au groupe d'assumer un effectif aussi important (150 personnes).

Ainsi, début 2015, Adthink a entrepris une profonde optimisation de sa structure passant par trois principales mesures, à savoir 1/ le regroupement d'équipes quand cela était possible (cas des plateformes d'affiliation) et la simplification du management, 2/ l'arrêt des développements sur les projets complexes et mal maîtrisés et 3/ la séparation des équipes de la régie publicitaire entre l'équipe Media et l'équipe Performance.



Cette optimisation de la structure a, pour le moment, conduit le groupe à se séparer d'environ 40 collaborateurs, Adthink comptant à ce jour près de 110 personnes. Nous estimons qu'à moyen terme les effectifs du groupe devraient se stabiliser autour de 100 personnes.

Bien que cette optimisation ait un coût humain important, nous estimons qu'un effectif de 100/110 personnes est aujourd'hui bien plus en phase avec la taille et les perspectives du groupe.

### **LANCEMENT DE NOUVELLES OFFRES**

Dans un marché très concurrentiel, aussi bien sur les activités d'Édition que de Monétisation, Adthink cherche aujourd'hui à orienter son offre vers les segments présentant le plus de potentiel de croissance.

La société a ainsi, sur chacune de ses activités Édition et Monétisation, identifié et développé de nouvelles offres, avec :

Sur le pôle Édition :

- le repositionnement d'une partie de la cible d'audience des activités de Dating vers celles du Casual Dating (nouvelles URL), segment de niche offrant un potentiel de croissance et de rentabilité très intéressant pour le groupe ;
- le lancement sur le Gaming de jeux pour mobiles et tablettes et d'un site de cash game nommé Globbies (non accessible en France).

Sur le pôle Monétisation :

- le développement d'une offre différenciante dans le domaine de l'emailing avec Mailkitchen ;
- la création d'une plateforme automatisée de gestion de datas anonymes avec BIG.

### **INTERNATIONALISATION**

Dernier levier mis en place par le groupe, l'internationalisation des activités est un enjeu majeur et pourrait permettre de capter un potentiel de croissance aujourd'hui très peu exploité par Adthink.

Sur le pôle Édition, la société compte aborder de nouveaux marchés au travers le Gaming et ce, grâce 1/ au lancement d'une nouvelle plateforme Ludokado, éditée en 10 langues, 2/ à la création de jeux sur mobiles et tablettes disponibles dans de nombreux pays sur Android Market et App Store et 3/ à la création d'une plateforme de cash game, Globbies, destinée au marché européen.

Sur le pôle Monétisation, le développement à l'international passe notamment par le développement aux États-Unis d'une filiale dirigée directement par Sylvain Morel et ce, afin d'être au plus près des dernières évolutions technologiques. Le potentiel de croissance aux États-Unis sur la Monétisation passe notamment par les offres BIG et Mailkitchen.

## 4.2.2 Un retour attendu à la croissance rentable en 2016

### UNE AMELIORATION DE TENDANCE VISIBLE DES LE S2 2015...

Grâce à la réorganisation opérée au S1 2015, nous estimons que le groupe devrait être en mesure, dès le S2 2015, d'afficher une tendance nettement plus positive, portée par une décroissance moins importante du chiffre d'affaires et par l'amélioration sensible de la rentabilité, le groupe devant, selon nous, retrouver une marge d'exploitation positive sur le S2 2015.

Ainsi, pour le S2, nous prévoyons un chiffre d'affaires de 14,1 M€, en recul de -5,6 % yoy, mais en croissance séquentielle de +17,7 %. Du point de vue de la rentabilité, nous estimons que les mesures prises, conjuguées à un niveau d'activité plus élevé, devraient permettre à Adthink d'afficher un EBE de 1,3 M€ et un résultat d'exploitation de 0,4 M€.

### Compte de résultats prévisionnel simplifié 2015 - 2017

	2014	2015E	2016E	2017E
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>29,2</b>	<b>26,1</b>	<b>28,1</b>	<b>29,9</b>
<i>en % de croissance</i>	-	-10,7 %	+7,7 %	+6,3 %
<b>dt Edition</b>	<b>19,6</b>	<b>17,5</b>	<b>19,1</b>	<b>20,4</b>
<i>en % de croissance</i>	-	-10,7 %	+9,0 %	+7,0 %
<b>dt Monétisation</b>	<b>9,6</b>	<b>8,6</b>	<b>9,0</b>	<b>9,5</b>
<i>en % de croissance</i>	-	-10,6 %	+5,0 %	+5,0 %
<b>Marge Brute</b>	<b>23,0</b>	<b>20,7</b>	<b>22,3</b>	<b>23,7</b>
<i>en % de croissance</i>	-	-9,8 %	+7,7 %	+6,3 %
<i>en % du CA</i>	78,7 %	79,5 %	79,5 %	79,5 %
<b>Charges externes</b>	<b>14,9</b>	<b>11,7</b>	<b>12,1</b>	<b>13,0</b>
<i>en % de croissance</i>	-	-21,0 %	+2,7 %	+8,0 %
<i>en % du CA</i>	50,9 %	45,0 %	43,0 %	43,6 %
<b>Charges de personnel</b>	<b>9,9</b>	<b>7,9</b>	<b>6,4</b>	<b>6,6</b>
<i>en % de croissance</i>	-	-20,2 %	-18,7 %	+2,5 %
<i>en % du CA</i>	34,0 %	30,3 %	22,9 %	22,1 %
<b>Exédent Brute d'Exploitation</b>	<b>-1,6</b>	<b>0,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>
<i>en % de croissance</i>	-	-148,5 %	+306,7 %	+11,9 %
<i>en % du CA</i>	-5,4 %	2,9 %	11,0 %	11,6 %
<b>D&amp;A</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>-3,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>
<i>en % de croissance</i>	-	-	-	+44,8 %
<i>en % du CA</i>	-12,1 %	-5,3 %	3,8 %	5,2 %
<b>Amortissement du Goodwill</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>
<b>Résultat net pdg</b>	<b>-3,9</b>	<b>-2,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>
<i>en % de croissance</i>	-	-	-	+133,9 %
<i>en % du CA</i>	-13,4 %	-7,9 %	1,1 %	2,5 %

Retour à la croissance porté par la réorganisation des activités du groupe et les nouveaux produits (BIG, plateformes internationales de Ludokado et Globbies)

Maintien d'un niveau confortable de marge brute malgré le renforcement de l'univers concurrentiel et ce, grâce à la mutualisation des achats

Réduction des effectifs du groupe

Retour à la rentabilité en année pleine prévu en 2016

Source : Adthink, estimations Genesta

### ...QUI DEVRAIT PERMETTRE AU GROUPE DE RETROUVER UNE DYNAMIQUE DE CROISSANCE RENTABLE EN 2016

Ce retour à la rentabilité sur le S2 2015, conjugué à la bonne marche des nouveaux produits et à la réorganisation du groupe, devrait permettre à Adthink d'afficher en 2016 le retour à une dynamique de croissance rentable et de générer par la suite un effet levier sur la marge d'exploitation.

La rentabilité du groupe devrait être ainsi boostée par la réduction des charges fixes et des frais de personnel.

Les estimations présentées ci-dessous sont, selon nous, prudentes, le groupe étant en mesure d'accélérer davantage sa recovery.

### UNE STRUCTURE BILANCIELLE QUI DEVRAIT PROGRESSIVEMENT S'AMELIORER

Ce retour anticipé à une dynamique de croissance rentable devait rapidement permettre au groupe de retrouver des cash flow positifs, aidé par des CAPEX plus mesurés. Nous anticipons ainsi le retour à un gearing négatif dès 2017.

## 5 Valorisation

### 5.1 DCF

#### 5.1.1 Détermination du taux d'actualisation

Le taux d'actualisation correspond au coût moyen entre le coût des fonds propres et le coût de la dette financière, et ce de manière pondérée en fonction de l'importance de ces deux ressources dans le financement global de la société. Le coût des fonds propres a été déterminé sur la base du modèle du CAPM auquel est intégrée une prime de risque Small Cap, selon la formule suivante :

$$\text{Coût des Fonds Propres} = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \text{Prime Small Caps}$$

avec  $R_f$  : taux sans risque  
( $R_m - R_f$ ) : prime de marché action

En effet, compte tenu de la taille de la société, nous affectons une prime de risque Small Caps au coût des fonds propres. La prime Small Caps est déterminée selon 6 critères, dont l'évaluation est factuelle et objective. L'échelle de notation pour chaque critère comporte 5 paliers allant de - - à ++. Chaque franchissement de palier ajoute 20 points de base au coût des fonds propres.

Les critères sont appréciés de la façon suivante :

Critère	Echelle de notation				
	++	+	=	-	--
Gouvernance d'entreprise <sup>1</sup>	4	3	2	1	0
Liquidité <sup>2</sup>	[66 % ; 100 %]	[33 % ; 66 %]	[15 % ; 33 %]	[5 % ; 15 %]	[0 % ; 5 %]
Taille du CA (M €)	[150 ; +∞[	[100 ; 150[	[50 ; 100[	[25 ; 50[	[0 ; 25[
Rentabilité opérationnelle	[25 % ; 100 %]	[15 % ; 25 %]	[8 % ; 15 %]	[3 % ; 8 %]	[0 % ; 3 %]
Gearing	] -∞ % ; -15 %]	] -15 % ; 15 %]	] 15 % ; 50 %]	] 50 % ; 80 %]	] 80 % ; +∞ %]
Risque Client <sup>3</sup>	[0 % ; 10 %]	[10 % ; 20 %]	[20 % ; 30 %]	[30 % ; 40 %]	[40 % ; 100 %]

Dans le cas de Adthink, nous obtenons la matrice suivante :

	++	+	=	-	--	Prime Small Caps
Gouvernance d'entreprise						0,80%
Liquidité						0,20%
Taille du CA						0,80%
Rentabilité opérationnelle						1,00%
Gearing						0,60%
Risque Client						0,20%
<b>TOTAL</b>						<b>3,60%</b>

Par conséquent, sur la base d'un taux sans risque de 1,04 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source Agence France Trésor), d'une prime de marché de 6,30 % (prime calculée par Natixis Securities), d'un beta de 1,29, d'une prime de risque Small Caps de 3,60 % et de l'endettement nul de la société au 31 décembre 2014, le taux d'actualisation s'élève à 12,77 %.

<sup>1</sup> La qualité de la gouvernance d'entreprise est évaluée selon les quatre critères suivants : séparation des fonctions de Présidence et de Direction Générale ou fonctionnement sur la base d'un Conseil de Surveillance et d'un Directoire ; présence de membres indépendants au sein du Conseil d'Administration ou du Conseil de Surveillance ; présence de censeurs ou d'organes de contrôle ; existence de comités spécialisés.

<sup>2</sup> Taux de rotation du capital au cours d'une année.

<sup>3</sup> Part du chiffre d'affaires représentée par les 5 clients les plus importants.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
1,04 %	6,30 %	1,29	3,60 %	12,77 %	NS	NS	NS	<b>12,77 %</b>

Source : AFT, Natixis Securities, Damodaran, estimations Genesta

## 5.1.2 Calcul de FCF opérationnels

Avec un taux d'actualisation de 12,77 %, nous obtenons le tableau de flux de trésorerie disponible suivant (en M€) :

	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Chiffre d'affaires	29,206	26,082	28,086	29,868	31,631	34,794	37,229	39,091	40,264	41,471	42,716
Excédent brut d'exploitation	-1,566	0,760	3,092	3,461	4,190	4,525	4,887	5,205	5,465	5,738	5,939
Impôt	-0,777	0,045	0,097	0,147	0,449	0,854	0,942	1,021	1,086	1,155	1,199
Investissements	2,263	1,750	1,500	1,700	1,900	1,995	2,115	2,242	2,376	2,519	2,670
Variation de BFR	0,147	-0,100	0,099	0,088	0,087	0,180	0,122	0,093	0,059	0,060	0,062
FCF opérationnels	-3,200	-0,935	1,396	1,526	1,754	1,496	1,708	1,849	1,944	2,004	2,008
FCF opérationnels actualisés		-0,907	1,201	1,165	1,187	0,898	0,909	0,873	0,814	0,744	0,661

Source : estimations Genesta

Sur la période post prévisionnelle, nous appliquons un taux de croissance à l'infini, en deux temps, et obtenons les prévisions suivantes (en M€) :

	Croissance des FCF	Valeur	%
Période 1-10 ans		7,543	55,1 %
Période 11-20 ans	<b>2,0%</b>	3,786	27,7 %
Taux de croissance à l'infini	<b>1,5%</b>	2,353	17,2 %
<b>Total</b>		<b>13,682</b>	<b>100,0 %</b>
<b>dont valeur terminale</b>		6,138	44,9 %

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de Adthink ressort à 13,682 M€.

## 5.1.3 Calcul de la valeur par action

La valeur des fonds propres par action est obtenue comme suit :

FCF actualisés (2015-2024)	7,43
+ Valeur terminale actualisée	6,138
+ Titres financiers	0,000
- Provisions	0,000
- Endettement financier net	0,082
- Minoritaires	0,000
= Valeur des Capitaux Propres pg	13,599
Nombre d'actions	6,131
<b>Valeur par action</b>	<b>2,22</b>

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 2,22 € soit un potentiel d'appréciation de la valeur selon cette méthode de +92,9 % par rapport au cours de clôture du 5 octobre 2015 de 1,15 €.

A titre informatif, le tableau de sensibilité de la valorisation en fonction du taux d'actualisation retenu et de la croissance à l'infini est le suivant (en €) :

		Taux de croissance à l'infini				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
CM/PC	11,77%	2,33	2,34	2,36	2,39	2,41
	12,27%	2,25	2,27	2,29	<b>2,31</b>	2,33
	12,77%	2,18	2,20	<b>2,22</b>	2,24	2,26
	13,27%	2,12	<b>2,13</b>	2,15	2,17	2,19
	13,77%	2,05	2,07	2,08	2,10	2,12

## 5.2 Comparables

### 5.2.1 Choix des comparables

Au sein des sociétés Internet, il n'existe que peu de comparables directs à Adthink. En effet, son double positionnement sur le marché de l'Édition et de la Monétisation, est assez unique au sein de l'univers des sociétés Internet cotées.

Nous avons donc choisi de constituer notre échantillon de comparables de sociétés présentes sur chacun des métiers d'Adthink. Ainsi, notre échantillon se compose des sociétés :

**Rentabiliweb** : Rentabiliweb est une société comptant historiquement deux pôles, l'un BtoC dédié à l'Édition, notamment sur des thématiques comme le Dating et l'Astrologie et l'autre BtoB dédié à la monétisation (paiement par CB, micro-paiement, webmarketing, emailing,...) ;

**Netbooster** : Netbooster est une société spécialisée dans le webmarketing, incluant une agence SEO, SEM, RTB et eCRM. La société a pour objectif d'élaborer et de mettre en place la stratégie digitale de ses clients. La société compte aujourd'hui 450 collaborateurs ;

**LeadMedia Group** : LeadMedia Group est une société française qui accompagne les marques et les entreprises dans la digitalisation de la connexion avec leurs audiences. L'expertise repose sur deux points, 1/ l'analyse de données permettant de proposer des offres dans la web analyse, l'achat média à la performance et le conseil en stratégie digitale et 2/ les activités liées à l'édition de logiciels et de services de data marketing permettant aux annonceurs de consolider leurs données d'audience et d'y ajouter l'intelligence nécessaire au déploiement d'actions marketing personnalisées ;

**Weborama** : Weborama est une société française spécialisée dans le webmarketing. La société propose des solutions de webmarketing et de ciblage comportemental pour le compte d'annonceurs et d'éditeurs, mais également des outils d'Ad Analytics, comme de l'adserving et le tracking. La société opère principalement sur le marché français, mais est également présente en Espagne, en Italie, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni.

**Bilendi** : Après avoir été un pionnier des programmes de fidélisation sur Internet, Bilendi, anciennement Maximiles, est aujourd'hui également un acteur important des panels en ligne. La société se considère aujourd'hui au cœur de la data sur la collecte, la gestion et la valorisation de données ;

**Antevenio** : Antevenio est une société espagnole dans les prestations de publicité et de marketing interactifs et articule ses activités selon 4 pôles : la régie publicitaire, la conception/réalisation de campagnes publicitaires, le développement de portails communautaires et enfin, le marketing direct ;

**Groupe ConcoursMania** : est une société française spécialisée dans les jeux marketings online. La société propose, sous forme de jeux concours, des solutions permettant aux annonceurs de générer de l'audience qualifiée et de fidéliser les internautes.

Il est important de noter que nous n'avons pas retenu les sociétés Hi-Media et DNxcorp, le consensus de ces deux sociétés n'étant actuellement plus exploitable.



Le tableau ci-dessous récapitule les principaux agrégats, en M€, des sociétés composant notre échantillon :

	CA 15	CA 16	CA 17	EBE 15	EBE 16	EBE 17	REX 15	REX 16	REX 17	RN 15	RN 16	RN 17
Rentabiliweb Group SA	80,050	87,500	97,750	5,300	7,800	11,750	3,500	6,150	9,950	2,650	4,600	7,300
Netbooster SA	35,936	37,733	NS	5,878	6,529	6,600	5,403	6,044	6,000	2,442	3,045	1,800
Makazi Group SA	21,300	21,950	24,300	-0,450	1,800	2,850	-1,750	0,500	1,550	-3,950	-2,150	-1,450
Weborama SA	25,300	27,300	29,500	3,800	4,300	4,900	1,000	1,300	1,600	-0,200	0,000	0,300
Bilendi SA	19,100	20,900	22,700	1,929	2,661	3,391	0,783	1,407	2,029	-1,466	-1,137	-0,731
Antevenio, S.A.	22,955	25,802	28,131	1,436	2,474	3,060	1,086	2,124	2,710	0,841	1,643	2,080
Groupe ConcoursMania SA	17,900	19,850	25,000	-0,350	2,150	3,950	-0,900	1,600	2,950	0,800	1,700	2,000

Source : Infanciaux au 30/09/15

	Capitalisation	Dettes nettes	Minoritaires	VE
Rentabiliweb Group SA	119,078	-10,790	0,000	108,288
Netbooster SA	38,421	6,678	0,000	45,099
Makazi Group SA	12,909	-4,318	0,299	8,890
Weborama SA	27,586	-2,241	0,000	25,345
Bilendi SA	12,058	-6,623	0,000	5,435
Antevenio, S.A.	14,739	-3,934	0,000	10,805
Groupe ConcoursMania SA	20,445	-5,174	0,000	15,271

Source : Infanciaux au 30/09/15

## 5.2.2 Valorisation

Le tableau ci-dessous détaille les principaux multiples boursiers des sociétés comparables composant notre échantillon :

	VE/CA 16	VE/CA 17	VE/EBE 16	VE/EBE 17	VE/REX 16	VE/REX 17	PE 16	PE 17
Rentabiliweb Group SA	1,24	1,11	13,88	9,22	NS	10,88	NS	16,31
Netbooster SA	1,20	NS	6,91	6,83	7,46	7,52	12,62	NS
Makazi Group SA	0,41	0,37	4,94	3,12	NS	5,74	NS	NS
Weborama SA	0,93	0,86	5,89	5,17	NS	15,84	NS	NS
Bilendi SA	0,26	0,24	NS	1,60	3,86	2,68	NS	NS
Antevenio, S.A.	0,42	0,38	4,37	3,53	5,09	3,99	8,97	7,09
Groupe ConcoursMania SA	0,77	0,61	7,10	3,87	9,54	5,18	12,03	10,22
<b>Moyenne</b>	0,74	0,59	7,18	4,76	6,49	7,40	11,21	11,21
<b>Médiane</b>	0,77	0,50	6,40	3,87	6,27	5,74	12,03	10,22

Il est important de noter que nous avons utilisé uniquement les multiples 2016 et 2017 afin de valoriser Adthink, considérant que l'exercice 2015 est un exercice de transition pour le groupe.

Le tableau ci-après montre les valorisations induites (en M€) pour Adthink en fonction des multiples appliqués sur la base des valorisations actuelles affichées par les sociétés de l'échantillon.

	CA 16	CA 17	EBE 16	EBE 17	REX 16	REX 17	RN 16	RN 17
Adthink	28,086	29,868	3,092	3,461	1,070	1,549	0,872	1,322
Valorisation induite	20,921	17,757	22,206	16,484	6,941	11,469	9,776	14,816
	21,607	14,858	19,790	13,380	6,711	8,886	10,491	13,515
<b>Valorisation moyenne / action</b>	<b>3,06</b>		<b>2,93</b>		<b>1,39</b>		<b>1,98</b>	

Compte tenu de la différence entre la capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon de comparables retenu et celle de Adthink, nous appliquons une décote de taille, sur la base du modèle de Eric-Eugène Grena, présenté dans la note méthodologique ci-après, afin d'obtenir une valorisation plus pertinente du titre.

Appliquée à Adthink, cette méthode nous amène à mettre en œuvre une décote de taille de -6,8 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	35,0	M€
Capitalisation non corrigée de la société	14,4	M€
Rapport des capitalisations	41,0 %	
<b>Prime à appliquer</b>	<b>-6,8 %</b>	

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne / action	2,86	2,73	1,29	1,85
Moyenne	2,22			

Ainsi, l'approche par la méthode des multiples boursiers de sociétés comparables nous amène à une fourchette de valorisation de 1,29 € – 2,86 €, et en moyenne à un prix par action de 2,18 €. Sur la base du cours de clôture de l'action Adthink au 5 octobre 2015 de 1,15 €, le titre présente un potentiel d'appréciation de +89,7 %.

### 5.2.3 Méthodologie de la décote/prime

Compte tenu de la différence éventuelle entre la capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon de comparables retenus et celle de la société à évaluer, Genesta applique une décote ou une prime, inspirée du modèle de Eric-Eugène Grena, afin d'obtenir une valorisation plus pertinente de la société.

Les travaux menés par Eric-Eugène Grena – membre de la SFAF, ancien responsable du bureau d'analyse financière de BNP Paribas et directeur associé de Clinvest – ont montré le risque qu'il existe à appliquer la méthode d'évaluation par les comparables boursiers sans tenir compte de l'existence d'écarts parfois non négligeables entre la taille de la société évaluée et celle des sociétés retenues comme référentiel boursier.

Il semble donc important de procéder à une correction en calculant, le cas échéant une décote ou une prime à appliquer à la société évaluée. L'étude réalisée sur un échantillon probant a révélé une décroissance des P/E avec la taille des sociétés de l'échantillon et que la correction à pratiquer doit être du même ordre de grandeur.

La démarche que Genesta adopte consiste à :

- 1) Calculer le rapport entre la capitalisation boursière de la société à évaluer et la capitalisation boursière moyenne du groupe de comparables ;
- 2) Appliquer, selon le ratio obtenu, la décote ou la prime selon l'abaque défini par les travaux d'Eric-Eugène Grena en prenant soin de pratiquer une extrapolation linéaire entre chaque palier ;
- 3) Impacter cette décote ou cette prime sur la valorisation de la société concernée et ainsi affiner la pertinence de la valorisation par les comparables.

Rapport des capitalisations	Ajustement à appliquer	
<2%	-40%	} Décote
2%	-34%	
5%	-26%	
10%	-20%	
20%	-14%	
30%	-10%	
40%	-7%	
50%	-5%	
60%	-4%	
80%	-2%	
100%	0%	} Prime
120%	2%	
140%	4%	
150%	5%	
160%	7%	
170%	10%	
180%	14%	
190%	20%	
195%	26%	
198%	34%	
>198%	40%	

## 6 Synthèse des comptes

### 6.1 Compte de résultats simplifié

Au 31/12 (en M€)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>31,11</b>	<b>29,21</b>	<b>26,08</b>	<b>28,09</b>	<b>29,87</b>	<b>31,63</b>
% évolution	-	-6,1%	-10,7%	7,7%	6,3%	5,9%
<b>Marge Brute</b>	<b>25,25</b>	<b>22,99</b>	<b>20,74</b>	<b>22,33</b>	<b>23,74</b>	<b>25,15</b>
% évolution	-	-8,9%	-9,8%	7,7%	6,3%	5,9%
% du CA	81,2%	78,7%	79,5%	79,5%	79,5%	79,5%
<b>Charges externes</b>	<b>13,89</b>	<b>14,87</b>	<b>11,75</b>	<b>12,07</b>	<b>13,03</b>	<b>13,68</b>
% du CA	44,7%	50,9%	45,0%	43,0%	43,6%	43,3%
<b>Charges de personnel</b>	<b>8,47</b>	<b>9,92</b>	<b>7,91</b>	<b>6,43</b>	<b>6,59</b>	<b>6,59</b>
% du CA	27,2%	34,0%	30,3%	22,9%	22,1%	20,8%
<b>EBE</b>	<b>2,96</b>	<b>-1,57</b>	<b>0,76</b>	<b>3,09</b>	<b>3,46</b>	<b>4,19</b>
% évolution	-	-	-	306,7%	11,9%	2,1%
% du CA	9,5%	-5,4%	2,9%	11,0%	11,6%	13,2%
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>1,24</b>	<b>-3,53</b>	<b>-1,38</b>	<b>1,07</b>	<b>1,55</b>	<b>2,32</b>
% évolution	-	-	-	-	44,8%	50,0%
% du CA	4,0%	-12,1%	-5,3%	3,8%	5,2%	7,3%
<b>Résultat financier</b>	<b>-0,11</b>	<b>-0,18</b>	<b>-0,12</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,08</b>
<b>Résultat avant impôts</b>	<b>0,86</b>	<b>-4,06</b>	<b>-1,50</b>	<b>0,97</b>	<b>1,47</b>	<b>2,24</b>
<b>Impôts</b>	<b>0,33</b>	<b>-0,78</b>	<b>0,04</b>	<b>0,10</b>	<b>0,15</b>	<b>0,45</b>
% Taux d'impôt effectif	-549,2%	18,8%	-3,8%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Résultat Net part du groupe</b>	<b>-0,11</b>	<b>-3,92</b>	<b>-2,18</b>	<b>0,23</b>	<b>0,68</b>	<b>1,15</b>
% évolution	-	-	-	-	193,5%	69,3%
% du CA	-0,4%	-13,4%	-8,4%	0,8%	2,3%	3,6%
<b>BPA</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,64</b>	<b>-0,36</b>	<b>0,04</b>	<b>0,11</b>	<b>0,19</b>

Retour à la croissance porté par la réorganisation des activités du groupe et les nouveaux produits (BIG, plateformes internationales de Ludokado et Globbies)

Maintien d'un niveau confortable de marge brute malgré le renforcement de l'univers concurrentiel et ce, grâce à la mutualisation des achats

Résultat d'exploitation attendu positif dès 2016

### 6.2 Bilan – principaux agrégats

Au 31/12 (en M€)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
Immobilisations incorporelles	4,12	3,98	3,63	3,16	2,97	3,00
Goodwill	3,17	2,53	1,89	1,25	0,61	0,00
Immobilisations corporelles	0,51	0,62	0,60	0,57	0,56	0,57
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>BFR</b>	<b>2,01</b>	<b>1,39</b>	<b>1,29</b>	<b>1,39</b>	<b>1,47</b>	<b>1,56</b>
% du CA	6,5%	4,7%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Dettes financières	4,04	5,13	3,91	3,41	2,91	2,41
Trésoreries et valeurs mobilières	6,39	5,04	2,75	2,91	3,22	3,75
<b>Endettement net</b>	<b>-2,35</b>	<b>0,08</b>	<b>1,15</b>	<b>0,50</b>	<b>-0,31</b>	<b>-1,34</b>

Amortissement du goodwill

Baisse attendu de l'endettement financier net après un pic atteint sur l'exercice 2015

### 6.3 Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats

Au 31/12 (en M€)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>CAF</b>	<b>2,32</b>	<b>-2,04</b>	<b>-0,05</b>	<b>2,25</b>	<b>2,59</b>	<b>3,02</b>
Investissements	2,94	2,26	1,75	1,50	1,70	1,90
% du CA	9,4%	7,7%	6,7%	5,3%	5,7%	6,0%
Variation du BFR	-1,09	1,77	-0,10	0,10	0,09	0,09
<b>Flux de trésorerie d'exploitation net</b>	<b>0,47</b>	<b>-6,07</b>	<b>-1,70</b>	<b>0,66</b>	<b>0,81</b>	<b>1,03</b>

Retour à une génération positive de cash flow

## 6.4 Ratios financiers

Au 31/12 (en M€)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>Bénéfice net par action</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,64</b>	<b>-0,36</b>	<b>0,04</b>	<b>0,11</b>	<b>0,19</b>
% évolution	-	-	-	-	193,5%	69,3%
<b>Capitalisation boursière</b>	<b>23,11</b>	<b>13,36</b>	<b>7,05</b>	<b>7,05</b>	<b>7,05</b>	<b>7,05</b>
Valeur d'entreprise	20,76	13,44	8,20	7,55	6,74	5,71
<b>P/E retraité</b>	<b>43,75</b>	<b>-4,07</b>	<b>-4,57</b>	<b>8,08</b>	<b>5,33</b>	<b>3,93</b>
P/CF	1,88	7,66	-0,82	1,05	1,04	1,03
Market to Book	2,00	1,72	1,26	1,21	1,09	0,92
<b>VE / CA</b>	<b>0,67</b>	<b>0,46</b>	<b>0,31</b>	<b>0,27</b>	<b>0,23</b>	<b>0,18</b>
<b>VE / EBE</b>	<b>7,01</b>	<b>-8,58</b>	<b>10,79</b>	<b>2,44</b>	<b>1,95</b>	<b>1,36</b>
<b>VE / ROC</b>	<b>16,80</b>	<b>-3,81</b>	<b>-5,95</b>	<b>7,05</b>	<b>4,35</b>	<b>2,46</b>
<b>EBE / CA</b>	<b>9,5%</b>	<b>-5,4%</b>	<b>2,9%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,6%</b>	<b>13,2%</b>
<b>ROC / CA</b>	<b>4,0%</b>	<b>-12,1%</b>	<b>-5,3%</b>	<b>3,8%</b>	<b>5,2%</b>	<b>7,3%</b>
<b>Résultat net / CA</b>	<b>-0,4%</b>	<b>-13,4%</b>	<b>-8,4%</b>	<b>0,8%</b>	<b>2,3%</b>	<b>3,6%</b>
<b>Gearing</b>	<b>-20,3%</b>	<b>1,1%</b>	<b>20,6%</b>	<b>8,5%</b>	<b>-4,8%</b>	<b>-17,6%</b>
<b>Capitaux engagés</b>	<b>9,98</b>	<b>7,30</b>	<b>6,29</b>	<b>5,16</b>	<b>4,32</b>	<b>3,74</b>
<b>RCE</b>	<b>9,1%</b>	<b>-37,7%</b>	<b>-22,6%</b>	<b>18,9%</b>	<b>32,5%</b>	<b>50,1%</b>
<b>Rentabilité des Fonds Propres</b>	<b>-1,0%</b>	<b>-50,6%</b>	<b>-39,1%</b>	<b>4,0%</b>	<b>10,5%</b>	<b>15,1%</b>

Multiples de valorisation particulièrement faibles

Amélioration progressive du gearing

## 7 Avertissements importants

### 7.1 Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research

Les opinions mentionnées par Genesta Equity Research traduisent la performance absolue attendue, à un horizon compris entre 6 et 12 mois, pour chaque valeur considérée, et ce, en monnaie locale.

<b>1. Achat fort</b>	Le titre devrait réaliser une performance absolue supérieure à +25 %
<b>2. Achat</b>	Le titre devrait réaliser une performance absolue comprise entre +10 % et +25 %
<b>3. Neutre</b>	Le titre devrait évoluer entre +10 % et -10 %
<b>4. Vente</b>	Le titre devrait réaliser une contre performance absolue comprise entre -10 % et -25 %
<b>5. Vente fort</b>	Le titre devrait réaliser une contre performance absolue supérieure à -25 %

Le détail des méthodes appliquées par Genesta Equity Research pour la détermination de ses objectifs de cours est disponible sur le site Internet [www.genesta-finance.com](http://www.genesta-finance.com)

### 7.2 Détection de conflits d'intérêts potentiels

Participation de l'analyste, de Genesta et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de Genesta	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et Genesta	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et Genesta	Rémunération de Genesta par l'émetteur au titre de l'établissement de la présente analyse financière	Rémunération de Genesta par l'émetteur au titre d'autres prestations que l'établissement de la présente analyse financière	Communication de l'analyse financière à l'émetteur préalablement à sa diffusion
Non	Non	Non	Non	Oui	Oui*	Oui**

\* Genesta est Listing Sponsor de l'émetteur.

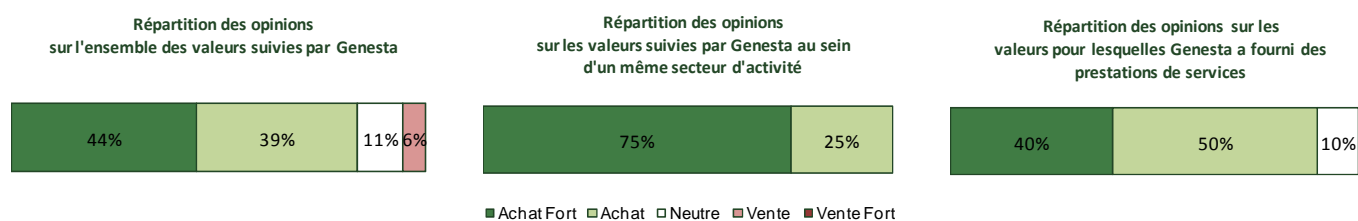
\*\* Aucun changement significatif n'a été réalisé suite à la communication de l'analyse financière à l'émetteur.

En qualité de Conseiller en Investissements Financiers, membre de l'ACIFTE, Genesta se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par cette association pour son fonctionnement interne, en particulier dans le respect du Code de Bonne Conduite défini par l'ACIFTE et des Procédures prévues par l'ACIFTE en matière de gestion des conflits d'intérêts. Des procédures internes à Genesta définissent par ailleurs certains aspects complémentaires au fonctionnement des activités d'analyse financière. Des informations supplémentaires peuvent être obtenues sur simple demande écrite adressée à la société Genesta quant à ces règles de fonctionnement.

### 7.3 Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois

Date de 1 <sup>ère</sup> diffusion	Opinion	Objectif de cours
5 octobre 2015	Initiation de couverture <b>Achat Fort</b>	<b>2,20 €</b>

### 7.4 Répartition des opinions



## 7.5 Avertissement complémentaire

---

Les informations présentées dans les pages précédentes restent partielles. Elles ne peuvent être considérées comme ayant une valeur contractuelle.

Cette publication a été rédigée par Genesta et est délivrée à titre informatif. Elle ne constitue en aucun cas un ordre d'achat ou de vente de la (les) valeur(s) mobilière(s) qui y est (sont) mentionnée(s). Elle est destinée aux investisseurs professionnels et ne constitue en aucun cas une décision d'investissement. De ce fait, ni Genesta, ni ses dirigeants, ni ses employés ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Les informations, estimations et commentaires exprimés dans cette étude proviennent de sources jugées dignes de foi. Toutefois, Genesta n'en garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité, ni la fiabilité. Ainsi, sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants, ni de ses employés, ne pourrait être engagée d'aucune manière à ce titre. Les opinions, appréciations, estimations et prévisions contenues dans cette publication reflètent le jugement de Genesta à la date mentionnée en première page du document, et peuvent ultérieurement faire l'objet de modifications ou d'abandons sans préavis, ni notification.

Cette publication ne peut être diffusée auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme 'personnes autorisées ou exemptées' selon le 'Financial Services Act 1986' du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du 'Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997' peuvent avoir accès à la publication ci-présente. Celle-ci ne saurait être distribuée ou communiquée, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. La (les) valeur(s) mobilière(s) faisant l'objet de cette publication n'a (n'ont) pas été enregistrée(s) auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer cette étude à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que Genesta ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, cette publication pourra être réalisée par Genesta de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

Cette publication reste la propriété de Genesta et ne peut être reproduite ou diffusée sans autorisation préalable de Genesta.

**Nous rappelons que la valeur Adthink Media, cotée en continu sur le segment EI d'Alternext, est une valeur réservée aux investisseurs professionnels qualifiés, aucun prospectus visé par l'AMF n'ayant été historiquement diffusé par la Société. Ainsi, cette valeur n'est pas éligible pour les investisseurs particuliers.**