

# GOLOG

## INSCRIPTION SUR LE MARCHE LIBRE D'EURONEXT PARIS

Capital social avant opération : 230.000 € divisé en 2.300.000 actions de 0,10 € de nominal

Ouverture du Placement : 6 juillet 2007  
Clôture du Placement : 20 juillet 2007  
1<sup>ère</sup> cotation : 27 juillet 2007

Prix de souscription : 8,68 €

Valorisation pré-money : 20 M€

Flottant post opération : 20 %

Modalités de l'opération : Augmentation de capital à hauteur de 5 M€ par la mise à disposition de 576.037 titres auprès d'Investisseurs Qualifiés.

### Compte de résultats et Bilan avant inscription à la cote

en €	2006 PF*	2007e	2008p	2009p	2010p	2011p	2012p
Chiffre d'affaires	2 698 208	2 292 000	11 176 377	42 038 004	85 634 110	128 451 165	166 986 515
Résultat d'exploitation	-898 455	-110 448	6 749 379	30 319 505	65 530 906	100 296 359	132 385 267
Résultat net	-995 523	-110 448	5 399 503	24 255 604	52 424 725	80 237 087	105 908 213
Marge d'exploitation	-33,3%	-4,8%	60,4%	72,1%	76,5%	78,1%	79,3%
Marge nette	-36,9%	-4,8%	48,3%	57,7%	61,2%	62,5%	63,4%
Capitaux propres	2 752 930	2 642 482	8 041 985	32 297 589	84 722 314	164 959 401	270 867 615
Trésorerie nette	-15 422	26 484	4 771 279	27 016 917	76 649 556	154 150 001	257 595 575
PER		-181,1	3,7	0,8	0,4	0,2	0,2
BPA	-0,43	-0,05	2,35	10,55	22,79	34,89	46,05
CFPA	-0,42	-0,05	2,35	10,55	22,79	34,89	46,05
ANPA	3,59	3,50	9,53	32,77	73,49	125,99	187,90
VE/ CA	7,4	8,7	1,4	-0,2	-0,7	-1,0	-1,4
VE/ REX	-22,3	-180,8	2,3	-0,2	-0,9	-1,3	-1,8
ROE	-36,16%	-4,18%	67,14%	75,10%	61,88%	48,64%	39,10%
ROCE fiscalisé	-18,52%	-2,36%	101,35%	331,20%	518,98%	625,70%	693,50%

\* Non audité

Sources : Société, EFI

Actionnariat	Nbre d'actions	% détention
HAPPYDOO	877 924	38,2%
François Luc COLLIGNON	312 466	13,6%
Sandy FELD	141 142	6,1%
Anil DOSHI	136 704	5,9%
AFINACORP Ltd	124 276	5,4%
WRENGATE Ltd	102 084	4,4%
Allain TOUATI	85 218	3,7%
Anil RUIA	58 587	2,5%
NAPIER BROWN HOLDINGS	54 149	2,4%
Daniel DROETTO	53 261	2,3%
John PEAT	51 486	2,2%
Autres	302 703	13,2%
<b>TOTAL</b>	<b>2 300 000</b>	<b>100,0%</b>

Source : Société

## **SOMMAIRE**

<b>RESUME – CONCLUSION</b>	<b>P.4</b>
<b>1. LE MARCHE</b>	<b>P.5</b>
<b>2. SOCIETE</b>	<b>P.6</b>
<b>3. VALORISATION DE LA SOCIETE</b>	<b>P.8</b>
<b>CONCLUSION</b>	<b>P.12</b>

## RESUME-CONCLUSION

Le nombre de sites Internet a dépassé le cap des 100 millions. En face, plus de 1.200 millions d'internautes se connectent régulièrement sur la toile. Ce gigantesque marché a bien entendu des impacts non négligeables sur des secteurs comme la publicité, l'e-commerce et la recherche d'informations.

Cette multiplication rend difficile la recherche du ou des sites attendus, d'autant que viennent se greffer des erreurs liées à la méconnaissance des adresses exactes, ou des fautes d'inattention. Il y a donc une partie importante du trafic internet qui se retrouve dans des voies sans issues, avec la mention « pages non trouvées », sans qu'il soit proposé à l'internaute de solutions alternatives.

Enfin, un nombre croissant d'internautes voient dans Internet une dimension ludique, une manière de partir à la découverte de nouveaux sites, de faire du surf sur la toile, en tapant des mots sans objectifs précis. Il est donc impératif d'analyser ces mots et de voir quelles réponses le FAI ou le moteur de recherche peut apporter. Cette « promenade » sur le web peut d'une manière ou d'une autre aboutir à un achat et il serait dommage que des sites marchands se privent de ces opportunités.

Fondé en 2002, le groupe Golog a su développer une solution innovante au service des professionnels du web et des utilisateurs. Le groupe est rapidement devenu un moyen de navigation assistant l'internaute dans son surf sur le net, en lui fournissant un système de qualification basée sur le texte et aussi le contexte. Golog récupère ainsi tout le trafic provenant des erreurs de site, d'adresse URL, des fautes de frappe ; il l'analyse, le traite et le revend aux utilisateurs finaux.

Aujourd'hui, le système Golog est installé chez les principaux Fournisseurs d'Accès Internet en Europe, dans le cadre d'une politique de partenariat et d'une solution d'aide concertée, qualifiant quotidiennement des millions de requêtes non abouties sur internet.

Le groupe veut se développer à l'international et conforter sa place de numéro 1 sur le marché du Surf Marketing. Il ambitionne de renforcer ses pôles de compétences commerciales et marketing dans des zones géographiques où il a détecté des opportunités de croissance ; il souhaite par ailleurs poursuivre et amplifier ses efforts de R&D, qui sont au cœur de la croissance du groupe, et veut s'investir dans une campagne de communication à l'international.

**Le groupe Golog considère la Bourse comme le plus sûr moyen de lui apporter les moyens de financement pour faire face à ses ambitions de croissance, tout en y acquérant notoriété et crédibilité. Nous avons valorisé le groupe en utilisant les moyens traditionnels de valorisation et aboutissons à une valeur de 20 M€ après décote d'introduction, donnant ainsi un prix par action de 8,68 €**

## 1. LE MARCHE

Selon une étude de ZenithOptimedia, l'investissement dans l'e-publicité à l'échelle mondiale devrait passer de 18,7 Md\$ en 2005 à près de 24,5 Md\$ en 2006. En 2007, la barre symbolique des 30 Md\$ devrait être dépassée. Dans la même période, le montant des investissements dans les bannières e-pub est passé de 7,04 Md\$ à 8,6 Md\$ et devrait dépasser les 10 Md\$ en 2007.

Cette course aux investissements publicitaires s'explique d'une part par la forte croissance des ventes de PC dans le monde, près de 239 millions de machines contre 219 millions en 2005 et, d'autre part, par l'évolution du nombre d'internautes, ces derniers ayant crû de plus de 10% en 1 an pour atteindre les 1.180 millions.

En Europe, selon IAB Europe et PricewaterhouseCoopers, les dépenses générales d'e-pub ont atteint près de 8 Md€ Le Royaume-Uni est très largement en avance sur les autres pays avec un niveau d'investissement dans la publicité sur le net de près de 3,1 Md€, soit une part de 39% du total des investissements e-pub en Europe.

Si l'on prend les investissements publicitaires dans les campagnes de bannières, d'e-mailings et de liens sponsorisés et dans les petites annonces, le montant atteint près de 4,13 Md€ contre 3,24 Md€ en 2005.

Tous les secteurs n'investissent pas de la même manière sur internet. Le plus dynamique en 2006 reste le voyage, secteur qui est également l'un des plus avancés en matière d'e-commerce. Ses investissements publicitaires ont augmenté de 35%, contre une moyenne de 21%. Viennent ensuite les produits de grande consommation, secteur qui, jusqu'à présent, n'était pas forcément très présent en ligne. Il affiche en 2006 une croissance de 25% de ses budgets publicitaires sur internet.

La croissance du marché de l'e-pub se fait en partie au détriment des autres médias. C'est surtout vrai en France où 71% des investissements supplémentaires effectués en ligne sont prélevés sur les autres médias, contre 51% en moyenne. Les principaux obstacles à la croissance de l'e-pub tombent les uns après les autres. A commencer par le premier d'entre eux : le manque d'enthousiasme des agences. Ce frein était cité, en 2005, par 53% des annonceurs ; en 2006, il n'est plus évoqué que par 20% d'entre eux.

Globalement, le marché de l'e-publicité est et demeurera extrêmement dynamique dans les années à venir ; il prend effectivement sa part média au sein de campagnes pluri-medias, du fait de son efficacité reconnue.

En face de ces campagnes d'e-publicité, le nombre d'internautes séduits par l'achat sur internet poursuit sa progression. Selon Médiamétrie, il y avait au 1<sup>er</sup> trimestre 2007 près de 17,9 millions de cyberacheteurs. Ce serait donc désormais 63% des internautes qui ont franchi le pas de l'achat en ligne, contre 57% au 1<sup>er</sup> trimestre 2006.

Cette croissance du nombre de cyberacheteurs s'accompagne d'une progression de l'indice de confiance dans les achats sur internet. Cette double évolution n'a pas échappé aux sites marchands de l'internet et face à une offre de sites qui devient de plus en plus pléthorique, il devient indispensable pour ces sites d'acquérir visibilité et confiance.

Selon TNS Sofres, 58% des internautes tapent directement l'adresse des sites marchands qu'ils connaissent et 57% d'entre eux vont faire appel à un comparateur de prix ou utiliser les services d'un moteur de recherche.

## 2. LA SOCIETE

### La société

La vocation de Golog est de mettre à la disposition des éditeurs de sites Internet et des agences de communication pluri-media, un outil de marketing et de communication unique sur le marché. Le groupe a développé une approche marketing originale : le Surf Marketing. Le système Golog valorise le trafic Internet, en transformant des ressources sans valeurs, adresses incorrectes, erreurs de frappes ou d'orthographe, en marchandises à haute valeur ajoutée.

L'activité de Golog repose sur une chaîne de processus, partant de la collecte des flux concernés sur le système du FAI jusqu'au traitement et la valorisation des requêtes.

Premier maillon du système, la collecte du trafic va conditionner par la suite l'efficacité du traitement. Placé sous la forme d'un simple patch logiciel développé par Golog au cœur du système du FAI, l'objectif de ce logiciel est d'agir comme un aiguillage au niveau des requêtes, tout en évitant de ralentir le trafic.

La force du patch est de détecter les requêtes faites par des internautes de celles réalisées par des machines ou robots. Donc, toute requête reconnue comme étant une erreur est redirigée vers le Serveur de Redirection Golog et apporte un plus aux clients de Golog, qui voient derrière cette gestion des erreurs « humaines » des potentialités de transformation de l'internaute en client.

Deuxième étape, le traitement des données du trafic va utiliser un outil de tri sélectif qui va s'appuyer sur des technologies de pointe développées par Golog. Il va s'opérer une différenciation par type de trafic, entre du trafic « générique », se basant sur les reconnaissances de termes descriptifs, le trafic de « Marque » imposant une approche spécifique, dû à l'aspect légal, le trafic « Adulte », très spécifique et qui s'accompagne de messages d'alerte, et le trafic « \* » ne relevant d'aucune des catégories précédentes (plus difficile car non basée sur des « reconnaissances » possibles).

Les redirections vont être dépendantes du type de flux et des pré-réglages de traitement décidés par les utilisateurs du process Golog. Ces redirections vont pouvoir être valorisées.

Dernier palier, la valorisation marque la perspective de rentabilité supplémentaire. Elle dépend naturellement des contrats commerciaux signés avec les annonceurs. Cette valorisation peut être utilisée pour la promotion interne du FAI, l'intégration du trafic de redirection dans des campagnes de communication ou encore de la vente directe via Golog Thema.

L'offre de Golog s'appuie sur un outil dédié à la commercialisation de son flux de visiteurs, Golog Thema. Si, jusqu'à présent, le modèle économique utilisait des intermédiaires, le management de Golog a fixé des objectifs pour le déploiement d'une approche nouvelle, par le développement et la réalisation de Golog Thema. Cette plateforme doit intervenir comme entité de gestion, d'optimisation et de conquête de parts de marché.

Parmi les objectifs fixés, on peut citer le développement d'une liaison directe entre les annonceurs et l'offre thématique de trafic (plus d'intermédiaires), la maîtrise du tarif de base au coût par clic, ce qui devrait favorablement impacter les marges, l'adaptabilité de l'offre à la demande, par le biais d'enchères, ou encore la création d'agences « Golog Advertising » assurant le développement direct d'un réseau d'annonceurs par pays.

Cette offre de services va permettre de cibler d'une part les sites directs, parmi lesquels on retrouve les sites marchands, type Google, Adwords ou Yahoo, les sites « installés » en quête d'acquisition de nouveaux visiteurs, ou des sites articulés autour d'un contenu « événementiel » (actualité...) et, d'autre part, des agences, soit des spécialistes du référencement de sites, comme les sociétés Referencement.com ou Netbooster.

Facteurs de relais de ces offres et de ces process, les agences Golog Advertising, localisées par pays, ont un rôle significatif à jouer dans cette recherche de trafic en amont et dans la commercialisation en aval. Ces agences ont comme objectifs de prendre en main la gestion des campagnes de publicité, offrant un meilleur retour sur investissement, et d'effectuer un travail d'approche auprès des sites non affiliés à une agence, et qui n'ont pas le temps ou les équipes suffisantes pour assurer le suivi et l'optimisation des campagnes.

A terme, le groupe Golog veut élargir sa présence dans deux directions. D'une part, le développement du couple produit/marché est lié, en amont, à la réalisation d'accords d'implantation du système chez un nombre significatif de FAI, permettant de couvrir un nombre important d'abonnés Internet et, en aval, à la demande effective, de la part des annonceurs, de ressources en webmarketing, passant par la mise en place de nouvelles surfaces d'affichages en communication.

D'autre part, l'action de Golog doit s'orienter vers l'international. 3 zones principales ont été détectées :

- Le continent Nord américain, présentant le plus faible taux de croissance et le plus fort taux de pénétration. Avec une 3<sup>ème</sup> place en termes de nombre d'internautes, ce marché important en volume est en voie de saturation. Golog a commencé à couvrir la zone Etats-Unis / Canada à compter de 2007.
- Le continent européen enregistre un taux de croissance significatif, avec un taux de pénétration laissant de belles perspectives. 2<sup>ème</sup> en nombre d'internautes, ce marché reste important en volume, avec une forte dynamique d'expansion. En France, les parts de marché du groupe seraient de 55%.
- Le continent Asie s'appuie sur le plus grand nombre d'internautes, avec un taux de progression très important et un taux de pénétration très faible. Le volume est au rendez-vous et les perspectives d'expansion y sont particulièrement fortes. Le groupe est en train de s'y déployer.

### **Construction du Chiffre d'affaires**

Afin de répondre à ces différentes étapes, Golog a mis au point une gamme de solutions de commercialisation adaptée, s'appuyant sur Golog Système, qui vend des « visiteurs uniques », ainsi captés à différents annonceurs européens via des acteurs de l'Internet répartis dans les catégories suivantes.

L'agrégation : ce sont de véritables concentrateurs de différents réseaux de sites et fournisseurs de trafic web. Après récupération des données fausses ou erronées et traitement, Golog livre comme « partenaire » ces visiteurs uniques aux agrégateurs tels que MIVA ou Yahoo Search marketing. Golog facture ses visiteurs uniques au CPM. Cette revente représente près de 85% du CA.

Le solde du Chiffre d'affaires provient de l'affiliation. Des annonceurs affiliés utilisent régulièrement Golog pour recevoir des visiteurs, via des plateformes d'affiliation. Sur le réseau « affiliation », il y a 2 axes, les éditeurs et les annonceurs. Le groupe Golog est un éditeur sur 12 plateformes d'affiliation, comme TradeDoubler, First Coffee, CibleClick ou encore Affiliatis, et a 6 affiliations en direct, comme Fnac, Amazon, ou Alapage.

Le groupe attend pour 2007 un chiffre d'affaires de 2,292 M€ provenant de la revente des données traitées. En contrepartie de ce chiffre d'affaires, le groupe a acquis des requêtes pour un montant total de 1,121 M€ La mise en place des structures du groupe pèse encore sur les résultats 2007 et le groupe anticipe une perte de -110.448 €

L'exercice 2008 devrait être marqué par une accélération des opérations, portées par l'ouverture internationale du groupe, un taux de pénétration beaucoup plus fort, qui se traduit par des parts de marché supplémentaires. Le CA 2008 devrait atteindre 11.176,38 M€ et dégager une marge d'exploitation de près de 60%. Le taux d'IS est celui pratiqué au Luxembourg, dans le processus de consolidation.

Golog, qui faisait près de 75% à 80% de son CA via les réseaux de types moteurs de recherches ou FAI et 20% à 25% avec des clients directs, souhaite avoir à terme près de 25% à 30% de son CA avec des grands comptes et 70% à 75% avec des clients directs, plus rémunérateurs pour le groupe.

### 3. VALORISATION DE LA SOCIETE

#### Préambule

L'objectif de la société Golog est de mettre à la disposition des éditeurs de sites Internet et des agences de communication pluri-media, un outil de marketing et de communication unique sur le marché, présentant un potentiel d'innovation et d'efficacité économique fortes. En offrant la possibilité de gérer les erreurs d'adresses du trafic Internet, la société Golog se positionne comme un des leaders du marché.

La société nous a transmis un business plan qui nous a servi à établir nos valorisations. Ces dernières ont été faites en utilisant les méthodes classiques de valorisation, d'une part par les comparables, et d'autre part par l'actualisation des cash flows futurs. Ces deux approches permettent d'utiliser des niveaux différents des soldes intermédiaires de gestion, validant ainsi les résultats obtenus.

Une dernière méthode a été utilisée ; il s'agit de l'approche par les valeurs de rentabilité, parfaitement applicable dans le cas de la société Golog, car cette dernière enregistre des croissances particulièrement significatives de son résultat net et son capital est tenu dans quelques mains, deux conditions indispensables pour l'utilisation de cette méthode.

Nous avons délibérément écarté la méthode de l'Actif Net Réévalué, compte tenu du profil de Golog, ainsi que la méthode des transactions comparables.

Pour la méthode des comparables, il nous a fallu trouver des sociétés oeuvrant dans le même domaine que la société Golog, car, à notre connaissance, il n'existe pas de sociétés directement comparables. Nous avons donc sélectionné d'une part des moteurs de recherche, d'autre part des FAI (Fournisseurs d'Accès à Internet) et enfin une société impliquée dans les logiciels et les services internet :

- **Google** est le 1<sup>er</sup> site mondial de recherche sur Internet. La société offre des possibilités de recherche en 35 langues et son CA provient essentiellement de la vente d'espaces publicitaires.
- **Yahoo !** est un portail généraliste mondial. Travaillant en 15 langues, la société développe des portails par pays, présentant le même type d'informations. Près de 87% du CA provient de la vente de services marketing.
- **Microsoft Corp.** est le numéro un mondial de la conception, du développement et de la commercialisation de systèmes d'exploitation et de logiciels pour PC et serveurs.
- **France Telecom** est le 1<sup>er</sup> opérateur français. La société offre des prestations de services de télécommunications, et de services Internet, via Orange, avec plus de 12 millions d'abonnés.
- **Neuf Cegetel** se positionne comme le 1<sup>er</sup> opérateur alternatif de télécoms. Le rachat du FAI AOL lui permet de compléter son offre dans le domaine de l'Internet.
- **Iliad** est le 2<sup>ème</sup> fournisseur d'accès Internet haut débit, via Free. Les prestations Internet représentent près de 80% de son CA, avec plus d'1,6 millions d'abonnés à Free.

#### Méthode des comparables

##### Par les PER

Nous sommes partis des sociétés de notre échantillon pour lesquelles nous avons relevé ou calculé les PER des années 2007 à 2010. La société Golog étant en perte en 2007, nous n'avons pris en compte que les années 2008 à 2010.

Compte tenu de la fiscalité spécifique du groupe Golog, domiciliée au Luxembourg où l'IS est de 21%, nous avons réajusté les résultats nets de la société au taux d'IS pratiqué en France. Nous avons appliqué une décote de capitalisation pour tenir compte de la taille et de l'ancienneté en matière de capitalisation boursière des sociétés de notre échantillon face à notre société cible.



Les valeurs induites ont été actualisées sur la base d'un taux de 50%, ce qui pourrait être un taux pratiqué par un « capital risquer » qui voudrait investir dans le secteur IT. Dans ces conditions, la moyenne des valeurs induites actualisées s'établit à 35,56 M€

PER	2007	2008	2009	2010
Microsoft	19,8	15,4	13,1	10,6
France Telecom Orange	11,8	10,2	9,1	8,2
Neuf Cegetel AOL	18,3	12,3	9,5	7,5
Iliad (Free)	26,2	17,7	14,4	11,2
Moyenne	19,0	13,9	11,5	9,4
Décote de capitalisation	7,6	5,6	4,6	3,8
RN de Golog à fiscalité normée	-110 448	4 501 836	20 223 110	43 709 114
Valeur induite	-840 509	25 030 207	93 228 536	163 909 179
Taux d'actualisation	50%	50%	50%	50%
Valeur actualisée	-840 509	16 686 805	41 434 905	48 565 683
<b>Valeur moyenne</b>				<b>35 562 464</b>

Source : EFI

### Par les VE/REX

En partant de notre échantillon, nous avons aussi relevé ou calculé les ratios Valeur d'entreprise sur Résultat d'exploitation. Comme précédemment, nous avons tenu compte de la taille relative de la société cible par rapport à son environnement et avons décoté la moyenne des ratios.

Le groupe Golog affiche en 2007 un résultat d'exploitation négatif. Nous avons donc établi nos comparables à partir de 2008 jusqu'à 2010. Nous avons actualisé chaque valeur induite sur le même taux d'actualisation que pour les PER, à savoir 50%.

Il en ressort que la moyenne des valeurs actualisées est de 39,66 M€

VE/REX	2007	2008	2009	2010
Microsoft	12,9	10,6	8,8	7,1
France Telecom Orange	8,9	8,5	7,7	6,8
Neuf Cegetel AOL	18,5	11,1	9,2	6,6
Iliad (Free)	16,1	12,2	9,1	6,8
Moyenne	14,1	10,6	8,7	6,8
Décote de capitalisation	5,6	4,2	3,5	2,7
REX de Golog	-110 448	6 749 379	30 319 505	65 530 906
Valeur induite	NS	28 617 367	105 511 877	178 899 373
Taux d'actualisation	50%	50%	50%	50%
Valeur actualisée	NS	19 078 245	46 894 168	53 007 222
<b>Valeur moyenne</b>				<b>39 659 878</b>

Source : EFI

### Méthode de l'actualisation des cash flows futurs (DCF)

Nous avons utilisé le business plan communiqué par la société et l'avons prolongé, afin qu'il s'ajuste à notre modèle de calcul. Nous avons donc pris un certain nombre d'hypothèses :

- Croissance du CA de 50% en 2011 (vs 104% en 2010) puis de 30% en 2012 et 10% par la suite ;
- Croissance de la marge brute d'exploitation liée d'une part à une bonne maîtrise des coûts et d'autre part à la poussée du CA ne nécessitant pas de charges additionnelles ;
- Taux d'IS de 20%, correspondant au taux pratiqué au Luxembourg ;
- Investissements industriels limités à 10 K€ en hausse de 6% chaque année ;

- Variation du BFR en ligne avec la croissance du CA.

Le Coût Moyen Pondéré des Capitaux part du taux sans risque, l'OAT 10 ans, actuellement à 4,70%, auquel s'ajoute une prime de risque que nous évaluons à 27%, en raison, d'une part, des pertes enregistrées en 2006 et attendues en 2007 et, d'autre part, du caractère particulier du secteur d'activité de la société, affectée d'un coefficient bêta de 2x, coefficient qui peut paraître élevé mais qui reflète nos anticipations en matière de volatilité du titre par rapport au marché.

Nous estimons que la société sera en trésorerie positive à la fin de l'exercice 2007. En conséquence, le CMPC s'établit à 58,70%.

Taux sans risque	4,70%
Prime de risque	27,00%
Bêta	2,000
<b>Coût du capital</b>	<b>58,70%</b>

Source : EFI

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>CA</b>	<b>11 176</b>	<b>42 038</b>	<b>85 634</b>	<b>128 451</b>	<b>166 987</b>	<b>183 685</b>	<b>202 054</b>	<b>222 259</b>	<b>244 485</b>	<b>268 933</b>
EBE (EBITDA)	6 749	30 320	65 531	100 296	132 385	147 080	163 406	181 544	201 695	224 084
Marge EBE/CA	60,4%	72,1%	76,5%	78,1%	79,3%	80,1%	80,9%	81,7%	82,5%	83,3%
Impôt cash	1 350	6 064	13 106	20 059	26 477	29 416	32 681	36 309	40 339	44 817
taux d'imposition	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
<b>EBE après impôt</b>	<b>5 400</b>	<b>24 256</b>	<b>52 425</b>	<b>80 237</b>	<b>105 908</b>	<b>117 664</b>	<b>130 725</b>	<b>145 235</b>	<b>161 356</b>	<b>179 267</b>
Investiss. Industr.	10	11	11	12	13	13	14	15	16	17
Var BFR	585	1 939	2 720	2 663	2 387	2 554	2 733	2 924	3 129	3 348
Cash-flow libre	4 804	22 306	49 694	77 563	103 508	115 096	127 977	142 296	158 211	175 902
<b>DFCF</b>	<b>3 027</b>	<b>8 857</b>	<b>12 433</b>	<b>12 228</b>	<b>10 282</b>	<b>7 204</b>	<b>5 048</b>	<b>3 537</b>	<b>2 478</b>	<b>1 736</b>

Source : EFI

En admettant un taux de croissance à l'infini de 1%, la valeur à laquelle nous arrivons serait de 69,89 M€ Afin de tenir compte de deux paramètres aléatoires que sont le choix du taux de croissance à l'infini et le Coût Moyen Pondéré des Capitaux, nous avons établi une matrice de sensibilité à ces deux facteurs, la dispersion étant une borne basse vers 64,35 M€ et une borne haute vers 76,24 M€, avec une moyenne à 70,14 M€.

Si nous actualisons ces montants, compte tenu du fait que nous avons démarré notre modèle de calcul en 2008, et en utilisant le même taux d'actualisation que dans les calculs précédents, nous arriverions à une valeur de base de 31,06 M€ et une valeur moyenne de 31,18 M€.

CMPC	Taux de croissance à l'infini				
	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
56,00%	76 028	76 080	76 133	76 186	76 241
58,70%	69 813	69 853	<b>69 894</b>	69 936	69 978
61,40%	64 335	64 367	64 399	64 432	64 465
Moyenne	<b>70 143</b>				
Taux d'actualisation	50%				
CMPC 52,5%	31 064				
<b>Moyenne actualisée</b>	<b>31 175</b>				

Source : EFI

## Valeur de rentabilité

Cette méthode s'applique pour des sociétés enregistrant des croissances significativement fortes de leurs résultats nets et donc, lorsque le capital est dans quelques mains. Elle consiste à pondérer et calculer un résultat net moyen et à appliquer à ce résultat un coefficient de capitalisation, assimilable à un PER pour des sociétés cotées.

Compte tenu du résultat négatif attendu en 2007, nous avons décalé notre mode calcul et actualisé au taux de 50% le résultat obtenu. La valeur induite actualisée ressortirait à 39,04 M€

Valeur de rentabilité	2007	2008	2009	2010
RN de Golog	-110 448	5 399 503	24 255 604	52 424 725
Pondération		3	2	1
Total		16 198 510	48 511 208	52 424 725
RNMP			19 522 407	
Coefficient de capitalisation			5	
<b>Valeur induite</b>			<b>87 850 832</b>	
Taux d'actualisation			50%	
<b>Valeur actualisée</b>			<b>39 044 814</b>	

Source : EFI

## CONCLUSION

Moyenne des PER	35 562 464
Moyenne des VE/REX	39 659 878
Moyenne des DCF	31 174 552
Valeur de rentabilité	39 044 814
<b>Moyenne générale</b>	<b>36 360 427</b>

Source : EFI

Il ressort, de toutes ces méthodes de valorisation, que la valeur du groupe Golog pourrait se situer vers 36,36 M€  
Une introduction en Bourse pourrait s'envisager moyennant une décote que nous estimons à près de 45%, compte tenu du niveau de perte envisagée en 2007.

Dans ces conditions, la valeur pourrait être offerte au marché au prix de 20 M€ soit un prix par action de 8,68 €

Contact :

EFI Securities

Tél : + 33 1 58 56 28 00

Mail : securities@efi.fr

Cette publication a été réalisée par EUROPE FINANCE ET INDUSTRIE à l'usage informationnel exclusif de ses clients.

Ce document n'a pas pour objet de solliciter l'achat ou la vente d'instruments financiers. Les informations et opinions contenues dans ce document ont été obtenues sur la base de sources supposées sincères. Néanmoins EUROPE FINANCE ET INDUSTRIE ne peut garantir la pertinence et l'exhaustivité de ces dernières.

Les opinions et estimations contenues reflètent l'appréciation de EUROPE FINANCE ET INDUSTRIE à la date d'établissement de ce document et peuvent être sujettes à modifications sans préavis.

EUROPE FINANCE ET INDUSTRIE se dégage de toute responsabilité relative à tous préjudices directs ou indirects que pourrait entraîner l'utilisation de cette publication ou de son contenu.

Cette publication fait l'objet d'un copyright et ne peut être reproduite, distribuée ou publiée sans l'accord préalable de EUROPE FINANCE ET INDUSTRIE. Tous droits réservés.

Les investissements présentés peuvent induire des risques significatifs, peuvent être illiquides et indisponibles pour certains investisseurs.

La performance historique ne préjuge pas des résultats futurs. Les investisseurs doivent prendre leurs décisions d'investissement sans s'en remettre à cette publication. Seuls des investisseurs bénéficiant d'une connaissance et d'une expérience suffisante des mécanismes financiers et de l'activité permettant de mesurer les opportunités et risques inhérents à l'investissement doivent l'envisager.