

Freelance.com

Une acquisition stratégique dans un secteur en consolidation

Cours au 17/10/06	6,0 €
Opinion	Renforcer
Secteur	Internet
Isin	FR0004187367
Reuteurs	ALFRE.PA
Bloomberg	ALFRE.FP
Capitalisation	16 m€
Volume	235 titres
Performance absolue/relative	
Sur un mois	+0,5% -1,7%
Sur trois mois	-5,1% -4,7%
Depuis Déc 2005	+5,8% -17,4%

Olivier Marrot
o.marrot@evysem.com

☎ 08 70 70 08 32

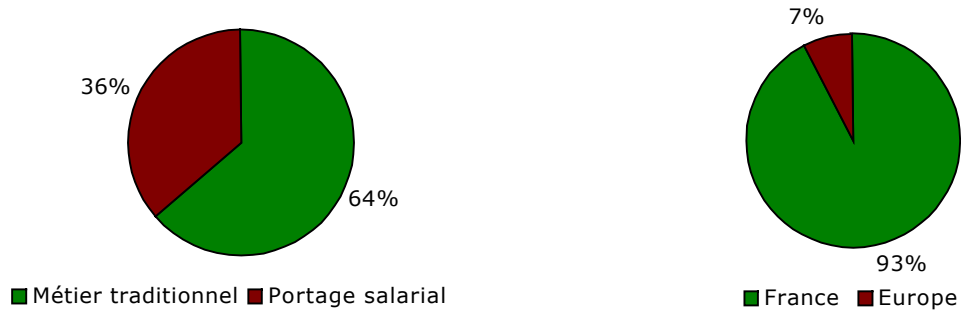
- ❑ Freelance.com a sous-performé son indice de référence de 17,4 % depuis le début de l'année 2006. Des résultats 2005 en demi-teinte et le retard dans la politique de croissance externe annoncée par le groupe lors de son introduction sur Alternext en juillet 2005, sont à l'origine de la défiance des investisseurs.
- ❑ Avec l'acquisition de Valor dans le secteur du portage salarial, Freelance.com affirme ses ambitions sur ce métier en forte croissance.
- ❑ L'évolution favorable du mix-produit (avec le lancement d'une place de marché en 2007) et l'extériorisation des synergies sur Valor devraient stimuler la progression de la marge d'exploitation du groupe en 2007 et en 2008.
- ❑ Avec une anticipation de progression des BPA de 27 % en moyenne sur les cinq prochaines années, Freelance.com devrait s'affirmer comme une valeur de croissance. Nous fixons notre objectif de cours à 8,7 € sur le moyen terme.

	2005 pro-forma	2006 E	2007 E	2008 E
Chiffre d'affaires (k€)	44 855	51 151	57 777	65 206
EBE (k€)	980	1 223	1 815	2 270
Résultat d'exploitation (k€)	538	702	1 216	1 605
RNpdg (k€)	1 068	492	856	838
BPA dilué (€)	0,18	0,17	0,29	0,40
Dividende (€)	0,10	0,10	0,15	0,20
PER (x)	33,0	35,7	20,7	15,4
Roce (%)	19,4	17,8	35,1	52,4
Dettes nettes / Fonds propres	52,4%	8,6%	-43,3%	-76,6%
P/CF (x)	nd	13,7	10,1	9,8
P/AN (x)	10,2	9,0	7,3	6,5
VE/CA	3,04	2,65	1,90	1,62
VE/EBE	2,55	1,65	0,72	0,27
Rendement (%)	1,6	1,6	2,5	3,3

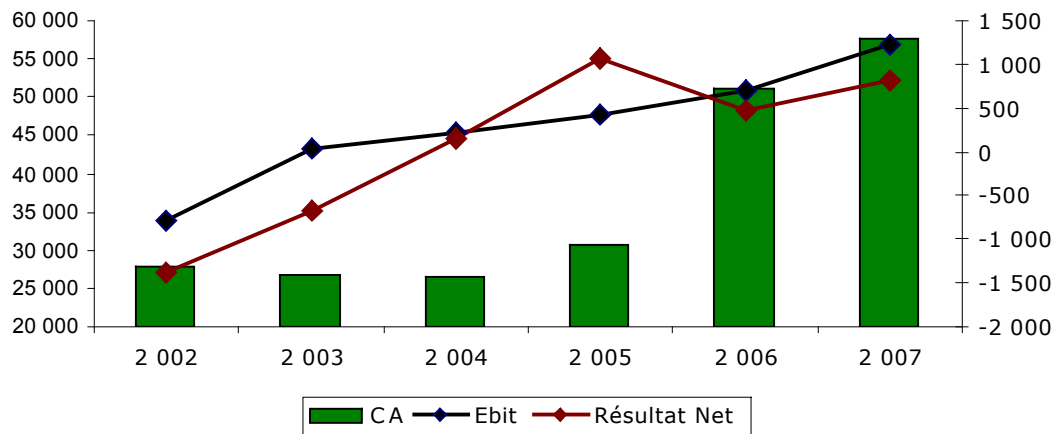
Evyssem Research

DONNÉES SUR FREELANCE.COM

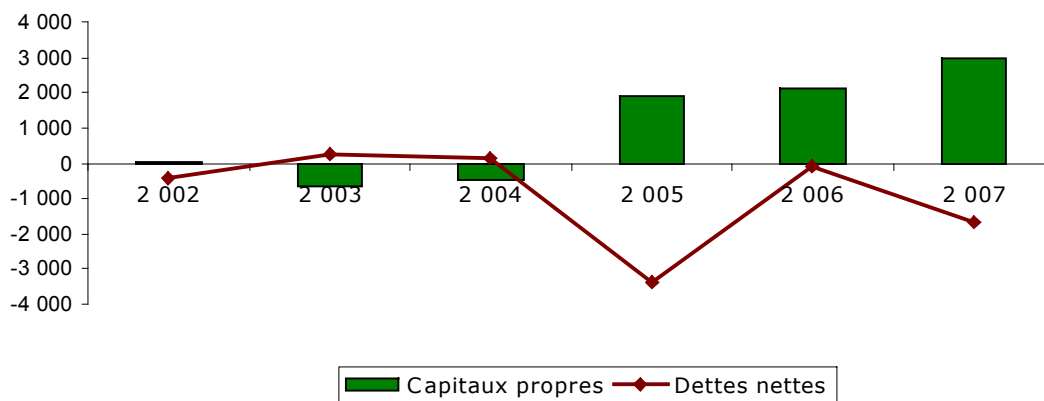
RÉPARTITION DE L'ACTIVITÉ EN 2006 (PRO-FORMA)



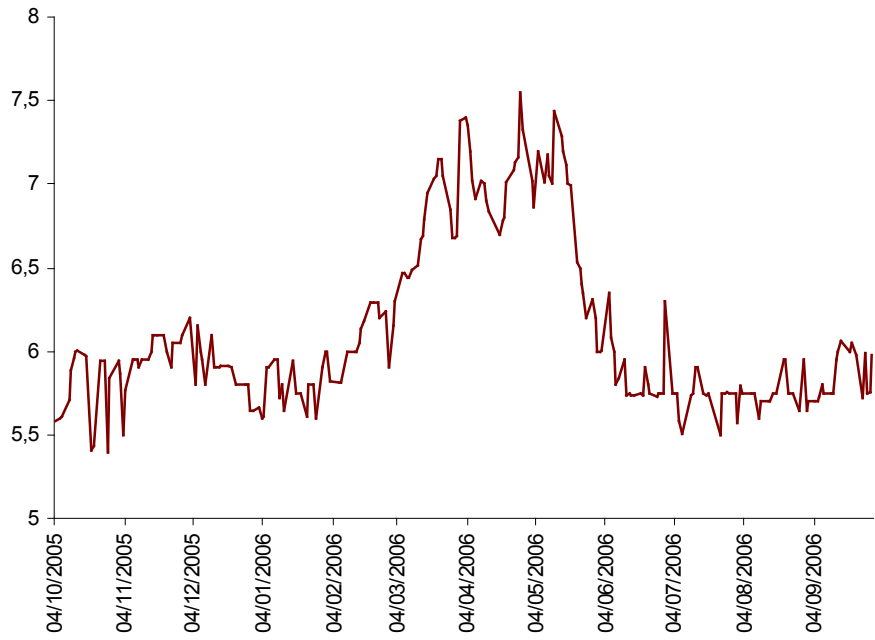
ÉVOLUTION DES RÉSULTATS (K€)



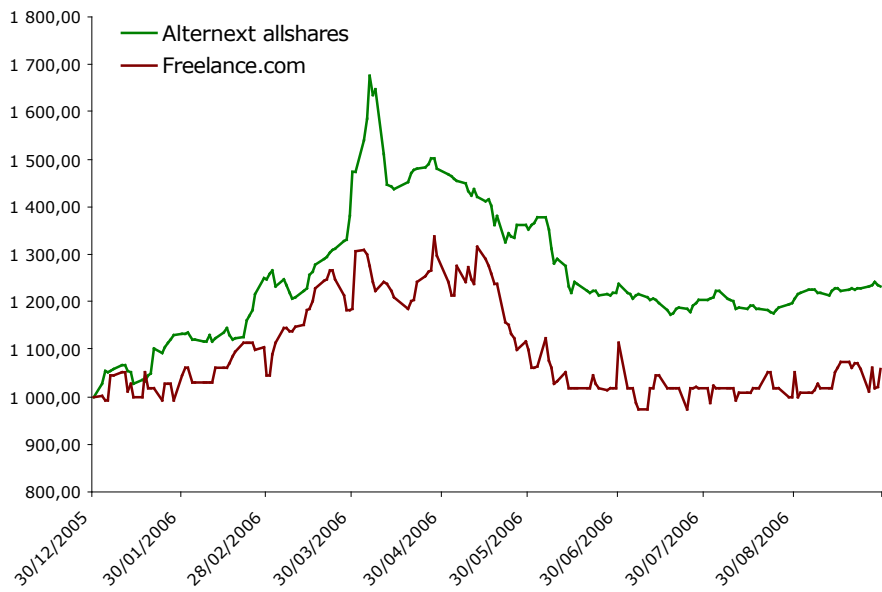
ÉVOLUTION DE LA STRUCTURE (K€)



PERFORMANCE ABSOLUE SUR 12 MOIS
FREELANCE.COM



PERFORMANCE RELATIVE DEPUIS DÉBUT 2006
REBASÉ 1 000 AU 31/12/05
FREELANCE.COM ALTERNEXT ALLSHARES



I. UNE AMÉLIORATION DU RÉSULTAT COURANT AU 1^{ER} SEMESTRE 2006

Une croissance interne ralentie au 2^e trimestre 2006 qui devrait redémarrer dès le 2^e semestre

Après une excellente croissance interne au 1^{er} trimestre 2006 (+16 %), Freelance.com a subi la contraction de ses ventes avec deux de ses principaux clients, Cegetel, suite à son rapprochement avec Neuf Télécom et Helwett Packard, désorganisée par la mise en œuvre de son plan de restructuration impliquant 1 200 licenciements. Sur l'ensemble du 1^{er} semestre 2006, la croissance du CA se limite ainsi à 7,4 %.

Compte tenu de la visibilité offerte par le niveau des commandes en cours, nous anticipons un vif rebond sur la seconde partie de l'exercice. La croissance organique devrait s'élever à 14,5 % sur l'année 2006. En effet, Freelance a pu « remplacer » la perte de CA sur ses deux premiers clients par l'entrée en force de nouveaux utilisateurs de ses services. De plus, l'activité de portage salarial générée par la filiale Portage.com a enregistré une croissance soutenue en 2006. Elle devrait dépasser les 4 M€ de CA en année pleine.

Pour sa part, le groupe Valor réalise une croissance de CA de 17 % au 1^{er} semestre 2006, conforme à celle de son industrie.

Une baisse du résultat net consolidé qui cache une amélioration sensible des performances récurrentes du groupe

Le niveau du résultat d'exploitation du 1^{er} semestre 2006 (269 K€ vs 232 K€), en progression de 15,9 %, tient compte d'un accroissement des frais de personnel (en raison de la forte hausse de CA de Portage.com) et d'un alourdissement des frais généraux (étude du marché des acteurs du portage salarial et déplacements en vue de la recherche de cibles d'acquisition, alourdissement de 100 K€ des charges de marketing et coûts d'ouverture du bureau de Dubaï pour près de 50 K€).

La croissance de 19,3 % enregistrée au niveau du Résultat Courant Avant Impôt ne se répercute pas au niveau du BNpg en raison du poids des exceptionnels positifs dans les comptes du premier semestre 2005.

ÉVOLUTION DES RÉSULTATS SEMESTRIELS

K€ ou %	1 ^{er} semestre 2005	1 ^{er} semestre 2006	Variation
CA Freelance	14 904	16 012	+7,4 %
Dont portage salarial		816	
Résultat d'exploitation	232,4	269,2	+15,9 %
Marge d'exploitation	1,55 %	1,68 %	
Résultat financier	-29	-26,5	
Résultat exceptionnel	356,1	-34,3	
RCAI	203,4	242,7	+19,3 %
Impôts	-9,4	52,3	
Goodwill	-14,6	-19,0	
BNpg consolidé	535,4	241,8	
BNpg hors exceptionnel	179,4	276,1	+53,9 %
CA Valor	6 667	7 800	+17 %

Source: Freelance & Valor

Une croissance de 19,7 %
du RCAI au premier
semestre 2006

Le résultat net du 1^{er} semestre 2006 est impacté par un résultat exceptionnel déficitaire de 34 K€ et bénéficie d'une reprise d'impôts sur les sociétés de 62 K€ (à comparer à 375 K€ comptabilisée en fin d'année en 2005). Ces reports déficitaires devraient être épuisés d'ici 18 mois. Les comptes à fin juin 2005 avaient par ailleurs bénéficié d'une plus-value, incluse dans le solde financier d'un montant de 40 K€.

Au total, le BNpg hors exceptionnel affiche une hausse de 53,9 %.

II. UN MARCHÉ DE L'EXTERNALISATION FAVORABLE

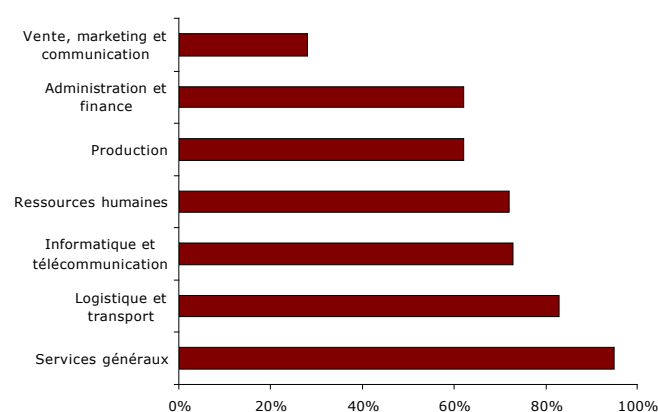
UNE HAUSSE DE L'EXTERNALISATION DANS LES ENTREPRISES

Les travailleurs indépendants utilisant les services de Freelance.com pour la recherche de missions et ceux utilisant les services de Valor pour des raisons de simplifications administratives et financières constituent deux maillons essentiels du marché de l'externalisation des fonctions de l'entreprise.

Selon le baromètre Outsourcing 2005 publié par Ifop-Ernst & Young, le nombre d'entreprises ayant recours à l'externalisation progresse de 3 points et s'établit à un niveau de 65 %. Le potentiel de développement le plus important pour les travailleurs indépendants se concentre sur les entreprises de moins de 1 000 employés dont seulement 57 % externalisent au moins une fonction.

Un recours accru des entreprises de taille moyenne à l'externalisation des fonctions telles que le marketing, la vente et les finances

Ce marché devrait rester porteur dans les prochaines années sous l'impulsion également de la hausse du nombre de fonctions externalisées par les entreprises, nombre qui est passé de 4 à 6 entre l'année 2003 et l'année 2005 (source Ifop-Ernst & Young). Au regard des taux d'externalisation par fonction indiqués dans le schéma ci-dessous, nous estimons raisonnablement que la croissance de l'activité de portage salarial (dont les portés ont un mix d'activités orientées vers la communication, le marketing, la finance et la formation) devrait être plus élevée que l'activité traditionnelle de Freelance.com (c'est-à-dire mise en relation de techniciens, essentiellement en informatique, avec des entreprises clientes de Freelance.com).



Source : Ifop - Ernst & Young

ET DES CONDITIONS POLITIQUES FAVORABLES AUX INDÉPENDANTS ET À LA CRÉATION D'ENTREPRISE

Alors que la croissance de l'emploi indépendant a été, en moyenne, plus dynamique que celle de l'emploi salarié dans les pays de l'OCDE sur la période 1990-1998, à respectivement +1,7 % et +1,0 % par an, la France enregistre sur la même période un recul de 1,2 % du nombre d'indépendants et un accroissement de l'emploi salarié limité à 0,4 %.

Ce décalage est probablement la conséquence d'une insuffisance de politiques publiques favorisant l'entrepreneuriat et l'emploi indépendant en France sur cette période. Les mesures prises depuis cinq ans et décrites ci-après devraient néanmoins permettre un rattrapage rapide et une nouvelle phase de croissance pour l'emploi indépendant.

La France recèle un potentiel important de développement de l'emploi indépendant

En effet, l'OCDE a démontré en 2000 dans un rapport sur les perspectives d'emploi que l'emploi indépendant est tributaire du contexte c'est-à-dire de l'accès aux capitaux, des procédures administratives, de la fiscalité et des politiques en matière de santé, de prévoyance sociale et de retraites.

Pour combler ce retard, les gouvernements français ont adopté une série de mesures en faveur des travailleurs indépendants et de la création d'entreprise :

- loi sur l'initiative économique en 2003 ;
- loi en faveur des PME en 2005 ;
- loi en faveur du travail des seniors (en projet en 2006).

L'ensemble de ces textes visent à favoriser l'esprit d'entreprendre en France et à faciliter la transmission d'entreprises en axant l'effort sur les mesures :

Une volonté politique de favoriser l'indépendance et la création d'entreprise

- sociales (meilleure protection du créateur, suppression des charges patronales pour les salaires au smic dans les TPE, mise en place du chèque emploi TPE, etc.) ;
- fiscales (réduction de la fiscalité sur les plus-values professionnelles, baisse des droits de mutation et de l'assiette de l'ISF) ;
- et financières, par l'amélioration de l'accès aux capitaux soit en fonds propres soit en dettes financières (dotation à l'investissement pour les PME, renforcement des structures de capital risque).

Ces mesures devraient, dans les prochaines années, soutenir la croissance du marché des freelances et du portage salarial. On peut d'ailleurs constater que le nombre de création d'entreprises entre 2001 et 2006 a enregistré une hausse de 30 %.

L'activité de portage salarial développée par Freelance.com et Valor, essentiellement orientée vers les services aux entreprises, devrait ainsi bénéficier de trois atouts convergents sur les prochaines années :

- le fort dynamisme de l'emploi indépendant dans le secteur des services ;

- les mesures en faveur de l'entrepreneuriat et de l'emploi indépendant qui ont entraîné, dans tous les pays où elles ont été expérimentées, une forte croissance de l'emploi indépendant et une baisse du chômage ;
- le recours croissant à l'externalisation des fonctions dans les entreprises, notamment dans les PME.

III. VALOR : UNE ACQUISITION STRATÉGIQUE DANS LE PORTAGE SALARIAL...

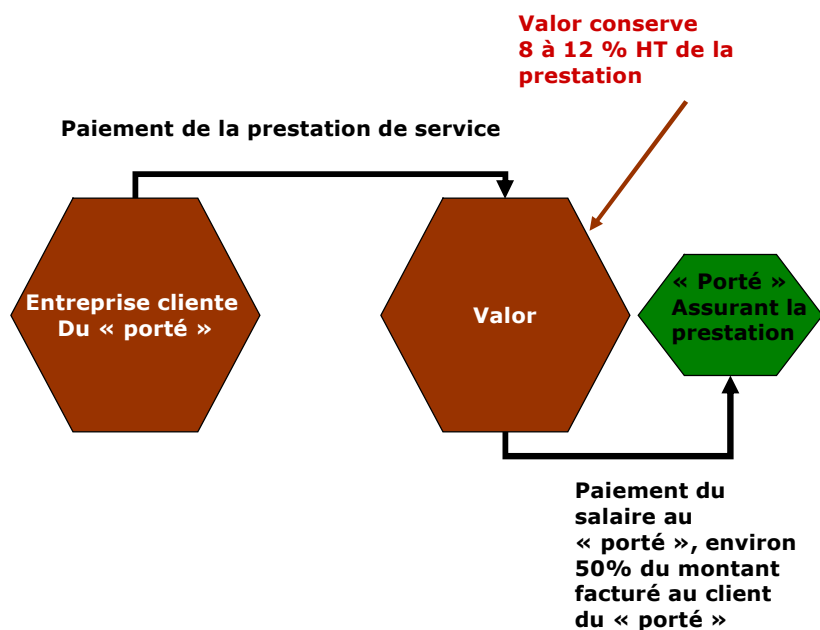
LE FONCTIONNEMENT ÉCONOMIQUE DU PORTAGE SALARIAL

Une simplification pour le travailleur autonome

Le portage salarial est une activité permettant à un travailleur autonome ayant obtenu une mission dans une entreprise cliente de se faire rémunérer en salaire par l'entreprise de portage salarial. Celle-ci se charge de facturer et d'encaisser le client du porté et le rémunère sous forme de salaire, dans le cadre d'un contrat à durée indéterminée à temps partiel, le temps qu'il exécute sa mission chez son client.

Dans le portage salarial, toutes les tâches administratives et financières sont réalisées par Valor

Le portage salarial permet à un travailleur autonome de confier toutes les tâches administratives et financières à l'entreprise de portage salarial et de se concentrer sur le déroulement de sa mission et sur le développement commercial. L'entreprise de portage salarial réalise, comme pour un salarié classique toutes les formalités sociales et fiscales en contrepartie d'une commission de gestion.



DES ACTEURS EN PHASE DE CONCENTRATION

Le marché français des entreprises de portage salarial concerne une centaine de sociétés dont quatorze, représentant 80 % du CA de la profession soit près de 128 m€ (données 2004), sont regroupées au sein du SNEPS (Syndicat National des Entreprises de Portage Salarial). Valor se situe parmi les principaux acteurs du marché français.

LES PRINCIPAUX ACTEURS DU PORTAGE SALARIAL EN 2005

Société	Chiffre d'affaires (comptes sociaux ou consolidés)	Marge d'exploitation (comptes sociaux)	Marge nette (comptes sociaux)
Intervenance	18,5 m€	6,75 %	7,00 %
Ad'Missions	23,7 m€	2,27 %	1,30 %
Valor	14,2 m€	0,78 %	0,26 %
ITG	39,4 m€	0,75 %	0,50 %
Jam Conseils	13,8 m€	0,75 %	1,00 %
Links	6,7 m€	10,5 %	5,25 %
Alcys	2,2 m€	4,00 %	2,75 %
Alter & Co	10,0 m€	2,50 %	1,50 %

Source: SNEPS – Société.com

Une vingtaine d'entreprises pour un marché de 183 m€ en 2004

L'acquisition de Valor pourrait être suivie d'une autre acquisition dans le secteur

Freelance.com, au travers de ses deux marques et filiales Portage.com et Valor, est devenu en quelques mois le quatrième intervenant de ce marché, juste derrière ITG, Ad'Missions et Intervenance, et une force d'attraction pour les acteurs restés indépendants. Une fois cette acquisition intégrée, Freelance pourrait reprendre le chemin de la croissance externe en France et peut-être en Europe ou aux États-Unis.

UNE FORTE COMPLÉMENTARITÉ ENTRE FREELANCE.COM ET VALOR

En se référant aux ratios de l'industrie, Freelance.com devrait rapidement, et ce au plus tard au 2^e semestre 2007, alléger la structure de coûts de Valor. Nous avons identifié deux sources de synergies, notamment sur les locaux (100 K€ suite au rapatriement des équipes sur le siège de Freelance.com) et le redéploiement des ressources (économie de 150 K€).

L'organisation Freelance.com devrait permettre de faire émerger rapidement de nombreuses synergies avec Valor

Mais, l'essentiel des synergies entre Freelance.com et Valor porte sur les aspects commerciaux. En effet, l'activité de Freelance.com (qui consiste à trouver des missions pour des travailleurs indépendants auprès de grands groupes) est très complémentaire de celle du portage salarial. Les équipes commerciales de Freelance.com devraient ainsi proposer à leurs clients, non seulement les travailleurs indépendants de la base Freelance.com mais aussi les « portés » de Valor afin d'accroître le nombre et la taille de leurs missions en entreprise. Freelance.com sera en mesure d'ajouter sa marge (de l'ordre de 8 à 11 % du CA HT facturé) à celle de ses filiales de portage salarial (de l'ordre de 8 à 12 % du CA HT facturé) sur un porté.

... QUI CONFORTENT DES PERSPECTIVES DE CROISSANCE BÉNÉFICIAIRE PROMETTEUSES

Nos prévisions intègrent Valor au 1^{er} janvier 2006

Nous avons établi nos prévisions en supposant que le groupe Valor serait consolidé en année pleine (il s'agit de comptes pro-forma que nous avons établis à partir des documents communiqués au greffe du Tribunal de Commerce). Nos prévisions sont réalisées en utilisant le référentiel comptable français. Le groupe Freelance prévoit de présenter des comptes aux normes IFRS à compter de l'exercice 2008.

DES SYNERGIES IMPORTANTES ENTRE FREELANCE.COM ET VALOR...

Notre estimation de marge opérationnelle de 1,6 % pour l'activité de Freelance.com pour le second semestre 2006 est conforme à celle réalisée au 1^{er} semestre 2006. Pour Valor, nous anticipons une réduction des charges d'exploitation de 125 K€ dès le second semestre 2006.

Des synergies rapidement mises en place

Pour l'année 2007, nous tablons sur une économie de coûts de 230 K€ dues au regroupement des sièges sociaux et à de probables réallocations de ressources.

...LAISSENT ANTICIPER UNE AMÉLIORATION SENSIBLE DE LA MARGE OPÉRATIONNELLE DU NOUVEL ENSEMBLE...

À compter de l'année 2007, nous présentons ci-après le détail de nos prévisions de décomposition du résultat d'exploitation de Freelance.com par ligne de métier : le portage salarial réalisé par la filiale Portage.com, le métier traditionnel de Freelance.com et le métier de place de marché annoncé par Freelance.com.

ÉVOLUTION DU CHIFFRE D'AFFAIRES DE FREELANCE.COM (HORS VALOR)

En K€ ou %	2005	2006 E	2007 E	2008 E	2009 E	2010 E
CA métier traditionnel	30 143	33 118	36 430	40 073	43 078	45 232
Variation		9,9 %	10 %	10 %	7,5 %	5 %
CA portage salarial	516	1 800	2 430	2 916	3 353	3 689
Variation		Ns	35 %	20 %	15 %	10 %
CA place de marché	0	0	250	750	1 500	2 000
CA total Freelance.com	30 659	34 918	39 110	43 739	47 931	50 921

Source : Evysem Research

Vers une forte hausse de la marge d'exploitation de Freelance.com

Une évolution du mix produit favorable à la marge de Freelance.com

Le principal opérateur de place de marché dans l'industrie des SSII est la société Hightechpro qui a dégagé un CA de 1.7 m€ en 2005 pour une marge d'exploitation de 42,75 %. Le lancement de ce nouveau métier chez Freelance.com, avec un démarrage opérationnel au second semestre 2007, devrait doper la marge d'exploitation du groupe. À un horizon de 5 ans, nos prévisions intègrent un chiffre d'affaires de 2 m€ et une marge opérationnelle de 35 %.

Nous avons considéré que le métier traditionnel de Freelance.com verrait sa marge d'exploitation tendre vers 1,8 % en 2008 puis se stabiliser.

AMÉLIORATION DE LA MARGE D'EXPLOITATION DE FREELANCE.COM

	2006 E	2007 E	2008 E	2009 E	2010 E
Marge métier traditionnel	1,61 %	1,70 %	1,80 %	1,80 %	1,80 %
Marge portage salarial	1,00 %	1,75 %	2,70 %	2,75 %	2,80 %
Marge place de marché		25 %	30 %	32,50 %	35 %
Marge moyenne Freelance.com	1,59 %	1,85 %	2,34 %	2,83 %	3,18 %

Source : Evysem Research

L'activité de portage salarial (Portage.com) devrait enregistrer une amélioration de son exploitation jusqu'à atteindre le niveau de marge de 2,8% retenu pour le groupe Valor.

Ces nouvelles activités à forte valeur ajoutée devraient tirer la marge d'exploitation de l'ensemble du groupe Freelance.com de 1,4 % en 2005 à plus de 3 % en 2010.

Les synergies devraient amener Valor sur des niveaux comparables à la marge du secteur

Valor devrait afficher rapidement une marge en ligne avec son industrie

Au total pour l'année 2006, nous anticipons une marge d'exploitation de 0,8 % pour Valor. L'année 2007 devrait être celle du rattrapage. En effet, en faisant l'hypothèse d'une stabilité de la marge du second semestre 2006 (de l'ordre de 1,6 %) et en tenant compte des économies dues à l'extériorisation des synergies, la marge de Valor pourrait atteindre 2,6 % dès 2007, niveau proche de notre estimation de 3 % pour le secteur en 2005.

PRÉVISIONS DE CA ET DE RESULTAT D'EXPLOITATION POUR VALOR

En K€	2006 E	2007 E	2008 E	2009 E	2010 E
Chiffre d'affaires	16 233	18 668	21 468	23 615	25 386
Variation	14 %	15 %	15 %	10 %	8 %
Marge d'exploitation (%)	0,85	2,63	2,70	2,75	2,80
Résultat d'exploitation	138	491	580	649	711

Source : Evysem Research

...PERMETTANT UNE FORTE CROISSANCE DES BPA DANS LES TROIS PROCHAINES ANNÉES

En consolidant Freelance.com et Valor, nous aboutissons à une forte progression des résultats nets par action du groupe Freelance.com : le BPA dilué passe de 0,18 € en 2005 à 0,59 € en 2010, soit une croissance annuelle moyenne de plus de 27 % sur la période.

En dehors des résultats d'exploitation déterminés précédemment, nos prévisions sont basées sur les éléments suivants :

- Le calcul des frais financiers réintègre le montant des créances cédées à un factor à la demande des travailleurs indépendants désireux de recevoir un paiement en avance, soit un montant de 4,145 M€ à fin décembre 2005. Notons que le groupe refacture le coût de cette prestation à ses travailleurs indépendants, ne constituant pas dès lors une charge réelle pour celui-ci (contrepartie de frais financiers en amont du résultat d'exploitation).
- Des charges exceptionnelles après impôt variant de 50 à 100 K€ par année pour les années 2006 à 2008 en raison des coûts d'intégration des sociétés acquises ;
- Une reprise du report déficitaire d'un montant de 318 K€ en 2006 et en 2007, générant un produit d'impôt ;
- Un amortissement de l'écart d'acquisition de Valor sur 10 ans (montant constaté suite au retraitement du fond de commerce de Valor Consultants dans Valor SA), conformément aux pratiques du groupe. L'amortissement des survaleurs devrait ainsi s'élever à 206 K€ en 2006 (en année pleine). L'adoption par le groupe du référentiel IFRS supprimerait cette charge comptable à partir de 2008.

PRÉVISIONS DE RÉSULTAT NET POUR FREELANCE.COM ET VALOR (PRO-FORMA)

En K€ ou %	2005 PF	2006 E	2007 E	2008 E	2009 E	2010 E
CA	44 855	51 151	57 777	65 206	71 546	76 306
Résultat d'exploitation	538	702	1 216	1 605	2 004	2 328
Résultat financier	-53	-2	-7	44	92	148
Résultat exceptionnel	264	-133	-93	-66	0	0
IS	346	131	-50	527	699	825
Goodwill	29	206	206	206	206	206
Résultat net	1066	492	859	848	1 192	1 445
RN hors exceptionnel	507	469	810	1 099	1 398	1 651
Var RN courant		-7,5 %	72,7 %	35,7 %	27,2 %	18,1 %

Source : Evysem Research

IV. UNE VALORISATION ENCORE FAIBLE

Nous avons déterminé la valorisation du groupe Freelance.com sur la base d'une approche multi-critères. Parmi les méthodes écartées, nous n'avons pas utilisé de méthode basée sur l'actif comptable (net ou réévalué) et de méthode basée sur les transactions d'entreprises comparables.

Nous avons réalisé une comparaison boursière sur un échantillon d'entreprises du secteur du travail temporaire et de sociétés de services informatiques. La méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie nette complète cette approche.

UN POTENTIEL DE 38 % SUR LA BASE DES COMPARABLES

Le cours de Freelance.com devrait progresser fortement dans les prochains mois

Nous avons retenu quatre entreprises de travail temporaire et quatre sociétés de services informatiques. Nous avons sélectionné les sociétés de travail temporaire pour la similitude de structure de compte de résultats avec l'activité de portage salarial de Portage.com et de Valor et les sociétés de services informatiques pour la similitude des métiers exercés par les travailleurs indépendants de Freelance.com. Nous n'avons pas intégré dans l'échantillon de sociétés réalisant l'activité de place de marché car cette activité n'est encore qu'en projet chez Freelance.com. Nous n'avons pas intégré Acadomia, qui pourtant a un modèle économique très proche de Freelance.com, par manque d'informations sur les estimations des analystes financiers.

DONNÉES FINANCIÈRES SUR LES VALEURS COMPARABLES

M€ ou %	Crit	Synergies	Adecco	Védior	Altran	Alten	Sopra	Atos
Chiffre d'affaires	1 174	926	18 303	6 851	1 434	436	757	5 458
Personnel / CA	89,5	89,3	83,1	82,1	68,8	66,3	66,3	52,9
Marge d'exploitation	3,2	3,4	3,4	3,4	2,0	14,4	7,4	7,2
Marge nette	1,7	2,1	2,5	2,2	0,0	8,7	4,7	4,3
Dettes nettes / Fonds propres	94,3	25,1	38,0	65,3	114,5	-25,8	65,6	27,3
Capitalisation boursière	351	345	14 510	2 653	839	795	716	2 648

Source : Evysem Research

Sur la base des informations disponibles au 17 octobre 2006 (estimations et cours boursiers pour les sociétés de l'échantillon), il ressort le tableau des ratios d'évaluation ci-après :

RATIOS D'ÉVALUATION SUR LES VALEURS COMPARABLES

(x)	Crit	Synergies	Adecco	Védior	Altran	Alten	Sopra	Atos
PE 2006	13,1	15,1	17,6	15,2	15,9	17,3	16,3	13,2
PE 2007	11,6	12,2	14,6	12,9	12,3	14,9	14,2	11,0
PE 2008	10,7	11,2	12,5	10,7	11,5	13,5	12,5	9,7
EV / CA 2006	0,4	0,4	0,5	0,4	0,8	1,3	0,9	0,5
EV / CA 2007	0,3	0,3	0,4	0,4	0,8	1,1	0,9	0,5
EV / CA 2008	0,3	0,3	0,4	0,4	0,7	1,0	0,8	0,5
EV / EBE 2006	7,5	8,2	10,5	9,8	10,4	9,6	9,8	5,7
EV / EBE 2007	7,0	7,3	8,9	8,2	8,9	8,3	8,9	4,9
EV / EBE 2008	6,6	6,9	8,0	7,0	8,2	7,6	8,2	4,6

Source : Evysem Research - Infinancials

En appliquant les ratios moyens de cet échantillon à Freelance.com et en se basant sur les trois années 2006 à 2008 pour l'EV / CA et sur les années 2007 et 2008 pour le PE et l'EV / EBE, nous obtenons une moyenne d'évaluation par les comparables de 22,72 M€ pour Freelance.com, soit 8,29 € par action.

UN DISCOUNTED FREE CASH-FLOWS LAISSANT APPARAÎTRE UN POTENTIEL DE HAUSSE IMPORTANT

Pour établir notre évaluation par la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponible, nous avons retenu les hypothèses suivantes, en utilisant un modèle à trois périodes :

- Une croissance du chiffre d'affaires conforme à nos prévisions pour la période 2006 à 2010 ; une croissance ramenée à 5 % pour la période 2011 à 2015 ; puis une croissance normative de 2,5 % à l'infini ;
- De même, nous avons tenu compte d'une amélioration de la marge d'exploitation jusqu'à 2,7 % en 2010 puis d'une légère baisse jusqu'à 2,5 % en 2015 ;
- Un impôt sur les sociétés normatif de 33,33 % sur toute la période, y compris les deux premières années. Le report déficitaire est pris en compte par addition à la valeur actuelle des flux de trésorerie disponibles ;
- Une stabilité du BFR en nombre de jours à partir de l'année 2011 ;
- Un pourcentage d'investissements rapporté au chiffre d'affaires normatif de 0,6 % en 2015 égal à celui des amortissements.

ACTUALISATION DES FLUX FUTURS DE TRÉSORERIE DISPONIBLE

En K€	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Chiffre d'affaires	51	57	65	71	76	80	84	88	92	95
REX	151	777	206	546	306	122	128	334	750	070
IS théoriques	702	1 216	1 605	2 005	2 328	2 324	2 356	2 385	2 412	2 377
Nopat	232	401	529	661	767	766	776	786	795	783
Var BFR	470	814	1 076	1 344	1 561	1 558	1 579	1 599	1 617	1 593
Investissements	86	204	228	195	146	104	109	114	120	63
Amortissement	339	295	399	475	545	521	505	530	557	570
Cash flow libre	521	599	665	730	779	737	695	654	612	570
Valeur actuelle	739	1 323	1 579	1 794	1 941	1 878	1 879	1 837	1 792	1 656
	710	1 176	1 290	1 363	1 363	1 219	1 127	1 019	919	785

Source : Evysem Research

Pour établir notre estimation d'objectif de cours par cette méthode, nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- une prime de risque du marché actions de 5,0 % ;
- un niveau de l'OAT à 10 ans de 3,73 % ;
- un bêta de la société de 1,3 ;
- un ratio d'endettement financier cible de 25 %.

UNE ÉVALUATION DE 9,19 € PAR LE DCF

	En K€
Valeur actualisation 2006 à 2014	10 186
+Valeur terminale actualisée	15 340
-Dettes financières nettes	591
-Provisions R&C	347
-Intérêts Minoritaires	38
+Reports déficitaires actualisés	588
+autres actifs financiers	64
=Valeur des fonds propres	25 203
Valeur par action (en €)	9,19

Source: Evysem Research

VERS UN COURS OBJECTIF DE 8,7 €

La prise en compte par les investisseurs de l'avancée stratégique réalisée par Freelance.com devrait emmener le cours dans la zone des 9 €

Il ressort que le cours de Freelance.com pourrait s'établir dans le moyen terme sur la base de 8,7 € par action (en prenant la moyenne des deux méthodes présentées précédemment).

Néanmoins, pour atteindre cet objectif de cours, Freelance.com devra respecter le plan de marche correspondant à toutes nos hypothèses et, par ailleurs, améliorer son gouvernement d'entreprise.

V. UNE GOUVERNANCE À COMPLÉTER

À ce jour, le conseil d'administration de Freelance.com n'intègre pas d'administrateur indépendant. De plus, il n'existe aucun comité d'administrateur au sein de la société.

Nous présentons ci-dessous les éléments chiffrés issus du rapport annuel 2005 de Freelance.com.

COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

	Statut	Rémunération fixe	Rémunération variable	Jetons de présence	Fonction dans le conseil
A Martinie	D	222 000 €	0 €		Président
S Vieujot	D	333 960 €	0 €		D.G.
M Mouquet	D				
T Eude	D				
E Martinie	D				
Total administrateurs	5	Rémunération totale du conseil	565 960 €	dont 10 000 €	
Administrateurs indépendants	Aucun				
Comité d'administrateurs	Aucun				

Source : Freelance.com

D pour dépendant

PLAN D'OPTIONS ET DE BONS

Type	Date d'attribution	Prix de souscription	Levées 2005	Equivalent Actions	% du capital potentiel
BSPCE	Nov 02		13 064	26 222	
BSA	Nov 02			24 132	
BSA	Août 05	2,83 €		23 200	
Total				60 490	2,26 %

Source : Freelance.com

Nous soulignons que les administrateurs de l'entreprise ont capté 1,8 % du chiffre d'affaires et 53 % des résultats nets 2005 sous forme de rémunération fixe et de jetons de présence. Notons que les plans de bons concernent les dirigeants, les managers et l'ensemble du personnel de l'entreprise.

Freelance.com ne publie pas encore, à ce jour, de rapport social sur les salariés fixes du groupe et sur les travailleurs indépendants et les portés.

Nous estimons, au regard de la politique de croissance externe mise en place, qu'une amélioration du gouvernement de l'entreprise serait un élément particulièrement apprécié des investisseurs.

Une gouvernance à compléter

VI. COMPTES PRÉVISIONNELS DU GROUPE FREELANCE.COM

COMPTE DE RÉSULTAT PRÉVISIONNEL FREELANCE + VALOR

En K€	2005 PF	2006 E	2007 E	2008 E	2009 E	2010 E
Chiffre d'affaires	44 855	51 151	57 777	65 206	71 546	76 306
EBE	980	1 223	1 815	2 270	2 735	3 107
Amortissements	251	521	599	665	730	779
Provisions	191	191	191	191	191	191
Résultat d'exploitation	538	702	1 216	1 605	2 005	2 328
Résultat financier	-53	-2	-12	27	62	101
Résultat courant avant IS	486	700	1 204	1 632	2 066	2 439
Résultat exceptionnel	264	-133	-93	-67	0	0
IS	-346	-131	48	522	689	810
Résultat des SME	0	0	0	0	0	0
Survaleurs	29	206	206	206	206	206
Intérêts minoritaires	-2	0	0	0	0	0
RN pdg	1 068	492	856	838	1 172	1 414

Source : Evysem Research

BILAN PRÉVISIONNEL FREELANCE + VALOR

En K€	2005 PF	2006 E	2007 E	2008 E	2009 E	2010 E
Actifs incorporels	3 976	3 587	3 172	2 732	2 271	1 792
Dont survaleurs	2 126	1 920	1 713	1 507	1 301	1 095
Actifs corporels	289	550	755	1 055	1 420	1 848
BFR d'exploitation	-1 485	-1 571	-1 775	-2 003	-2 198	-2 344
Capitaux employés	2 780	2 566	2 152	1 784	1 492	1 296
BFR hors exploitation	0	0	0	0	0	0
Actifs financiers	64	64	64	64	64	64
Total	2 845	2 631	2 216	1 848	1 557	1 360
Fonds propres	1 639	1 863	2 307	2 596	3 219	4 085
Provisions pour R&C	347	608	907	1 240	1 605	1 995
Dettes financières nettes	859	160	-999	-1 988	-3 268	-4 719
Total	2 845	2 631	2 216	1 848	1 557	1 360

Source : Evysem Research

TABLEAU DE FLUX PRÉVISIONNEL FREELANCE + VALOR

En K€	2005 PF	2006 E	2007 E	2008 E	2009 E	2010 E
CAF	Nd	1 219	1 661	1 709	2 108	2 399
Variation du BFRE	Nd	86	204	228	195	146
Investissements nets	Nd	-339	-295	-399	-475	-545
Cash flow libre	Nd	966	1 570	1 538	1 828	2 000
Dividendes versés	Nd	-268	-268	-411	-548	-548
Augmentation de capital	Nd					
Var. de dettes financières	Nd					
Autres	Nd					
Var. de trésorerie	Nd	698	1 302	1 127	1 280	1 451

Source : Evysem Research

DONNÉES BOURSIÈRES FREELANCE + VALOR

En K€ ou %	2005 PF	2006 E	2007 E	2008 E	2009 E	2010 E
BPA dilué av survaleur (€)	0,18	0,17	0,29	0,40	0,50	0,59
Dividende net (€)	0,10	0,10	0,15	0,20	0,20	0,20
Dettes nettes/fonds propres	52 %	9 %	-43 %	-77 %	-101 %	-115 %
Interest cover	10,2	404,1	101,1	-58,7	-32,4	-23,0
Survaleur/Actif net	130 %	102 %	73 %	57 %	40 %	26 %
ROCE	19,4 %	17,8 %	35,1 %	52,4 %	71,8 %	87,1 %
PER	33	35,7	20,7	15,4	12,1	10,3
PCF		13,7	10,1	9,8	7,9	7,0
PAN	10,2	9,0	7,3	6,5	5,2	4,1
Rendement	1,6 %	1,6 %	2,5 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %

Source : Evysem Research

ACTIONNARIAT DU GROUPE FREELANCE.COM

Au 23 / 09 / 2006	
Freelance.inc	24,8 %
Galaxy 239	17,6 %
Tolan	14 %
G. Carnot	9,8 %
Republic Alley	9 %

Source : Freelance.com

Les informations, estimations et commentaires contenus dans cette note sont établis à partir de sources dignes de foi, mais dont l'exactitude et n'est pas garantie. Toute reproduction partielle ou totale ne peut être réalisée qu'avec l'accord écrit d'Evyssem.

- a) Evyssem n'a pas réalisé de mission de conseils auprès de l'émetteur au cours des vingt-quatre derniers mois.
 - b) Evyssem ne détient aucune participation dans le capital de l'émetteur.
 - c) L'émetteur ne détient aucune participation dans Evyssem.
 - d) Evyssem a conclu avec l'émetteur un contrat en vue de rédiger et diffuser une ou plusieurs analyses financières sur l'émetteur.
 - e) Evyssem n'a pas modifié ses conclusions à la suite de la communication à la société de la présente analyse, avant sa diffusion.
 - f) Ni l'analyste ni les dirigeants ou actionnaires d'Evyssem ne sont dirigeants, directeurs ou membres du conseil d'administration de Freelance.com. Ils ne sont liés d'aucune manière avec l'émetteur.
 - g) Evyssem est une société d'analystes financiers indépendants régulée par l'AMF et membre fondateur de la Compagnie des Analystes Financiers Indépendants.
-

Evyssem Research