

Achat	Potentiel	21%
Objectif de cours	12,90 € (vs 11,50 €)	
Cours au 08/02/2018 (c)	10,70 €	
Euronext Growth		
Reuters / Bloomberg	ALWEB.PA / ALWEB.FP	

Weborama

Internet

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. absolue	-4,9%	-0,9%	19,4%	11,3%
Perf CAC Small	-0,5%	-4,8%	-0,2%	18,3%

Informations boursières (en M €)			
Capitalisation (M €)			37,7
Nb de titres (en millions)			3,5
Volume 12 mois (titres)			898
Extrêmes 12 mois		7,25 €	11,80 €

Actionnariat	
Startup Avenue	58%
Flottant	37%
Salariés	2%
Autodetention	3%

Données financières (en M €)					
	au 31/12	2016	2017e	2018e	2019e
CA		29,1	32,7	39,3	47,8
var %		11,0%	12,5%	20,1%	21,8%
EBE		4,3	5,9	7,7	10,1
%CA		14,8%	18,1%	19,6%	21,0%
ROC		0,9	1,8	2,8	4,0
%CA		2,9%	5,6%	7,0%	8,4%
RN		0,7	0,8	1,3	2,3
%CA		2,4%	2,5%	3,2%	4,8%
Bnpa (€)		0,20	0,23	0,36	0,66
Gearing (%)		4%	11%	14%	12%
ROCE (%)		5%	9%	11%	14%
ROE (%)		4%	4%	6%	10%
Dette nette		0,8	2,0	2,8	2,7
Dividende n-1		0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Ratios				
	2016	2017e	2018e	2019e
VE/CA (x)	1,6	1,3	1,2	1,1
VE/EBE (x)	10,8	6,9	6,3	5,0
VE/ROC (x)	ns	22,6	17,7	12,5
PE (x)	ns	ns	ns	16,2

Analyste :
Cécile Aboulian
01 44 70 20 70
caboulian@elcorp.com

L'offre Data s'accélère à l'international

Publication du chiffre d'affaires 2017

Weborama publie un chiffre d'affaires 2017 de 32,7 M€, en hausse de +13% un peu au-dessus de nos attentes (32,4 M€e). La société délivre son plan de développement autour de la DATA avec une branche Data Strategy en hausse de +28% à 22,2 M€ et un segment Advertising, comme attendu, qui poursuit sa décroissance sur un rythme moins soutenu (-10% à 10,6 M€). En séquentiel, Weborama affiche une accélération de sa croissance sur le S2 (+14,1% vs +10,7% au S1) et voit se concrétiser ses investissements de R&D et de développement du pôle Data Strategy en France (multiplication des nouveaux clients) et à l'international (accélération de l'activité aux Etats-Unis).

Une diversification géographique porteuse

Avec plus de 500 millions de profils disponibles aux Etats-Unis (sur un total de 1,3 milliard), Weborama a multiplié son chiffre d'affaires par 4,4 entre 2016 et 2017 à 3,5 M€. Cette diversification géographique représente un levier de croissance important pour le groupe dès 2018 compte tenu de la taille du marché et de la qualité des projets pilotes à fort potentiel déployés à date. Une première implantation prévue en Chine en 2018 devrait également contribuer au renforcement de la part de l'international dans le chiffre d'affaires (70% en 2017 vs 68% en 2016).

Investissements R&D nécessaires à la prise de parts de marché

Avec une stratégie orientée vers le développement de la Data Strategy, Weborama poursuit ses efforts de R&D et entend renforcer sa plateforme technologique et élargir son offre avec de nouvelles solutions basées sur l'intelligence artificielle et les data science.

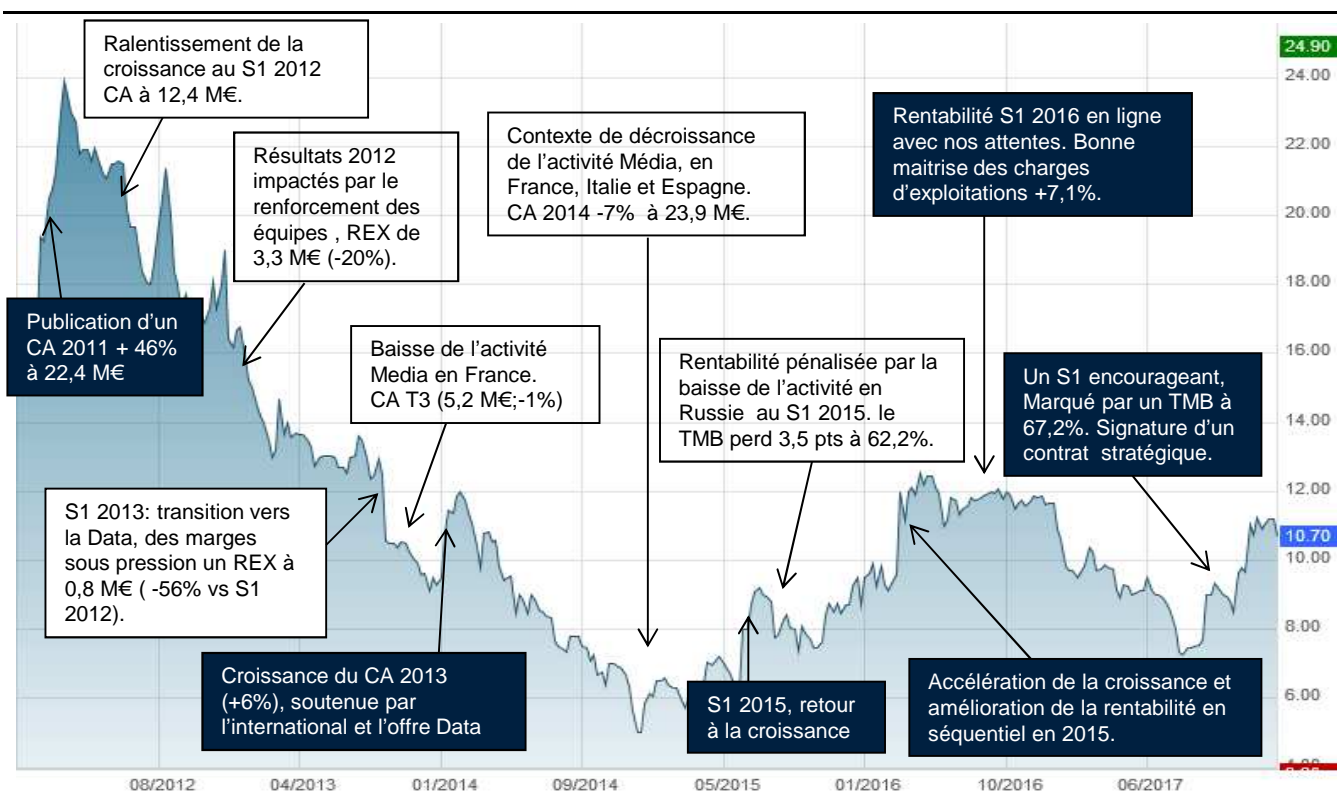
La société annonce par ailleurs que l'augmentation de la marge brute devrait être substantielle par rapport à 2016 (pour rappel, +5,9 pts du taux de marge brute au S1 2017) compte tenu d'un mix produit favorable au sein du segment Data (part de full DMP en croissance dans le mix produit vs managed DMP).

Suite à cette publication, nous revoyons nos attentes de ROC 2017 à 1,8 M€ (vs 1,6 M€ préalablement) ainsi que nos perspectives de croissance 2018 avec un CA de 39,3 M€ (vs 37,8 M€) et un ROC 2018 de 2,8 M€ (vs 2,2 M€ préalablement), misant sur une stabilisation du TMB à un niveau élevé (66,6%).

Une valorisation attractive

Malgré le rerating du cours sur le dernier trimestre 2017 (+25% vs -23% sur les 9 premiers mois), le retraçage de début d'année constitue, selon nous un très bon point d'entrée. En délivrant un chiffre d'affaires solide sur l'exercice 2017 et en consolidant sa rentabilité, Weborama concrétise son plan de développement.

Evolution du cours Weborama depuis 2012



Compte tenu de l'actualisation de notre modèle, nous relevons notre objectif de cours à 12,90 € (vs 11,50 €). Cette dernière se base sur une moyenne équipondérée entre un DCF et des comparables boursiers. Le potentiel de hausse, qui ressort à 21 %, nous incite à conserver notre opinion à l'Achat sur la société.

Points clés

Créée en 1998, Weborama propose aux annonceurs des solutions innovantes leur permettant d'optimiser leur stratégie de communication digitale. Les offres s'articulent principalement autour de la vente de technologie et de data. La société dispose d'une base de données de 1,3 milliard de profils dans le monde entier permettant un ciblage fin de prospects dans le cadre de campagnes de marketing digital.

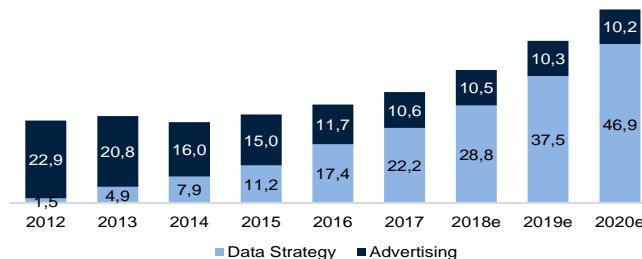
Le segment « Data Strategy » proposant une offre de Data Management Platform et de Conseil soutient la croissance avec ses offres combinées de Full, de Managed DMP, d'accès à la base de données et de services. Le « data advertising » (Ad-serving+tracking) reste une activité importante du groupe mais ne concentre pas les efforts de développement de la société.

Weborama réalise 70% de son chiffre d'affaires à l'international, recrute de nouveaux clients et les accompagne à l'international. La société va poursuivre ses recrutements (essentiellement des profils scientifiques) afin d'asseoir sa position sur le marché de la data auprès des annonceurs. En effet, ils sont de plus en plus attentifs à l'exploitation de l'ensemble des données concernant l'internaute, à l'optimisation de la segmentation des bases de données et à leur impact sur les campagnes.

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none">• Forte valeur ajoutée en terme de technologie et de Data Science• Un bilan financier solide• Propriétaire de ses technologies• Capacité d'innovation forte• Taille critique permettant de s'adresser à une clientèle premium• Qualité du Management	<ul style="list-style-type: none">• Une politique d'investissement soutenue
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none">• Positionnement sur des marchés à forte potentiel à l'international	<ul style="list-style-type: none">• Concurrence d'acteurs de taille internationale et à la capacité de déploiement plus importante• Contexte réglementaire

Croissance et visibilité du chiffre d'affaires qui va s'accélérer

Évolution de CA (M€) par activité de 2012 à 2020e



source : société / Euroland Corporate

La période 2012-2017 affiche une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 6,1% mais surtout, un changement de mix produits avec une hausse annuelle moyenne de +71,4% de la Data Strategy et une baisse annuelle moyenne de -14,4% de l'Advertising (comprenant l'activité Media qui a décliné jusqu'à pratiquement disparaître en 2017 et l'activité Advertising, stable sur la période). Selon nous, le TCAM du chiffre d'affaires entre 2017 et 2020 devrait passer à 20,4% compte tenu de la concentration des investissements sur le marché à fort potentiel de la Data. La Data Strategy est ainsi attendue en hausse annuelle moyenne de +28,3% entre 2017 et 2020. L'Advertising (pilote des campagnes et analytics) est un marché mature sur lequel nous attendons une légère décroissance (TCAM de -1%).

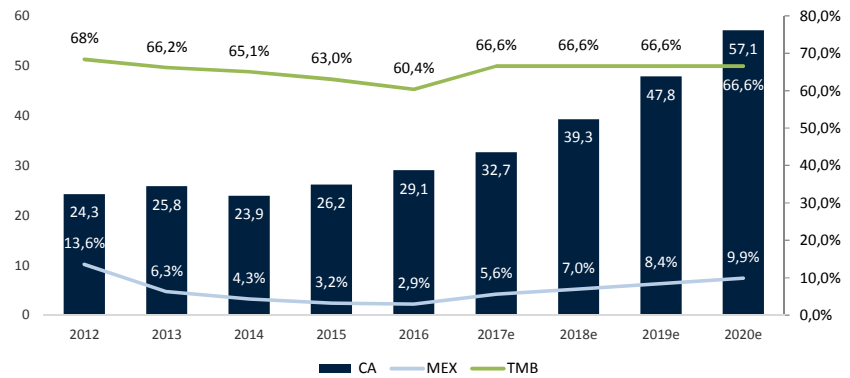
La croissance du segment Data Strategy devrait contribuer à la meilleure récurrence du chiffre d'affaires de Weborama compte tenu de la visibilité sur les offres:

- **Full DMP:** mise à disposition auprès du client de la totalité de la plateforme lui permettant de combiner différentes sources de data (1st, 2nd et 3rd Party) pour une meilleure connaissance de ses propres clients. Segmenter la population selon cette connaissance permet de mieux cibler les profils utilisateurs (DSP) ou encore d'enrichir le CRM. Contrats pluriannuels
- **Managed DMP:** le client a accès à toute l'intelligence de la plateforme mais confie à Weborama l'achat des segments. Business récurrent
- **Data Services:** analyse des données clients afin de mettre en évidence la typologie des utilisateurs au delà des fonctionnalités disponibles en standard dans la DMP. Etudes ponctuelles
- **Accès Database:** Accès aux 220 profils de la base de données Weborama. Licences pluriannuels

Des prises de marchés qui vont alimenter la rentabilité

Compte tenu de la contribution de la Data, nous estimons que le niveau de taux de marge brute devrait rester stable à 66% à partir de 2017. L'activité Data Strategy qui est la plus contributrice à l'activité a un niveau de marge brute pouvant être ventilé environ de la façon suivante: 80% pour le Full DMP, entre 60% et 80% pour l'accès à la Data Base, jusqu'à 40% pour le Managed DMP.

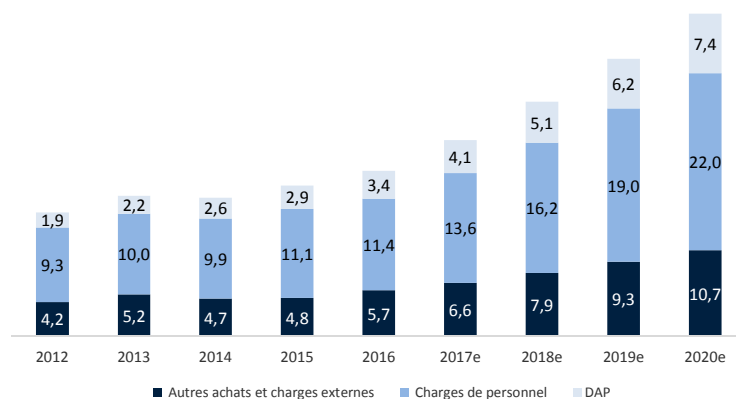
Évolution du CA (M€), du TMB (%) et de la MEX (%) de 2012 à 2020e



source : société/Euroland Corporate

Compte tenu des investissements nécessaires à l'évolution de son métier vers la data, Weborama a vu ses marges baisser de 2011 à 2016. Les OPEX (essentiellement des charges de personnel dont le TCAM s'est élevé à 10% et les DAP, dont le TCAM était de 20%) sont ainsi passées de 12 M€ à 20 M€ soit une croissance annuelle moyenne de 10,2% sur la période, en accord avec la stratégie de prises de parts de marché adoptée.

Évolution des principaux postes de charges (M€) de 2012 à 2020e



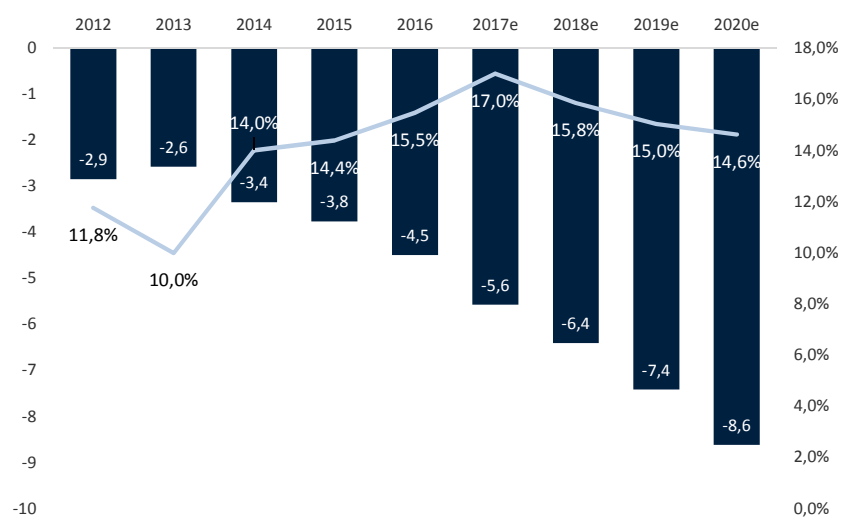
source : société/ Euroland Corporate

Compte tenu des investissements déjà réalisés mais aussi de la croissance attendue et du maintien du taux de marge brute, nous estimons que Weborama s'inscrit, à partir de 2017, dans une nouvelle tendance d'amélioration de ses marges et attendons une MEX de près de 10,0% à horizon 2020 (vs 2,9% en 2006).

Génération de cash en ligne de mire

Weborama a graduellement accéléré ses investissements (portés par les investissements en R&D) afin de finaliser son offre Data. Entre 2011 et 2016, le ratio investissements/CA était de 13,1% et nous tablons sur des investissements représentant 15,9% du CA en moyenne d'ici 2020.

Évolution des investissements (M€ ; %CA) de 2012 à 2020e



source : société/Euroland Corporate

Compte tenu de la croissance, du redressement des marges et de la maîtrise du BFR, nous estimons sur Weborama devrait générer du free cash flow à partir de 2019.

Avec une dette nette qui devrait avoisiner les 3,0 M€ et un gearing de 6% en 2020, l'entreprise dispose, selon nous, des capacités financières nécessaires au financement de son développement.

Compte de résultat (M€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Chiffre d'affaires	23,9	26,2	29,1	32,7	39,3	47,8	57,1
Excédent brut d'exploitation	3,7	3,7	4,3	5,9	7,7	10,1	12,8
Résultat d'exploitation	1,0	0,8	0,9	1,8	2,8	4,0	5,6
Résultat financier	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Impôts	0,6	0,9	1,2	0,4	0,0	0,0	0,0
Mise en équivalence	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,6	0,4	0,8	0,9	1,1	1,3	1,5
Résultat net part du groupe	0,1	0,6	0,7	0,8	1,3	2,3	3,7
Bilan (M€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Actifs non courants	12,4	13,0	14,2	15,7	17,4	18,9	20,8
<i>dont goodwill</i>	6,3	5,8	5,8	5,5	5,3	5,0	4,8
BFR	3,9	3,4	5,2	6,7	8,2	10,1	11,6
Disponibilités + VMP	6,8	5,9	5,6	3,6	1,9	1,3	1,7
Capitaux propres	17,2	17,4	17,8	18,6	19,9	22,2	25,9
Emprunts et dettes financières	5,0	4,4	6,4	5,6	4,8	4,0	3,2
Total Bilan	32,5	35,7	37,6	39,2	43,3	49,4	57,4
Tableau de flux (M€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Marge brute d'autofinancement	3,4	4,2	4,8	5,7	7,1	9,4	12,0
Variation de BFR	-0,1	-0,6	1,3	1,5	1,5	1,9	1,5
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	3,5	4,8	3,4	4,2	5,6	7,4	10,5
Investissements opérationnels nets	-3,4	-3,8	-4,4	-5,6	-6,4	-7,4	-8,6
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-3,4	-3,8	-4,4	-5,6	-6,4	-7,4	-8,6
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,4	-1,1	2,6	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Dividendes versés	0,0	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	0,5	-2,0	0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Variation de l'endettement financier net	0,7	-1,0	-0,3	-2,1	-1,6	-0,8	1,1
Ratios (%)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Variation chiffre d'affaires	-7,4%	9,4%	11,0%	12,5%	20,1%	21,8%	19,4%
Marge EBE	15%	14%	15%	18%	20%	21%	22%
Marge d'exploitation	4%	3%	3%	6%	7%	8%	10%
Marge nette	1%	2%	2%	2%	3%	5%	6%
Capex/CA	-14%	-14%	-15%	-17%	-16%	-15%	-15%
BFR/CA	16%	13%	18%	20%	21%	21%	20%
ROCE	9%	7%	5%	9%	11%	14%	16%
ROCE hors GW	25%	16%	10%	14%	15%	17%	20%
ROE	1%	3%	4%	4%	6%	10%	14%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ratios d'endettement	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Gearing (%)	-11%	-9%	4%	11%	14%	12%	6%
Dettes nette/EBE	-0,5	-0,4	0,2	0,3	0,4	0,3	0,1
EBE/charges financières	14,8	22,7	18,9	35,5	46,3	60,8	78,1
Valorisation	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Nombre d'actions (en millions)	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Nombre d'actions moyen (en millions)	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Cours (moyenne annuelle en euros)	8,6	7,4	11,2	9,2	10,6	10,6	10,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	30,0	25,8	39,3	32,2	37,1	37,1	37,1
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	-1,8	-1,5	0,8	2,0	2,8	2,7	1,4
(3) Valeur des minoritaires	4,9	3,6	6,3	7,1	8,5	10,4	12,4
(4) Valeur des actifs financiers	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	33,0	27,7	46,2	41,2	48,4	50,1	50,8
PER	242,9	46,5	56,5	40,1	29,7	16,1	10,1
VE/ EBE	9,0	7,5	10,8	6,9	6,3	5,0	4,0
VE/ ROC	31,8	33,5	54,0	22,6	17,5	12,4	9,0
VE/CA	1,4	1,1	1,6	1,3	1,2	1,0	0,9
P/B	1,7	1,5	2,2	1,7	1,9	1,7	1,4
Données par action (€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Bnpa	0,04	0,16	0,20	0,23	0,36	0,66	1,05
Book value/action	4,9	5,0	5,1	5,3	5,7	6,3	7,4
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Systeme de recommandations :

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

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations depuis 12 mois :

Achat : Depuis le 13/02/2017

Accumuler : Du 24/07/2016 au 12/02/2017

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

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

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

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

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière

Disclaimer

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre. Il est important de noter qu'EuroLand Corporate conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la société objet de la présente étude, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la société mentionnée dans la présente étude, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Corporate, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate. Ce document ne peut être diffusé 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 ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, 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. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate 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, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

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