



Portzamparc
Société de Bourse

RECHERCHE SMALL & MID CAPS

Modalités de l'introduction*

Marché	Alternext
Augmentation de capital	5M€
Cession	5M€
Prix d'offre par action	13,9€/16,1€
Période de placement	du 30 mars au 07 avril 06
Date d'introduction	10 avril 2006

Actionnariat

	avant intro	après
Managers	34%	29%
Administrateurs	15%	12%
Inv. Financiers	33%	22%
Autres pers. physiques	19%	13%
Public	-	24%
Total	100%	100%

Capitalisation (M€)

Flottant (M€)	41
Nbre de Titres après introduction (millions)	2,757
* toutes les données sont calculées sur le prix d'offre milieu de fourchette et avant exercice de la clause d'extension de 15%	

31-déc	05	06e	07p
PER	51x	35x	24x
PCF	33x	29x	21x
VE/CA	8x	4x	3x
VE/REX	38x	20x	13x
CA	5,2	8,3	12,5
Δ	123%	60%	50%
EBE	1,2	1,9	2,8
REX	1,1	1,7	2,5
%CA	20,8%	20,9%	20,4%
RN pdg corrigé	0,7	1,1	1,8
Δ	326%	62%	56%
%CA	13,5%	13,7%	14,2%
BNPA	0,29	0,42	0,63
Δ	325%	45%	49%
Dividende net	0,0	0,0	0,0
Fonds propres	1,5	8,1	9,9
Gearing	-40%	-77%	-74%



Vincent LE SANN
Tél : 33 (0)2 40 44 94 09
Fax : 33 (0)2 40 69 77 65
lesann@portzamparc.fr

COME & STAY

Souscrire à l'introduction

Jouer un leader de la publicité par e-mail

Come&Stay fait partie des sociétés nées durant la première vague internet. Forte d'un positionnement clair mis en place par le management dès sa création, la société affiche une rentabilité particulièrement élevée (marge opérationnelle de 21%) et un retour sur capitaux employés significatif que nous estimons à 84% cette année.

Le business model de Come&Stay est simple : être l'intermédiaire entre les sites internet de contenu, propriétaires des fichiers clients, et les annonceurs. Les premiers souhaitent monnayer au mieux leurs fichiers, les seconds recherchent un moyen rapide, efficace et peu coûteux pour trouver de nouveaux clients et/ou fidéliser leur base clients.

Come&Stay propose aux annonceurs de réaliser des campagnes publicitaires par e-mail : achat optimisé d'adresses, création graphique du message publicitaire, routage, analyse des campagnes. Ses atouts : un des réseaux les plus importants du marché avec 22 millions d'adresses et un savoir-faire reconnu pour ses solutions clé en main innovantes. Celles-ci répondent particulièrement aux attentes des annonceurs. Elles s'articulent autour des produits Puissance®, collecte de nouveaux clients avec paiement à la performance, Car Direct® et Mover Direct®, offres verticales à forte valeur ajoutée sur les thématiques automobile et logement. Elles constituent un avantage concurrentiel expliquant la surperformance du groupe. Come&Stay est l'acteur le plus dynamique du secteur avec une croissance de ses ventes en 2005 de 123% devant 1000mercis 96% (à fin juin 05), lbase 60%, Hi Media 59% en organique, Au Féminin 43% et Maximiles 31%.

Les perspectives sur les trois prochains exercices sont particulièrement solides, (Tmva bnpa 06-08 +49%(e)). Come&Stay devrait continuer à surperformer un marché de la publicité sur internet en pleine expansion +74% en 2005. Les ventes devraient bénéficier de la montée en puissance des clients actuels sur les produits C&S, de l'arrivée de nouveaux annonceurs et de la duplication du modèle à l'international. Malgré un développement des équipes, sur le développement technologique des produits, en force de vente et à l'international, les marges devraient rester au moins équivalentes, marge opérationnelle moyenne 21% sur 2006-2008e.

Come&Stay souhaite lever 10M€ dont 5 par augmentation de capital. Les objectifs de cette introduction sont 1/ renforcer le cash disponible pour pouvoir saisir les opportunités de croissance externe, 2/ offrir des outils de rémunération incitatifs à ses équipes et 3/ accroître sa notoriété auprès de ses clients annonceurs. Nous valorisons le dossier à 47M€ post money ce qui offre une prime de 15% sur le prix d'offre en milieu de fourchette.

Notes

SOMMAIRE

Synthèse – Evaluation et matrice Swot	p 4
I - Le marché de la publicité sur Internet : de solides perspectives	p 5
1- 2005, investissements publicitaires sur Internet : les choses sérieuses commencent	p 5
2 - Des leviers de croissance intacts	p 6
3 - L'intérêt du mail pour les annonceurs	p 7
4 - Le positionnement des acteurs sur le marché de la publicité sur Internet	p 8
II - Come & Stay, une offre pertinente sur le marché de l'e-mailing	p 10
1- Conseil, Technologie, Expertise marketing en grande distribution : une équipe dirigeante de haut niveau	p 10
2- Une offre "conquête nouveaux clients" au service des annonceurs	p 12
3 - La force du réseau	p 15
4 - Un portefeuille grands comptes	p 17
III - Eléments prévisionnels	p 18
1 - Une croissance soutenue de l'activité sur les deux prochains exercices, tmva CA 05-07(e) +55%	p 18
2 - Un modèle particulièrement profitable, marge opérationnelle 21%	p 19
3 - Un bilan sain, un retour sur capitaux employés significatif, Roace 06 84%(e)	p 21
4 - Une forte génération de cash	p 22
IV - Evaluation	p 23
1 - Actualisation des DCF	p 23
2 - Comparatifs boursiers	p 25
Grilles Financières	p 28
Mentions obligatoires et avertissements	p 31

Synthèse valorisation	
1 - actualisation DCF	48
2 - comparaison boursière publicité interactive	45
VALORISATION Come&Stay (M€)	47

Source : Portzamparc, valorisation post money

Matrice SWOT - Come&Stay

Forces	Faiblesses
<p>Marché de la publicité par e-mail en forte croissance sur les prochains exercices</p> <p>Management, professionnels du secteur, expériences Distribution, Conseil et Technologie.</p> <p>Haute Profitabilité du modèle C&S, marge nette >> 10%</p> <p>Réseau leader en France 22 millions d'adresses, Offres innovantes sur l'Automobile et Immobilier, Sourcing maîtrisé.</p> <p>Positionnement d'agence marketing. Relation plus forte avec l'annonceur qu'avec un simple courtier d'adresses</p>	<p>Poids important des principaux clients en 2005</p> <p>Positionnement national</p>
Opportunités	Risques
<p>Lancement nouvelle offre propriétaire, arrivée de nouveaux annonceurs (grande distribution, produits de consommation)</p> <p>Développement à l'international UK, Allemagne, Espagne (accords sites partenaires ou croissance externe)</p> <p>Cible potentielle pour un groupe de communication ou agence spécialisée concurrente</p>	<p>Société jeune, risque crise de croissance</p> <p>Perte d'un contrat exclusif avec un fournisseur fichier e-mail</p> <p>Durcissement de l'environnement juridique autour de l'envoi d'e-mail LCEN</p> <p>Retour de papier investisseurs historiques qui pourrait "caper" le cours</p>

Source : Portzamparc

I – Le marché de la publicité sur Internet : de solides perspectives

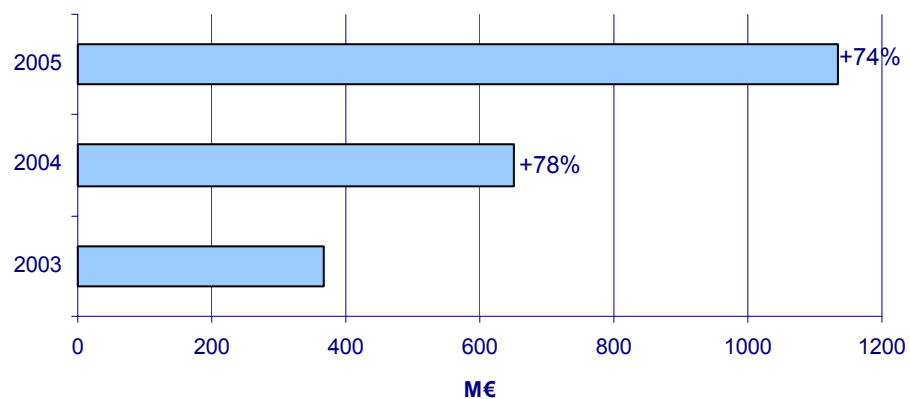
1- 2005, investissements publicitaires sur Internet : les choses sérieuses commencent

L'éclatement de la bulle internet avait sérieusement douché les espoirs de ceux qui voyaient arriver massivement sur la toile les budgets colossaux investis sur les médias traditionnels (mass et hors media). Cinq ans plus tard, l'efficacité des supports publicitaires internet (bandeaux, e-mail, liens sponsorisés) engendre une forte croissance des investissements réalisés par les annonceurs.

Les grands groupes publicitaires traditionnels ont désormais mis le cap sur internet. « Nous ne sommes qu'au début de cette révolution numérique des médias et de la pub. La télévision, la presse généraliste et les magazines vont vers des temps difficiles. » Rick Bendel, directeur général de Publicis Worldwide. « La publicité ferait bien de regarder d'autres secteurs. Prenez la photo : le numérique a tué l'argentique. Dans la pub, aussi, les vieux modèles ont vécu ! », Pierre Calmard, directeur général associé d'Isobar (Aegis), (source Les Echos).

La barre des 1 milliard € investis sur le marché français a été atteinte en 2005, soit seulement 3% des investissements publicitaires totaux (mass media + hors media = près de 30mds€), selon les chiffres de l'étude annuelle France Pub/Irep.

Investissements publicitaires sur Internet – France, une croissance très forte



Source : Taylor Nelson sofres

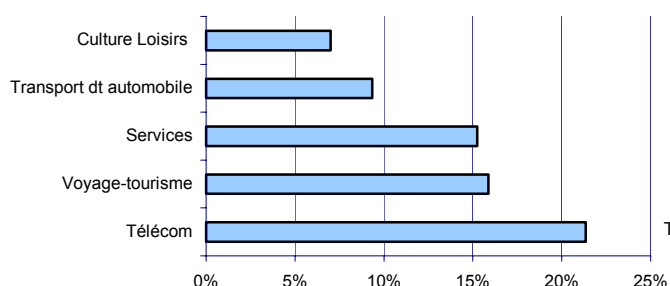
Après deux exercices en croissance de respectivement +78% en 2004 et +74% en 2005, le début de l'exercice 2006 reste particulièrement soutenu avec une progression de 60% sur janv (vs janv 05), (source Adex Report, TNS Media Intelligence, janv 06). Selon, MPG France, filiale conseil d'Havas, les investissements publicitaires sur Internet pourraient représenter 6Mds€ à terme, soit 20% des investissements en communication des annonceurs français, (source Les Echos janv 06).

2- Des leviers de croissance intacts

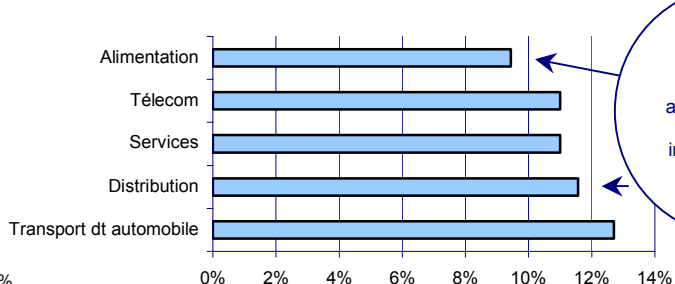
Plusieurs éléments militent pour la poursuite d'une croissance soutenue de la publicité interactive en France.

- **L'expérience US.** Au regard de la comparaison avec le marché américain, le rattrapage initié en 2004 et 2005 n'est pas terminé. Les investissements des annonceurs US sur internet devraient représenter 6% des budgets publicitaires totaux en 2006, pour atteindre 11% en 2010. Avec un montant estimé à 12 mds\$ en 2005, la croissance moyenne annuelle attendue par le bureau de recherche de la banque CSFB est de +22%. (source, Les Echos déc 05).
- **La montée en puissance des internautes.** Le taux de pénétration de l'internet en France est encore nettement en deçà des pays plus matures d'Europe du Nord ce qui augure d'un potentiel de croissance important : 51% de la population de plus de 15 ans sont internautes vs 70% en Suède, source Ipsos – Millward Brown 2005. Le temps passé sur internet (10h par mois en moyenne en 2005, source JDNet) devrait également bénéficier de la montée en puissance des connexions par ADSL.
- **La progression du commerce en ligne.** En parallèle, le nombre d'acheteurs en ligne, cible recherchée par les annonceurs clients des offres de Come&Stay, poursuit sa progression, +26% en 2005, 13,4 millions au quatrième trimestre 2005, (source ACSEL).
- **Le basculement d'une partie des budgets off line vers le on line :** Sur les 30 milliards € investis en publicité chaque année en France, la part consacrée au marketing direct off line représente 10 milliards. A l'instar de ce qui a été constaté sur l'achat d'espaces en 2005 (cf évolution d'activités d'acteurs tels que Hi Média et Au Féminin), les annonceurs prennent un virage significatif en faveur de ces nouveaux outils internet. L'arbitrage au sein des budgets investissements media, notamment la part consacrée aujourd'hui aux mailing postaux classiques, constitue un facteur de croissance significatif pour la publicité par e-mail.
- **L'arrivée de nouveaux annonceurs majeurs.** Les investissements sur internet restent aujourd'hui encore relativement concentrés sur quelques secteurs annonceurs. Les quatre premiers secteurs représentent plus de 62% des investissements totaux selon les chiffres de TNS en janvier 2006. cf graphiques ci-après.

**Top 5 annonceurs sur Internet
(en % investissements internet France)**



**Top 5 annonceurs plurimedia
(en % investissements plurimedia France)**



Source : TNS Media Intelligence – janvier 06

L'arrivée massive des principaux annonceurs plurimedia de la Distribution et des produits de consommation devrait tirer la croissance du marché publicitaire internet français. Selon une étude Ender Analysys 2005, les investissements publicitaires en ligne des annonceurs des produits de consommation devraient progresser de 167% d'ici à 2007. Selon les éléments communiqués par le site AuFéminin.com lors de la publication de ses résultats 2005, les annonceurs des secteurs Toilette/beauté, Alimentation, Boissons, Produits d'Entretien sont en train de rattraper leur retard avec des taux de croissance de 2 à 6x plus importants que le marché.

Par ailleurs, la perspective d'un renchérissement du prospectus commercial lié à la mise en place de l'éco-tax, pourrait inciter les grandes enseignes de la distribution à réorienter rapidement une partie de ces budgets vers la publicité par e-mail.

3- L'intérêt du mail pour les annonceurs

Les campagnes publicitaires par e-mail présentent de nombreux intérêts pour les annonceurs. Parmi ceux-ci, 1/ les techniques de qualification du client vont bien au-delà de celles utilisées jusqu'à présent en marketing direct « classique » et 2/ le coût des campagnes est beaucoup moins élevé. Le rapport entre le coût d'un e-mail (autour de 20 cts en moyenne) et un mailing courrier classique est de 1 à 3 (coût papier, manipulation physique, distribution, affranchissement, transport).

A partir des éléments suivants :

- la totalité des budgets publicitaires sur internet s'élève à 1.1Md € (source TNS).
- la part dédiée au mail dans les budgets publicitaires d'un secteur d'activité, particulièrement concerné, les sites e-marchand, est de 34% (source Fevad).
- le segment de marché de l'e-mail de recrutement est estimé à près de 30M€ selon les données de l'association SNCD qui regroupe les acteurs du secteur en croissance, 90% sur les 9 premiers mois de 2005.

On peut estimer en première approche la taille du marché français de la publicité par e-mail à environ 100M€.

4- Le positionnement des acteurs sur le marché de la publicité sur internet

Panorama acteurs - marché de la publicité sur internet - France			
Achat d'espaces	Search Marketing	Marketing de conquête	Marketing de fidélisation
bannières, pop up, bouton, richmedia sur les sites et portails	mots clefs, liens sponsorisés	e-mail optin	e-mail optin , news letter
régies publicitaires, site de contenu avec régie intégrée, agences media	moteurs de recherche, agences spécialisées en optimisation de référencement	Réseaux e-mail, plateformes d'affiliation, éditeur de contenus propriétaire de bases, agences media	
Hi media, Publicis Interactive, Zénith Optimédia, Pages jaunes, Wanadoo, Iliad Free, Au Féminin	Google, Yahoo, Askjeeves, E-search vision, Netbooster, Webformance (Business Interactif), Hi Media	Come&Stay , Directinet, Ibase (Business Interactif), 1000mercis, Acxiom, KDP, Hi Media, FirstCoffee, Maximiles, Au Féminin, OMD	

Source : Société, Portzamparc

segment de marché Come&Stay

• Focus sur la publicité par e-mail

Sur les segments de la publicité sur e-mail, Come&Stay s'impose comme l'un des leaders du marché aux cotés de 1000mercis, Directinet, Ibase et Acxiom. Ces acteurs proposent aux annonceurs des Base De Données conséquentes (nb adresses total, exclusives ou pas, propriétaires ou pas).

Principaux réseau d'adresses e-mail - France				
acteurs	nb adresses total	dont exclusivité	dont propriétaires	CA M€
Come&Stay	22 millions	3,8 millions	nd	5,2
Ibase	15 millions	3 millions	800.000	5,5
Directinet	15 millions	nd	nd	7*
1000mercis	6 millions	3,6 millions	400.000	5,6
Acxiom France	6 millions	nd	1.000.000	34*
KDP Groupe	1,2 million	nd	600.000	1,4

Source : déclarations acteurs, JDNet oct 2005 - sociétés

* ces CA incluent des ventes également liées au marketing direct off line, part importante notamment pour Acxiom

La vigueur du marché et les relations multiples entre les acteurs engendrent un climat concurrentiel « détendu ». En effet, une société peut être à la fois concurrente et cliente sur une partie de son activité ou concurrente et fournisseur, c'est le cas pour 1000mercis vis à vis de Come&Stay .

- **Un marché qui suscite bien des convoitises**

Les taux de croissance et la rentabilité enregistrés par les acteurs de la publicité par e-mail n'ont pas échappé aux grands groupes publicitaires à la recherche de relais de croissance, comme WPP et Publicis, ou aux acteurs de l'e-pub désirant élargir leurs prestations, comme Hi Media. Si les grandes manœuvres de concentration ne sont pas encore à l'ordre du jour, la multiplication des acquisitions et les IPO récentes (réalisées ou en projet) illustrent l'attractivité des sociétés spécialisées sur la publicité par Internet.

Transactions publicité internet						
Acquéreur /Cible	date	pays cible	CA cible (M€)	marge nette	coté/non coté	détails
Business Interactif/lbase	mars-2006	Fra	5,5	-	nc	réseau e-mail
Hi Media/jeuxvideo.com	mars-2006	Fra	3,2	37%	nc	site de contenu jeuxvideo
Hi Media/Eurovox	févr-2006	Fra	22,9	-	nc	solution de micro paiements
Business Interactif/Webformance	nov-2005	Fra	2,6	-	nc	aide au référencement, développement de trafic
AdLink/CibleClick	déc-2005	Fra	13,5	-	nc	site marketing affiliation
Hi Media/Publiciweb	oct-2005	Bel	0,7	19%	nc	aide au référencement
Zanox/First coffee	juil-2005	Fra	-	-	nc	plateforme d'affiliations
Valueclick/Web client	juin-2005	Usa	48		c	-
Hi Media/Numérialand	juil-2005	Fra	3,4	4%	nc	Régie internet solution marketing en ligne (mise en forme, routage, analyse des données)
Acxiom/Digital Impact	Mars-05	Usa	35	<0%	c	base de données marketing
Acxiom/Consodata	mars-2004	Ita		-	c	base de données marketing
KDP Groupe/Eldoradowin	févr-2004	Fra	-	-	nc	portail de jeux en ligne
Acxiom/Claritas Europe	nov-2003	Pays-Bas	83	-	nc	base de données marketing
Directinet/LuckyVillage	fev-03	Fra	0,8	-	-	portail de jeux en ligne

Source : Portzamparc

II – Come & Stay, une offre pertinente sur le marché de l'e-mailing

1- Conseil, Technologie, Expertise marketing en grande distribution : une équipe dirigeante de haut niveau

Come&Stay a été créée en 2000 par **Carole Walter**, 37 ans, actuel PDG de la société. HEC 91, elle débute comme directrice de supermarché, 80 personnes, au sein du Groupe Casino, avant de rejoindre en 1995 la filiale française du leader mondial du marketing électronique Catalina Marketing (capitalisation 1,1MM\$. Durant ces cinq années, elle prend en charge le développement de la base de données Retail Direct en France (gestion de la base, analyse des comportements consommateurs) et est responsable de la mise en place d'actions marketing électroniques pour le groupe Carrefour/Promodes.

Chez Come&Stay, au-delà de ses fonctions de direction générale, Carole Walter contribue notamment au développement des produits propres du groupe tels que Car Direct®, Mover Direct®, Puissance®. Avec Marc Désenfant, elle est en charge des relations stratégiques avec les partenaires/éditeurs fournisseurs d'adresses e-mail. Axe fort de différenciation de Come&Stay, ce pôle vient de faire l'objet d'un recrutement d'un salarié de haut niveau.

Marc Désenfant, 38 ans, Ecole des Mines et mastère HEC entrepreneurs, est Directeur Délégué de Come&Stay. Après avoir débuté également dans le secteur de la grande distribution (directeur de magasins chez Carrefour, fonctions marketing et informatisation des points de ventes), il rejoint le groupe de conseil McKinsey. De 1997 à 2001, il réalise des missions de conseil en stratégie marketing pour des clients de la distribution et des produits de consommation.

Complémentaire de Carole Walter, il est notamment en charge de la direction commerciale, 9 personnes au 31/12/2005, soit 37% des effectifs. Sur les contrats significatifs, l'approche commerciale est plurielle : 1/ le commercial est en contact avec le Chef de Projet Marketing chez l'annonceur, 2/ Hatime Araki, DSI Come&Stay, est en relation avec les équipes informatiques de l'annonceur pour appuyer la faisabilité technique et 3/ Marc Désenfant assure la relation commerciale au niveau du Directeur Marketing de l'annonceur.

Hatime Araki, 34 ans, Polytechnicien et diplômé de l'Ensaë, est Directeur Système d'information et Opération. Il débute en 1995 dans le conseil chez Bossard&Gemini. En tant que chef de projet, il travaille auprès de grands comptes Aventis, EDF, Lafarge, sur des missions de gestion des industries. Après avoir tenté de lancer une société de e-business au Maroc en 2000, il rejoint Come&Stay en 2001.

Il a en charge l'équipe de développement informatique, fonctionnalité importante dans la conception des produits propres et de l'interfaçage entre Come&Stay et le système d'information des clients. Le développement d'un outil d'optimisation de gestion des campagnes, S2M, labellisé par l'Anvar en 2004, est l'un des points stratégiques qui permet à Come&Stay d'utiliser au mieux son réseau d'adresses partenaires : pas de surexploitation des adresses qui conduirait à des désabonnements et donc un appauvrissement de la base du partenaire.

Grégory Chapron, 31 ans, diplômé de l'Agro et HEC majeure finance, est Directeur Administratif et Financier. Il a participé à la création de la société. Après un intermède chez Faust Pharmaceuticals en tant que DAF, 2002-2005, où il participe au processus de levée de fonds 19M€, il revient chez Come&Stay pour accompagner le développement du groupe (interne et externe).

Fort de cette équipe d'encadrement, Come&Stay emploie un effectif jeune, moyenne d'âge 28 ans, effectif total au 31/12/2005 24 personnes. Axe important de la croissance du groupe au cours des prochaines années, effectif +69%(e) sur 2006, la société base l'essentiel de son recrutement sur des profils de grandes écoles pour les fonctions commerciales et sur des ingénieurs pour les fonctions techniques.

L'actionnariat salarié est un des leviers de la motivation des équipes : à fin 2005, 12% des effectifs sont actionnaires de la société, 38% si l'on inclut les titres potentiels.

2- Une offre "conquête nouveaux clients" au service des annonceurs

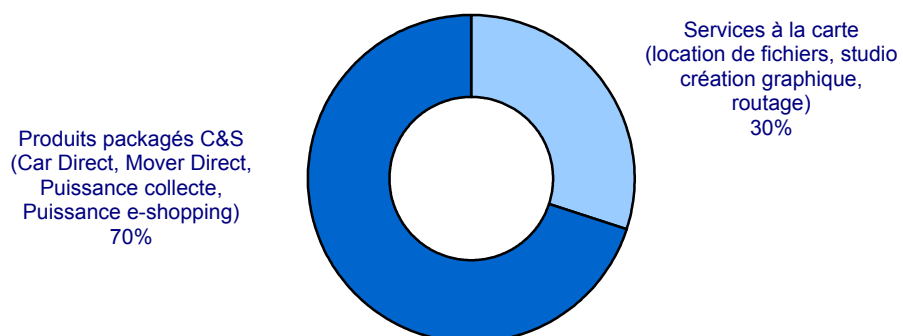
Come&Stay permet aux sociétés de réaliser des campagnes publicitaires par e-mail. Toutes les adresses e-mail du réseau Come&Stay sont « opt-in », ce qui signifie que les internautes ont donné leur accord pour recevoir des messages publicitaires par mail. L'offre de Come&Stay est majoritairement orientée vers des campagnes de « conquêtes » de nouveaux clients et dans une moindre mesure sur la fidélisation de la base clientèle existante. Si la visibilité de l'activité est bonne, compte tenu des perspectives particulièrement fortes du marché de l'e-mailing, la récurrence des revenus est limitée. Les budgets publicitaires de « conquête » sont par nature corrélés aux lancements de produits avec une saisonnalité souvent plus forte au S2.

L'offre s'articule autour de nombreux services :

1/ location de fichiers d'adresses, studio de création du message publicitaire, animation de la base clientèle, plateforme de routage d'e-mail, hébergement de la base clients. Cette offre, **30%CA**, constitue les produits d'appels. Ils sont consommés à la carte par des agences de publicité pour le compte de leur client (ex OMD – groupe Omnicom pour le compte de La Poste) ou en direct par de grands annonceurs (ex. Carrefour qui utilise la brique routage pour envoyer ses campagnes e-mail à destination des porteurs de sa carte de fidélité).

2/ des produits packagés développés par Come&Stay, **70%CA**. Ces solutions à plus forte valeur ajoutée constituent le savoir-faire du groupe. Elles répondent aux demandes actuelles des annonceurs. Elles s'appuient sur une approche de bases de données comportementales plus riches que l'utilisation de base de données déclaratives. Elle regroupe en un produit : un accès optimisé aux adresses e-mail, le développement de contenu (graphisme de l'e-mail, questionnaire, mini-site), les outils de gestion de la campagne (routage, tracking, analyse des données). Depuis sa création, Come&Stay appuie son leadership sur ces produits packagés : Puissance® (rémunération à la performance), CarDirect®, MoverDirect® (solutions verticales).

Une offre 100% e-mail (en % CA 05)



Source : Société

Exemple d'e-mail commercial réalisé par le studio Come & Stay pour une campagne TPS.



Source : Société

Exemple d'analyse de données sur les retours d'une campagne publicitaire par e-mail

	Nb d'e-mail	réalisé en %	objectif en %
e-mail envoyés	100 000	100%	
e-mail non aboutis	8 000	8%	
Dont erreurs définitives	4 000	4%	
e-mail aboutis	92 000	92%	
Dont ouvreurs	36 000	36%	35%
Dont cliqueurs	8 000	8%	
Clics	11 000	11%	5%
Clics/ouvreur	1,3		
Taux de désabonnement		0,3%	0,0%

Source : Société

- **Une offre innovante de paiement à la performance**

Puissance®, efficacité et coûts maîtrisés, une solution attractive pour l'annonceur

Le principe : la rémunération à la performance. Plutôt que de louer un fichier, l'annonceur va rémunérer Come&Stay à l'atteinte d'un objectif : vente réalisée, participation à un concours, nombre de visites, nombre d'adresses prospects collectées. A charge de Come&Stay de mettre en place les moyens nécessaires (achat optimisé d'adresses, création contenu publicitaire, diffusion de l'e-mail). Deux solutions sont commercialisées sur le principe de la performance :

> Puissance collecte®

Objectif : se constituer une base de prospect dans un délai court avec un coût maîtrisé pour l'annonceur.

ex campagne Celio

Objectif : obtenir 100.000 adresses mail, sms ou postales.

Moyen : mise en place d'un jeu concours envoyé par e-mail sur la partie la plus « réceptive » des bases de données constituant le réseau Come&Stay.

Résultat : 80.000 adresses mail récoltées en une semaine. Come&Stay est rémunéré à l'adresse collectée.

> Puissance e-shopping®

Objectif : augmenter les ventes d'un site marchand. Come&Stay est rémunéré à l'acte d'achat réalisé par le prospect. Cette information est délivrée par les outils de tracking intégrés à l'offre.

• Des solutions verticales - Car Direct® et Mover Direct®, atteindre une clientèle éphémère aux moments clés

> Car Direct®, un produit leader en France

Objectif : toucher de manière rapide une population qui a l'intention d'acheter une voiture, clientèle par nature éphémère. Come&Stay a mis en place des partenariats exclusifs avec les principaux sites internet automobiles hors constructeurs qui détiennent des fichiers sur des intentions précises d'achats (type de voitures recherchées, budget).

Ex campagne BMW

Objectif : obtenir des rendez-vous clients dans les concessions.

Moyen : envoi d'un e-mail à la partie la plus « réceptive » de la base Car Direct proposant un essai gratuit avec collecte des coordonnées. Celles-ci sont ensuite envoyées en flux réel au call center de la marque pour la prise de rendez-vous.

Un e-mail de confirmation est renvoyé au prospect et au concessionnaire (intégration de l'e-mail au sein du logiciel de CRM de BMW). Come&Stay est rémunéré au coût par contact complet.

Compte tenu des partenariats signés, 90% des intentions d'achats en exclusivité, et du nombre d'annonceurs utilisant ce produit (cf tableau ci-dessous), **Car direct® constitue un produit leader avec de solides barrières à l'entrée.**

Car Direct®, un produit phare sur l'automobile

sites partenaires en exclusivité Come&Stay	clients annonceurs C&S
--	------------------------

caradisiac.com	BMW
----------------	-----

M6 Turbo	Citroen
----------	---------

argusauto.com	Fiat
---------------	------

autodeclicks.com	Ford
------------------	------

321 auto	Toyota
----------	--------

Assurland	Jaguar
-----------	--------

Motorlegend	Daimler Chrysler
-------------	------------------

Source : Société

Mover Direct®

Objectif : toucher de manière rapide la population qui souhaite acheter, vendre ou louer un logement, clientèle éphémère par nature. A l'instar de Car Direct®, Come&Stay a mis en place un réseau avec les sites majeurs de ce marché : seloger.com (exclusif), Spir logic immo (non exclusif), immostreet (exclusif), explorimmo (non exclusif). Come&Stay est rémunéré au coût par contact complet. Mover Direct® est un produit majeur du marché sur la problématique de l'habitat : 80% des adresses commercialisées sur ce thème le sont au travers de ce produit.

3- La force du réseau

Un accès à 22 millions d'adresses e-mail.

Avec 22 millions d'adresses e-mail dont près de 4 millions en exclusivité, Come&Stay a mis en place **l'un des réseaux majeurs d'adresses e-mail sur le marché français**. Cette position de leader engendre un cercle vertueux : Come&Stay devient quasi incontournable pour les annonceurs et les éditeurs de contenu qui souhaitent monétiser leurs fichiers clients.

Un sourcing maîtrisé. Compte tenu de son positionnement d'intermédiaire entre les éditeurs de contenu et les annonceurs, Come&Stay se doit d'entretenir et de développer son réseau pour asseoir sa croissance.

Come&Stay attire les sites partenaires par les revenus qui leur sont reversés pour toute utilisation de leurs adresses e-mail. Afin de renforcer l'attractivité de ses produits stratégiques comme Car Direct® et Mover Direct®, Come&Stay a passé des accords d'exclusivité avec les sites majeurs comme caradisiac.com et seloger.com. Ces partenariats sont d'une durée de 12 mois reconductibles avec un engagement de rémunération minimum de la part de Come&Stay. Le montant total de ces engagements ne dépasse pas 10% des achats de fichiers du groupe. Par ailleurs, le sourcing est relativement bien équilibré : le premier contributeur au réseau représente 7% des achats de fichiers du groupe en 2005.

L'autre élément de l'attractivité du réseau pour les sites partenaires repose sur la bonne exploitation de leurs données. Grâce à son outil d'optimisation de gestion de campagne, S2M, Come&Stay évite une sur-exploitation des adresses (ex pas plus de deux mails par adresse par semaine) évitant ainsi des désabonnements de la part de l'internaute et par conséquence une réduction de la valeur de la base du partenaire. La performance de Come&Stay sur ce thème se traduit par un taux de désabonnement de l'ordre de 1%.

Par ailleurs, signe de la qualité de ses relations avec les partenaires, Come&Stay n'a enregistré aucune dénonciation de contrat d'exclusivité depuis sa création.

Le prix d'une adresse varie selon l'usage qu'en fait l'annonceur

L'adresse mail collectée auprès du réseau n'a pas de valeur figée et ne fait donc pas l'objet de rémunération fixée envers le partenaire. Tout dépend de l'utilisation qui va être faite par l'annonceur, de l'exclusivité, de sa fraîcheur. La présence au sein d'un programme propriétaire à valeur ajoutée de C&S se traduit par une rémunération plus importante.

Tarif d'un email selon usage

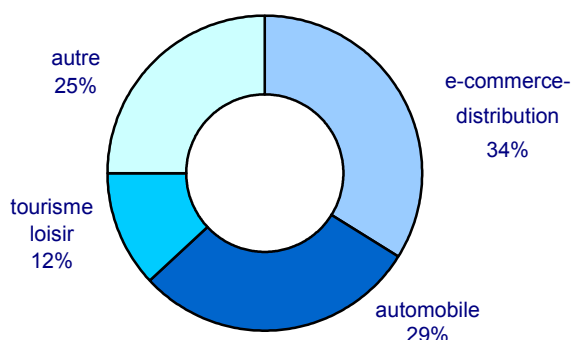
Utilisation de l'adresse	Cpm* pour l'annonceur	Ex. Campagne
Ciblage	100 à 200€	Offre bancaire - obtenir des adresses d'une classe de prospects à partir de plusieurs critères (ex. homme, CSP +, ...)
Géolocalisation	50 €	Offre grande distribution - obtenir des adresses sur un département donné.
Need marketing, solution de flux	500 €	Offre constructeur automobile - obtenir l'adresse de prospect actuellement en intention d'achat
Puissance	10 à 20€	Offre e-shopping - pousser une offre commerciale sur une base importante ou constituer une base large de prospects

Source : Portzamparc, *estimation cpm, coût pour mille(cf vocabulaire p 26)

Sur la base d'une marge estimée entre 60 et 70% (coût des adresses déclaré par les différents acteurs cotés sur le marché du e-mailing), le reversement auprès des éditeurs propriétaires de fichiers (site internet de contenu) oscille selon nous entre 5cts (pour les offres de collecte) et 30cts (pour les offres de flux comme Car Direct® et Mover Direct®).

4- Un portefeuille grands comptes

Répartition portefeuille clientèle (%CA)



Source : Société

La part des agences de publicité (conseil achat d'espaces), intermédiaires qui utilisent le centre de ressources à la carte pour leurs clients, représente 25% des ventes. La clientèle de Come&Stay est majoritairement constituée d'annonceurs grands comptes 75% CA, comme BMW, Célio, Conforama, TPS, MSN.

La composition du portefeuille clients en 2005 est à l'image des investissements sur l'ensemble du marché (cf graphique partie marché). Il reflète également les points forts de l'offre de Come&Stay : impact de Car Direct® et des produits de marketing à la performance comme Puissance® e-shopping et collecte. A l'instar d'autres acteurs du secteur (1000mercis, Maximiles), le poids du premier client de Come&Stay est encore relativement important, respectivement 27% et 18% des ventes en 2004 et 2005. Cela s'explique par le succès de l'offre puissance auprès d'un acteur grand compte souhaitant démarrer rapidement une activité de distribution sur internet. Après deux années d'investissements publicitaires importants, son budget devrait être moins conséquent en 2006, en absolu comme en relatif.

L'arrivée attendue de nouveaux annonceurs sur internet (distribution, produits de consommation) pourrait faire évoluer la composition du portefeuille clients de Come&Stay au cours des prochains exercices.

III – Eléments prévisionnels

Come & Stay scenario général CA 2005-2007				
	CA M€	var n/n-1	croissance organique	commentaires
2005	5,2	123%	123%	Forte croissance tirée par 1/la dynamique des investissements publicitaires sur le net et 2/le décollage des offres propriétaires de Come&Stay (+133%, 70%CA)
2006e	8,3	60%	60%	Marché toujours particulièrement dynamique alimenté par le transfert des budgets publicitaires sur les outils internet, poursuite de la bonne tenue des offres propriétaires C&S, premiers développements à l'international (UK)
2007p	12,5	50%	50%	Montée en puissance nouvelles offres C&S, ouvertures nouveaux pays Europe (Espagne, Allemagne)

Source : est. Portzamparc

Scenario CA 2004-2007(p) par type de revenus					
	2004	2005	2006e	2007p	tmva CA 04 - 07(p)
Produits packagés Come&Stay (dt CarDirect®, MoverDirect®, Puissance®)	1,6	3,6	6,1	9,4	82%
en %CA	65%	70%	73%	76%	-
var n/n-1	-	133%	67%	55%	-
Centre de services (location BDD, routage, studio création)	0,8	1,6	2,3	3,1	54%
en %CA	35%	30%	27%	24%	-
var n/n-1	-	87%	45%	35%	-
CA total groupe	2,4	5,2	8,3	12,5	73%
var n/n-1	55%	123%	60%	50%	-

Source : Société, est. Portzamparc

1- Une croissance soutenue de l'activité sur les deux prochains exercices, tmva CA 05-07 +55%

Come&Stay devrait continuer d'enregistrer une croissance soutenue, tmva CA 05/07 +55%, tirée par un marché de la publicité sur internet en forte expansion. Son offre de produits packagés (70%CA) devrait lui permettre de surperformer son secteur d'activité, avantage déjà constaté sur les deux derniers exercices.

Sur ce point, les perspectives de croissance de Come&Stay reposent sur :

1/ L'accroissement des budgets dédiés à la publicité par e-mail. Sur la base de clients existants, l'augmentation du budget moyen par client devrait permettre d'alimenter la croissance sur des produits comme Car Direct®, Mover Direct® ou Puissance® et ce, malgré la baisse probable du volume d'affaires réalisé sur le premier client des deux derniers exercices.

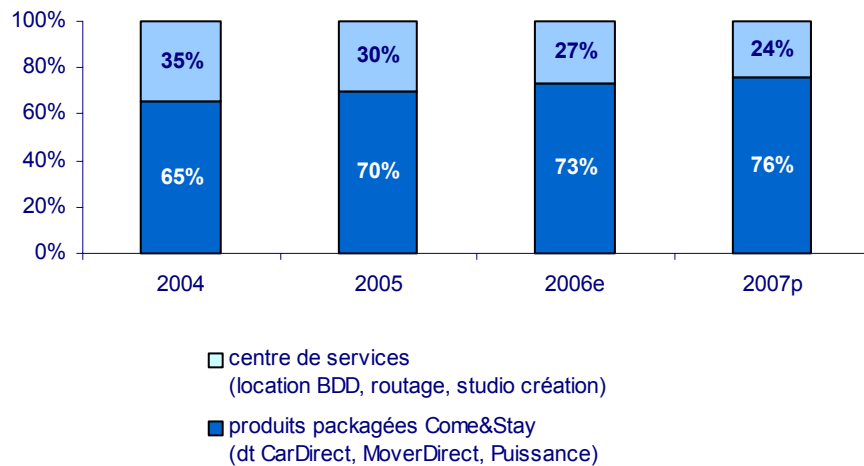
2/ Attirer de nouveaux annonceurs sur les produits existants. La solution Car Direct®, développée nativement pour les annonceurs constructeurs automobiles, présente également un intérêt pour des secteurs connexes : assurances automobiles, centres de contrôle technique, .. de même, Mover Direct® et Puissance® présentent également le même type de développement sur de nouveaux secteurs annonceurs.

3/ De nouveaux produits pour de nouveaux secteurs. Après les lancements de Car Direct®, Mover Direct®, Puissance®, (cf offre), Come&Stay pourrait accompagner le besoin des nouveaux annonceurs qui investissent sur le media internet comme la distribution et les produits de consommation.

4/ Capitaliser les produits actuels sur les marchés européens. C'est en dupliquant ses produits phares, plus que sur l'activité concurrentielle de centre de services, que la société pourrait faire, selon nous, ses premiers pas à l'international. Un produit comme Car Direct® n'a pas d'équivalent en Europe. Compte tenu des budgets du secteur automobile, nous estimons son potentiel à plusieurs millions €/an. Cette approche sur les grands marchés européens sera basée sur le développement interne avec la mise en place d'une structure commerciale locale.

L'activité de centre de services à la carte (location BDD, studio de création, routage, 30%CA), devrait évoluer, selon nous, au rythme du marché. Activité plus concurrentielle, elle reste néanmoins importante pour assurer une meilleure couverture des coûts fixes (frais de personnel et frais généraux) et rester au contact des besoins des annonceurs.

Solutions packagées C&S, facteur de croissance du groupe



Source : Société, est. Portzamparc

2- Un modèle particulièrement profitable, marge opérationnelle 21%

Come&Stay présente une structure de coûts classique pour ce secteur avec un poste variable, l'achat d'adresses e-mail et coûts nécessaires à la réalisation des opérations (routage, tracking) (44% CA05) et deux postes à dominante fixes : les frais généraux (loyer, hébergement) (8%CA05) et les frais de personnels (24%CA05).

L'activité est très peu capitalistique. Les investissements et dotations aux amortissements devraient rester faibles. Le caractère grands comptes de la base clients devrait également protéger la société contre le risque de défaillance client (dot provisions sous contrôle).

Sur la période 2006-2008, nous tablons sur un maintien de la marge opérationnelle élevée, proche du niveau enregistré par la société en 2005, soit 20%CA. Ce niveau peut apparaître conservateur au regard de la forte croissance des ventes sur la période. Il repose sur les hypothèses suivantes :

- Le contexte sectoriel de hausse des prix (cpm) ne devrait pas avoir d'impact significatif sur la marge brute compte tenu de la flexibilité du modèle fournisseurs/annonceurs. Afin d'intégrer le risque inhérent au manque de maturité du marché, nous avons maintenu le niveau de marge brute constant au cours des prochains exercices. L'évolution du mix produit (centre de services à la carte/produits packagés C&S) pourrait toutefois être favorable au taux de marge brute compte tenu du scénario envisagé : une croissance plus rapide des produits à plus forte marge.
- La croissance nécessaire des effectifs et des frais généraux au cours des prochaines années devrait limiter l'effet de levier. Afin de consolider sa croissance, Come&Stay devra se renforcer à plusieurs niveaux : commercial, international, technique, direction générale. A noter que sur le plan commercial, Come&Stay bénéficie aujourd'hui d'un marché particulièrement porteur où les appels entrants constituent une part importante du deal flow. En se renforçant sur ce point, déjà plus du tiers des effectifs actuels, la société entend asseoir son leadership. Nous tablons sur une progression des effectifs de 54%/an sur 06 et 07. La croissance de l'activité se traduira également dans les frais généraux : nouveaux locaux en 2007(e), hausse du coût des capacités techniques (hébergement, traitement des données, routage).
- Les frais d'introduction seront imputés pour partie sur la prime d'émission et pour partie passés en charges exceptionnelles, 0,2M€(e) en 06. Le taux d'IS bénéficiera de la fin des reports déficitaires sur l'exercice 2006 pour s'établir sur les niveaux standards au-delà, soit 35%.

Scénario structure de coûts				
	2004	2005	2006e	2007p
Coût des ventes	1,1	2,3	3,7	5,5
en %CA	48%	45%	44%	44%
Frais généraux dt loyer	0,3	0,4	0,5	0,9
en %CA	12%	8%	7%	7%
effectifs moyen	12	18	31	43
var n/n-1	-	50%	69%	40%
Evolution salaire	-	-	5%	5%
Frais de personnel	0,6	1,2	2,2	3,3
var n/n-1	-	95%	78%	47%
en % CA	27%	24%	27%	26%

Source : société, est. Portzamparc

Compte résultat Come&Stay				
	2004	2005	2006e	2007p
CA	2,3	5,2	8,3	12,5
var n/n-1	55%	123%	60%	50%
total produit	2,4	5,2	8,3	12,5
coûts des ventes	-1,1	-2,3	-3,7	-5,5
var n/n-1	-	102%	60%	50%
frais généraux	-0,3	-0,4	-0,5	-0,9
var n/n-1	-	53%	25%	70%
frais de personnel	-0,6	-1,2	-2,2	-3,3
var n/n-1	-	95%	78%	47%
dot amortissements et provisions	0,0	-0,1	-0,1	-0,2
var n/n-1	-	-2%	-2%	-2%
autres	0,0	0,0	0,0	0,0
Rop	0,3	1,1	1,7	2,5
mop en %CA	10,9%	20,8%	20,9%	20,4%
Résultat financier	0,0	0,0	0,0	0,2
RC	0,3	1,1	1,8	2,7
IS	0,0	0,0	0,0	-1,0
amortissement survaleurs	0,0	0,0	0,0	0,0
RN pdg	0,3	1,1	1,6	1,8
en %CA	10,7%	20,8%	18,7%	14,2%

Source : Société, est. Portzamparc

3- Un bilan sain, un retour sur capitaux employés significatif, Roace 06 84%(e)

La constitution du groupe par croissance interne depuis sa création ainsi qu'une pratique comptable saine (absence d'activation de frais de R&D et d'actifs d'impôts différés liés au report déficitaire) limitent les actifs incorporels à un strict minimum.

Le niveau d'endettement est nul. Le groupe s'est autofinancé limitant la consommation de cash aux apports initiaux : 2,8M€ levés sur la période 2000-2002.

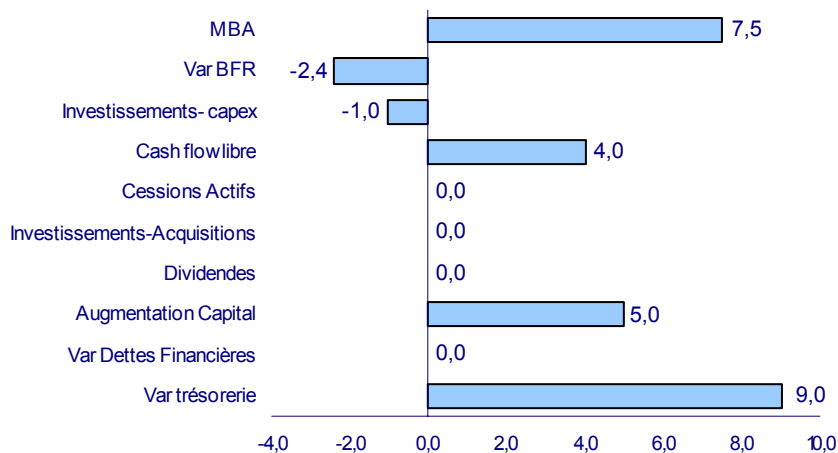
La présence d'un poste client élevé constitue le point de vigilance du bilan. Conséquence d'une saisonnalité forte sur la fin de l'exercice 2005 et d'une politique de règlement sévère de la part des grands comptes, Ce point n'engendre pas de besoin de financement conséquent eu égard à la politique réciproque vis à vis des fournisseurs.

Eléments bilantiels 2004-2008p					
Exercice au 31/12 (ME)	2004	2005	2006e	2007p	2008p
Fonds propres	0,5	1,5	8,1	9,9	12,6
Dettes financières nettes	0,0	-0,6	-6,3	-7,3	-9,0
Immobilisations totales	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4
dt incorporel	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Actif Economique	0,4	0,9	1,8	2,5	3,5
dt immo	0,1	0,0	0,1	0,2	0,4
dt BFR	0,3	0,8	1,3	1,9	2,7
gearing (%)	-7%	-40%	-77%	-74%	-72%
ROE (%)	75%	109%	32%	20%	24%
ROACE (%)	48%	103%	84%	78%	85%

Source : Société, est. Portzamparc

4- Une forte génération de cash

Tableau de financement long terme – cumul 2005/2008(p) (en M€)



Source : est. Portzamparc

La génération de cash flow couvre à la fois le développement de la structure de coûts d'exploitation liée à la croissance interne (lancement nouveaux produits, international), les investissements capex, structurellement faibles, et la croissance du BFR liée à la forte croissance.

L'introduction en Bourse et la levée de fonds associée 5M€(e), répondent, selon nous, à un double objectif : 1/ un renforcement des fonds propres < 2M€ au 31/12/05 et 2/ la mise à disposition d'outils de financement (cash et titres) afin de saisir les opportunités de croissance externe. A ce stade, nous n'avons pas intégré d'opérations dans nos estimations considérant que la priorité sur la période est au développement interne. L'intérêt pour Come&Stay serait d'accélérer son développement en Europe sur des pays où les activités internet nécessitent une approche locale forte (management, connaissance des fournisseurs de données, annonceurs).

IV – Evaluation

Synthèse valorisation	
1 - actualisation DCF	48
2 - comparaison boursière publicité interactive France	45
VALORISATION Come&Stay (M€)	47

Source : Portzamparc, valorisation post money

Nous avons réalisé une évaluation de la société Come&Stay dans le cadre de son projet d'introduction en Bourse selon une approche multicritères : actualisation des flux de trésorerie et comparaisons boursières. **La valorisation d'équilibre post money ressort à 47M€.**

1- Actualisation des DCF

Actualisation free cash flow					
Année	1	2	3	4	5
Exercice	2006	2007	2008	2009	2010
CA	8,3	12,5	18,1	23,5	29,4
variation n/n-1	60%	50%	45%	30%	25%
Résultat d'Exploitation	1,7	2,5	3,9	5,2	6,5
en % du CA	20,9%	20,4%	21,6%	22,0%	22,0%
Taux d'imposition	0,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Rex après impôts	1,7	1,7	2,5	3,4	4,2
Amortissements&Provisions	0,1	0,2	0,3	0,6	0,7
Investissements nets	0,2	0,3	0,5	0,6	0,7
BFR	1,3	1,9	2,7	3,5	4,4
en % du CA	15%	15%	15%	15%	15%
Var BFR	0,5	0,6	0,8	0,8	0,9
Free Cash Flow	1,2	0,9	1,6	2,5	3,3
taux actualisation	13,0%				
Free Cash Flows actualisés	1,1	0,8	1,1	1,6	1,9
Somme FC actualisés 2006-2010	6,4				
Valeur terminale actualisée	36,2				
- endettement net	-5,6				
- intérêts minoritaires	0,0				
Valeur Totale (M€)	48				

Source : Portzamparc

* Dettes nettes au 31/12/05 + levée de fonds 5M€

Le taux de croissance moyen annuel sur la période 2006-2010 ressort à +37%/an sur le périmètre actuel. Dans le prolongement de 2005 - CA x2 -, les exercices 2006 et 2007 devraient être marqués par une croissance particulièrement soutenue, respectivement +60%(e) et +50%(e). Come&Stay devrait continuer à surperformer son marché grâce à ses offres packagées : 1/ élargissement de l'offre à de nouveaux annonceurs sur les secteurs (gde distribution et produits de grande consommation) et 2/ duplication des offres domestiques à l'international (Europe du Nord). Si la croissance externe est l'une des composantes de la stratégie du groupe, à ce stade, nous n'avons pas intégré d'opérations.

Le reste des hypothèses d'exploitation et de financement repose sur :

- le maintien d'une marge opérationnelle soutenue dans une fourchette 20% à 21%CA. Compte tenu des projets de la société à l'international et de sa volonté d'asseoir son leadership (recrutements force commerciale), l'effet de levier devrait être limité sur la période 2005/2007. En revanche, le maintien de ce niveau au-delà de 2007 peut apparaître comme une hypothèse conservatrice de notre scénario.
- un niveau de BFR de 55j lié à la forte croissance de l'activité,
- un taux d'IS de 35% à partir de 2007
- un niveau de capex de 2,5%CA. Compte tenu des choix technologiques effectués, Come&Stay entend maintenir un niveau d'investissement modéré. Les frais de personnel de R&D sont comptabilisés à 100% en charges d'exploitation.

Taux d'actualisation ou Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC)	
Taux d'actualisation	
OAT 10 ans	3,4%
Prime de marché Action	5,0%
Prime spécifique	4,6%
Coût Fonds Propres	13,0%
Fonds propres	1,5
Frais financiers après impôts	0,0
Dette financière	-0,6
Coût Dette après impôts	0,0%
CMPC	13,0%

Source : Portzamparc

Nous retenons une prime spécifique de 4,6%, soit un Béta d'1,9. Elle intègre le risque inhérent au lancement de nouveaux produits et de développement sur de nouveaux marchés géographiques. Elle intègre également le risque de décalage des prévisions (forte croissance, faible historique de la société créée en 2000). Pour information, le wacc retenu par les évaluateurs lors des récentes introductions sur le secteur était de 13,4% Maximiles (juin 2005), 12% 1000mercis (janv. 06), 17% E-mail vision (fév. 06).

Concernant la valeur terminale, nous avons retenu un multiple de sortie de 10x l'Ebit, niveau de milieu de cycle enregistré sur le secteur média-publicité. Compte tenu de la concentration naturelle du secteur et du retard pris par les grands groupes de communication sur ce thème (cf discours dirigeants WPP sur la politique de croissance externe concernant les sociétés spécialisées sur la publicité internet), l'optique d'un rachat de la société à l'horizon 2010 constitue selon nous une hypothèse réaliste.

Sur la base d'une augmentation de capital de 5M€(e), la valorisation post-money par l'approche des DCF ressort à 48M€.

2- Comparatifs boursiers

Afin de couvrir les différentes perceptions de Come&Stay, nous avons retenu deux échantillons

- **Echantillon publicité interactive France** – 6 sociétés cotées sur Eurolist. Il traduit la perception du marché pour Come&Stay en tant que valeur media&internet française. Nous avons retenu à la fois des sociétés concurrentes et/ou co-opérateurs éditeurs : Hi Media (régie publicitaire sur Internet et marketing par e-mail sur 7%CA), Millemercis (e-mail de conquête avec sa base Elisa, e-mail de fidélisation), Maximiles (programme de fidélisation), Au Féminin (éditeur de portail féminin), Email vision (outils de gestion de campagne e-mail), Business Interactif (réseau e-mail avec le rachat d'ibase et optimisation référencement avec Webformance).

1 - Publicité interactive France						
	P/E 06	P/E 07	VE/CA 06	VE/CA07	VE/Ebit 06	VE/Ebit 07
Multiples échantillon	37,5x	22,6x	5,9x	4,1x	23,3x	13,9x
valorisation induite Come&Stay >	42,9	40,1	55,5	58,9	46,9	42,6
Moyenne M€	48					

Source : JCF, Portzamparc

Détails exploitation sociétés cotées publicité interactive - France							
société (pays)	Hi Media (Fr)	1000mercis (Fr)	Maximiles (Fr)	AuFéminin (Fr)	Business Interactif (Fr)	Email Vision (Fr)	Come&Stay (Fr)
CA05 M€	25	5,6	6,8	8,7	16,7	6,9	5,2
tmva CA 2003/2005	68%	113	32%	37%	14%	57%	86%
mop 05, %CA	6%	41%	13%	47%	14%	4,5%	21%
effectif	82	15	32	27	126	46	18
frais de personnel en %CA	19%	21%	37%	20%	56%	60%	24%
achat consommés et autres charges externes en %CA	76%	37%	48%	26%	30%	48%	53%
Dettes nettes M€	-22	-1,8	-7,7	-4,8	-8,3	0	-0,62
date de création	1996	2000	1999	1999	1996	1999	2000

Source : Sociétés

Notes :

. Ratios frais personnel et achat en %CA sur dernier exercice publié. 2004 pour Email Vision.

. Effectif : moyen 2005 pour Come&Stay, Email Vision, Au Féminin, 31/12/05 Hi Media, 30/06/05 1000mercis et Business Interactif, 31/12/2004 Maximiles

. 1000mercis : CA et mop les données ont été recalculées pour obtenir une base commune de comparaison avec les autres sociétés clôturant au 31/12

- **Echantillon publicité interactive International.** 3 sociétés. Il traduit la perception des investisseurs pour les acteurs internationaux. A ce titre, cette approche permet d'intégrer les projets de développement en Europe de Come&Stay. Nous avons retenu 1/ des sociétés plateformes d'affiliation comme TradeDoublor (Suède) et ValueClick (US) et 2/ Ad Pepper (Allemagne), société avec une offre globale sur la publicité interactive (régie et services marketing)

2 - Publicité interactive International

	P/E 06	P/E 07	VE/CA 06	VE/CA07	VE/Ebit 06	VE/Ebit 07
Multiples échantillon	31,6x	25,2x	2,8x	2,2x	28,5x	18,3x
valorisation induite Come&Stay >	36,1	44,8	29,8	35,3	55,9	53,9
Moyenne M€	43					

Source : JCF, Portzamparc

Selon cette approche de comparaisons par les multiples, la valorisation post money de Come&Stay ressort entre 43 et 48M€.

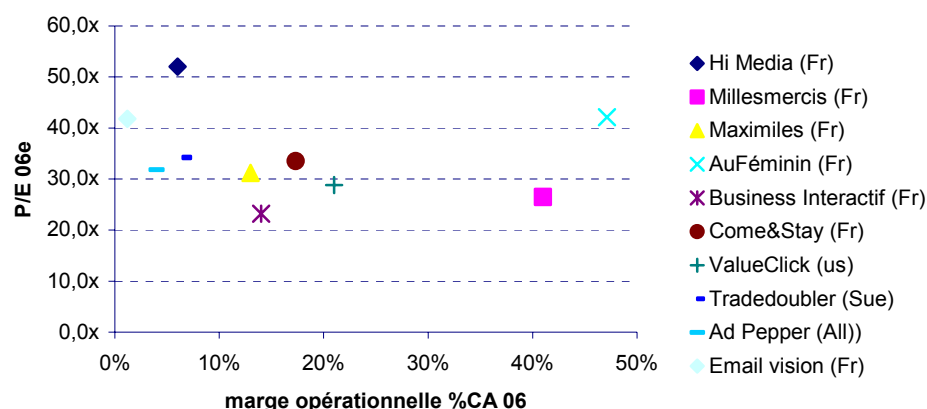
Détails valorisation secteur publicité interactive

Société (pays)	Hi Media (Fr)	1000mercis (Fr)	Maximiles (Fr)	AuFéminin (Fr)	Business Interactif (Fr)	Email Vision (fr)	ValueClick (us)	Tradedoublor (Sue)	Ad Pepper (All)	moyenne Fr	moyenne Intl
CA05 M€	25	5,6	6,8	8,7	16,7	6,9	258	116	28	12	134
mop 05, %CA	6%	41%	13%	47%	14%	4,5%	21%	7%	4%	20%	11%
Dettes nettes 31/12/05 M€	-22	-1,8	-7,7	-4,8	-8,3	0	-194	-24	-15	-7	-78
capitalisation M€	277	69	42	206	92	34	1342	428	135	120	635
P/E 06	52,0x	26,5x	31,2x	42,1x	31,6x	41,8x	28,8x	34,2x	31,8x	37,5x	31,6x
P/E 07	27,8x	20,5x	23,2x	27,8x	21,9x	14,2x	23,8x	23,7x	28,1x	22,6x	25,2x
VE/CA 06	3,7x	7,1x	3,5x	15,0x	3,6x	2,5x	2,8x	2,3x	3,4x	5,9x	2,8x
VE/CA 07	2,8x	5,1x	2,6x	10,1x	2,8x	1,4x	2,4x	1,6x	2,7x	4,1x	2,2x
VE/EBIT 06	34,1x	15,9x	17,6x	27,1x	19,0x	26,3x	14,3x	23,2x	48,0x	23,3x	28,5x
VE/EBIT 07	20,2x	11,8x	13,2x	16,9x	13,5x	7,6x	11,2x	14,8x	28,9x	13,9x	18,3x

Source : JCF, est. Portzamparc, cours au 21/03

Notes :

Sur 1000mercis (exercice à fin juin), les données ont été recalculées pour obtenir une base commune de comparaison avec les autres sociétés clôturant au 31/12. Par ailleurs, l'ensemble des multiples de bénéfices 06 et 07 ont fait l'objet de retraitement sur la base d'un impôt normé.



Source Portzamparc

Vocabulaire

Opt in / Opt out : Opt in, se dit d'une adresse e-mail lorsque son utilisateur a donné son accord pour recevoir des messages électroniques à caractère commercial. Malgré la mise en place d'un code de déontologie par les acteurs du secteur (SNCD) en 2001, le nombre d'adresses opt out commercialisées (utilisateur n'ayant pas donné son accord) pourrait s'élever encore à près de 10% (source Jdnet).

LCEN : Loi sur la confiance dans l'économie numérique de juin 2004. Transcription en droit français d'une directive européenne. Les conséquences pour la prospection commerciales par e-mail sont : 1/ l'obligation d'obtenir le consentement d'une personne présente dans une BDD ou inscrite à une newsletter si l'on souhaite lui envoyer des informations commerciales, 2/ le consentement d'un internaute ayant réalisé un achat sur la toile est considéré comme acquis. Il doit néanmoins en être informé. L'application de cette loi a permis de pacifier le secteur.

Affiliation : constitution d'un réseau de sites liés entre eux par des liens hypertextes commerciaux.

Spam : réception d'e-mail non sollicité. L'adresse a été collectée frauduleusement. Le spam est interdit en France.

Cpm : coût pour mille adresses, unité utilisée pour la tarification des campagnes publicitaires par e-mail

Cpl : coût par lead, unité utilisée sur les offres rémunérées à la performance. Dans ce cadre, l'annonceur rémunère le prestataire au nombre de prospects ou clients obtenu grâce à la campagne publicitaire par e-mail.

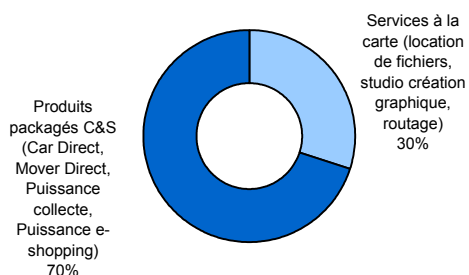
COME & STAY

Exploitation (M€)	12-01	12-02	12-03	12-04	12-05	12-06e	12-07p	12-08p
CA	0,5	1,5	1,5	2,3	5,2	8,3	12,5	18,1
Δ n/n-1	337%	229%	-3%	55%	123%	60%	50%	45%
Δ organique n/n-1	0%	0%	-3%	55%	123%	60%	50%	45%
Marge Brute		0,4	0,3	1,2	2,9	4,7	7,0	10,1
EBE	-1,3	-0,4	-0,4	0,3	1,2	1,9	2,8	4,2
Résultat Opérationnel	-1,4	-0,6	-0,5	0,3	1,1	1,7	2,5	3,9
Δ n/n-1	+121%	+153%	+18%	+153%	+326%	+61%	+46%	+53%
Résultat courant avant IS	-1,4	-0,6	-0,5	0,3	1,1	1,8	2,7	4,1
IS	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	-1,4
RN pdg publié	-1,4	-0,5	-0,5	0,3	1,1	1,6	1,8	2,7
RN corrigé 100%	-1,4	-0,6	-0,5	0,2	0,7	1,1	1,8	2,7
RN pdg corrigé	-1,4	-0,6	-0,5	0,2	0,7	1,1	1,8	2,7
Δ n/n-1	121%	121%	ns	135%	326%	62%	56%	51%
marge opérationnelle	ns	-36,3%	-31,7%	10,9%	20,8%	20,9%	20,4%	21,6%
marge courante	ns	-36,3%	-31,7%	10,9%	20,8%	21,1%	21,9%	22,8%
marge nette	ns	-31,1%	-31,7%	10,9%	20,8%	18,7%	14,2%	14,8%
tx IS apparent	0%	14%	0%	0%	0%	0%	35%	35%
MB en %CA		24%	23%	53%	56%	56%	56%	56%
Rés. op. en %MB		-151%	-140%	21%	37%	37%	37%	39%
Frais de personnel en %CA	-	50%	46%	28%	24%	27%	26%	25%
CA / Effectif (M€)	-	-	-	0,19	0,29	0,27	0,29	0,35
Effectif 31/12				-	23	38	48	57
Effectif moyen				12	18	31	43	52
var effectif n/n-1				-	50%	69%	40%	22%

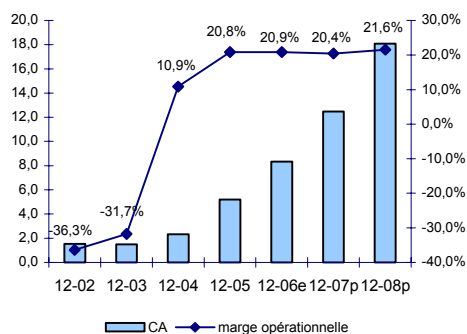
Bilan (M€)	12-01	12-02	12-03	12-04	12-05	12-06e	12-07p	12-08p
Fonds propres pdg	1,1	0,7	0,2	0,5	1,5	8,1	9,9	12,6
Fonds propres 100%	1,1	0,7	0,2	0,5	1,5	8,1	9,9	12,6
Dettes financières nettes	-1,0	-0,6	-0,1	0,0	-0,6	-6,3	-7,3	-9,0
autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capitaux investis	0,2	0,1	0,2	0,4	0,9	1,8	2,5	3,5
Immobilisations nettes	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4
dont écarts d'acquisition	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
dont financières	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	0,0	0,0	0,1	0,3	0,8	1,3	1,9	2,7
autres	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,4	0,4	0,4
Actif économique	0,2	0,1	0,2	0,4	0,9	1,8	2,5	3,5
gearing (%)	-86%	-84%	-23%	-7%	-40%	-77%	-74%	-72%
BFR/CA (%)	-6%	-1%	5%	12%	15%	15%	15%	15%
Dettes financières nettes/EBE (x)	0,7	1,4	0,1	-0,1	-0,5	-3,3	-2,7	-2,1
ROE (%)	-309%	-52%	-102%	75%	109%	32%	20%	24%
ROACE (%) rex après IS théorique à 35%	-2117%	-244%	-201%	48%	103%	84%	78%	85%

Financement (M€)	12-01	12-02	12-03	12-04	12-05	12-06e	12-07p	12-08p
Cash Flow	-1,3	-0,4	-0,4	0,2	1,1	1,4	2,0	3,0
var BFR	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,5	-0,5	-0,6	-0,8
Investissements industriels	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,5
cash flow libre	-1,5	-0,5	-0,5	-0,1	0,6	0,7	1,1	1,7
cessions actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
investissements financiers. / acquisitions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
augmentation capital	2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	5,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
variation dettes financières nettes	-1,0	0,4	0,5	0,1	-0,6	-5,7	-1,1	-2,7
Dettes financières nettes	-1,0	-0,6	-0,1	0,0	-0,6	-6,3	-7,3	-9,0

CA 05 / type de revenu



Evolution du CA et de la marge opérationnelle



COME & STAY

Données par action (€)	12-01	12-02	12-03	12-04	12-05	12-06e	12-07p	12-08p
BNPA	-0,59	-0,27	-0,20	0,07	0,29	0,42	0,63	0,94
Δ n/n-1	-	+121%	ns	+135%	+325%	+45%	+49%	+49%
CFPA	-0,5	-0,2	-0,2	0,1	0,5	0,5	0,7	1,0
ANPA	0,5	0,3	0,1	0,2	0,6	3,0	3,5	4,4
dividende net (versé en n+1)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pay out (%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
tmva bnpa 2005/2008p	48%							
tmva cfpa 2005/2008p	32%							

Valorisation	12-01	12-02	12-03	12-04	12-05	12-06e	12-07p	12-08p
PER					51,4	35,5	23,8	16,0
PCF					32,9	28,9	21,2	14,3
PAN					23,5	5,0	4,3	3,4
VE/CA					7,8	4,2	2,7	1,8
VE/EBE					34,7	18,6	12,3	7,7
VE/REX					37,6	20,1	13,4	8,3
capitalisation (M€)					41,4	41,4	41,4	41,4
Valeur d'entreprise (VE)					40,7	35,1	34,0	32,3
Cours de référence (€)					15,0	15,0	15,0	15,0
nb de titres (X1000000)	2,392	2,392	2,408	2,408	2,414	2,757	2,820	2,856
nb de titres dilués (X1000000) hors autocontrôle	2,392	2,392	2,408	2,408	2,414	2,700	2,820	2,856
coef correction	1	1	1	1	1	1	1	1
date introduction	avril 06							
Cours d'introduction	15,0 €							

Come&Stay - scénario évolution du nombre de titres	2005	2006e	2007p	2008p
modalités				
nb de titres 31/12/n-1	2,414	2,424	2,757	2,820
augmentation capital	aug K 5M€ avril 06			
BSA, BSPCE	strike entre 3,8€ et 5,3€ d'ici juin 2010			
nb de titres potentiel max	2,595	2,938	2,902	2,928
dilution potentielle max	7%	21%	5%	4%
Hypothèse Portzamparc				
augmentation capital	sur 9 mois en 2006			
BSA, BSPCE	exercés linéairement sur 5 ans			
nb de titres potentiel PP	2,414	2,700	2,820	2,856
en % max	93%	92%	97%	98%
auto-contrôle	0	0	0	0
nb de titres moyen retenu PP	2,414	2,700	2,820	2,856
var n/n-1	0%	12%	4%	1%
source : estimations Portzamparc				

Notes

Avertissements

Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques réputées fiables. Les opinions et les données prévisionnelles sont celles de leurs auteurs. Les appréciations formulées reflètent leur opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement. Les prévisions chiffrées sont effectuées à normes comptables constantes ; le passage aux normes IFRS pourra entraîner des modifications importantes des estimations.

Ni la société émettrice, ni Portzamparc, ni une quelconque autre personne ne pourra être tenue responsable de quelque manière que ce soit au titre d'un quelconque dommage direct ou indirect, résultant de l'utilisation de ce document. Ce document ne peut être distribué au Royaume-Uni qu'aux seules personnes qui sont des personnes autorisées ou des personnes exemptées au sens du U.K. Financial Services Act 1986 (ou d'un quelconque règlement pris en application de ce dernier) ou aux autres personnes du type décrit à l'Article 11(3) du Financial Services Act (Investment Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (tel que modifié). La transmission, l'envoi ou la distribution du présent document (ou de toute copie qui en serait faite) sont interdits aux Etats-Unis ou à un quelconque ressortissant des Etats-Unis d'Amérique (au sens de la règle « S » du U.S. Securities Act de 1933). Tout manquement au respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation du droit américain des valeurs mobilières. La diffusion de ce document dans d'autres juridictions peut être soumise à des restrictions légales et les personnes qui se trouvent en possession de ce document doivent s'informer et respecter de telles restrictions. Le présent document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou souscrire des valeurs mobilières ou autres titres ; il ne peut servir en aucune manière de support ou être utilisé dans le cadre d'un quelconque contrat ou engagement. Il ne vous est remis qu'à titre d'information et ne peut être reproduit ou redistribué à un tiers. En recevant le présent document, vous vous engagez à observer les restrictions mentionnées ci-dessus.

Mentions obligatoires

Portzamparc Société de Bourse intervient en tant que Prestataire de Services d'Investissements en charge du placement.

Portzamparc Société de Bourse, en référence au règlement général de l'AMF (art. 321-129 à 321-132), informe des éventuels conflits d'intérêts qui pourraient exister avec la/les société(s) sous revue :

QUESTION	REPONSE
Portzamparc Société de Bourse, ou l'analyste ayant participé à l'élaboration de l'analyse, ont-ils un intérêt financier significatif dans un ou plusieurs instruments financiers faisant l'objet de l'analyse ?	<i>NON</i>
Existe-t-il un conflit d'intérêts significatif entre l'émetteur auquel se rapporte l'analyse et Portzamparc Société de Bourse ?	<i>NON</i>
Existe-t-il des participations importantes entre Portzamparc Société de Bourse, d'une part, et l'émetteur, d'autre part ?	<i>NON</i>
Portzamparc Société de Bourse seul ou avec d'autres personnes morales, est-elle liée avec l'émetteur par d'autres intérêts financiers ?	<i>NON</i>
A-t-il été conclu un contrat de liquidité entre Portzamparc Société de Bourse et l'émetteur ?	<i>OUI</i>
Portzamparc Société de Bourse a-t-elle exercé au cours des 12 derniers mois la fonction de chef de file ou de co-chef de file pour la/les société(s) concernée(s) dans le cadre d'une offre publique de titres ?	<i>NON</i>
A-t-il été convenu de la fourniture de Portzamparc Société de Bourse à l'émetteur d'un service de production et de diffusion d'analyses financières sur ledit émetteur ?	<i>OUI</i>
Cette étude a-t-elle été présentée à la société concernée avant sa distribution ?	<i>OUI</i>
Portzamparc Société de Bourse a-t-elle connaissance d'autres conflits d'intérêts significatifs liés à la distribution de cette étude ?	<i>NON</i>

En tant que Prestataires de Services d'Investissements, Portzamparc Société de Bourse relève de l'Autorité des Marchés Financiers et est agréée par le Comité des Établissements de Crédit et des Entreprises d'Investissements.

Modalités administratives et organisationnelles visant à prévenir et éviter les conflits d'intérêts relatif à la production d'analyse financière :

La société de bourse Portzamparc s'est dotée d'un règlement intérieur intégrant des dispositions intitulées "Murailles de Chine" qui décrivent l'organisation mise en place en vue de prévenir la circulation indue d'informations confidentielles ou privilégiées. Cette organisation est sous la responsabilité du Déontologue, qui fixe les règles et contrôle leur application. Elle prévoit notamment la séparation des activités susceptibles d'être en conflit d'intérêt entre elles : gestion pour compte propre, gestion pour compte de tiers, animation de valeur, négociation, vente institutionnelle, montage d'opérations financières et analyse financière.

Les analystes financiers, comme l'ensemble des collaborateurs de la société de bourse, sont considérés comme exerçant une activité sensible au sens de l'article 321-35 du règlement général de l'AMF, ils ont pour obligation de domicilier leurs comptes titres au sein de la société de bourse. Le Déontologue tient à jour 3 listes de valeurs :

- une liste des valeurs interdites aux collaborateurs sur laquelle sont inscrites toutes les valeurs suivies par le service d'analyse financière et toutes les valeurs sous contrat avec la société de bourse. Dans le cas particulier des analystes, il leur est également interdit individuellement d'intervenir sur toute valeur appartenant au même secteur d'activité qu'une des valeurs qu'ils suivent.

- une liste des valeurs sous surveillance qui recense essentiellement les valeurs sur lesquelles un ou plusieurs collaborateurs de la société de bourse détient une information privilégiée.

- une liste publique des valeurs en interdiction qui recense les valeurs sur lesquelles une opération financière est en cours et pour lesquelles il ne peut plus y avoir d'opération pour compte propre ni de publication d'analyse financière.

Le déontologue contrôle les opérations réalisées sur les valeurs inscrites sur ces listes, qu'il s'agisse d'opérations de la clientèle, d'opérations de collaborateurs ou d'opérations pour compte propre.

Il est demandé aux analystes financiers de déclarer les mandats ou fonctions exercées dans des sociétés extérieures. Les déclarations recueillies au 1er trimestre 2005, ne faisaient état d'aucun mandats ou fonctions exercées par des analystes financiers de la société de bourse dans d'autres entreprises. Enfin, l'organe qui décide de la réalisation d'opérations financières : le Comité des Engagements, fait l'objet d'un dispositif spécifique visant à assurer la totale confidentialité des débats et décisions.

Recherche

Vincent LE SANN

Responsable Analyse Financière

lesann@portzamparc.fr

Kara GUILLON

Analyste Financier

guillon@portzamparc.fr

Henri TASSO

Analyste Financier

tasso@portzamparc.fr

Catherine ROY

Assistante

roy@portzamparc.fr

Téléphone

33 (0) 2 40 44 94 09

Fax

33 (0) 2 40 69 77 65

Vente Institutionnelle

François BREDOUX

Responsable Vente Institutionnelle

33 (0) 2 40 44 95 21

bredoux@portzamparc.fr

Thibault FRANÇOIS

Vendeur Institutionnel

33 (0) 2 40 44 95 11

francois@portzamparc.fr

Franck JAUNET

Responsable Négociation, Sales trading

33 (0) 2 40 44 95 26

jaunet@portzamparc.fr

Cécile LEFORT

Assistante Salle des Marchés

33 (0) 2 40 44 94 15

lefort@portzamparc.fr

Fax

33 (0) 2 40 69 77 63

Nantes : 13 rue de la Brasserie - BP 98653 - 44186 Nantes Cedex 4 - Tél 33 (0) 2 40 44 94 00

Paris : 100 rue Réaumur - 75002 Paris - Tél 33 (0) 2 40 44 94 00

Marseille : 3 place du Général de Gaulle - 13232 Marseille Cedex 01- Tél 33 (0) 4 91 59 81 10