



**ARKEON
FINANCE**
Listing Sponsor et Membre du Marché
en charge du placement



NEOTION
Innovation Attitude

INSCRIPTION SUR ALTERNEXT PAR COTATION DIRECTE

ANALYSE FINANCIÈRE

MAI 2006





Le 19 mai 2006



NEOTION

Inscription sur Alternext par cotation directe (Sous réserve de l'admission de la société)

Introduction au début d'un cycle exponentiel

Prix proposé : 15.22/18.84 € (milieu de fourchette : 17.03€)

Objectif : 22.01 €

Secteur d'activité : Equipements électroniques

Recommandation : Souscrire

En K€	2005	2006e	2007e	2008e
Chiffre d'affaires	14 374,0	21 195,0	34 999,0	51 696,0
EBE	-3 937,3	2 120,0	6 384,0	12 765,0
Résultat d'exploitation	-6 733,7	1 659,0	4 749,0	10 119,0
Résultat net pdg publié	-6 364,2	1 796,0	4 933,0	6 297,0
Résultat net corrigé	-6 364,2	1 796,0	4 933,0	6 297,0
BNPA (en €)	-2,31	0,55	1,50	1,92
BNPA dilué (en €)	-2,12	0,51	1,41	1,79
Marge d'exploitation (en %)	-	7,8%	13,6%	19,6%
Marge nette (en %)	-	8,5%	14,1%	12,2%
ROCE (en %)	-	26,1%	52,7%	55,5%
ROE (en %)	-	10,4%	22,4%	20,1%
PE (x)*	-	31,2	11,3	8,9
PE dilué (x)*	-	33,6	12,1	9,5
EV / CA (x)*	3,6	2,3	1,3	0,8
EV / EBITDA (x)*	-	23,3	7,4	3,2
EV / EBIT (x)*	-	29,8	9,9	4,1

* Sur la base du milieu de fourchette de 17.03 €

Source: ARKEON Finance

- Société fondée en 2000, NEOTION propose des produits pour les marchés de la télévision numérique, de la compression vidéo et de l'enregistrement. Ces produits sont principalement des puces (chipsets) et des produits au format cartes de crédit mis au point par NEOTION et dont la fabrication est sous traitée.
- La société a connu un développement rapide de son chiffre d'affaires et de sa rentabilité entre 2000 et 2003, exercice au cours duquel elle a réalisé un chiffre d'affaires de 39 M€ et un résultat net de 7.2 M€.
- Le passage aux technologies MPEG4 et la focalisation de l'offre de la société sur la nouvelle génération de puces et sous systèmes devrait permettre NEOTION de renouer avec une forte croissance après un exercice 2005 qui s'est soldé par un chiffre d'affaires de 14.4 M€ et une perte nette de 6.4 M€.
- Bénéficiant d'une structure financière satisfaisante malgré les pertes 2005, NEOTION est en passe de rebondir tant en termes de chiffre d'affaires que de résultats. Ce rebond repose essentiellement sur le succès attendu des puces NP4 (format MPEG4) et de son produit phare, le NEOTION Pocket qui révolutionne le monde de la télévision numérique. NEOTION apparaît ainsi comme une société en retournement et qui se présente en bourse au début d'un cycle de forte croissance.
- Valeur technologique, société en « recovery » et valeur de croissance, NEOTION affiche ce triple « statut » qui devrait, selon nous, être très favorable à sa valorisation future.
- Au cours d'introduction de milieu de fourchette, les PER entièrement dilués de NEOTION sont de 33.6x les résultats 2006 mais seulement 12.1x les résultats 2007 et 9.5x les résultats 2008. Sur ces bases, le potentiel de valorisation de la société nous semble réellement très significatif. Il devrait se concrétiser au fur et à mesure que le succès de la commercialisation de la Puce NP4 et des Neotion Pockets se confirmera. Selon nos modèles de valorisation par les comparables et par la méthode des DCF nous anticipons un cours de 22 € représentant, dans un premier temps, un potentiel de plus values de 29% par rapport au cours d'introduction supposé en milieu de fourchette.

Modalités d'inscription (hypothèses milieu de F)

Nombre d'actions composant le capital social :

Avant introduction : 2 760 370

Après introduction : 3 285 994

Après introduction dilué de BCE, actions gratuites et OCA : 3 543 508

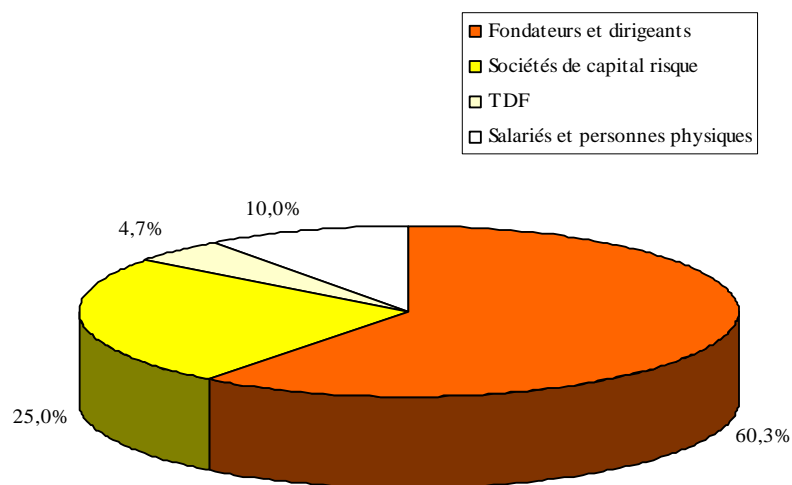
Nombre d'actions proposé au marché : 525 624 actions

- Augmentation de capital : 525 624 actions
- Cession : Néant

Placement : 525 624 actions soit 16% du capital après augmentation de capital

Prix proposé : 15.22/18.84 € (milieu de fourchette : 17.03€)

Répartition du capital avant introduction en bourse



Source : ARKEON Finance

Sommaire

I-ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT	4
II-VALORISATION.....	6
A-La méthode des comparables boursiers	6
1-Sigma Designs	6
2-Oberthur Card Systems.....	6
3-Kudelski	6
4-SCM Microsystems.....	7
5-NDS Group.....	7
6-Netgem	7
7-Gemplus	7
B-La méthode des Discounted Cash-Flows (DCF)	9
C-Synthèse	10
III- PRESENTATION ET ORGANISATION DE LA SOCIETE.....	11
A-Historique résumé.....	11
B-Exercice 2005 et premier semestre 2006	12
C-Organisation opérationnelle.....	14
D-Partenariats	16
E-Production et fournisseurs	16
F-Recherche et Développement	16
IV-LE MARCHE ET L'OFFRE NEOTION.....	17
A- Le marché de l'accès à la télévision numérique	17
B- Les segments de marché adressés par NEOTION	18
1/Le marché mondial des iTV.....	18
2/ Le marché des intégrateurs de STB's et de modems ADSL.....	18
3/ Le marché de la base installée des STB MPEG2 qui doivent migrer vers MPEG4.....	19
C-Neotion : Un positionnement à très fort potentiel au cœur de la révolution numérique	19
1/Neotion, pionnier dans le MPEG4.....	19
2/La gamme des Neotion Pockets.....	19
3/ Un positionnement technologique idéal pour capter une croissance exponentielle	20
V- CONCURRENCE ET FACTEURS DE DIFFERENTIATION	21
A- Neotion, acteur incontournable sur les marchés TV.....	21
B- Concurrents.....	22
1/ Les fabricants de puces MPEG4.....	22
2/ Les fabricants de modules PCMCIA	22
VI- BUSINESS PLAN A TROIS ANS	23
A- Stratégie de développement	23
1/Vers les constructeurs de téléviseurs	23
2/ Vers les opérateurs TV	23
3/ Vers une offre mondialisée.....	24
4/ Maintenir l'avance technologique de la société.....	24
B- Prévisionnel 2006/2008	25
1/ Cadrage général	25
2/ Estimations commentées	28
DONNEES FINANCIERES.....	32

I-Argumentaire d'investissement

NEOTION est un acteur unique sur le marché mondial et en pleine explosion de la télévision numérique.

NEOTION se positionne sur le marché de la télévision numérique au moment où celui-ci est en phase d'accélération en raison du passage des technologies analogiques aux technologies numériques. L'arrêt des émissions en analogique aux Etats-Unis et en Europe est programmé d'ici 2012. En conséquence, tout le parc de téléviseurs doit être renouvelé ou adapté. Dans ce contexte, NEOTION, va « surfer » sur cette vague et pouvoir commercialiser aux constructeurs et aux opérateurs de chaînes ses puces NP4, ses sous systèmes certifiés opérateurs et ses Neotion Pockets aux normes MPEG4.

NEOTION dispose d'une technologie d'avant garde et brevetée au niveau mondial.

NEOTION est dans son secteur la seule société à pouvoir maîtriser ce marché avec une offre originale et à très fort potentiel. En effet, les fonctionnalités des produits Pockets de NEOTION révolutionnent le monde des téléviseurs et des décodeurs. La puce NP4 et les Pockets de NEOTION devraient rapidement devenir le cœur d'activité de la société. Ces produits révolutionnaires offrent des perspectives commerciales exceptionnelles. De plus, NEOTION dispose des brevets qui rendent incontournable son offre dès qu'il s'agit de rendre compatible et donc de recevoir par un téléviseur numérique, un décodeur ou tout autre « device » numérique (par exemple via la prise péritel numérique) une chaîne ou un programme compressé dans un nouveau standard tel que le MPEG4.

Un positionnement produit au carrefour des évolutions induites par la généralisation du numérique et le passage aux normes MPEG4.

Le téléviseur numérique devient, grâce à NEOTION, un produit évolutif et ouvert en termes de connectivité et de services. En ce sens, l'offre de NEOTION correspond aux attentes des consommateurs finaux grâce à la simplicité d'utilisation qui est offerte. Elle correspond aussi à une forte demande des fabricants et des opérateurs TV qui, par ce biais, peuvent dynamiser leurs offres.

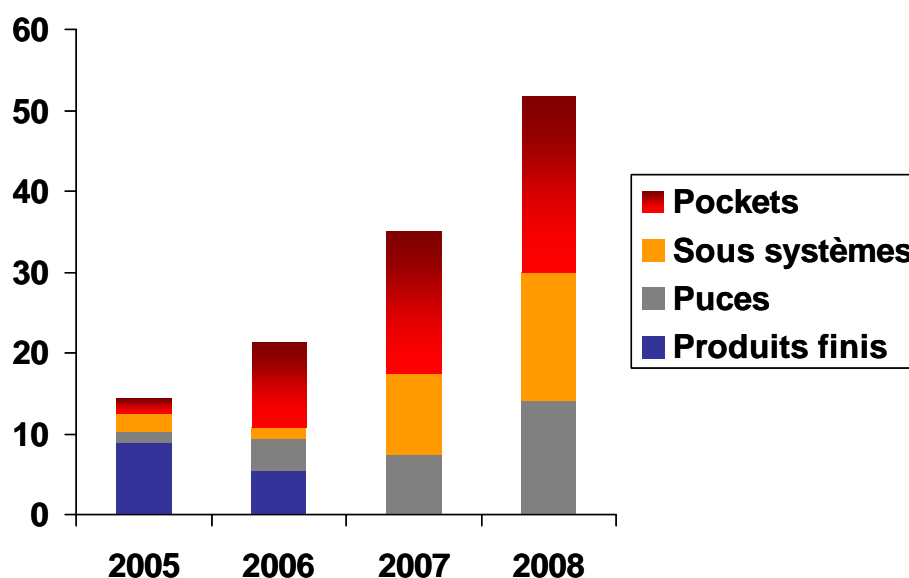
Accord stratégique avec Sony et TPS... Le premier d'une longue série.

L'accord stratégique signé avec Sony et TPS, annoncé le 3 mai dernier valide et préfigure le potentiel de l'offre NEOTION. Cet accord est sans nul doute, le premier d'une série d'accords identiques avec des opérateurs et des constructeurs en France et à l'international.

Des perspectives de croissance et de rentabilité exponentielles

Nous avons la nette conviction que les perspectives de croissance et de résultats qui s'ouvrent à NEOTION sont extrêmement fortes. Ces éléments ne sont que partiellement reflétés dans le business plan de la société qui prévoit à l'horizon 2008 un chiffre d'affaires de 52 M€ et un résultat net de 6.5 M€

Evolution et répartition du chiffre d'affaires



Source : NEOTION

La capacité de NEOTION à s'imposer comme la référence dans son secteur et de capter la croissance des marchés de la télévision numérique repose sur 1/ le développement de sa gamme, 2/ le renforcement de sa pénétration commerciale. L'augmentation de capital envisagée dans le cadre de l'introduction en bourse est précisément destinée à accélérer la mise en œuvre de ces objectifs.

Une valorisation attractive et qui laisse un fort potentiel d'appréciation

La fourchette de prix retenue pour l'introduction en bourse a été fixée à 42/52M€ « pre money » soit 52/62M€ « post money ».

Selon nos méthodes de valorisation et sur la base du business plan nous estimons la valeur de la société à au moins 75M€ en prix d'équilibre. Nous pensons aussi que le potentiel de « bonnes surprises » de NEOTION est important car son positionnement unique sur un marché en pleine mutation pourrait faire de ses produits la référence mondiale dans le monde des téléviseurs numériques. Dans cette perspective, la valeur de NEOTION pourrait largement dépasser les niveaux indiqués ci-dessus.

II-Valorisation

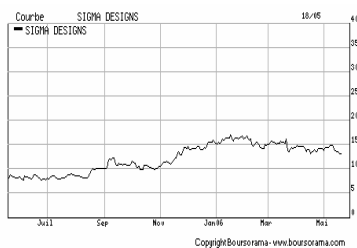
La valorisation de la société a été réalisée par deux approches complémentaires : valorisation par les comparables et actualisation des cash flow disponibles.

A-La méthode des comparables boursiers

Dans l'univers des sociétés cotées il n'existe pas à proprement parler de société directement comparable à NEOTION. Nous avons toutefois retenu un échantillon de sept sociétés cotées qui exercent leurs métiers dans le secteur des puces et /ou dans les technologies liées au secteur de la télévision numérique et de la vidéo.

Leurs tailles, leurs structures d'exploitation et leurs performances économiques sont assez disparates (cf. tableau page 8) mais le nombre de sociétés composant cet échantillon permet selon nous de fixer une valeur réaliste pour NEOTION.

1-Sigma Designs

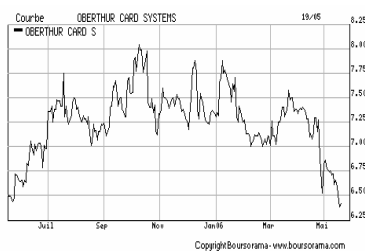


La société est historiquement spécialisée dans la mise au point de puces pour la compression et la décompression vidéo et audio. Elle commercialise principalement des « chipsets » à destinations des fabricants de produits vidéo et TV grand public. Le chiffre d'affaires 2005 par secteur client se répartit comme suit :

- Applications vidéo sur IP : 58%
- Marché DVD/media players : 33%
- Produits TV haute définition : 1%
- Autres applications (dont applications PC) : 8%

La société emploie 149 personnes.

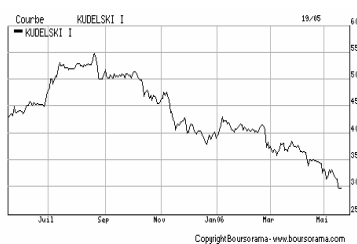
2-Oberthur Card Systems



Oberthur Card Systems figure parmi les leaders mondiaux des cartes à puce. Le chiffre d'affaires se répartit comme suit :

- cartes à microprocesseur (64,5%) destinées aux marchés de la téléphonie mobile (50,1% du CA, cartes SIM) et des services financiers (37,5% ; 1er fournisseur mondial de cartes de paiement Visa et MasterCard) et de l'identité et de la sécurité (12,4% ; cartes de télévision à péage, de transports publics, de commerce électronique, etc.) ;
- services (20,4%) : services de conseil, de personnalisation, etc. ;
- autres (15,1%) : principalement cartes à piste magnétique et à mémoire.

3-Kudelski

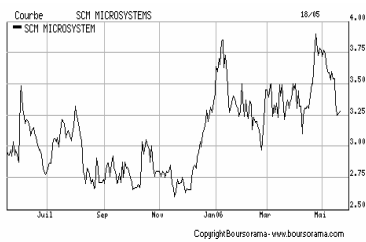


Société Suisse, fondée en 1952, Kudelski est un leader mondial qui développe des systèmes de contrôle d'accès et de sécurisation de contenus pour réseaux à large bande. L'activité du groupe s'organise autour de deux pôles :

- solutions de gestion sécurisée pour la télévision et l'Internet (55,9% du CA) : systèmes de décodage pour la télévision numérique et analogique, gestion des contenus et des abonnés, etc. ;
- sécurisation des accès et accès aux données (44,1%) : solutions logicielles intégrées de sécurisation (Nagravision), technologies de sécurisation par cartes à puce (NagraCard), systèmes de contrôle d'accès, cryptage, etc.

Kudelski a annoncé le 6 avril 2006 l'acquisition des activités « Digital Television Solutions » de SCM Micosystems.

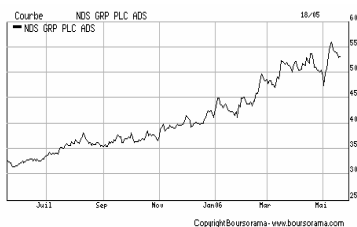
4-SCM Microsystems



Société fondée en 1990, SCM Micro Systems est un fournisseur de solutions pour les marchés numériques et de l'identification, notamment avec ses produits d'accès conditionnels (CAM) pour la télévision numérique (branche Digital Television Solutions), les cartes d'accès de sécurité (puces, lecteurs de cartes) pour le militaire et la sécurité des PC. La société est aussi un fournisseur de solutions pour le transfert et l'impression des photos numérisées. Son chiffre d'affaires est de 48M\$ en 2005 et la société emploie 233 personnes.

Le Groupe Kudelski a annoncé le 6 avril 2006 l'acquisition des actifs de DTVS (Digital Television Solutions) de SCM.

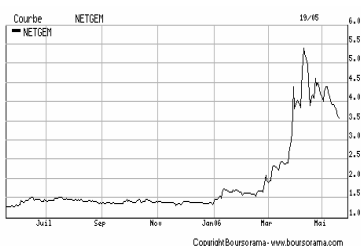
5-NDS Group



NDS Group figure parmi les leaders mondiaux des solutions technologiques pour la gestion, le contrôle et la distribution sécurisée de programmes via la télévision (analogique et numérique) et Internet. Le chiffre d'affaires se répartit comme suit :

- cartes à puce (61%) : destinées aux décodeurs, aux TV et aux PC ;
- services (14%) : développement et intégration de logiciels, conception et mise en place de systèmes de diffusion, maintenance ;
- logiciels d'applications interactives et revenus de licences (25%).

6-Netgem



Netgem conçoit et commercialise des solutions technologiques pour la télévision interactive. Le groupe développe également des services médias à destination des chaînes de télévision, des stations de radio, des sociétés de production et des régies publicitaires.

Le chiffre d'affaires se répartit comme suit :

- terminaux de télévision interactive (50%) : destinés à la réception de la télévision numérique terrestre (TNT) par satellite et par ADSL
- services médias (50%) : services d'accès et de visualisation des bases d'analyse d'audience et de comportements des téléspectateurs, de veille en ligne et d'analyse des programmes diffusés, de consultation des magazines et des journaux TV, de conseil et de formation

7-Gemplus



Gemplus International est le premier fabricant mondial de cartes à puce. Le groupe développe également des logiciels et des services pour la mise en place et le fonctionnement de systèmes intégrant la carte à puce. Le chiffre d'affaires par secteur clients se répartit comme suit :

- télécommunications (69,7%) : cartes à mémoire ou à microprocesseur pour téléphonie mobile, cartes téléphoniques, applications et services associés, etc. ;
- services financiers (21,6%) : produits et systèmes destinés aux applications bancaires (notamment cartes bancaires), à la grande distribution, aux titres de transport (cartes d'accès sans contact), aux applications de télévision à péage, etc.
- identité et sécurité (8,7%) : produits et systèmes destinés à l'identification des biens et des personnes, à la gestion des soins médicaux, à la sécurité d'entreprise, etc.

Tableau des données et performances financières

Données financières	CA 2005	CA 2006e	CA 2007e	CA 2008e	REX 2005	REX 2006	REX 2007	REX 2008	RN 2005	RN 2006	RN 2007	RN 2008
SIGMA DESIGNS	31,3	33,3	68,9	104,0	1,2	-1,4	8,2	20,4	1,8	0,2	9,3	21,1
OBERTHUR CARD SYSTEMS	501,0	546,0	589,0	643,0	50,6	53,2	60,7	59,5	30,7	34,1	39,8	42,0
KUDELSKI	697,0	661,0	708,0	756,0	121,0	113,0	123,0	153,0	78,9	93,4	105,0	124,0
SCM MICROSYSTEMS	41,3	34,4	41,8	48,9	-10,5	2,1	1,2	3,7	-9,4	2,4	2,5	5,3
NDS GROUP	556,0	617,0	704,0	741,0	92,0	122,0	148,0	186,0	74,0	92,3	115,0	141,0
NETGEM	17,3	37,2	56,9	68,3	2,0	2,7	6,0	7,2	1,9	2,8	6,2	7,4
GEMPLUS	939,0	1 054,0	1 140,0	1 205,0	66,8	90,1	104,0	120,0	91,4	80,0	92,6	94,7
NEOTION	14,4	21,2	35,0	51,7	-6,7	1,7	4,7	10,1	-6,4	1,8	4,9	6,3

Croissance et marges	var CA 2006	var CA 2007	var CA 2008	REX/CA 2005	REX/CA 2006	REX/CA 2007	REX/CA 2008	RN/CA 2005	RN/CA 2006	RN/CA 2007	RN/CA 2008
SIGMA DESIGNS	+6,4%	+106,9%	+50,9%	3,8%	-4,2%	11,9%	19,6%	5,8%	0,6%	13,5%	20,3%
OBERTHUR CARD SYSTEMS	+9,0%	+7,9%	+9,2%	10,1%	9,7%	10,3%	9,3%	6,1%	6,2%	6,8%	6,5%
KUDELSKI	-5,2%	+7,1%	+6,8%	17,4%	17,1%	17,4%	20,2%	11,3%	14,1%	14,8%	16,4%
SCM MICROSYSTEMS	-16,7%	+21,5%	+17,0%	-25,4%	6,1%	2,9%	7,6%	-22,8%	7,0%	6,0%	10,8%
NDS GROUP	+11,0%	+14,1%	+5,3%	16,5%	19,8%	21,0%	25,1%	13,3%	15,0%	16,3%	19,0%
NETGEM	+115,0%	+53,0%	+20,0%	11,6%	7,3%	10,5%	10,5%	11,0%	7,5%	10,9%	10,9%
GEMPLUS	+12,2%	+8,2%	+5,7%	7,1%	8,5%	9,1%	10,0%	9,7%	7,6%	8,1%	7,9%
Moyennes	+18,8%	+31,2%	+16,4%	5,9%	9,2%	11,9%	14,6%	4,9%	8,3%	10,9%	13,1%
NEOTION	+47,5%	+65,1%	+47,7%	-46,8%	7,8%	13,6%	19,6%	-44,3%	8,5%	14,1%	12,2%

Sources : Factset, ARKEON Finance, Neotion

Tableau des valorisations par les comparables sur la base des cours de bourse au 12 mai 2006

Multiples	VE/CA 2005	VE/CA 2006	VE/CA 2007	VE/CA 2008	VE/REX 2005	VE/REX 2006	VE/REX 2007	VE/REX 2008	PE 2005	PE 2006	PE 2007	PE 2008
SIGMA DESIGNS	9,6	9,0	4,4	2,9	ns	ns	36,7	14,7	ns	ns	32,3	14,3
OBERTHUR CARD SYSTEMS	1,1	1,0	0,9	0,7	10,7	10,0	8,5	8,0	17,2	15,5	13,3	12,6
KUDELSKI	2,0	2,0	1,8	1,5	11,6	11,4	10,1	7,6	19,1	16,2	14,4	12,2
SCM MICROSYSTEMS	0,6	0,7	0,5	0,2	ns	11,0	17,9	3,0	ns	22,8	21,9	10,3
NDS GROUP	0,8	0,4	0,2	0,0	4,7	2,2	0,9	0,0	10,4	8,3	6,7	5,4
NETGEM	6,6	3,0	1,9	1,6	56,9	41,9	17,9	14,7	63,1	42,8	19,3	16,1
GEMPLUS	1,1	0,9	0,8	0,7	16,0	11,0	8,8	7,4	15,9	18,2	15,7	15,3
Moyenne des multiples	3,11	2,43	1,49	1,10	19,98	14,58	14,42	7,94	25,15	20,63	17,66	12,32
Multiples Neotion*	3,57	2,33	1,35	0,79	ns	29,76	9,95	4,06	ns	33,60	12,11	9,51

* sur la base du cours de milieu de fourchette

NEOTION	CA 2005	CA 2006e	CA 2007e	CA 2008e	REX 2005	REX 2006	REX 2007	REX 2008	RN 2005	RN 2006	RN 2007	RN 2008
Données financières	14 374	21 195	34 999	51 696	-6 734	1 659	4 749	10 119	-6 364	1 796	4 933	6 297
VE induite	44 751	51 608	52 049	56 916	ns	24 191	68 472	80 312				
Valeur induite des fonds propres	43 409	61 845	60 917	69 436	ns	34 428	77 340	92 832	ns	37 059	87 116	77 591
Moyenne 2006/2008 par ratio (K€)		64 066				68 200				67 255		
Moyenne (K€)						66 507						

Sources : Factset, ARKEON Finance, Neotion

Les sociétés comparables affichent des multiples relativement homogènes à l'exception d'un côté, de Netgem dont les multiples sont très élevés et, d'autre part, de NDS Group dont les multiples sont très faibles. Sous cette réserve, mais les excès concernant les multiples de ces deux sociétés se compensant, nous avons retenu la moyenne des ratios VE/CA, VE/REX et PER sur les exercices 2006 à 2008 pour déterminer une valeur induite des capitaux propres de NEOTION.

En termes de métier et de gamme de produits c'est la société Sigma Designs qui développe des puces et des sous systèmes se rapproche le plus de NEOTION qui présente l'avantage de développer aussi des Pockets. Par prudence et au vu des multiples élevés de Sigma Designs, nous avons choisi de ne pas sur pondérer cette société dans les comparaisons.

Le résultat de ces calculs donne une valorisation de NEOTION comprise entre 64.1 M€ et 67.3 M€ et la moyenne des valeurs induites par les trois multiples ressort à 66.5 M€ que nous arrondissons à 66 M€

Il convient de souligner que si l'on se focalise sur les anticipations 2007 la valorisation induite de NEOTION ressort significativement plus haut, notamment à 87M€ si l'on applique à NEOTION le PER 2007 moyen des valeurs comparables. A ce stade, nous ne retenons pas ces niveaux de valorisation qui peuvent néanmoins constituer un objectif de valorisation à horizon six /douze mois.

B-La méthode des Discounted Cash-Flows (DCF)

L'actualisation des cash flow disponibles a été réalisée en retenant les hypothèses suivantes :

1/ Le business plan prévisionnel est celui de la société sur la période 2006 à 2008. Au-delà nous avons paramétré une croissance de 30% par an jusqu'en 2012, année supposée où le parc de téléviseurs analogiques aura été remplacé par les téléviseurs numériques. Au-delà de 2012 la croissance retenue du chiffre d'affaires est de 10% par an.

2/ La marge d'exploitation (corrigée de la participation) est supposée atteindre un optimum en 2011 à 25% du chiffre d'affaires et le ratio BFR/CA est considéré comme stable à 17% du chiffre d'affaire à partir de 2007.

Tableau prévisionnel des flux de trésorerie (en K €)

	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
CA	21 195	34 999	51 696	67 205	87 366	113 576	147 649	162 414	178 655	196 521	206 347
% de la variation du CA		65%	48%	30%	30%	30%	30%	10%	10%	10%	5%
EBIT corrigé de la participation	1 659	4 749	9 569	14 207	20 470	28 879	40 114	43 403	46 907	50 630	54 571
Marge d'exploitation	8%	14%	19%	21%	23%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Impôt normatif	547	1 567	3 158	4 688	6 755	9 530	13 238	14 323	15 479	16 708	18 008
Amortissements	461	1 635	2 646	2 911	3 202	3 522	3 874	4 261	4 688	5 156	5 414
Trésorerie d'exploitation	1 573	4 817	9 057	12 429	16 916	22 871	30 750	33 342	36 115	39 078	41 976
Investissements corporels et incorporels	717	2 910	2 760	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 150
BFR	4 466	5 813	8 921	11 597	15 076	19 599	25 479	28 027	30 830	33 913	37 304
en % du CA	21%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	18%
Variation du BFR	-1 745	1 347	3 108	2 676	3 479	4 523	5 880	2 548	2 803	3 083	3 391
Cash Flows Disponibles	2 600	560	3 189	6 753	10 437	15 348	21 871	27 794	30 313	32 995	35 435

Source : ARKEON Finance

3/ Le taux d'actualisation utilisé est fixé à 20%, niveau élevé mais qui a pour but de refléter la mauvaise performance financière de l'exercice 2005 et le fait que la société n'est qu'au début du lancement de la commercialisation de ses produits aux normes MPEG4.

Tableau des flux de trésorerie actualisés (en K €)

	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Taux actualisation	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Coefficient d'actualisation	0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	5,50	6,50	7,50	8,50	9,50	10,50
FCF actualisés	2 374	426	2 023	3 569	4 598	5 636	6 693	7 090	6 445	5 847	5 233

Source : ARKEON Finance

Au total, la valorisation de NEOTION est résumée dans le tableau suivant qui donne une évaluation de la société de 90.6 M€

Tableau récapitulatif des flux de trésorerie (en K €)	
Somme des FCF actualisés	44 700
Valeur de sortie 2016	236 549
Valeur de sortie actualisée	34 936
TOTAL FCF actualisés + valeur de sortie actualisée	79 637
- Intérêts minoritaires	0
+Actifs hors exploitation (immo financières au bilan)	739
- dette nette 2006e après augmentation de capital	-10 237
Evaluation	90 612

Source : ARKEON Finance

C-Synthèse

Les différentes méthodes de valorisation de la société donnent des résultats qui s'étagent entre 66 M€ et 90.6 M€. La moyenne de ces deux chiffres donne une évaluation de 78.3M€

Nous retenons donc une évaluation de la société à 78 M€ soit, compte tenu du nombre d'actions après augmentation de capital de 10M€ (3 285 994 titres), une valeur par action de 23.73 €(22.01 €totalemment dilué) qui laisse un potentiel de valorisation de 39% (+ 29% totalement dilué) par rapport au cours d'introduction (17.03€).

III- Présentation et organisation de la société

A-Historique résumé

Dès l'origine, NEOTION s'est focalisée sur le développement et la commercialisation de technologies liés à l'environnement de la télévision numérique, en particulier sur les puces de réception qui permettent de décompresser les contenus, de les sécuriser et de les acheminer vers l'écran de télévision ou l'écran de PC. Elles rendent aussi possible le stockage sur des disques durs (de PC ou de Personal Video Recorders).

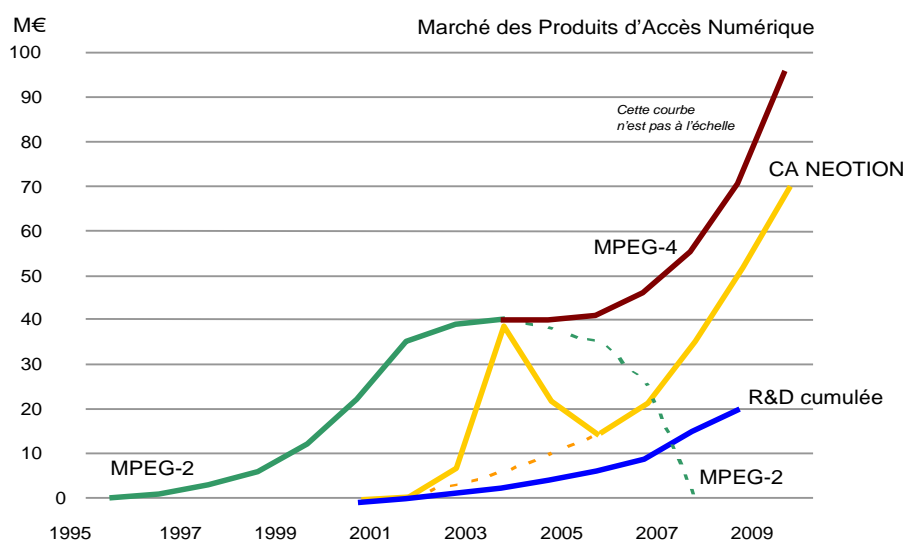
En 2002, après les deux premières années de développement de la première puce, NEOTION a commercialisé auprès de fabricants asiatiques une solution clé en main (System on Chip, SoC) incluant la puce matérielle et des logiciels de sécurité d'accès et de transfert de données vers le PC (concept appelé videolink), ainsi qu'une version de module au format PCMCIA (NEOTION Pocket MPEG-2). NEOTION a aussi commercialisé des produits finis (décodeurs) pour saisir des opportunités de chiffre d'affaires sur des produits de haut de gamme et très sécurisés.

Ces solutions ont remporté un succès rapide durant la période août 2002 à mai 2004, ce qui permit de générer au titre de l'exercice 2003 un chiffre d'affaires de 39M€ et un résultat net de 7.2M€ soit une marge nette de 18.5%.

En parallèle, dès mi 2003, la direction de l'entreprise a décidé d'investir fortement dans une nouvelle technique de compression d'images numériques, appelée à détrôner les standards en vigueur. Il s'agit de la norme MPEG-4 aussi appelée AVC ou H264.

Ainsi, NEOTION a réinvesti une large part de ses profits 2003 et participé à la création de la société Xéole, en prenant une participation de 20% avec une option pour les 80% restants. Par ce biais, NEOTION a financé un projet de faisabilité consistant à étudier une manière simple permettant la transition d'une norme MPEG-2 vers la nouvelle norme MPEG-4. A l'issue de la phase de faisabilité, qui s'est révélée positive, NEOTION a levé son option d'achat de Xéole. NEOTION a décidé alors d'investir plus significativement afin de développer le produit.

Evolution de NEOTION et passage des normes MPEG2 à MPEG4



Dans le cycle des évolutions technologiques NEOTION a ainsi anticipé l'arrivée de la nouvelle norme MPEG4 mais en a en quelque sorte payé le prix en 2004 et 2005, du fait du retard de démarrage de cette nouvelle norme. Concrètement, ce décalage visualisable dans le graphe ci-dessus s'est traduit pour NEOTION par une forte décroissance du chiffre d'affaires en 2004 et 2005 et par des résultats fortement négatifs sur l'exercice 2005.

Pour autant, la puce NP4 est finalisée depuis fin 2005 et les produits intégrant cette puce, les NEOTION Pocket MPEG4 sont disponibles en échantillonnage depuis fin janvier 2006.

Les premiers succès commerciaux de ces produits révolutionnaires viennent de se concrétiser avec TPS qui est le premier opérateur séduit par ce nouveau concept. Côté constructeurs, Sony a décidé d'intégrer la solution NEOTION dans toute une gamme de téléviseurs numériques dès le mois d'avril 2006, qui intègrent, pour le consommateur, un accès 'gratuit' pendant quelques mois à des chaînes du bouquet TPS. Le module et la carte d'accès sont insérés dans le téléviseur en assemblage final. Le NEOTION Pocket n'est donc pas visible par le consommateur. De plus, la seule télécommande standard du téléviseur est suffisante pour voir l'ensemble des chaînes. Enfin, il n'y a plus un seul câble, pas de prise électrique, pas de manuel d'utilisation...le rêve du grand public.

B-Exercice 2005 et premier semestre 2006

Exercice 2005

L'exercice 2005 constitue une année transitoire alors que les marchés des produits utilisant la norme MPEG2 dans le haut de gamme arrivent à saturation, et que les nouveaux marchés utilisant la norme MPEG4 tardent à démarrer.

L'année 2005 a ainsi été marquée par des conditions de marché difficiles pour les produits de première génération, alors que les premiers grands projets nationaux pilotés par des opérateurs de classe internationale en MPEG4 sont planifiés pour 2006, décalant le décollage commercial de la nouvelle gamme de produits MPEG4. Aussi, le chiffre d'affaires s'établit à 14.374 milliers d'euros, en retrait par rapport à 2004.

Dans ce contexte, la direction a pris les mesures nécessaires d'adaptation des coûts et a réduit les effectifs au cours du second semestre 2005. NEOTION a également dû faire face à de nombreux retours de marchandises de la part de ses clients du fait de défauts de production provoqués par ses sous-traitants, et qui ont affecté plusieurs produits. Ceci se traduit dans les comptes par une progression des postes stocks et dettes fournisseurs sur l'exercice, ainsi que par la constitution de provisions pour dépréciation de stocks très significatives. Les stocks à la clôture des deux derniers exercices se présentent de la manière suivante :

Provisions sur stocks au bilan 2005		
En milliers d'euros	31/12/2005	21/12/2004
Valeur brute	9 074	6 789
Provisions cumulées	(1 612)	(90)
Valeur nette	7 462	6 699

Source : NEOTION

Sur la période, les provisions sur stocks ont augmenté de € 1 523, compte tenu de :

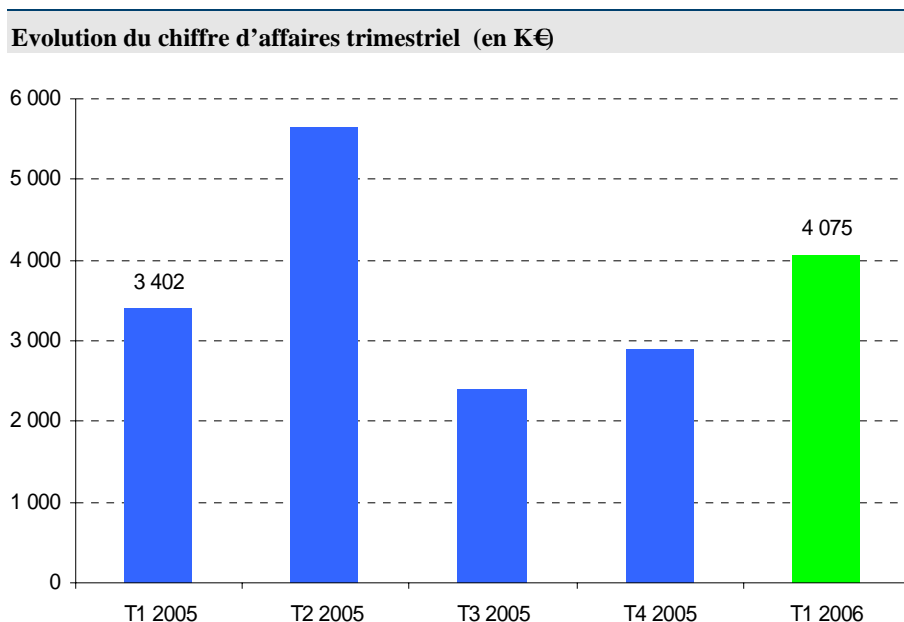
- l'évolution prévisible du marché (perspectives de vente et de consommation à moins d'un an),
- de l'état des composants et produits finis,
- et de l'incidence de la nouvelle réglementation environnementale ROHS qui entrera en vigueur le 30 juin 2006.

La valeur nette des stocks au 31 décembre 2005 s'établit donc à € 7 462 et la direction estime que l'écoulement de ces produits interviendra au cours de l'exercice 2006.

NEOTION, associé unique de la Société par actions simplifiée Xéole Technologies, a prononcé en date du 31 mars 2005 la dissolution anticipée de ladite Société avec effet au 30 avril 2005; cette décision a entraîné la transmission universelle du patrimoine de la Société Xéole Technologie au profit de son associé unique, la Société NEOTION.

Faits marquants du premier semestre 2006

- chiffre d'affaires au premier trimestre



Source : NEOTION

Le chiffre d'affaires du premier trimestre enregistre une croissance de 19.8% par rapport au premier trimestre 2005. Le trimestre marque le retour de la croissance alors que l'intégralité du chiffre d'affaires est encore réalisé sur l'ancienne gamme et les produits finis (décodeurs et mini box pour PC) qui représentent sur ce trimestre 55% des ventes.

- un second trimestre prometteur.

Compte tenu du niveau d'activité réalisé au premier trimestre et du lancement commercial de la gamme des produits MPEG4 qui sera effectif avec l'accord TPS/Sony, NEOTION devrait réaliser un chiffre d'affaires supérieur à 5M€

Ainsi, sur l'ensemble du premier semestre, NEOTION devrait atteindre un chiffre d'affaires voisin de 9M€

Compte tenu de la saisonnalité des ventes, marquée par un fort quatrième trimestre, la prévision d'un chiffre d'affaires 2006 de 21.2M€ apparaît donc assez facile à atteindre.

C-Organisation opérationnelle

La société NEOTION regroupe environ soixante dix personnes organisées en sept départements ou directions.

Direction recherche

Elle regroupe une équipe pluridisciplinaire qui est capable d'analyser les besoins clients et de les convertir en solutions réelles intégrant aussi bien des développements matériels (ASICS, carte électronique) que logiciels (firmware, application réseau, ..).

Cette équipe assure une veille technologie en continu, procède aux études de faisabilité des pré-projets définis par la direction stratégique. Les tâches réalisées vont de l'élaboration du cahier des charges à la réalisation des maquettes fonctionnelles à destination de démonstration interne ou des clients.

Direction Technique

Elle est en charge de développer, tester, industrialiser les produits de la société, à partir des cahiers des charges élaborés par les directions recherche et business développement. Elle met également en place les méthodologies pour les développements et particulièrement l'approche par modules, permettant la réutilisation de modules logiciels ou matériels afin d'optimiser les développements futurs et l'évolution des produits.

Direction ASIC

Il s'agit de l'équipe basée à Sophia qui est constituée des employés de Xeole. Elle est en charge du développement de toutes les puces électroniques de la société.

Elle participe activement à supporter la direction recherche pour l'élaboration des cahiers des charges des futurs produits. A l'instar de la direction technique, elle développe, teste, industrialise les ASICs conformément aux cahiers des charges, en utilisant également la même méthode de développement modulaire permettant de faire évoluer rapidement les designs. Elle aussi pour mission de rencontrer régulièrement les fabricants de puces de manière à suivre l'évolution des process technologiques et de choisir les fabricants pour chaque nouveau design.

Direction industrielle

Elle sélectionne les sous traitants électroniques qui vont fabriquer les produits de type carte électronique pour décodeurs et NEOTION Pocket. Elle supervise la mise en production de tous les produits en accompagnant les chefs de projets (direction technique). Elle est garante des coûts produits, négocie donc avec la direction opérationnelle l'achat des principaux composants nécessaires pour la fabrication des produits.

Direction Sales Business Development.

L'équipe business développement a en charge toute l'activité commerciale avec les opérateurs TV et Telecom, et les fournisseurs de contrôle d'accès tel que Viaccess (FT), Irdeto, Conax.

Cette équipe est en charge de la vente des produits génériques de la société et des produits opérateurs dans le cas où NEOTION a l'autorisation de commercialiser lui-même auprès d'intégrateurs, de fabricants TV ou de son réseau de distributeurs.

Cette direction intègre également une équipe pour le support qualité, le service après vente, le support technique et une équipe communication qui assure toute la communication produit, la prise des charges des salons et les communications presse.

Direction Finance et Opérations

Le service financier établit toutes les opérations comptables, prend en charge la gestion des salaires, des administrations fiscales et sociales, des paiements fournisseurs et recouvrement créances clients, l'élaboration des tableaux de bord hebdomadaires et mensuels, le suivi quotidien de la trésorerie et des comptes bancaires, la coordination avec les commissaires aux comptes.

Le directeur a en charge l'élaboration des résultats ainsi que de la communication avec les analystes financiers, en appui avec le PDG.

Cette direction intègre un service logistique, pour le traitement des commandes clients et l'activité achats. Elle s'appuie notamment sur la structure chinoise basée à Shenzhen, proche des sous traitants asiatiques, afin de mieux superviser les usines locales.

Direction Stratégie

Cette direction est gérée directement par le PDG ; des commissions ad hoc se réunissent régulièrement, au moins une fois par mois, afin d'échanger les informations de veille technologique avec les directions recherche et ASIC, d'affiner ou de modifier les choix stratégiques de l'entreprise, en ce qui concerne l'évolution des produits. Ces commissions sont constituées par au moins un membre de la direction Recherche, ASIC et Business Development.

Un comité stratégique, constitué du PDG et des deux directeurs généraux, éventuellement secondés par d'autres directeurs, se réunit régulièrement à la demande du PDG afin de réfléchir sur les grandes décisions stratégiques de l'entreprise.

D-Partenariats

Parmi les partenariats les plus importants, NEOTION a concrétisé des liens significatifs et stratégiques avec trois sociétés :

- SMIT : société chinoise détenue à 50% par le gouvernement chinois. Coopération pour la promotion et la commercialisation des produits NEOTION Pockets, intégrant les contrôles d'accès utilisés par les opérateurs chinois.
- NEOVA : la Société a pris une participation de 30% dans Neova, une société nouvelle basée en Chine (Pékin), par apport des technologies non brevetées de contrôle d'accès de type SHL1. Neova a pour mission d'intégrer des technologies d'accès conditionnel fournies par Neotion et de design de décodeurs numériques fournies par d'autres partenaires dans une gamme de produits variés permettant de répondre aux immenses besoins des opérateurs de TV en Chine.
- Globecast US : opérateur technique américain pour les marchés satellites BtoB et BtoC, en charge de promouvoir une solution complète intégrant les Neotion Pockets.

E-Production et fournisseurs

La Société sous-traite la fabrication de l'ensemble de ses produits. La fabrication des puces est sous traitée à ATMEL, les sous systèmes et Pockets sont sous traités à Asteel et DTM.

NEOTION détient 100% du savoir faire des designs (décodeurs SAT, DTT, PC, Pocket) : à ce titre, elle développe en interne les designs (hard et soft), industrialisation (y compris les programmes de test) ; aussi, il est très facilement de migrer vers un autre sous-traitant si besoin est.

Concernant les puces fabriquées par Atmel, à ce jour Atmel est la seule source. Les dirigeants de NEOTION travaillent avec Atmel depuis plus de 10 ans et n'ont jamais rencontré de problème particulier. Un véritable esprit de partenariat s'est instauré entre les deux sociétés. Toutefois, NEOTION n'exclut pas d'ouvrir des sources alternatives pour ses futurs designs.

F-Recherche et Développement

Les frais de développement des produits commercialisés par la Société sont enregistrés dans les charges de l'exercice au cours duquel ils sont engagés. En 2005, ils se sont élevés à 1.560 K€

Ces frais donnent droit, sous certaines conditions, à un crédit d'impôt reconnu dans l'exercice au cours duquel les charges ont été comptabilisées. Lorsqu'il n'a pu être utilisé par imputation sur une charge d'impôt, le crédit d'impôt peut faire l'objet d'un remboursement à compter de la quatrième année suivant sa constatation.

Depuis sa création, NEOTION a bénéficié d'un crédit d'impôt recherche cumulé de 928 K€ dont 310 K€ subsistent en créance au 31 décembre 2005. Compte tenu des projets de recherche au cours de l'exercice 2005, la Société a enregistré un crédit d'impôt recherche complémentaire au titre de cet exercice pour 310 K€

IV-Le marché et l'offre NEOTION

A- Le marché de l'accès à la télévision numérique

En 2005, il y a 1,2 milliard de foyers TV, dont 200 millions aux USA et 400 millions en Europe. La plupart de ces foyers sont équipés de téléviseurs analogiques à l'ancienne, avec entre 1 et 3 postes par foyer, en moyenne 1,3 environ. La base installée mondiale est donc de 1,6 milliards de postes environ.

Le marché mondial annuel des ventes de téléviseurs est de l'ordre de 200 millions d'unités par an, en croissance de 2% par an, et la durée de vie moyenne d'un téléviseur est de huit années.

Aux Etats-Unis, la base installée est de 300M de téléviseurs environ, et en Europe de 500M de téléviseurs environ.

Or les gouvernements d'Europe et des USA ont décidé d'arrêter les émissions en analogique dans les six ans qui viennent, pour bénéficier des avantages du numérique, c'est à dire de la possibilité de faire passer de l'ordre de 6 programmes en MPEG2 par canal analogique et jusqu'à 20 programmes MPEG4.

Aux USA : tous les appareils vendus à compter de 2007 devront être numériques, soit en théorie 50 millions d'iDTV vendus par an à compter de 2007.

En Europe : les pays arrêteront d'émettre en analogique en 2012. A ce moment là, non seulement tous les téléviseurs vendus seront iDTV, mais la base installée de 500M de téléviseurs analogiques devra avoir été renouvelée entre temps.

La révolution en cours va donc provoquer une profonde mutation dans l'évolution de ce marché de masse, et NEOTION entend se positionner au cœur de la première grande discontinuité en cinquante années d'existence du marché de la télévision.

Ce positionnement idéal va résulter de plusieurs facteurs généraux qui sont :

- l'arrivée à maturité des technologies numériques pour un marché de masse,
- l'explosion de la consommation des contenus et les besoins de bande passante,
- la migration à marche forcée, voulue par les gouvernements et soutenue par les standards MPEG4 notamment, de la base installée mondiale de l'analogique vers le numérique.

Il découle aussi de plusieurs éléments spécifiques favorables et que NEOTION a anticipés très tôt :

- Les téléviseurs numériques de nouvelle génération sont capables de recevoir directement un signal numérique par de multiples canaux (TNT, Cable, Satellite...).
- Les téléviseurs « iDTV » ont l'obligation d'être munis d'une « péritel numérique » en Europe comme aux USA. Cette interface est obligatoire et normalisée.

La conséquence majeure de tout ceci est que, pour chaque iDTV, Neotion peut en théorie vendre un Neotion Pocket, produit qui ouvre le téléviseur vers l'extérieur. Neotion détient un brevet bloquant pour les produits de type « Neotion Pocket » qui s'insèrent dans les prises « péritel numériques » et rendent les téléviseurs ouverts à tous les canaux de connectivité et aux services de diffusion type bouquets de chaînes ou autres. Les iDTV sont évolutifs par construction, et c'est NEOTION qui leur apporte ces fonctionnalités nouvelles.

B- Les segments de marché adressés par NEOTION

Les produits de NEOTION concernent principalement trois segments du marché de la télévision numérique.

1/Le marché mondial des iDTV

Selon IMS Research (février 2006) les tendances de ce marché sont résumées dans le tableau ci-dessous.

On peut considérer que les volumes EMEA sont sous évalués, car ils ne prennent pas suffisamment en compte la volonté de l'ensemble des pays européens d'arrêter la diffusion analogique au plus tard en 2012.

Le marché européen total en 2005 était plus proche de 4 millions d'unités que de 1,8 millions d'unités (1,8M était le chiffre pour le UK seul).

En 2012, le marché européen sera plutôt de 40 millions d'iDTV que de 25 Millions.

Evolution du marché mondial des iDTV (en milliers d'unités)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
EMEA	231	410	920	1 875	3 211	5 017	7 385	10 330	13 251
USA	182	445	1 381	5 500	11 018	21 291	30 125	33 516	35 123
ASIA	597	1 386	2 443	4 603	8 420	12 785	16 900	21 257	24 614
Total	1 011	2 241	4 744	11 977	22 648	39 093	54 409	65 103	72 988

Source : IMS Research

Il est à noter que le cabinet IMS Research revoit régulièrement à la hausse le segment iDTV de la télévision depuis qu'ils le couvrent.

NEOTION adresse ce marché par l'offre de NEOTION Pockets.

2/ Le marché des intégrateurs de STB's et de modems ADSL

Neotion adresse ce marché par l'offre de NEOTION Pockets (pour rendre les STB's MPEG2 compatibles MPEG4) et par l'offre des puces NP4 de décompression intelligentes et sécurisées.

3/ Le marché de la base installée des STB MPEG2 qui doivent migrer vers MPEG4

On estime à 50 millions le nombre de STB's installées et qui bénéficie d'une interface dite commune, c'est à dire avec connecteur PCMCIA. Elles sont toutes sous format MPEG2, et devront progressivement migrer vers le MPEG4.

Neotion adresse ce marché par l'offre de NEOTION Pockets qui permet de les adapter au MPEG4.

C-Neotion : Un positionnement à très fort potentiel au cœur de la révolution numérique

1/Neotion, pionnier dans le MPEG4

Depuis le début de l'année 2004, alors même que le Standard MPEG-4 n'était pas encore finalisé, Neotion a entamé à son échelle une activité soutenue de lobbying pour l'adoption du MPEG4 versus les standards concurrents (Microsoft).

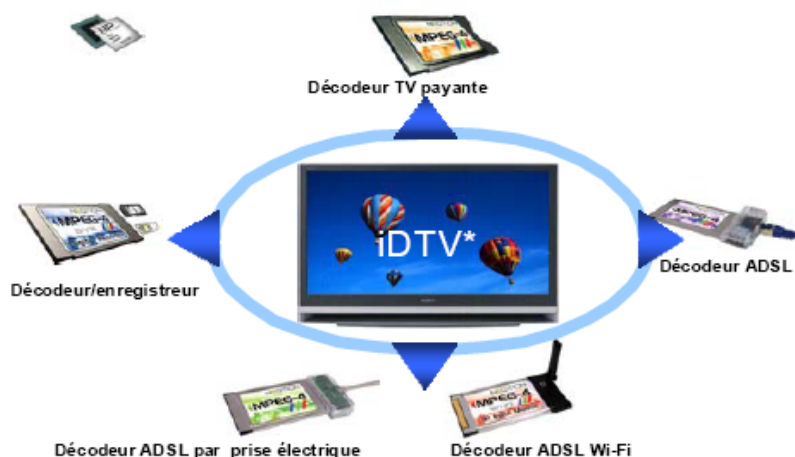
Les efforts relayés par des Groupes de dimension mondiale comme Sony, Apple, Thomson ou encore TF1, ont connu un aboutissement avec la standardisation dans DVB du codec MPEG-4 à l'automne 2004. Il devenait alors possible, et c'est ce qui fut fait en France par décision du Premier Ministre le 23 décembre 2004, d'ouvrir le champ extrêmement réglementé du Numérique Terrestre à ce nouveau Standard.

Particulièrement adapté aux contraintes du Numérique Terrestre dont la bande passante n'est pas extensible avant l'arrêt de l'analogique, le MPEG-4 l'est aussi dans le cadre de la télévision sur IP. Décuplant la portée des services de télévision sur ADSL, le recours au MPEG-4 est en outre le seul moyen de favoriser la convergence des services et des contenus entre les équipements de type PC et les téléviseurs (ex : logique de VOD).

2/La gamme des Neotion Pockets

Le concept du téléviseur évolutif et ouvert

iDTV: "Integrated digital TV" = LCD, Plasma avec adaptateur TNT gratuit intégré



Source : NEOTION

Les NEOTION Pockets apportent de nouvelles chaînes TV, des accès aux vidéos sur internet grâce au Wifi, elles sont même capables de stocker et d'enregistrer les vidéos, en toute sécurité grâce à un processeur cryptographique.

L'activité de NEOTION s'inscrit ainsi dans le contexte d'un Marché véritablement global, à savoir celui du Consumer Electronics - et ce avec une focalisation plus spécifique autour de la Télévision Numérique. L'explosion du Marché de la TV sur IP, l'arrivée remarquée d'acteurs comme Yahoo, AOL ou Google, mais aussi le rachat récent de Scientific Atlanta par Cisco en attestent.

A la faveur des bouleversements considérables induits par la numérisation de la télévision un peu partout dans le Monde, Neotion exerce son savoir faire dans des domaines clés de la chaîne de valeur, à savoir celui de la compression vidéo de nouvelle génération, en l'occurrence le MPEG-4, mais aussi celui de la sécurisation des contenus qui vont transiter par les différents réseaux, et entre les différents équipements domestiques.

3/ Un positionnement technologique idéal pour capter une croissance exponentielle

Résolument inscrit dans une logique de Convergence, et fort d'un brevet mondial incontournable dès lors qu'il s'agit de proposer un décodeur MPEG-4 au format carte de crédit, capable de s'adapter simplement aux millions de téléviseurs numériques génériques qui vont être amenés à se déployer, NEOTION anticipe une forte demande alimentée par trois vecteurs de croissance fondamentaux que sont :

- La croissance exponentielle du Numérique Terrestre en Europe, et plus largement de la Télévision Numérique au Standard DVB en Chine et en Inde. D'ici 2010 à 2012, le numérique a vocation à remplacer purement et simplement la diffusion analogique hertzienne actuelle, soit un marché de plusieurs centaines de millions de foyers TV.
- L'explosion du Marché de la TV sur IP dont le nombre d'abonnés devrait selon plusieurs études dépasser les 50 millions d'abonnés au niveau mondial d'ici à 2010.
- Le contexte d'effervescence créé par l'arrivée d'équipements nomades comme l'i-Pod vidéo d'Apple ou encore la PSP de Sony, ou les produits de la société Archos, qui, en offrant en natif la possibilité de lire des vidéos MPEG-4, créent les conditions de l'explosion des vidéos personnelles échangées par Internet - autrement appelés Vidéo Blogs ou POD Casting - ouvrant de facto le champ à ce que Yahoo a coutume d'appeler un « Univers d'un million de chaînes de télévisions ».

En permettant à l'ensemble de ces vidéos MPEG4 d'arriver d'un simple clic de télécommande sur un téléviseur, NEOTION entend jouer un rôle central dans cette mutation profonde du Marché TV et des médias.

V- Concurrence et facteurs de différenciation

A- Neotion, acteur incontournable sur les marchés TV

Au-delà des Marchés de la Télévision Numérique « Broadcast » et de la Télévision sur IP, les marchés de la diffusion en numérique sont poussés d'un côté par les opérateurs qui souhaitent protéger leur base installée et d'un autre côté par les constructeurs et les pouvoirs publics qui veulent que les services soient accessibles à tous.

Ainsi, la notion de sécurité et de contrôle d'accès est par nature essentielle puisqu'il s'agit en l'espèce pour un opérateur de protéger l'accès à son service. Dans ce contexte, la force de NEOTION réside dans sa maîtrise globale des problématiques et des technologies de sécurité. Ceci permet à NEOTION de s'associer aux leaders du secteur du contrôle d'accès. Ceux-ci voient dans les puces NEOTION l'occasion de profiter d'une avancée technologique attendue par leurs clients, en l'espèce le MPEG-4, pour rajouter des niveaux de sécurité hardware encore jamais atteints et garantis contre le piratage.

En outre, et c'est là une situation quasi unique, NEOTION est en mesure de proposer des solutions de contrôle d'accès complètes à très bas coût car développées en interne. Ce faisant, il est possible de relayer auprès de partenaires locaux des offres ayant fait l'objet d'un transfert de technologie, adressant de fait dans les meilleures conditions des marchés comme la Chine ou l'Inde où les attentes en termes de prix sont drastiques. Cette démarche a déjà été validée en Chine où NEOVA est désormais en charge de la « customisation », de la commercialisation et du support de la plateforme de contrôle d'accès NEOTION auprès des opérateurs locaux.

En ce qui concerne la télévision sur IP, les déploiements nécessitent la prise en compte de logiques plus élargies impliquant tout autant la plateforme de services et d'agrégation de vidéos, la sécurité et l'intégrité des contenus de bout en bout, et enfin la parfaite adéquation hardware avec les déploiements existants. Fort d'une mise en œuvre là encore brevetée (concept de Dongle), NEOTION a entamé des discussions exploratoires avec des opérateurs télécoms et des éditeurs de premier plan.

Enfin, NEOTION entend capitaliser sur l'avènement et la généralisation des blogs vidéo et autres échanges de vidéos sur Internet pour amener la richesse de ce contenu sur le Téléviseur. Conforté par la démarche de Groupes Médias de premier plan comme AOL qui déploie une offre gratuite financée par la publicité, mais aussi à l'écoute de projets ambitieux comme ceux de Yahoo, Google ou même encore TF1, NEOTION a une position unique sur le marché par rapport à la concurrence car elle est la seule entreprise en mesure de fournir des solutions plug-n-play de type Modules hybrides WiFi permettant à n'importe quel téléviseur numérique TNT intégré de capter les millions de vidéos qui vont transiter par les réseaux IP.

B- Concurrents

Dans son secteur, aucune société concurrente de NEOTION n'est aujourd'hui en mesure - outre l'impossibilité qu'il y aurait à contourner l'avance et les brevets bloquants de NEOTION qui constituent autant de barrières à l'entrée - de proposer un spectre d'offre et de savoir-faire aussi large que celui de NEOTION. En outre, un avantage déterminant et complémentaire réside dans le fait que les décodeurs MPEG-4 de NEOTION, de par leur intégration directe sur tous les téléviseurs de nouvelle génération, sont les seuls à permettre aux utilisateurs de garder une seule et même télécommande, celle de leur téléviseur.

Positionnement concurrentiel de NEOTION				
	Puces	Sous-systèmes	Pockets*	Produits finis iDTV/ Décodeurs
ST Micro	X			
Broadcom	X			
Connexant	X			
Sigma Design	X	X		
NEOTION	X	X	X	STOP
Sagem, Thomson....				X
Netgem, Archos....				X
Sony, Samsung...				X

Source : NEOTION

En termes de savoir faire on distingue les fabricants de puces MPEG4 et les fabricants de modules PCMCIA.

1/ Les fabricants de puces MPEG4

ST Microelectronics et Broadcom : fournisseurs de puces complexes intégrant entre autre le MPEG4. Ces fournisseurs proposent les puces mais ne commercialisent pas des solutions de sous systèmes.

Sigma Designs : fournisseur de puces dans un environnement « system on chip », Sigma commercialise aussi des sous systèmes mais sans la certification auprès des éditeurs de sécurité européens. C'est la société qui se rapproche le plus des compétences et du business model de NEOTION.

2/ Les fabricants de modules PCMCIA

SCM Microsystems : fournisseur de modules module MPEG2 seulement. Pas de développement MPEG4 connu. Vient de céder ses activités à Kudelski.

Sidsa : fournisseur de modules MPEG2 seulement. Pas de développement MPEG4 connu.

Au total et en résumé, sur le marché des modules MPEG4 au format PCMCIA, NEOTION a une position mondiale monopolistique, du fait de son brevet 'transcodage'. Sur le marché de solutions SoC, Sigma Designs semble être le seul à rivaliser avec NEOTION. Son avantage : les puces Sigma intègrent cinq décodages. Son inconvénient : le coût, et la non disponibilité des contrôles d'accès dans leur offre.

VI- Business plan à trois ans

A- Stratégie de développement

NEOTION entend accentuer de façon importante ses liens avec les fabricants de téléviseurs et les opérateurs, et cela pour deux raisons fondamentales.

1/ Vers les constructeurs de téléviseurs

Les constructeurs offrent un accès inégalé au marché grand public. 40 millions de téléviseurs sont vendus chaque année rien qu'en Europe, dans un Marché pourtant à priori saturé puisque tous les foyers sont équipés, et souvent de plus d'un poste.

Du fait que le téléviseur reste en moyenne en usage pendant 7 à 8 ans dans les foyers, les fabricants rechignent forcément à intégrer dans leurs châssis des fonctions avancées de réseaux domestiques et de sécurité, lesquels par nature vont devoir évoluer sur un autre rythme, plus en ligne avec celui des PCs, donc avec des cycles de vie de deux à trois ans.

La logique Module est donc parfaite car elle permet aux fabricants de téléviseurs, sans avoir à grever le prix de base, d'offrir à leurs clients la faculté d'évoluer en fonction de leurs futurs besoins et configurations, et ceci sans remettre en cause la « plateforme numérique de base » en l'occurrence le téléviseur numérique TNT intégrée.

Accentuer les relations avec les fabricants de téléviseurs suppose de savoir répondre aux exigences de ce marché, tant en terme de capacité de production pour faire face à des saisonnalités très fortes (50% du chiffre réalisé en moyenne sur les 4 derniers mois de l'année), mais aussi au travers d'une logistique irréprochable permettant d'appuyer des opérations commerciales de grande envergure. En cela, la force de NEOTION consiste à pouvoir proposer si nécessaire du silicium, et donc d'évoluer sur des logiques d'intégrations directes, en natif ou au travers de partenaires ODM.

2/ Vers les opérateurs TV

Fort de l'appui des fabricants de téléviseurs, NEOTION entend logiquement développer fortement les coopérations stratégiques avec les opérateurs à travers les éditeurs de contrôle d'accès. Ce faisant, l'accès aux marchés des opérateurs s'ouvre dans les meilleures conditions ; comme en France, où l'on tend vers une offre de « bundle » de décodeurs MPEG4 au format carte de crédit avec des téléviseurs.

Enfin, et c'est là un chantier qui pourrait ouvrir la voie à des acquisitions possibles dans le domaine des réseaux, NEOTION entend développer une offre et une présence forte sur le marché de l'IP et du Home Network au sens large du terme.

3/ Vers une offre mondialisée

Les zones géographiques visées par NEOTION sont, par ordre de capacité à y accéder, l'Europe, la Chine, l'Inde, puis les Etats-Unis.

Les trois premiers Marchés ont ceci d'intéressant qu'ils utilisent tous le Standard commun DVB. Les Etats-Unis ont fait le choix d'un autre Standard qui leur est propre, à savoir l'ATSC. NEOTION pense néanmoins être en mesure d'adresser le marché de l'IP aux Etats unis. L'axe ne sera pas celui des déploiements de TV sur IP en cours, mais plutôt le segment horizontal des vidéos blogs, de la VOD, et des vidéos Internet au sens large.

En ce qui concerne les Marchés émergents, comme l'Inde ou la Chine, il faudra investir dans le développement de composants toujours plus optimisés en surface, et donc en prix. Là encore, la combinaison unique de solutions silicium « single chip », mais aussi de technologies de contrôle d'accès adaptées aux contraintes locales, donnera à NEOTION des avantages prépondérants tendant à faire évoluer la société vers le statut d'acteur de dimension mondiale et leader sur son Marché.

4/ Maintenir l'avance technologique de la société

Enfin, et c'est là un leitmotiv du Management de NEOTION depuis la création de la société, il conviendra de continuer à anticiper et à innover sans cesse pour être toujours en phase avec les évolutions et les tendances du Marché.

Afin de garder son avance, NEOTION va ainsi développer, à partir du premier composant NP4, plusieurs versions dans les mois qui viennent :

- NP4 V2 : version optimisée permettant de commercialiser des puces de décodages, MPEG4 SD à moins de 10 usd dès 2008 (soit un prix OEM d'un décodeur MPEG4 Satellite à 25 euros, identique à un décodeur MPEG2 actuel).
- NP42: puce intégrant les décodages MPEG4 SD plus MPEG2 SD.
- NP4 HD: puce intégrant les décodages MPEG4 SD + HD.
- NP42 HD: puce intégrant les décodages MPEG2, MPEG4 SD+HD.
- NP5: puce intégrant les décodages MPEG4 SD format QVGA et D1 pour application DVB H.

B- Prévisionnel 2006/2008

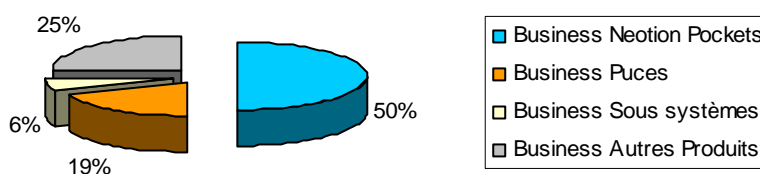
1/ Cadrage général

NEOTION se positionne sur 4 activités principales :

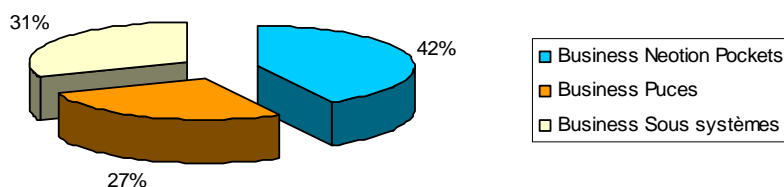
- Trois activités cœur de métier, qui représentent 38% du chiffre d'affaires en 2005, 75% de l'activité en 2006 et 100% à partir de 2007.
- Une activité « Autres produits », qui inclut des produits de type STB's ou adaptateurs TNT, en phase d'extinction. Cette activité n'entre plus dans la stratégie de NEOTION, mais elle présente un réel intérêt compte tenu des produits déjà développés. Elle génère un chiffre d'affaires et des marges significatifs. Aussi, la possibilité de la vendre à un ou plusieurs intégrateurs distributeurs sera étudiée. Cette opportunité n'est pas inscrite dans les chiffres du business plan.

Evolution de la répartition du chiffre d'affaires : 2006 et 2008

2006



2008



Source : NEOTION

Activité produits Neotion Pockets : en 2005, elle est composée de l'ancienne génération de type Neotion Pockets NC1, au standard MPEG2, qui évolue progressivement à partir de 2006 vers la ligne Neotion Pocket NP4 au standard MPEG4. Le chiffre d'affaires progresse de 1,9M€ en 2005, soit 13 % du Chiffre d'affaires, à 21,9M€ en 2008, soit 42% du chiffre d'affaires.

Activité puces : elle progresse de 1,3M€ en 2005, soit 9 % du chiffre d'affaires, à 14M€ en 2008, soit 27% du chiffre d'affaires. La croissance de cette activité est de 86% en 2007 et de 90% en 2008.

Activité sous-systèmes : cette activité démarre fortement en 2006 grâce à l'obtention de certifications de sous-systèmes auprès d'éditeurs de systèmes de sécurité, tels Viaccess, Irdeto, Conax, Nagra, NDS, Mediaguard etc.... Cette activité progresse de 2,3M€ soit 16% du chiffre d'affaires à 15,9M€ en 2008, soit 31% du chiffre d'affaires. La croissance en valeur de 692% en 2007 et de 59% en 2008.

Le chiffre d'affaires anticipé par le Business Plan est de respectivement 21.2M€ en 2006 puis 35.0M€ en 2007 et 51.7M€ en 2008. Le prévisionnel a été construit produit par produit et marché par marché en établissant pour chaque ligne de produit les prix de vente et les coûts. La croissance anticipée du chiffre d'affaires résulte de ces prévisionnels d'activité en volume qui sont résumés ici sur les trois activités principales de la société.

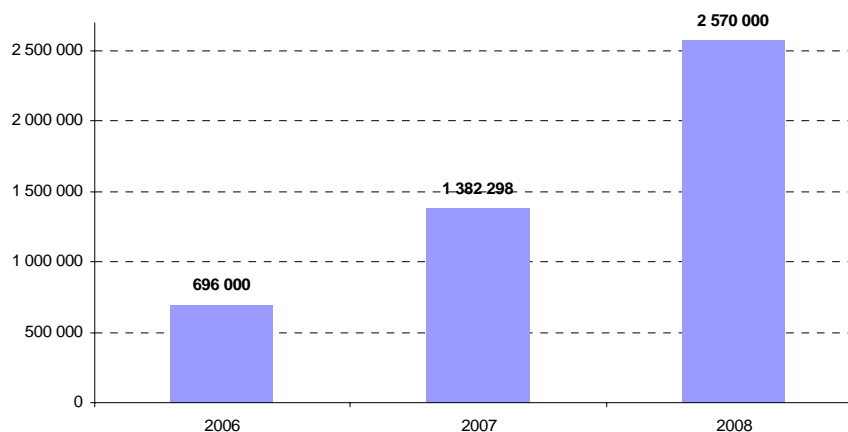
Activité puces

Les volumes suivants de 2006 à 2008 ont été retenus.

Evolution et répartition des volumes de ventes de Puces			
Puces	2006	2007	2008
MPEG4	61 000	418 298	1 370 000
MPEG2	635 000	964 000	1 200 000
Total	696 000	1 382 298	2 570 000

Source : NEOTION

Puces : volumes vendus

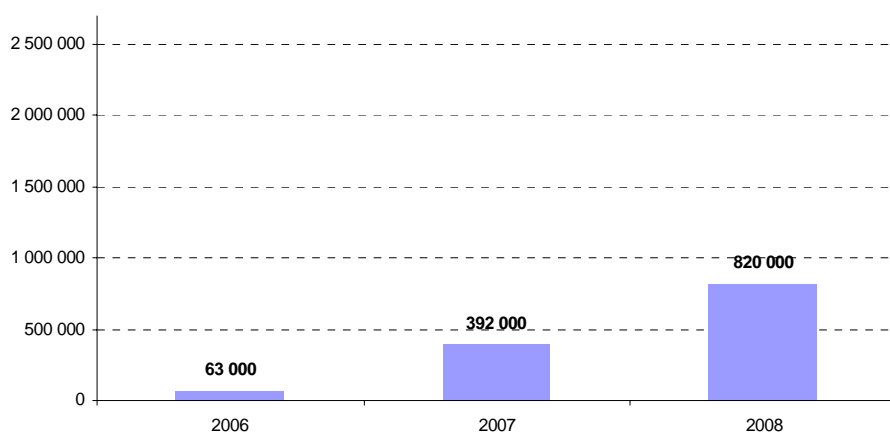


Source : NEOTION

Activité sous systèmes

Les volumes suivants ont été retenus :

Activités sous systèmes : évolution des volumes



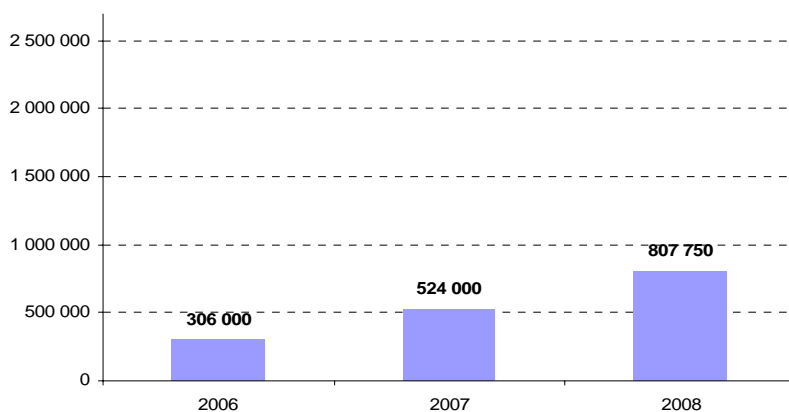
Source : NEOTION

Activité Neotion Pockets

Les volumes suivants ont été planifiés :

306K, dont 226K en MPEG4 en 2006, 524K (MPEG4) en 2007 et 808K (MPEG4) en 2008.

Evolution des ventes en volumes de Neotion Pockets



En termes de charges, le business plan tient aussi compte des éléments suivants :

Charges externes : elles baissent de 4,4M€ en 2005 soit 30% du Chiffre d'affaires, à 2,7M€ en 2006, soit 12,5% du chiffre d'affaires, avant de progresser à nouveau pour atteindre 3,8M€ en 2007, soit 10,8% du CA, et 4,4M€ en 2008, soit 8,4% du CA. Ces montants incluent notamment une augmentation de la sous-traitance en 2007 et 2008, des dépenses de marketing et communications, ainsi que des dépenses accrues pour Neova. Le plan couvre notamment l'augmentation des frais de suivi des sous-traitants et les voyages et frais de communication associés à la présence accrue de NEOTION auprès des opérateurs de toute l'Europe, du Moyen Orient, de l'Asie-pacifique, et des USA.

Le nombre d'employés est amené à croître sensiblement au cours des trois prochaines années. Il devrait passer de 64 personnes en 2005 à 89 personnes en 2008.

Evolution et répartition des effectifs				
	2005	2006	2007	2008
Ventes et Marketing	16	11	20	23
	25%	20%	26%	26%
R&D et Support technique	38	34	45	51
	59%	62%	58%	57%
Direction et Administration	10	10	13	15
	16%	18%	17%	17%
Total	64	55	78	89

Source : NEOTION

Afin d'accélérer les phases de développements, NEOTION a investi dans des équipements (matériels et logiciels) de conception, de test, de qualification. La société envisage de continuer à investir dans du matériel complémentaire, ceci dans le but d'accélérer les développements et donc la croissance de son activité.

En particulier, les fonds levés lors de l'introduction sur le marché seront utilisés pour financer les outils de production pour réduire fortement les coûts des produits nouvelle génération. Il s'agit d'un investissement de l'ordre de 3 à 4 millions d'euros sur 2 ans, visant un re-engineering et de nouveaux masques pour la fabrication des puces en technologie 90 nano, pour diviser par près de trois le coût des ASICs actuels.

NEOTION a pour ambition, grâce à ce saut technologique, de commercialiser toute une gamme de puces MPEG-4 à partir de 10 US\$, et ce dès 2008, afin de permettre une transition plus rapide des opérateurs vers le standard MPEG4. Le coût d'un décodeur MPEG4 pour un opérateur satellite ou terrestre sera alors inférieur à 30 euros, soit le prix actuel des décodeurs MPEG2.

Concernant la gamme NEOTION Pockets, NEOTION prévoit aussi d'acquérir des technologies connexes (WIFI, CPL, interface cartes mémoires, logiciels de connectivité des réseaux domestiques) soit par acquisition de licence d'exploitation, soit par achat de start up.

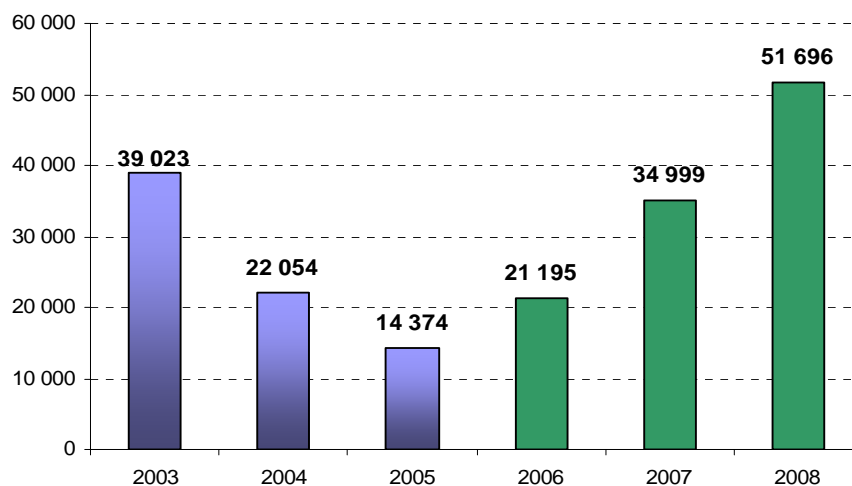
2/ Estimations commentées

Chiffre d'affaires et Marge brute

Le chiffre d'affaires devrait connaître une croissance soutenue et passer de 14,9M€ en 2005, avec une marge brute de 7,9 % à 51,6M€ en 2008, avec une marge brute de près de 48%. Ce niveau anticipé de la marge brute résulte d'une part des hypothèses de volumes décrites précédemment ; d'autre part de scénarii de baisses de prix unitaires qui ont été retenus produit par produit. Sans détailler ces érosions de prix on peut les synthétiser en données consolidées dans le tableau ci-dessous.

Evolution des paramètres prix / volumes et marge brute							
Données consolidées	2005	2006	var%	2007	var%	2008	var%
Volumes (en milliers)	499,252	1181,000	136,55%	2398,298	103,07%	4197,750	75,03%
Prix de vente unitaire (€)	28,79	17,95	-37,66%	14,59	-18,69%	12,32	-15,61%
Valeur (en K€)	14 374	21 195	47,46%	34 999	65,13%	51 696	47,71%
Marge brute (en K€)	4 286	8 698		16 690		24 797	
Marge brute en % du CA	29,8%	41,0%		47,7%		48,0%	

Source : NEOTION

Evolution du chiffre d'affaires
Evolution du CA


Source : NEOTION

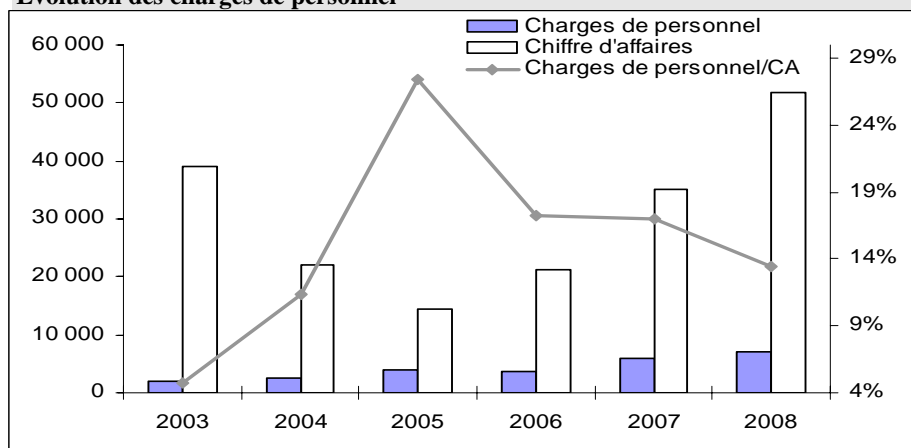
La progression de la marge brute est liée à la fin de l'activité liée au MPEG2 à faible marge (décodeurs intégrés, sous-systèmes et composants) et au démarrage de l'activité base MPEG4 à forte marge : produits Neotion Pockets, sous systèmes et composants MPEG4.

Cette marge sera maintenue au niveau de 48% dans le futur grâce à :

- l'anticipation des évolutions du marché tant en termes de la demande des opérateurs, des constructeurs et des OEM/ODM's que des nouveaux standards de compression/communication,
- l'anticipation des nouveaux prix de marché grâce à des investissements permettant les réductions successives de coûts des circuits intégrés, des nomenclatures et de la sous-traitance.

Charges de personnel

Les charges de personnel hors participation des salariés passent de 3.9 M€ en 2005 à 3,6 M€ en 2006, soit 17% du CA, et une réduction de 8 % par rapport à 2005, reflétant la restructuration mise en œuvre dans la 2ème partie de l'année.

Evolution des charges de personnel


Source : NEOTION

De 2006 à 2008, les charges de personnel progressent pour atteindre 6.9 M€ soit 13.5% du chiffre d'affaires. Ce chiffre relativement faible illustre le levier important de la société sur ses investissements en main d'œuvre dans les technologies MPEG4 dont le marché mondial s'ouvre.

Excédent Brut d'Exploitation

L'EBE progresse de -3.9 M€ en 2005 à 12.8 M€ en 2008, soit 24.7% du chiffre d'affaires. Ce retournement reflète la forte progression du chiffre d'affaires et se compare au niveau atteint en 2003 soit un Excédent Brut d'Exploitation de 13.9M€ soit 35.8% du chiffre d'affaires. La prudence des hypothèses retenues se reflète dans ces chiffres qui se traduisent par une marge d'EBE inférieure en 2008 au meilleur niveau atteint en 2003.

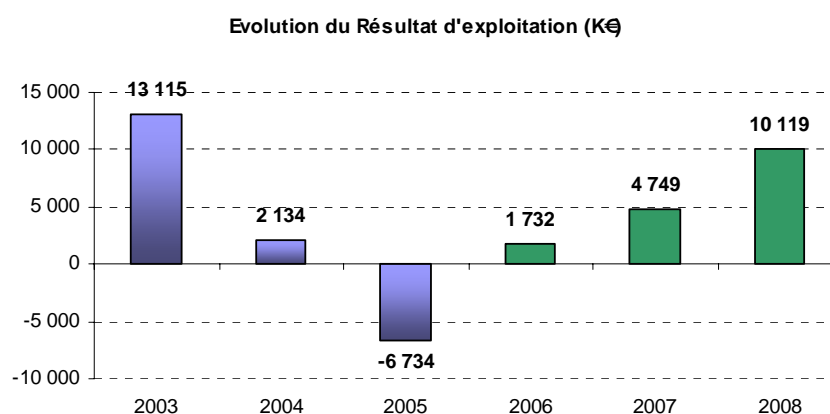
Dotations aux amortissements

Les dotations aux amortissements progressent de 357 K€ en 2005 à 2.6 M€ en 2008. Cette forte progression est à mettre relation avec les investissements planifiés par NEOTION qui sont en forte augmentation sur la période.

Résultat d'exploitation

Le résultat d'exploitation progresse à 10,6M€ en 2008, soit 19.6% du chiffre d'affaires.

Evolution du résultat d'exploitation



Source : NEOTION

Participation des salariés

L'assiette de calcul de la participation des salariés est le résultat courant sur lequel vient s'imputer le crédit d'impôt éventuel. Compte tenu des pertes de 2005, il n'est pas prévu de participation ni en 2006, ni en 2007. En revanche, il est prévu 0,5M€ en 2008.

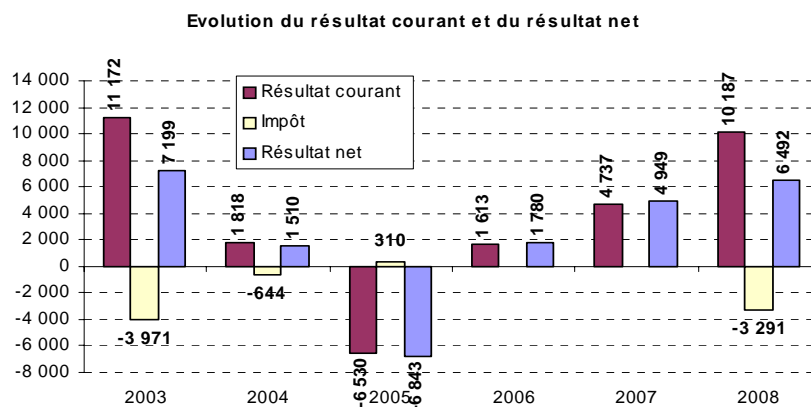
Impôt sur les sociétés

Compte tenu de la perte de 2005, l'IS sera nul en 2006 et 2007 du fait des reports fiscaux déficitaires. Il devrait se monter à 3,3M€ en 2008 soit un taux d'impôt de 31.8%.

Résultat net

Le résultat net de NEOTION devrait atteindre 1.8M€ en 2006, puis près de 5M€ en 2007 et 6.5M€ en 2008 malgré le retour à un niveau de fiscalité quasi normal. La marge nette 2008 serait de 12.6%, niveau qui devrait par la suite encore pouvoir progresser. En effet NEOTION a déjà été en mesure, lors de son exercice 2003 de réaliser une marge nette de 18.5%.

Evolution du résultat courant avant impôt et du résultat net



Données financières

COMPTE DE RESULTAT (K€)	2005	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Chiffre d'affaires	14 374	21 195	34 999	51 696	67 205	87 366	113 576	147 649
Autres produits d'exploitation	0	0	0	0	0	0	0	0
Achats de marchandises et variations stocks	9 508	12 497	18 349	26 896	34 965	45 454	59 091	76 818
Marge brute	4 866	8 698	16 650	24 800	32 240	41 912	54 486	70 831
Charges de personnel	3 938	3 651	5 951	6 954	7 997	9 197	10 576	12 163
Autres achats et charges externes	4 551	2 654	3 811	4 383	5 698	7 407	9 629	12 518
Impôts et taxes	314	273	504	698	768	845	929	1 022
Excédent Brut d'Exploitation	-3 937	2 120	6 384	12 765	17 777	24 463	33 351	45 128
Dotation aux Amortissements et provisions	2 796	461	1 635	2 646	2 911	3 202	3 522	3 874
Résultat d'exploitation	-6 734	1 659	4 749	10 119	14 867	21 262	29 829	41 254
Résultat financier	204	-122	30	118	384	592	901	1 343
Résultat courant des sociétés intégrées	-6 530	1 537	4 779	10 237	15 251	21 854	30 730	42 597
Participation	0	0	0	550	660	792	950	1 140
Résultat exceptionnel	-145	259	179	0	0	0	0	0
Impôts sur les bénéfices	-310	0	25	3 390	5 078	7 277	10 233	14 185
Résultat net des entreprises intégrées	-6 364	1 796	4 933	6 297	9 512	13 785	19 546	27 272
Intérêts minoritaires	0	0	0	0	0	0	0	0
Résultat net part du groupe	-6 364	1 796	4 933	6 297	9 512	13 785	19 546	27 272

BILAN (K€)	2005	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Ecart d'acquisition	0	0	0	0	0	0	0	0
Actif immobilisé	2 361	2 617	7 392	10 006	10 333	10 692	11 088	11 522
<i>Dont immobilisations financières</i>	739	739	4 239	6 739	6 739	6 739	6 739	6 739
Stocks et en-cours	7 462	3 211	5 731	8 026	10 434	13 564	17 633	22 923
Clients et comptes rattachés	4 422	6 187	7 726	11 956	15 543	20 206	26 267	34 148
Disponibilités et FCP	586	13 815	12 230	13 070	19 198	29 612	45 031	67 128
Comptes de régul	595	0	0	0	0	0	0	0
TOTAL ACTIF	15 426	25 830	33 079	43 058	55 507	74 073	100 019	135 721
Capitaux propres	6 449	17 236	21 990	31 367	40 879	54 664	74 210	101 482
Intérêts minoritaires	0	0	0	0	0	0	0	0
Provisions pour risques et charges	152	63	63	63	63	63	63	63
Emprunts et dettes financières	1 928	3 578	3 362	550	0	0	0	0
Fournisseurs et comptes rattachés	4 900	4 211	6 312	6 125	7 963	10 351	13 457	17 494
Dettes fiscales et sociales	773	721	1 332	4 936	6 417	8 342	10 844	14 098
Autres dettes et comptes de régularisation	1 224	21	20	17	186	653	1 445	2 585
TOTAL PASSIF	15 426	25 830	33 079	43 058	55 507	74 073	100 019	135 721

Sources : NEOTION, ARKEON Finance

TABEAU DE FINANCEMENT (K€)	2005	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Marge brute d'autofinancement	-4 046	2 258	6 389	8 942	12 354	16 893	22 942	30 977
+ Nouveaux emprunts	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Augmentations de capital	0	9 250	0	0	0	0	0	0
+ Cessions d'actifs	0	0	0	0	0	0	0	0
= Ressources	-4 046	11 508	6 389	8 942	12 354	16 893	22 942	30 977
- Investissements industriels	600	717	2 910	2 760	3 000	3 000	3 000	3 000
- Investissements financiers	0	0	3 500	2 500	0	0	0	0
- Variation du BFR	-676	-1 745	1 347	3 108	2 676	3 479	4 523	5 880
- Remboursements emprunts et CC	0	0	0	0	0	0	0	0
- Dividendes aux actionnaires	0	0	0	0	0	0	0	0
= Emplois	-76	-1 028	7 757	8 368	5 676	6 479	7 523	8 880
Free cash flow	-3 970	12 536	-1 368	574	6 678	10 414	15 419	22 097

RATIOS	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Marge brute	41%	48%	48%	48%	48%	48%	48%
Marge d'EBITDA	10%	18%	25%	26%	28%	29%	31%
Marge d'exploitation	7,8%	13,6%	19,6%	22,1%	24,3%	26,3%	27,9%
Marge nette	8,5%	14,1%	12,2%	14,2%	15,8%	17,2%	18,5%
ROE (RN/Fonds propres)	10,4%	22,4%	20,1%	23,3%	25,2%	26,3%	26,9%
ROCE (NOPAT/Capitaux employés)	26,1%	52,7%	55,5%	65,3%	74,5%	83,1%	90,9%
Dettes nettes / Fonds propres	-59,4%	-40,3%	-39,9%	-47,0%	-54,2%	-60,7%	-66,1%

DONNEES BOURSIERES ET MULTIPLES	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Nombre d'actions en circulation	3 285 994	3 285 994	3 285 994	3 285 994	3 285 994	3 285 994	3 285 994
Nombre d'actions totalement dilué	3 543 508	3 543 508	3 543 508	3 543 508	3 543 508	3 543 508	3 543 508
Cours de milieu de fourchette (€)	17,03	17,03	17,03	17,03	17,03	17,03	17,03
Capitalisation boursière diluée (K€)*	60 346	60 346	60 346	60 346	60 346	60 346	60 346
Valeur d'entreprise (VE) K€*	49 370	47 239	41 087	34 410	23 996	8 577	-13 520
VE / CA (x)*	2,3	1,3	0,8	0,5	0,3	0,1	-0,1
VE / EBITDA (x)*	23,3	7,4	3,2	1,9	1,0	0,3	-0,3
P / CF (x)*	26,7	9,4	6,7	4,9	3,6	2,6	1,9
BNPA (en €)	0,55	1,50	1,92	2,89	4,19	5,95	8,30
BNPA dilué (en €)	0,51	1,41	1,79	2,70	3,90	5,53	7,71
PE (x)*	31,2	11,3	8,9	5,9	4,1	2,9	2,1
PE dilué (x)*	33,6	12,1	9,5	6,3	4,4	3,1	2,2
Dividende par action (en €)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rendement net*	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Taux de distribution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

* Sur la base du milieu de fourchette de 17.03€

Sources : NEOTION, ARKEON Finance

- NOTES -

- Contacts ARKEON Finance -

Salle des Marchés :

	Tél.	Fax.	E-mail
Charles-Henri BERBAIN	01 53 70 50 23	01 53 70 50 19	CharlesHenriBerbain@ArkeonFinance.fr
Cyril DIEU	01 53 70 50 24	01 53 70 50 19	CyrilDieu@ArkeonFinance.fr
Laurent RITLEWSKI	01 53 70 50 21	01 53 70 50 19	LaurentRytlewski@ArkeonFinance.fr
Frédéric LARTIGUE	01 53 70 50 30	01 53 70 50 19	FredericLartigue@ArkeonFinance.fr
Daniel SAUVAGE	01 53 70 50 22	01 53 70 50 19	DanielSauvage@ArkeonFinance.fr

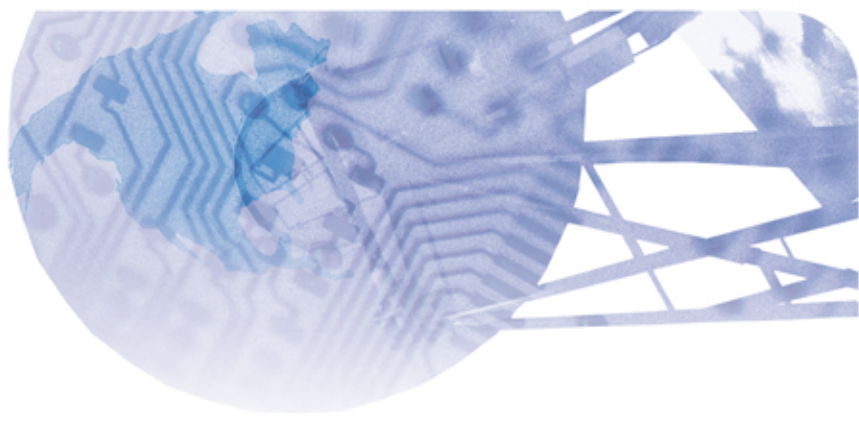
Analyse Financière Sell Side :

Stephan DUBOSQ	01 53 70 50 05	01 53 70 50 19	StephanDubosq@ArkeonFinance.fr
Charles-Louis PLANADE	01 53 70 50 43	01 53 70 50 19	CharlesPlanade@ArkeonFinance.fr
Grégory RAMIREZ	01 53 70 50 04	01 53 70 50 19	GregoryRamirez@ArkeonFinance.fr
Arnaud RIVERAIN	01 53 70 50 10	01 53 70 50 19	ArnaudRiverain@ArkeonFinance.fr
Jean-Pierre TABART	01 53 70 10 34	01 53 70 50 19	Jean-PierreTabart@ArkeonFinance.fr

Analyse Financière Corporate :

Isabelle BLAIZE	01 53 70 50 49	01 53 70 50 01	IsabelleBlaize@ArkeonFinance.fr
Jean-Louis SEMPÉ	01 53 70 50 15	01 53 70 50 01	JeanLouisSempe@ArkeonFinance.fr

Cette publication a été rédigée par ARKEON Finance. Elle est délivrée à titre informatif uniquement et ne constitue en aucun cas une sollicitation d'ordre d'achat ou de vente des valeurs mobilières qui y sont mentionnées. L'information contenue dans cette publication ainsi que toutes les opinions qui y sont reprises, sont fondées sur des sources présumées fiables. Cependant ARKEON Finance ne garantit en aucune façon l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations et personne ne peut s'en prévaloir. Toutes les opinions, projections et/ou estimations contenues dans cette publication reflètent le jugement d'ARKEON Finance à la date de celle-ci et peuvent être sujettes à modification sans notification. Cette publication est destinée exclusivement à titre informatif aux investisseurs professionnels qui sont supposés élaborer leur propre décision d'investissement sans se baser de manière inappropriée sur cette publication. Les investisseurs doivent se faire leur propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière mentionnée dans cette publication en tenant compte des mérites et risques qui y sont attachés, de leur propre stratégie d'investissement et de leur situation légale, fiscale et financière. Les performances historiques ne sont en aucun cas une garantie pour le futur. Du fait de cette publication, ni ARKEON Finance, ni aucun de ses dirigeants ou de ses employés, ne peut être tenu responsable d'une quelconque décision d'investissement. Cette publication est, en ce qui concerne sa distribution au Royaume-Uni, uniquement destinée aux 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 auprès de personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du 'Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997' et n'est pas destinée à être distribuée ou communiquée, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. La distribution de cette publication dans d'autres juridictions peut être limitée par la législation applicable, et toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions.



**ARKEON
FINANCE**
Listing Sponsor et Membre du Marché
en charge du placement



72, rue de Longchamp, 75116 Paris - Tel : 01 53 70 50 00 - Fax : 01 53 70 50 01
Site Internet : www.arkeonfinance.fr

Entreprise d'Investissement agréée - Membre du Marché d'EURONEXT Paris n°4226
S.A. au capital de 2 100 000 € - R.C.S. : B 444 470 850 Paris