

i2S Innovative Imaging Solutions

8 octobre 2007

Une vision d'avance

i2S offre à ses clients, grands comptes internationaux, une expertise technologique sur les produits dédiés à l'optique et à la vision numérique. Organisée en 3 branches d'activité, la société multiplie les opportunités de nouveaux marchés qui devraient lui permettre d'afficher un taux de croissance du chiffre d'affaires de 25% en moyenne sur les 3 prochaines années tout en améliorant sa rentabilité.

- A la pointe de la technologie, i2S dispose à son actif de premières mondiales qui ont marqué les esprits tels que les premières images de l'épave du Titanic, le scanner automate le plus rapide du monde qui pourrait répondre aux défis de numérisation du patrimoine écrit mondial, ou plus récemment le système "But Finish" utilisé par Canal Plus pour la retransmission des matchs de football.
- Positionnée sur des marchés de niche, la société développe une expertise métiers qui lui permet de pénétrer de nouveaux marchés, notamment à l'international, avec des succès commerciaux significatifs en Chine et aux Etats-Unis. Ce positionnement lui permet d'éviter la confrontation avec les grands positionnés sur les marchés de masse, voire d'être leur partenaire.
- i2S souhaite aujourd'hui s'introduire en bourse afin de financer sa croissance et sa stratégie d'évolution de son offre vers la prestation de services. Des opérations de croissance externe sont recherchées.
- Nos calculs, basés sur la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (DCF) et les comparaisons boursières, nous amènent à déterminer une valorisation des fonds propres estimée à 22,7 M€ pré-monnaie et 27,1 € post-monnaie, soit 15,9 € par action et 15 € sur une base diluée. Sur la base d'un prix d'IPO de 12 €, la décote s'élève à 20%, soit un potentiel d'appréciation de 25%.
- L'expérience du management à même d'anticiper les évolutions technologiques et de gérer une croissance forte de l'activité nous conforte dans notre scénario d'une croissance dynamique et rentable sur les prochaines années.

Raphaël Hillaire
Financial Analyst – Paris
KBC Securities France SA
+33 1 53 05 35 62
r.hillaire@kbcsecurities.fr

Regulated by AMF

NOT FOR DISTRIBUTION IN THE UNITED STATES, CANADA, JAPAN OR AUSTRALIA.

THIS DOCUMENT IS BEING FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION ON A CONFIDENTIAL BASIS AND MAY NOT BE REPRODUCED, REDISTRIBUTED OR PASSED ON, IN WHOLE OR IN PART, TO ANY OTHER PERSON. IN PARTICULAR, NEITHER THIS DOCUMENT NOR ANY COPY THEREOF MAY BE TAKEN OR TRANSMITTED OR DISTRIBUTED, DIRECTLY OR INDIRECTLY, INTO CANADA OR JAPAN OR AUSTRALIA (OTHER THAN TO PERSONS IN AUSTRALIA TO WHOM AN OFFER OF SECURITIES MAY BE MADE WITHOUT A DISCLOSURE DOCUMENT IN ACCORDANCE WITH CHAPTER 6D OF THE CORPORATIONS LAW) TO ANY RESIDENT THEREOF OR INTO THE UNITED STATES, ITS TERRITORIES OR POSSESSIONS. THE DISTRIBUTION OF THIS DOCUMENT IN OTHER JURISDICTIONS MAY BE RESTRICTED BY LAW AND PERSONS INTO WHOSE POSSESSION THIS DOCUMENT COMES SHOULD INFORM THEMSELVES ABOUT, AND OBSERVE, ANY SUCH RESTRICTION. ANY FAILURE TO COMPLY WITH THESE RESTRICTIONS MAY CONSTITUTE A VIOLATION OF THE LAWS OF ANY SUCH OTHER JURISDICTION.

THIS DOCUMENT DOES NOT CONSTITUTE OR FORM PART OF, AND SHOULD NOT BE CONSTRUED AS, AN OFFER OR INVITATION TO SUBSCRIBE FOR OR PURCHASE ANY SECURITIES, AND NEITHER THIS DOCUMENT NOR ANYTHING CONTAINED HEREIN SHALL FORM THE BASIS OF OR BE RELIED ON IN CONNECTION WITH OR ACT AS AN INDUCEMENT TO ENTER INTO ANY CONTRACT OR COMMITMENT WHATSOEVER. THIS DOCUMENT HAS NOT BEEN PUBLISHED GENERALLY AND HAS ONLY BEEN MADE AVAILABLE TO INSTITUTIONAL INVESTORS. ANY DECISION TO PURCHASE OR SUBSCRIBE FOR SECURITIES IN ANY OFFERING MUST BE MADE SOLELY ON THE BASIS OF THE INFORMATION CONTAINED IN THE PROSPECTUS (AND ANY SUPPLEMENTS THERETO) OR OTHER OFFERING CIRCULAR ISSUED IN CONNECTION WITH SUCH OFFERING.

THIS DOCUMENT IS NOT AN ADVERTISEMENT OR OTHER DOCUMENT WITHIN THE MEANING OF ARTICLE 60, PARA 1, OF THE BELGIAN LAW OF 16 JUNE 2006 ON PUBLIC OFFERS AND ADMISSIONS TO TRADING ON A REGULATED MARKET. THIS DOCUMENT MAY NOT BE DISTRIBUTED TO ANY PERSON IN BELGIUM OTHER THAN A QUALIFIED INVESTOR AS DEFINED IN ARTICLE 10 OF THE BELGIAN LAW OF 16 JUNE 2006.

THIS DOCUMENT AND ANY OFFER IF MADE SUBSEQUENTLY TO PERSONS RECEIVING THIS DOCUMENT IS DIRECTED ONLY AT PERSONS IN MEMBER STATES OF THE EUROPEAN ECONOMIC AREA ("EEA") WHO ARE "QUALIFIED INVESTORS" WITHIN THE MEANING OF ARTICLE 2(1)(E) OF THE PROSPECTUS DIRECTIVE (DIRECTIVE 2003/71/EC) ("QUALIFIED INVESTORS"). ANY PERSON IN THE EEA WHO HAS RECEIVED THIS DOCUMENT AND ACQUIRES THE SECURITIES IN ANY OFFER (AN "INVESTOR") OR TO WHOM ANY OFFER OF THE SECURITIES IS MADE WILL BE DEEMED TO HAVE REPRESENTED AND AGREED THAT IT IS A QUALIFIED INVESTOR. ANY INVESTOR WHO RECEIVES THIS DOCUMENT WILL ALSO BE DEEMED TO HAVE REPRESENTED AND AGREED THAT ANY SECURITIES ACQUIRED BY IT IN THE OFFER HAVE NOT BEEN ACQUIRED ON BEHALF OF PERSONS IN THE EEA OTHER THAN QUALIFIED INVESTORS OR PERSONS IN THE UK AND OTHER MEMBER STATES (WHERE EQUIVALENT LEGISLATION EXISTS) FOR WHOM THE INVESTOR HAS AUTHORITY TO MAKE DECISIONS ON A WHOLLY DISCRETIONARY BASIS, NOR HAVE THE SECURITIES BEEN ACQUIRED WITH A VIEW TO THEIR OFFER OR RESALE IN THE EEA TO PERSONS WHERE THIS WOULD RESULT IN A REQUIREMENT FOR PUBLICATION BY THE COMPANY, KBC SECURITIES OR ANY OTHER MANAGER OF A PROSPECTUS PURSUANT TO ARTICLE 3 OF THE PROSPECTUS DIRECTIVE. THE COMPANY, KBC SECURITIES AND THEIR AFFILIATES, AND OTHERS WILL RELY UPON THE TRUTH AND ACCURACY OF THE FOREGOING REPRESENTATIONS AND AGREEMENTS.

THIS DOCUMENT IS ONLY BEING DISTRIBUTED TO, AND IS ONLY DIRECTED AT PERSONS IN THE UNITED KINGDOM WHO ARE (A) INVESTMENT PROFESSIONALS FALLING WITHIN ARTICLE 19(5) OF THE FINANCIAL SERVICES AND MARKETS ACT 2000 (FINANCIAL PROMOTION) ORDER 2005 (THE "ORDER") OR (B) HIGH NET WORTH ENTITIES, AND OTHER PERSONS TO WHOM IT MAY BE LAWFULLY BE COMMUNICATED, FALLING WITHIN ARTICLE 49(2)(a) TO (d) OF THE ORDER (ALL SUCH PERSONS TOGETHER BEING REFERRED TO AS "RELEVANT PERSONS"). ANY INVESTMENT OR INVESTMENT ACTIVITY TO WHICH THIS DOCUMENT RELATES IS AVAILABLE ONLY TO RELEVANT PERSONS AND WILL BE ENGAGED IN ONLY WITH RELEVANT PERSONS. ANY PERSON WHO IS NOT A RELEVANT PERSON SHOULD NOT ACT OR RELY ON THIS DOCUMENT OR ANY OF ITS CONTENTS.

THIS REPORT HAS BEEN PREPARED BY RAPHAEL HILLAIRE (EQUITY ANALYST) AT KBC SECURITIES TO PROVIDE BACKGROUND INFORMATION ABOUT i2S. KBC SECURITIES IS REGISTERED IN BELGIUM WITH THE BANKING, FINANCE AND INSURANCE COMMISSION. KBC SECURITIES OR AN AFFILIATED COMPANY OF KBC SECURITIES IS OR MAY BE A MEMBER OF THE UNDERWRITING GROUP IN RESPECT OF A PROPOSED OFFERING OF SECURITIES OF THE COMPANY AND MAY EXPECT TO RECEIVE OR INTENDS TO RECEIVE COMPENSATION FOR INVESTMENT BANKING SERVICES FROM THE COMPANY.

EACH OF KBC SECURITIES' RESEARCH ANALYSTS CERTIFY, WITH RESPECT TO THE COMPANIES OR SECURITIES THAT THE INDIVIDUAL ANALYSES THAT (I) THE VIEWS EXPRESSED IN THIS PUBLICATION REFLECT HIS OR HER PERSONAL VIEWS ABOUT THE SUBJECT COMPANIES AND SECURITIES, AND (II) HE OR SHE RECEIVES COMPENSATION THAT IS BASED UPON VARIOUS FACTORS, INCLUDING HIS OR HER EMPLOYER'S TOTAL REVENUES, A PORTION OF WHICH ARE GENERATED BY HIS OR HER EMPLOYER'S INVESTMENT BANKING ACTIVITIES, BUT NOT IN EXCHANGE FOR EXPRESSING THE SPECIFIC RECOMMENDATION(S) IN THIS REPORT.

KBC SECURITIES HAS IMPLEMENTED CERTAIN IN-HOUSE PROCEDURES KNOWN AS CHINESE WALLS THAT AIM TO PREVENT THE INAPPROPRIATE DISSEMINATION OF INSIDE INFORMATION. E.G. A CHINESE WALL SURROUNDS THE CORPORATE FINANCE DEPARTMENT WITHIN KBC SECURITIES. FURTHER MEASURES HAVE BEEN TAKEN WITH REGARD TO THE SEPARATION OF CERTAIN ACTIVITIES THAT COULD LEAD TO CONFLICTS OF INTEREST WITH OTHER ACTIVITIES WITHIN KBC SECURITIES.

THIS DOCUMENT HAS BEEN PRODUCED INDEPENDENTLY OF i2S (THE "COMPANY") AND ITS SHAREHOLDERS, AND ANY FORECASTS, OPINIONS AND EXPECTATIONS CONTAINED HEREIN ARE ENTIRELY THOSE OF RAPHAEL HILLAIRE AND ARE GIVEN AS PART OF ITS NORMAL RESEARCH ACTIVITY AND SHOULD NOT BE RELIED UPON AS HAVING BEEN AUTHORISED OR APPROVED BY ANY OTHER PERSON. RAPHAEL HILLAIRE HAS NO AUTHORITY WHATSOEVER TO MAKE ANY REPRESENTATION OR WARRANTY ON BEHALF OF THE COMPANY, ITS SHAREHOLDERS, ANY OF ITS ADVISORS, OR ANY OTHER PERSON IN CONNECTION THEREWITH. WHILE ALL REASONABLE CARE HAS BEEN TAKEN TO ENSURE THAT THE FACTS STATED HEREIN ARE ACCURATE AND THAT THE FORECASTS, OPINIONS AND EXPECTATIONS CONTAINED HEREIN ARE FAIR AND REASONABLE, RAPHAEL HILLAIRE HAS NOT VERIFIED THE CONTENTS HEREOF AND ACCORDINGLY NONE OF RAPHAEL HILLAIRE, THE COMPANY, ITS SHAREHOLDERS, ANY ADVISORS TO THE COMPANY OR ITS SHAREHOLDERS OR ANY OTHER PERSON IN CONNECTION THEREWITH NOR ANY OF THEIR RESPECTIVE DIRECTORS, OFFICERS OR EMPLOYEES, SHALL BE IN ANY WAY RESPONSIBLE FOR THE CONTENTS HEREOF AND NO RELIANCE SHOULD BE PLACED ON THE ACCURACY, FAIRNESS, OR COMPLETENESS OF THE INFORMATION CONTAINED IN THIS DOCUMENT. NO PERSON ACCEPTS ANY LIABILITY WHATSOEVER FOR ANY LOSS HOWSOEVER ARISING FROM THE USE OF THIS DOCUMENT OR OF ITS CONTENTS OR OTHERWISE ARISING IN CONNECTION THEREWITH.

KBC SECURITIES IS OR MAY BE A MEMBER OF THE UNDERWRITING GROUP IN RESPECT OF A PROPOSED OFFERING OF SECURITIES BY THE COMPANY.

KBC SECURITIES (OR ITS OFFICERS, DIRECTORS OR EMPLOYEES) MAY, TO THE EXTENT PERMITTED BY LAW, HAVE A POSITION IN THE SECURITIES OF (OR OPTIONS, WARRANTS OR RIGHTS WITH RESPECT TO, OR INTEREST IN THE SHARES OR OTHER SECURITIES OF) THE COMPANY AND KBC SECURITIES MAY MAKE A MARKET OR ACT AS A PRINCIPAL IN ANY TRANSACTIONS IN SUCH SECURITIES."

Sommaire

Résumé conclusion	4
Structure de l'actionariat	5
Utilisation des fonds levés	5
Analyse SWOT	6
Un management de qualité	7
Forte croissance et internationalisation	8
LINESCAN : décollage imminent	9
VISION : innovation, récurrence et grands comptes	12
DIGIBOOK : un vaste marché en devenir	16
L'international	22
Une amélioration progressive des marges	23
Evolution favorable du mix produit	23
Flexibilité et visibilité	25
La R&D, épine dorsale de la société	26
Synthèse de la descente du compte de résultat	27
Investissements et utilisation des fonds levés	29
Un bilan sain	29
Investissements et croissance externe	31
Valorisation pré-monnaie pré-décote	33
Par la méthode des DCF	33
Ratios de valorisation et comparables	34
Données financières	36
Disclosure & Disclaimers section	39

Résumé conclusion

L'optique et le numérique

Créé en 1979 par ses deux fondateurs principaux actionnaires, Alain Ricros et Jean-Louis Blouin, i2S (Innovative Imaging Solutions) est un acteur international reconnu des marchés de la vision numérique, de l'optronique et du traitement de l'image à Haute Valeur Ajoutée. Le groupe conçoit, fabrique et commercialise des systèmes à base d'optique, de caméras et de logiciel pour des applications industrielles ou médiatiques.

Un historique flatteur

Ses références sont prestigieuses (Découverte Titanic, Jeux Olympiques, Ariane Espace, Canal +, Stanford, Gazprom, ...) démontrant son niveau d'expertise technologique de l'image, au cœur de nombreux enjeux de marchés.

3 activités ayant pour point commun l'excellence technologique

L'activité est divisée en 3 parties : i2S Vision (Caméras autonomes et capteurs de vision intelligents), activité historique du groupe portée par le développement de nouveaux marchés (Sport, Média, Biomédical, Sécurité des transports,...), i2S Digibook (scanner numériseur) en très forte croissance et sous les feux de l'actualité depuis lesancements de projets mondiaux de bibliothèque numérisée et i2S LineScan (contrôle de surface pour produits plats) au succès commercial incontestable et pour laquelle le groupe souhaite accentuer sa pénétration aux Etats-Unis. Plus de 40% du chiffre d'affaires est réalisé à l'international avec 2 Hubs, en Chine et aux Etats-Unis, et cette part devrait s'accroître avec le développement de nombreux accords de distribution et du renforcement de la présence du groupe hors de France.

Visibilité et flexibilité

La structure de coûts est flexible et la croissance de l'activité devrait permettre une amélioration des marges au cours des prochains exercices. Autres éléments favorables à l'évolution des marges, la volonté d'orienter la stratégie vers la prestation de services et la diminution relative de la part dans le chiffre d'affaires de la distribution à faible valeur ajoutée.

Un plan d'action sur 4 ans

Un plan stratégique baptisé « Odyssée 2010 » a été établi afin de permettre à la société de tripler son chiffre d'affaires tout en améliorant ses marges. Ce plan de route doit permettre aux trois pôles d'activité d'optimiser leur croissance profitable sur des marchés de niches de la vision numérique.

Amélioration de la rentabilité

Avec un bilan sain (levier financier de 43 % au S1 2007 avant IPO) et des besoins en Capex faibles (inférieurs à 1 % du chiffre d'affaires), cette stratégie doit amener à une poursuite de la hausse de la rentabilité des capitaux engagés.

Renforcement de l'offre

i2S souhaite aujourd'hui renforcer son positionnement technologique et son profil international, notamment en procédant à des opérations de croissance externe.

Valeur de marché des fonds propres estimée à 22,7 M€

La méthode de valorisation par actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF) détermine une valeur de l'entreprise pré-monnaie pré-décote de 22,9 M€ et celle des comparables boursiers, cependant moins pertinente, de 22,5 M€. Ainsi, nous estimons la valeur de marché des fonds propres de la société i2S à 22,7 M€ pré-monnaie et 27,1 M€ post-monnaie, soit 15,9 € par action et 15 € sur une base diluée. Sur la base d'un prix d'IPO de 12 €, la décote s'élève à 20 %, soit un potentiel d'appréciation de 25 %.

Structure de l'actionariat

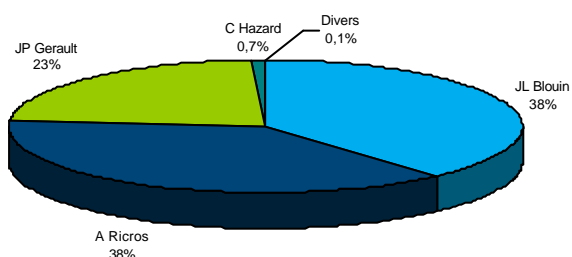
3 actionnaires principaux

Le capital d'i2S est détenu par 3 actionnaires principaux que sont ses deux fondateurs, Jean-Louis Blouin et Alain Ricros avec 41,04 % chacun du nombre des actions avant IPO, et Jean-Pierre Gerault avec 17,82 %. Ce dernier est entré au capital d'i2S en 2006 en rachetant la part de la société de Capital Investissement Galia Gestion dans Cofintech, alors holding d'i2S avant une opération d'absorption de la mère par la fille en juin 2007. Par ailleurs, début 2007, JP Gerault et C Hazard se sont vu attribuer respectivement 90 000 et 10 000 BSA au prix de 0,7 € avec un prix d'exercice de 1,7 € à échéance du 31 décembre 2011.

25 % de flottant estimé post-IPO

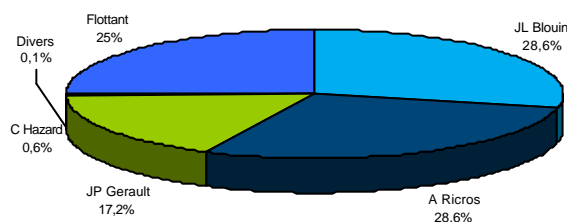
Nous estimons l'augmentation de capital à 4,3 M€ par la création de 361 600 nouveaux titres (20 %). Par ailleurs, 90 400 titres existants seront cédés par les actionnaires actuels (5 %). Ainsi, sur un total dilué post IPO de 1 807 054 titres, le flottant devrait atteindre 25 %. Une période de *lock-up* a été arrêtée à 6 mois pour le management.

Structure de l'actionariat (pré IPO dilué)



Source : société

Structure estimée de l'actionariat (post IPO dilué)



Source : société, prévisions KBC Securities

Utilisation des fonds levés

Le financement de la forte croissance organique

Le potentiel des marchés sur lesquels évolue la société i2S apparaît significatif. Les fonds levés sont destinés à assurer la croissance sur le long terme en permettant l'accélération de la capacité de R&D et des forces commerciales de l'entreprise. Afin de prendre position sur de nouveaux segments de marchés identifiés, la société souhaite disposer de la surface financière nécessaire pour accompagner des partenariats commerciaux et industriels.

La capacité de saisir des opportunités de croissance externe

Par ailleurs, un des objectifs affichés est de financer des opérations de croissance externe pour chacune des 3 branches d'activité afin de compléter l'offre, notamment sur les parties logiciels et prestations de services, mais également pour consolider des parts de marché au niveau géographique en Europe et aux Etats-Unis.

Avec une trésorerie nette négative de -1,1 M€ pré IPO et de 3,3 M€ post IPO, la structure financière devrait alors donner au groupe les moyens de financer ses objectifs par autofinancement.

Analyse SWOT

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> • Une image reconnue d'innovateur et d'avance technologique • Une structure de coûts flexible basée sur un modèle <i>Fabless</i> • Une présence internationale auprès de grands comptes • Un management de qualité 	<ul style="list-style-type: none"> • Une taille modeste • Des marchés de niche à forte valeur ajoutée mais relativement peu profonds • Des marges faibles sur les derniers exercices • Historique de croissance externe limité à des prises de participations minoritaires
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> • Des marchés porteurs d'ambition mondiale • Des conquêtes internationales à confirmer • Des partenariats et alliances à développer • Evolution du modèle économique vers les services et les logiciels 	<ul style="list-style-type: none"> • Perte de l'avance technologique face à des concurrents de taille plus importante • Difficulté d'absorption de la forte croissance de l'activité • Une concurrence plus dynamique et plus médiatique • Une évolution défavorable du dollar américain

Un management de qualité

Au regard des parcours respectifs de chacun des 3 actionnaires actuels de la société, prenant pleinement part à la direction opérationnelle d'i2S, il apparaît que le management dispose d'un profil à la fois scientifique et adapté au monde de l'entreprise.

L'expérience du management à haut niveau

Le président du Directoire depuis le 22 décembre 2006, Jean-Pierre Gérault, est ingénieur ENSCT (Ecole Nationale Supérieure des ingénieurs en arts Chimiques et Technologiques), Docteur ès Sciences en Physique du solide et titulaire d'un MBA Marketing-Finance. Au cours des 10 dernières années, il a été successivement Directeur Général de Xerox France, Senior Vice Président Xerox Europe puis Directeur Général du groupe Guilbert (ex Groupe PPR). Il est par ailleurs l'auteur de différents ouvrages sur l'impact des NTIC sur l'écrit et la diffusion du savoir.

Une présence au cœur des organisations régionales dédiées à la technologie

Cofondateur, Directeur Général Délégué et membre du Directoire, Jean-Louis Blouin est ingénieur INSA (Institut National des Sciences Appliquées), titulaire d'un DESS en gestion d'entreprise et d'un Executive MBA (CPA Lyon). Il est par ailleurs actif dans différentes organisations industrielles et technologiques régionales telles que l'association ALPHA (Gouvernance du Pôle de compétitivité de « la route des lasers ») ou la Branche Electronique de l'ADEISO (Association pour le Développement de l'Electronique et de l'Informatique dans le Sud-Ouest). Il est Président d'AlphaNov, centre technologique optique et laser d'Aquitaine.

Un profil très international

Cofondateur, Président du Conseil de Surveillance, Alain Ricros est ingénieur ENSERG (Ecole Nationale Supérieure d'Électronique et de Radio électricité de Grenoble), titulaire d'une maîtrise en Sciences Economiques et diplômé de l'IAE. Il a débuté sa carrière chez EADS avant de fonder i2S. Président de l'ACI (Aquitaine Création Investissement), société régionale de Capital Risque à fonds mixtes publics et privés, il est l'initiateur du développement international réussi d'i2S.

Le profil de ces hommes convient à l'environnement technologique et international ainsi qu'aux perspectives de croissance forte dans lesquels la société i2S évolue et continuera d'évoluer.

Forte croissance et internationalisation

*L'excellence technologique
comme fil conducteur*

L'activité se présente en trois segments ayant pour point commun la nécessité d'excellence technologique dans la numérisation. Par la dynamique des marchés sur lesquels évoluent Digibook et LineScan, ces deux activités présentent un profil de croissance supérieur à celui de la branche Vision. Cependant, cette dernière devrait bénéficier du basculement de la logique coûts/volumes des produits standards à fonction technique vers des caméras élaborées par i2S à très forte valeur ajoutée.

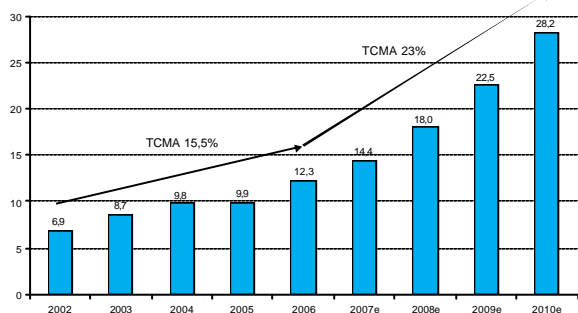
Un mode de distribution adapté

Le mode de distribution est réparti entre la commercialisation directe pour les activités Vision et LineScan et une distribution indirecte pour la branche Digibook et la clientèle OEM de l'activité Vision.

Accélération de la croissance

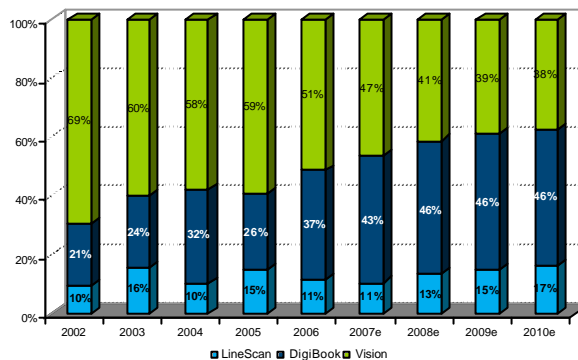
Après une croissance moyenne annuelle organique de 15,5% entre 2002 et 2006, nous anticipons une accélération de cette croissance à 17% en 2007 et 25% entre 2008 et 2010. Le chiffre d'affaires affiche d'ores et déjà une croissance de 28,5% au premier semestre 2007.

Chiffres d'affaires en M€



Source : société, prévisions KBC Securities

Répartition du chiffre d'affaires par activité



Source : société, prévisions KBC Securities

*Une volatilité probable pour
DigiBook et Vision*

Il convient de souligner qu'au regard de la taille aujourd'hui relativement modeste de l'activité, la position sur des appels d'offres significatifs de la société peut amener à une variabilité forte du chiffre d'affaires. Si Digibook et LineScan présentent des profils de croissance supérieurs à ceux de Vision, ce dernier segment pourrait connaître une évolution plus favorable que celle intégrée dans nos prévisions.

Un positionnement de niches

Face à la concurrence des grands groupes, i2S rappelle que la société évolue sur des marchés de niche qui ne sont pas la cible des grands groupes internationaux. Par ailleurs, de plus en plus, ces mêmes grands groupes s'adressent au tissu de PME innovantes pour le développement de nouvelles applications, d'autant que ces dernières peuvent être destructrices de valeurs pour ces acteurs lorsqu'elles remplacent des produits existants. Enfin, la société a pour règle de ne jamais être en concurrence directe avec les géants sur les marchés de masse ou BtoC : i2S offre du sur-mesure récurrent afin de créer de la valeur ajoutée.

LINESCAN : décollage imminent

Un marché de niche en croissance de 25 %

LineScan fabrique et fournit des systèmes de détection de défauts par vision de la production industrielle de matériaux à plat (verres et composites à hautes valeurs ajoutées, non-tissés et films plastique) en défilement continu. Le marché adressable de LineScan représente environ 130 M\$, dont le tiers aux Etats-Unis, et affiche une croissance moyenne de 4 à 5 % par an sur les matériaux traditionnels et de 20 à 25 % sur les matériaux émergents (source: Automated Imaging Association). Il y a peu de concurrents sur le marché, le leader étant l'Allemand ISRA Vision, dont l'action est cotée à Francfort (ISR). Dans un communiqué daté du 26 septembre 2007, ce dernier annonçait une forte hausse de ses commandes de sa division Surface Vision. i2S, de taille encore très modeste sur ce marché, est en pleine pénétration de grands comptes. Les systèmes vendus sont standards à la base et adaptés au besoin de chacun des clients. 35 % du prix de vente sont liés aux coûts matières et le solde à la valeur ajoutée d'i2S (Software, Service Qualité, garantie du taux de contrôle effectif,...). 10 % à 12 % du chiffre d'affaires sont récurrents car relatifs aux pièces détachées, à la maintenance et aux améliorations des logiciels intégrés. A noter que ce chiffre d'affaires génère une marge supérieure à celle de l'ensemble de la branche.

Sélectivité des marchés adressables

Afin d'optimiser ses ressources et sa marge, le management opère une sélectivité dans les contrats possibles. Le groupe ne s'adresse que ponctuellement au marché du papier, en stagnation et trop verrouillé par quelques acteurs. La tendance des prix est à la baisse et les produits vendus n'intègrent pas assez de valeur ajoutée. Le groupe n'est pour le moment pas présent sur le marché de la sidérurgie, même si des discussions sont en cours quant à un éventuel partenariat OEM (*Original Equipment Manufacturer*). Le marché du verre intègre au contraire beaucoup de valeur ajoutée. De nombreux contrôles de vision sont nécessaires, notamment sur les verres traités en pleine expansion (double vitrage,...). Les clients sont prestigieux (AFG industries, Saint Gobain,...) et approchés via le pôle R&D d'i2S. Le marché du film plastique est également intéressant (Celgard, GE Plastic USA), notamment celui destiné aux panneaux solaires. Ces produits sont à très forte valeur ajoutée et ne supportent aucun défaut. Enfin, un autre marché porteur auquel s'adresse i2S est celui des tissus techniques notamment dans le domaine du médical (Tredegar aux Etats-Unis, Dayuan et Yaolong en Chine).

Une réussite commerciale liée à l'innovation

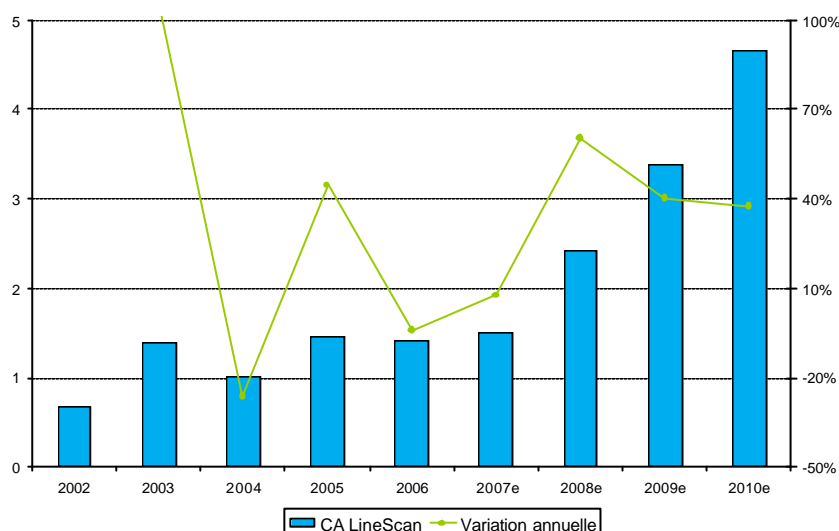
Le groupe a répertorié des bibliothèques de défauts propres à chaque type de surface inspectée. La réussite commerciale est liée à la capacité technique des produits à répondre aux tests des clients, la proximité géographique, la pérennité des systèmes, la qualité interface avec l'opérateur et le Smart Classifier, logiciel développé en interne qui permet à l'utilisateur de générer lui-même sa bibliothèque de défauts.

Développements logiciels

Le groupe oriente aujourd'hui ses développements logiciels dans le domaine du SPC (Statistical Process Control), contrôle de processus statistiques, analysant l'écart à une valeur de référence afin d'anticiper sur les mesures à prendre pour améliorer les processus de fabrication. L'objectif est d'augmenter l'offre et d'évoluer du contrôle de qualité vers l'optimisation de la production via l'intelligence artificielle (optimisation des processus de production : régler l'épaisseur du papier, organiser les fibres d'un tissu,...). D'autres développements sont en cours vers les multicapteurs (UltraViolet, Infrarouge,...) multispectraux et la 3D.

Accélération attendue du taux de croissance moyen annuel estimé à 35 % entre 2006 et 2010

Chiffres d'affaires de la division LineScan en M€(variation en %)



Source : société, prévisions KBC Securities

Un potentiel important validé par un carnet d'affaires en forte croissance

Au départ, i2S est un fournisseur de composants pour l'industrie du contrôle qualité par vision. En 2004, la société prend un virage stratégique et décide de s'adresser directement au client final en développant ses propres solutions. Les premiers systèmes LineScan ont été installés en 2005 auprès de clients internationaux et s'avèrent être une réussite. La pénétration chez des grands comptes leaders dans leur secteur fait désormais référence et les appels entrants se multiplient. En 2007, le portefeuille d'affaires s'est brutalement gonflé laissant envisager une croissance soutenue de cette activité sur les prochaines années. En effet, le groupe progresse sur sa courbe d'expérience et la tendance devrait se poursuivre sur les prochains exercices. La conquête de parts de marché est importante, notamment sur les marchés dédiés au verre et au film plastique. L'activité sera portée par le développement de produits complémentaires afin de pénétrer des marchés complémentaires tels que ceux des panneaux solaires (fort développement des capacités de production dans l'industrie) ou des tissus techniques. Cet élargissement de l'offre sera bénéfique sur les marges car il sera fondé sur la réutilisation de briques technologiques déjà en place pour les activités actuelles.

*Une base de clients
internationaux*

Cette activité est liée à l'investissement des entreprises et est donc corrélée aux cycles économiques. Cependant, i2S souhaite diversifier son exposition géographique pour profiter de son avantage commercial dans de nouvelles régions, et notamment en Europe. Pour le moment, la présence du groupe depuis 3 ans aux Etats-Unis est primordiale dans sa réussite commerciale. C'est le pays où se diffuse l'innovation et qui permet d'accompagner les clients en Asie ou en Amérique du Sud. Parallèlement, la présence du groupe en Chine intéresse vivement les clients américains. Pour le moment, i2S évolue sur sa courbe d'expérience en Chine et reste prudent dans le développement de ses affaires avec des clients locaux. Cependant, la percée chinoise n'est pas anecdotique, la société ayant généré 4% de son chiffre d'affaires total en 2006 dans la région.

VISION : innovation, récurrence et grands comptes

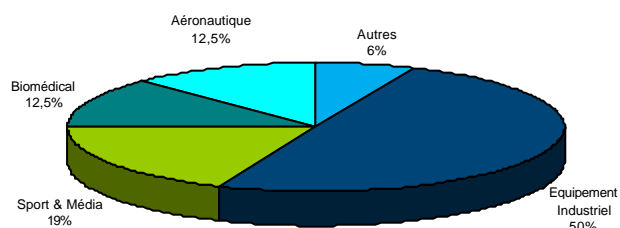
Distribution et ingénierie

Le pôle i2S Vision s'adresse aux marchés des systèmes de caméras intelligentes dédiées à des exploitations spécifiques de capture et d'analyse d'images en conditions extrêmes (Sport, biomédical, aéronautique, spatial défense, équipementier industriel, organisations scientifiques, etc.). Son activité est répartie entre la distribution de composants de grande marque (Sony, Matrox, Dalsa, Fujinon...) et une activité d'ingénierie offrant des solutions sur-mesure à ses clients.

L'expertise métiers

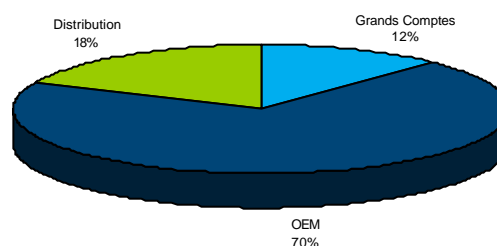
Le marché industriel français stagne et la stratégie coûts/volume n'apparaît pas intéressante. Ainsi, i2S souhaite réduire progressivement la part de son activité de négoce pur (18 % du chiffre d'affaires de la branche) pour orienter son activité vers des niches à forte densité technologique en spécialisant son offre par un marketing dédié par secteur. Ayant répondu à certains besoins de ses clients, Vision a développé une expertise métier qui lui permet d'envisager aujourd'hui une pénétration de certains marchés de niches, notamment à l'international. La migration s'opère vers l'aval de la chaîne de valeur avec des développements dans le domaine du Software ou de l'électronique embarquée.

Répartition du CA Vision en 2006 par secteur



Source : société

Répartition du CA 2006 Vision par type de clients



Source : société

Biomédical

Parmi ces vecteurs de croissance, on peut citer le secteur Biomédical et plus spécifiquement du diagnostic biologique. Les laboratoires intègrent des solutions automatisées d'imagerie au cœur de leur système d'analyse afin de réaliser de manière répétitive des mesures fiables et rapides. En 2007, Bio-Rad, société spécialisée dans la fabrication de tests et d'instruments de diagnostic a confié un contrat exclusif de réalisation d'une nouvelle génération de modules de lecture de tests biologiques. Le prototype est en cours de validation et devrait amener à la fabrication de séries annuelles de 500 unités par an, représentant un montant moyen annuel de 1,5 M€

Aéronautique

Dans le secteur de l'aéronautique, i2S Vision s'est illustrée par le développement du système de caméras embarquées sur la fusée Ariane V. Cette solution de caméras embarquées avec transmission et décryptage des images vidéo en temps réel et de longue durée en conditions extrêmes a permis à la société de signer des contrats pour les essais en vol des Airbus. Toutefois, ces contrats n'amènent pas de chiffre d'affaires récurrent. Cependant, la volonté d'i2S de migrer vers une offre présentant des effets de récurrence sur des périodes longues s'illustre par son récent partenariat avec Thalès. Ce dernier, par ailleurs client du groupe pour la distribution de produits customisés, participe avec i2S dans le cadre de l'AESE (pôle de compétitivité Aéronautique Electronique Systèmes Embarqués) au développement d'un système de positionnement 3D à intégrer aux casques des pilotes d'avion. Ce système devrait amener à la mise en fabrication de séries et à l'ouverture sur de nouvelles applications et de nouveaux marchés (médical, jeux vidéo, etc...).

Industrie

L'automatisation des chaînes de production et les contrôles qualité ont amené les industriels à s'équiper de systèmes vidéo avec analyse des images. Ainsi, i2S Vision fournit aux équipementiers industriels internationaux des sous-ensembles de vision comme par exemple MSC, leader mondial de l'équipement d'inspection de bouteilles en production, LECTRA, leader mondial des systèmes de découpe de tissus, VITechnologies, équipementier du marché des cartes électroniques ou plus récemment SCHLUMBERGER, leader dans les systèmes de recherche pétrolière. La durée de vie moyenne de ses équipements est estimée entre 4 et 5 ans et donne lieu à des renouvellements. Dans le domaine de la sécurité alimentaire, i2S Vision a développé un système de vision qui, couplé à un nez électronique, permet de mesurer la fraîcheur des poissons débarqués à la criée. Par ailleurs, Le groupe équipe une chaîne d'abattage lui permettant de classer la viande en fonction de paramètres de forme et de couleur associés à des mesures de poids.

Perspectives

Le savoir-faire d'i2S (approche grands comptes, technologie embarquée, vision intelligente) lui permet aujourd'hui d'envisager la pénétration de nouveaux marchés très porteurs tels que ceux de la télésurveillance et de la sécurité des transports. Des développements plus poussés pourraient amener la société à s'intéresser au secteur de la reconnaissance morphologique.

Sport et Média

Enfin, i2S est présent dans le domaine du Sport et des Médias avec des réalisations technologiques à résonance internationale. Par son expertise dans la vision numérique, le groupe a mis au point et commercialisé des solutions à même de révolutionner le monde du sport telles que les photos finish à différentes épreuves sportives internationales, dont notamment les Jeux Olympiques. i2S a fourni sa 5^{ème} génération de caméras à son client SwissTiming, filiale du groupe SWATCH, générant une certaine récurrence du chiffre d'affaires. Plus récemment, i2S a mis au point le « But Finish » en partenariat avec Canal Plus et EVS, fabricant de systèmes d'enregistrement coté à Bruxelles. Ce système permet d'évaluer avec certitude lors d'un match de football le franchissement de la ligne de but par le ballon par un traitement simultané des images 2D et 3D en temps réel. Ce système mobile intègre 4 caméras pouvant traiter entre 240 et 300 images par seconde retraitées afin de donner une réponse en moins d'une minute.

Une activité désormais fondée sur le partenariat

Ce dernier projet illustre de manière pertinente le virage pris par i2S dans ses relations commerciales avec ses clients grands comptes. Ainsi, avec Canal plus, la réalisation du projet s'inscrit dans le cadre du financement d'un projet de R&D par le client lui-même mais dont l'utilisation par i2S peut être faite sur d'autres marchés. Si la commercialisation pour l'enregistrement des matchs de la ligue française de football sera assurée par Canal Plus, ce dernier et i2S envisagent par ailleurs de commercialiser ensemble cette solution pour le reste du monde.

Co-Ingénierie et Co-développement

Plus généralement, par ses solutions sur-mesure, i2S se pose en sous-traitant partenaire impliqué dans la stratégie du client : les projets sont parfois développés en *risk-sharing* mais toujours avec la garantie d'un volume en production, apportant ainsi de la récurrence dans le chiffre d'affaires. D'autre part, i2S s'assure de la garantie d'utiliser la technologie sur des marchés différents de ceux du client permettant un amortissement plus rapide des frais de R&D par une politique de capitalisation technologique.

Différentes étapes avant d'atteindre un CA récurrent

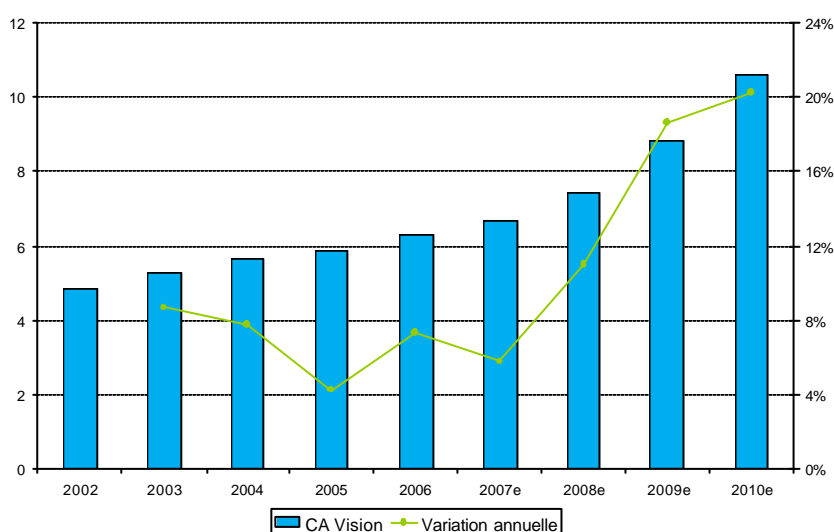
La visibilité sur le chiffre d'affaires est basée sur un business modèle en 3 étapes :

- 1- Etude de faisabilité et prototypage.
- 2- Lancement des préséries.
- 3- Production en series.

Chaque étape donne lieu à une facturation. Les risques sont ceux d'une erreur lors du prototypage qui se révélerait dans les préséries ou de budgets de recherche dépassés. Dans un contrat cadre, en ne facturant pas l'étape première de prototypage, i2S demande aux clients de s'engager sur des volumes de commandes sur les étapes suivantes. Ainsi, le groupe préfère ne pas simplement vendre sa connaissance mais participer aux fruits de son travail de recherche et trouver ainsi une certaine récurrence dans son chiffre d'affaires. Aujourd'hui, 70 % des clients sont des OEM avec une récurrence du chiffre d'affaires à 36 mois.

Taux de croissance moyen annuel de 7 % entre 2002 et 2006 qui devrait s'accélérer dès 2008

Chiffre d'affaires de la division Vision en M€(variation en %)



Source : société, prévisions KBC Securities

Un scénario conservateur

Le taux de croissance moyen annuel du chiffre d'affaires Vision s'établit à 7% entre 2002 et 2006 et devrait s'accélérer dès 2008. Le nombre d'affaires en cours de développement sur des nouveaux marchés, sectoriels ou internationaux, laisse envisager une croissance de cette activité sur les prochains exercices. De manière conservatrice, nous n'avons pas retenu de scénario intégrant l'ouverture de marchés tels que celui de l'internationalisation des droits de commercialisation du système "But Finish". Par ailleurs, nous anticipons une faible croissance de la distribution pure au profit de produits intégrant une couche de développement i2S (produits customisés). Le groupe compte notamment augmenter la part de valeur ajoutée en intégrant du logiciel dans les améliorations qu'il apporte aux produits pour le compte des clients et développer parallèlement une activité support. L'évolution du mix produit devrait permettre une évolution favorable de la marge d'exploitation.

i2S Vision : un acteur de taille moyenne dans un marché atomisé

La diversité des marchés sur lesquels évolue i2S Vision rend difficile une classification des concurrents. Quelques acteurs sont actifs sur certains de ces marchés :

- Stemmer Imaging, premier groupe européen de distribution spécialisé dans le domaine de la vision avec 39,5 M€ de chiffre d'affaires en 2006, évolue en France au travers de la structure Imasys. Fort de son réseau paneuropéen (Allemagne, Suisse, Royaume-Uni et France), le groupe bénéficie d'un rapport de force en sa faveur face aux fabricants. Imasys est présent sur les marchés de la vision industrielle pour les intégrateurs et les OEM, l'analyse d'images dans le domaine médical par exemple, la R&D et la sécurité « intelligente » dans le domaine du transport routier ou la reconnaissance morphologique par exemple.
- Créée en 2002, Elvitec est une société française qui distribue des produits et réalise des prestations relatives à la vision industrielle et à la vidéosurveillance. Cette société a réalisé un chiffre d'affaires de 1,8 M€ en 2006.
- Cedip est une société française qui fabrique et distribue des caméras infrarouges pour l'industrie, le médical et le transport. Cette société fait l'objet d'une OPA de la part du leader mondial du secteur, l'Américain Flir. Le dénouement de cette opération financière reste soumis à l'approbation des autorités. Cette société a réalisé un chiffre d'affaires de 17,5 M€ en 2006. La capitalisation au prix offert de 19 € par action atteint 61 M€
- Tattile est un groupe italien spécialisé dans les solutions technologiques de vision dédiées aux contrôles qualité réalisant un chiffre d'affaires de 19,5 M€ en 2006.
- Enfin, Kappa opto-electronics, est une société allemande fabricant de caméras et de solutions systèmes dans le traitement d'images. Elle réalise un chiffre d'affaires supérieur à 10 M€ et dispose de succursales à Toulouse et Los Angeles.

DIGIBOOK : un vaste marché en devenir

Numérisation de documents reliés

La branche DigiBook d'i2S s'adresse aux marchés des scanners dédiés à la numérisation de documents reliés et d'archives. L'essentiel de l'offre actuelle est destiné aux bibliothèques et aux centres d'archivage publics. Le groupe aspire à élargir son champ d'action à la maîtrise d'ouvrage en développant la valeur d'usage pour l'utilisateur final.

Des références prestigieuses

Près de 1 000 machines i2S sont aujourd'hui utilisées par 25 grandes bibliothèques nationales et par plus de 300 bibliothèques universitaires et centres d'archives en France, en Europe et aux Etats-Unis. Les plus grands prestataires de services européens et américains spécialisés dans la numérisation tels que Jouve ou Safig utilisent les outils i2S.

Une gamme étendue

L'activité Digibook se répartit aujourd'hui à 60 % pour les produits Copibook essentiellement dans le secteur public des bibliothèques et des centres administratifs engagés dans des campagnes de numérisation. Avec un prix moyen entre 20 K€ et 30 K€, CopiBook dispose aujourd'hui d'un parc installé de 500 appareils. Plus haut de gamme, SupraScan représente 35 % du chiffre d'affaires avec une clientèle dédiée aux applications cadastres, plans et grands formats. Ce dernier marché est en légère progression. Le prix moyen évolue entre 30 K€ et 60 K€ pour un parc installé de 250 unités. Enfin, Digitizing Line, la formule 1 de cette division, fabriquée et distribuée en partenariat avec la société ASSY, ne représente que 5 % du chiffre d'affaires de la branche. Pour un prix compris entre 200 K€ et 300 K€, ce dernier produit est le reflet de la densité technologique d'i2S.

La vitrine technologique

En effet, avec une vitesse record de 3000 pages numérisées par heure pour le modèle DL 3000, la Digitizing Line offre une solution entièrement automatique capable de répondre aux ambitieux projets de numérisation à l'échelle mondiale. Avec les annonces ces derniers trimestres de Google, Yahoo et autres acteurs tels que Microsoft de numériser l'ensemble des ouvrages et livres qui constituent le patrimoine culturel mondial, les scanners doivent offrir des solutions de qualité et surtout de productivité optimales. Ainsi, le plus grand centre européen de numérisation, le centre d'archivage de La Walck en Alsace, est équipé entre autres numériseurs de 4 machines Digitizing Line i2S. Ce centre a été mis en œuvre pour le compte du Ministère de la Justice et a pour objet de numériser l'ensemble des registres cadastraux d'Alsace et de Moselle afin de les mettre en ligne à destination des notaires. Le prestataire ayant coordonné cette réalisation est Infotechnique, filiale de Getronics, pionnier des processus industriels en matière de chaîne de numérisation.

La numérisation des livres

Aujourd'hui, parmi les acteurs privés, seul Microsoft a signé un partenariat avec un fabricant de scanners automatiques, Kirtas, acteur américain et concurrent d'i2S sur ce marché. Quant à Google, ce dernier reste très discret sur les technologies engagées dans son projet de numériser près de 15 millions d'ouvrages à horizon 2015. De nombreuses universités et bibliothèques ont déjà signé pour permettre au géant américain de l'Internet de numériser leur fonds en échange d'une version numérique gratuite qui leur est remise. Si la polémique sur la qualité de la numérisation faite par Google enfle, le rapport qualité/prix pour ces bibliothèques est imbattable. La bibliothèque de Lausanne, la première de langue française à rejoindre le projet Google Book Search, n'aura quasiment rien à payer pour la numérisation des 100 000 volumes concernés libres de droits sur les 2 millions de livres en stock, l'Américain prenant en charge les frais de transport, d'assurance et de numérisation pour un budget total estimé entre 6 et 9M€. Le souhait de disposer d'une meilleure qualité pourrait ouvrir ce marché à i2S.

Les bibliothèques numériques : un potentiel certain, mais à échéance incertaine

Cependant, i2S a d'autres pistes pour pénétrer ce marché de l'industrialisation de la numérisation d'ouvrages : les projets européens concurrents à ceux de Google tels que la bibliothèque numérique française et la bibliothèque numérique européenne (7^{ème} PCRD « Digital Libraries »). Toutefois, les grands projets de bibliothèques nationales numériques sont dépendants de décisions politiques. Et ces dernières tardent à être prises ou mises en application pour certaines d'entre elles. Pourtant, il y a urgence au regard de la durée de vie de certains ouvrages qui ne devrait pas excéder les 50 prochaines années (édition entre 1850 et 1950 avec du papier contenant de l'acide). En mars 2007, Jacques Chirac rappelait les objectifs dans le cadre du projet de la BNE d'une numérisation de 6 millions d'ouvrages à horizon 2010, dont 2 millions dès 2008. La BNF quant à elle est dotée d'un budget spécifique pour ce projet de 10 M€ par an. Alors que Jouve a remporté la 1^{ère} tranche pour 30 000 livres de l'appel d'offre de la BNF, SAFIG a remporté la seconde de 100 000 livres par an sur les 3 prochaines années. A cette fin, un atelier de numérisation a été établi en région parisienne en partenariat avec BancTec, distributeur européen d'équipements de numérisation. Les deux appels d'offre ont été gagnés avec du matériel i2S, soit 2 contrats représentant pour l'instant 400 K€.

Si les budgets et la mise en œuvre des chantiers paneuropéens tardent à se débloquer, l'exemple du retrait de l'Allemagne fin 2006 du projet Quaero destiné à développer un nouveau système de gestion des contenus multimédias en est une illustration, une avancée significative sur le sujet pourrait provoquer un effet "domino" sur les autres bibliothèques nationales européennes, alors convaincues de la faisabilité du mode opératoire. En 2008, 3 bibliothèques nationales en Europe devraient lancer des appels d'offre (Espagne, Suisse, Allemagne). D'autres pourraient les suivre rapidement (Norvège, Finlande, Italie, Portugal...).

Un marché de niche

Avec une capacité maximale de numérisation de 3000 pages par heure, la DigitizingLine pourrait numériser près de 90 000 ouvrages par an, soit à horizon 2010, dans 3 ans, 270 000 livres. L'objectif de la BNE de numériser 6 millions d'ouvrage d'ici à 2010 nécessiterait la mise en place de 22 DL 3000 à 250 K€ par unité pour atteindre cet objectif, soit un chiffre d'affaires potentiel maximum de 5,5 M€ pour i2S, sachant que des centres de numérisation existent déjà et que des choix technologiques différents ont parfois été retenus. Ce produit reste donc un marché de niche pour i2S.

Une évidence à terme ?

Si le marché de la numérisation des livres offre aujourd'hui peu de visibilité à court terme, la crainte des éditeurs littéraires prenant sa source dans l'actualité de l'édition musicale qui n'a pas su réagir face au phénomène de numérisation de ses contenus, à terme, des solutions industrielles de numérisation devront être mises en place. La production annuelle en France de livres a atteint 62 527 titres en 2006. Le nombre de références vendues s'affiche quant à lui à 475 093 titres.

*Marchés publics et privés :
création de valeur chez
l'utilisateur*

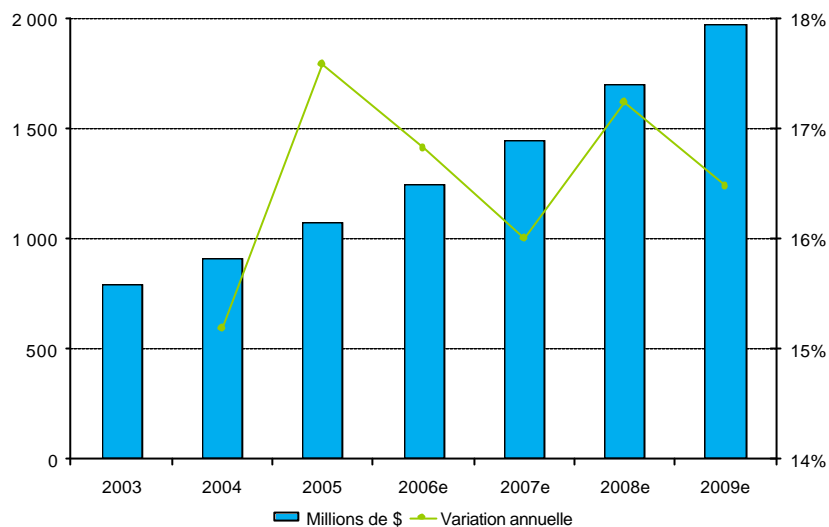
A plus court terme, le vrai marché est ailleurs. Les ateliers de numérisation se multiplient au sein des entreprises privées ou des collectivités locales. Le business modèle apparaît fiable puisque la valeur d'usage pour l'utilisateur final est forte. Ainsi, le coût de la numérisation se justifie par la valeur ajoutée apportée au document (utilisation, distribution,...). Le groupe cherche à améliorer l'automatisation des processus de numérisation afin de créer de la valeur chez ses clients. L'amélioration permanente des équipements et des logiciels participe à cet objectif. Ces solutions doivent permettre aux utilisateurs de bénéficier d'un coût de numérisation particulièrement attractif puisque très peu d'interventions humaines seront alors nécessaires.

Le Book Restorer™

Outre un partenariat avec la société Pixelion, éditeur français spécialisé dans le traitement, la compression et la diffusion d'images et un partenariat avec le russe Abbyy, éditeur de logiciels de reconnaissance de caractères (OCR) utilisés dans la DL 3000, i2S développe des logiciels en interne pour accroître la valeur ajoutée de son matériel. Le logiciel Book Restorer s'inscrit parfaitement dans la recherche de qualité et de gains de productivité qu'i2S entend offrir à ses clients. Ce logiciel optimise la gestion des ouvrages numérisés (consultation, sauvegarde, publication, restauration) et est accompagné de modules externes qui permettent l'automatisation de cette gestion en temps différé ou en flux continu, ainsi que le contrôle qualité de la restauration.

Une croissance moyenne annuelle de 16 %

Marché mondial du logiciel de capture de documents

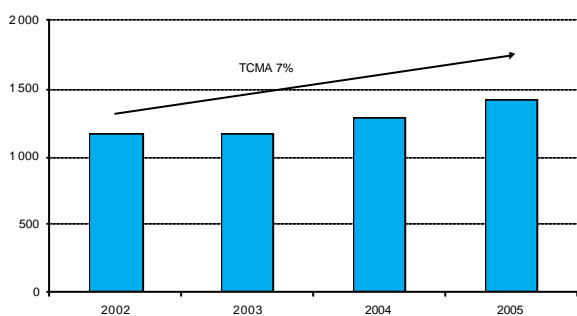


Source : Harvey Spencer Associates, 2006

Absorber la valeur ajoutée dans les équipements

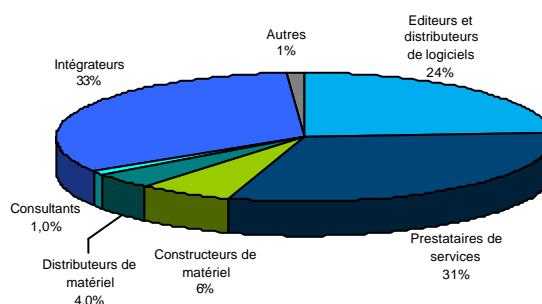
Dans un projet d'ateliers de numérisation, environ 20 % du budget est consacré au matériel et 80 % aux services (main d'œuvre). L'exemple du projet de numérisation de la BNF illustre ce phénomène. Sur un budget global de 9M€ pour numériser 100 000 livres, seuls 600 K€ sont alloués à l'équipement en scanners. Autre exemple, l'usine de numérisation de la Walck au budget de 45 M€ n'a consacré sur cette somme que 1,2M€ aux scanners i2S et plus de 50 % du budget est dédié à la main d'œuvre. L'objectif d'i2S est d'intégrer une part des coûts relatifs à cette main d'œuvre dans son matériel, lui permettant de diminuer la facture globale pour le client et d'augmenter ses prix. L'automatisation du process de numérisation est au cœur de cette logique.

Evolution du marché de la GED en France (M€)



Source : IDP / Archimag

Répartition par activité du marché de la GED



Source : IDP / Archimag

Des partenariats nécessaires

Ainsi, les prestataires spécialisés dans la numérisation des documents, tels que Jouve, premier prestataire européen dans le domaine de la capture industrielle de documents, se doivent de proposer des solutions plus simples, plus industrielles et plus économes. L'utilisation des produits i2S pourrait répondre à cette préoccupation et la société qui ne souhaite pas seulement être un équipementier pourrait développer des partenariats avec ces prestataires.

La valorisation du patrimoine

Un partenariat est déjà en place entre la société i2S et la société Arkhênum, prestataires de services dédiés à la numérisation d'ouvrages anciens dont i2S détient 18 % du capital. Un projet de numérisation des manuscrits de Tombouctou (Mali) est en cours et vise la numérisation de 50 000 manuscrits, représentant 4 millions de pages. La numérisation est prévue dès le mois de novembre 2007. i2S souhaite renforcer son partenariat avec Arkhênum qui s'inscrit dans sa volonté de faire évoluer son offre vers la prestation de services.

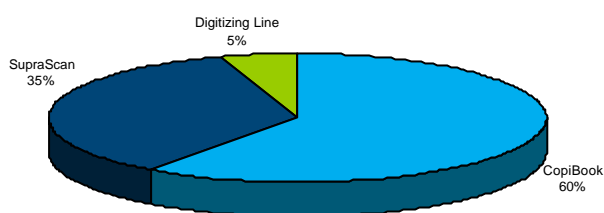
*Des tendances prometteuses
mais des voies de
développement à définir*

Les tendances du marché de la numérisation de documents sont encore mal définies. D'une part, certaines entreprises ou administrations internalisent leur processus de numérisation. Gazprom par exemple sous-traitait auparavant la numérisation de ses archives et documents. Le contrat signé pour l'équipement en produit i2S de cette société (100 Copibook pour 1,8 M€) s'inscrit dans un mouvement d'internalisation de la chaîne de numérisation. Les logiciels d'automatisation et d'interface conviviale permettent une utilisation par le client final lui-même. Parallèlement à ce phénomène, des usines de chaîne de numérisation se développent en Europe, parfois dédiées à un client (La Walck pour l'administration, Kirtas pour Microsoft aux Etats-Unis) ou ouvertes à la sous-traitance ponctuelle, cependant toujours sur des volumes importants. Une troisième voie pourrait se dessiner, celle des ateliers de numérisation mobiles, se déplaçant chez le client pour des opérations ponctuelles, tel que le pratique Arkhênum. Si i2S réfléchit à prendre le virage de la maîtrise d'ouvrage, au risque de perturber sa relation avec ses prescripteurs prestataires d'aujourd'hui (7 % du chiffre d'affaires), sa stratégie ne semble pas encore définitivement arrêtée.

La concurrence ne se situe pas sur le marché des scanners dédiés à la GED sur lesquels évoluent de grands acteurs internationaux tels que Kodak ou Canon mais sur celui des scanners dédiés aux applications professionnelles. Sur ces marchés, on compte parmi les concurrents d'i2S :

- Zeuschel, une société allemande active depuis 40 ans et notamment à l'origine sur les solutions de microfilms et ayant adapté son offre aux évolutions technologiques des scanners numériseurs. Nous ne disposons pas d'informations financières sur cet acteur.
- Image Access, créée en 1993, emploie 75 salariés dont une trentaine dans son département de R&D et est présente aux Etats-Unis et en Allemagne. Ses filiales DLSS (Digitize Library Systems Group) et BookEye évoluent sur les marchés d'i2S.
- Kirtas est une société américaine qui concurrence i2S notamment sur son produit Digitizing Line dédié à l'industrialisation des centres de numérisation. Cette société a signé un partenariat avec Microsoft sur son projet Live Book Search concurrent de Google Book Search lui offrant une visibilité médiatique importante. En Europe, les produits Kirtas sont distribués par la société BancTec, dont la puissance de frappe vient d'être renforcée par une levée de capitaux privés de 385 M\$.
- Atiz Innovation est également une société américaine présente sur le marché des scanners numériseurs

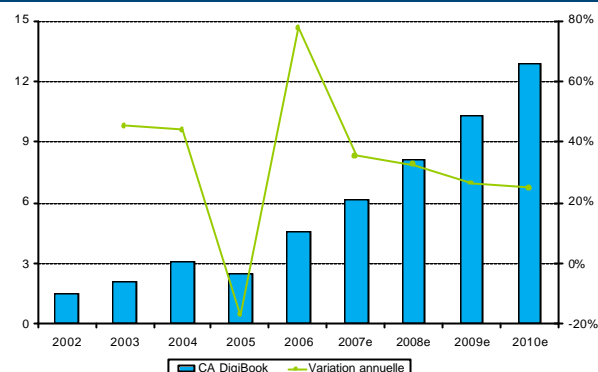
Répartition du CA DigiBook en 2006 par produits



Source : société

De multiples vecteurs de croissance et un scénario conservateur

CA de la division DigiBook en M€(variation en %)



Source : société, prévisions KBC Securities

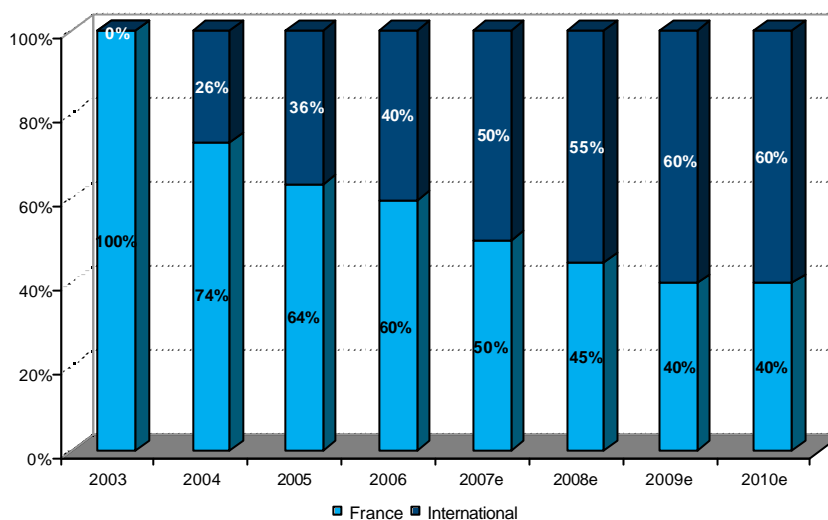
Le pic d'activité en 2004 et la baisse relative en 2005 ont pour origine la mise en place de l'usine de La Walk. La forte croissance en 2006 s'explique par le lancement au CEBIT en 2005 du nouveau scanner CopiBook. Rappelons que le CopiBook est le premier scanner à pouvoir numériser en haute qualité en éclairage ambiant. Le taux de croissance moyen annuel sur la période 2002 à 2006 s'établit à 32 %. Nous anticipons une décélération de ce taux à partir de 2007 sur les exercices suivants à un niveau moyen cependant élevé de 30 %. Les nombreux appels d'offres en cours au niveau des bibliothèques nationales, la performance du réseau de distribution à l'international, le renouvellement de la gamme SupraScan ainsi qu'un développement de l'offre vers la prestation de services seront les vecteurs de cette croissance. A noter par ailleurs, une opportunité sur le marché du Libre-Service de numériseurs en remplacement de centaines de copieurs de livres et duplicateurs de microfilms obsolètes dans les bibliothèques en France et à travers le monde pourrait se concrétiser et dégager un chiffre d'affaires récurrent basé sur le nombre de numérisations. Eu égard à la base installée, ce marché potentiel de renouvellement semble être, en nombre de machines, 2 à 3 fois plus important que celui dédié aux campagnes de numérisation des bibliothèques nationales, avec l'avantage d'être parfaitement identifié. Ce potentiel de chiffre d'affaires n'est pas intégré dans nos prévisions.

L'international

Aux Etats-Unis et en Chine depuis 2003

La part du chiffre d'affaires réalisée à l'international devrait poursuivre son accroissement progressif depuis l'ouverture des Hubs américain et chinois en 2003. Le développement de la filiale nord-américaine dédiée à LineScan ainsi que le positionnement de la société sur des appels d'offres de bibliothèques étrangères soutiennent cette tendance. Si la France représente 60 % du chiffre d'affaires en 2006 contre 40 % pour l'international, nous anticipons une inversion de ce ratio à horizon 2009.

Répartition géographique du chiffre d'affaires



Source : société, prévisions KBC Securities

Développement du réseau de distribution

En 2005, le déploiement des implantations relatives à l'activité LineScan aux Etats-Unis et en Chine a permis un accroissement de la part de l'activité à l'international. En 2006, le décollage des ventes de la nouvelle gamme de scanners CopiBook explique pour partie la progression du chiffre d'affaires à l'international, grâce notamment à la bonne performance du réseau de distribution. En 2006, DigiBook a réalisé 75 % de son chiffre d'affaires à l'export et LineScan 90 %. Le groupe envisage de développer ses activités non seulement en Europe, aux Etats-Unis et en Chine où il est déjà présent, mais également au Japon et en Asie du sud-est, en Amérique du sud et en Europe orientale. i2S a d'ailleurs récemment équipé Gazprom avec 100 scanners numériseurs. A travers la signature d'accords de distribution, DigiBook est présent dans plus de 25 pays. Les distributeurs sont rigoureusement sélectionnés pour leur capacité à intégrer des logiciels dans les équipements et à proposer des services à valeur ajoutée.

Risques de change

En 2006, 92 % du CA a été facturé en euros et pour le solde, i2S se couvre contre le risque de change €/\$. Par ailleurs, 80 % des achats sont facturés en euros, offrant une couverture naturelle contre le risque de change. Selon la société, une variation de +/- 1 % du taux de change €/ \$ aurait eu un impact de +/- 10 K€ sur le chiffre d'affaires et de +/- 19 K€ sur les achats.

Une amélioration progressive des marges

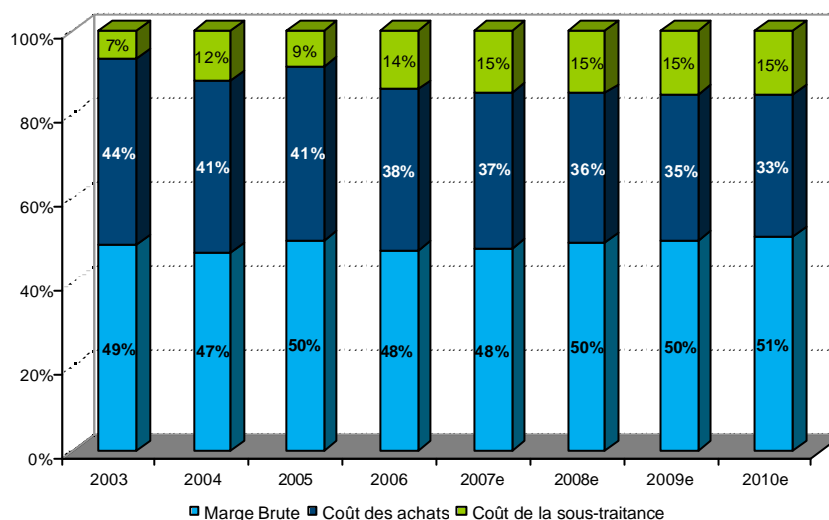
Evolution favorable du mix produit

*Une baisse du coût des achats
relativement au chiffre
d'affaires*

Jusqu'en 2002, l'essentiel de l'activité d'i2S consistait à distribuer des composants électroniques et optiques standards enrichis par une adaptation spécifique aux clients. Depuis 2002, i2S s'est attaché à développer ses propres solutions et ainsi de migrer vers un statut de constructeur et de développeur de systèmes. L'essentiel de l'amélioration des marges proviendra d'une amélioration du mix-produit en faveur des produits propres d'i2S à forte valeur ajoutée au détriment de l'activité de distribution. Ainsi, l'évolution du mix-produit en faveur des produits d'i2S devrait amener à une réduction du montant des achats consommés relatif au chiffre d'affaires.

Les achats de composants sont sécurisés par une diversification des fournisseurs. Ainsi, au 30 juin 2007, le premier fournisseur représente en 8,6% des achats. La société est très attachée à diversifier ses sources d'approvisionnement et à abaisser sa dépendance aux fournisseurs. Des missions sont en cours afin d'évaluer les gains pouvant être générés par des fabrications partielles délocalisées en zone dollar ou au Sud-est asiatique. Déjà, l'assemblage final des systèmes LineScan se fait aux Etats-Unis.

Marge brute (% de la production)



Source : société, prévisions KBC Securities

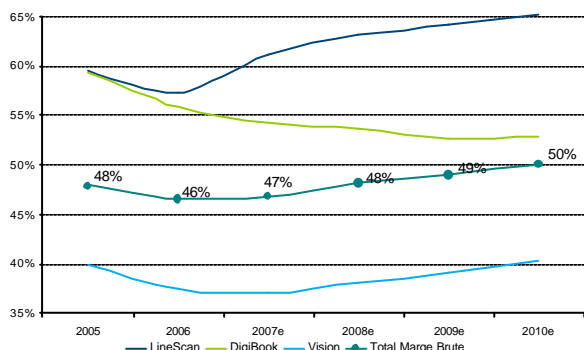
*Flexibilité accrue par le recours
à la sous-traitance*

Le modèle économique d'i2S est dit « FabLess », la partie non critique de la production étant externalisée auprès de sous-traitants, offrant à la société une flexibilité et une réactivité propres à répondre aux à-coups que peut subir le carnet de commandes.

Le projet « route des lasers » dans le bassin aquitain permet de disposer d'un tissu de prestataires spécialisés dans l'optique limitant le risque d'indisponibilité ou de défaut de qualité. Des sous-traitants locaux en opto-mécanique (Novalase, 7% des achats production), en mécanique (IDT, 10 % des achats production) ou électronique (Sinergy, 5% des achats production) constituent un réseau coopératif technologique et industriel qui est une des forces de i2S. Par ailleurs, i2S maîtrise l'ensemble du processus de fabrication depuis la conception jusqu'à la livraison, le département « Industrie » de la société définissant et pilotant l'ensemble du processus. L'atelier interne de la société conserve la fabrication des pièces intégrant le savoir-faire de la société comme par exemple les têtes de numérisation des produits Copibook. Cette sous-traitance va parfois jusqu'à la création de liens capitalistiques comme c'est le cas avec Assy. Cette société suisse à l'origine du système de tourne-pages automatique de la Digitizing Line est détenue à hauteur de 33 %.

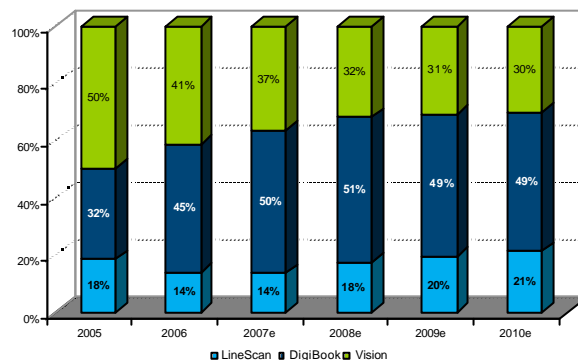
La sous-traitance devrait rester stable relativement au chiffre d'affaires, voire en légère augmentation du fait de la croissance de la part de LineScan et CopiBook dans l'activité globale. Cette part de sous-traitance offre une sécurité à la société en cas de ralentissement de l'activité. Cependant, la croissance pérenne de la société pourrait rendre possible un arbitrage favorable pour une structure partielle de coûts fixes laissant donc un potentiel d'amélioration à la marge d'exploitation. Le groupe n'envisage pas de basculer l'ensemble de son assemblage auprès de prestataires chinois

Marge brute globale et par activité (% CA)



Source : société, prévisions KBC Securities

Contribution à la marge brute des activités



Source : société, prévisions KBC Securities

Au 30 juin 2007, la marge brute (après coûts des achats et de la sous-traitance) est de 57% pour l'activité DigiBook et de 70 % pour LineScan. Elle atteint 38% pour l'activité Vision. Dans cette activité, la partie distribution reste importante avec le négoce pur offrant une marge maximale de 40 %, la revente à des réseaux OEM de produits standards ou adaptés offrant des marges de l'ordre de 25 %, et une part croissante de produits spécifiques offrant des marges supérieures à 50 %. A noter notre prévision d'une tendance baissière de la marge brute de DigiBook liée à un effet volume négatif sur le prix moyen des appareils vendus sur les grosses commandes.

Flexibilité et visibilité

Visibilité à 6 mois

La visibilité sur l'activité est bonne et le management connaît les niveaux d'atterrissage du chiffre d'affaires de fin d'année dès le mois de juillet. Cette visibilité lui permet d'ajuster les charges, notamment grâce à la flexibilité des ressources utilisées (sous-traitance) et de toujours afficher un résultat au moins à l'équilibre. Cette visibilité, issue d'une longue expérience d'i2S, résulte de l'analyse du carnet de commande et du portefeuille d'affaires.

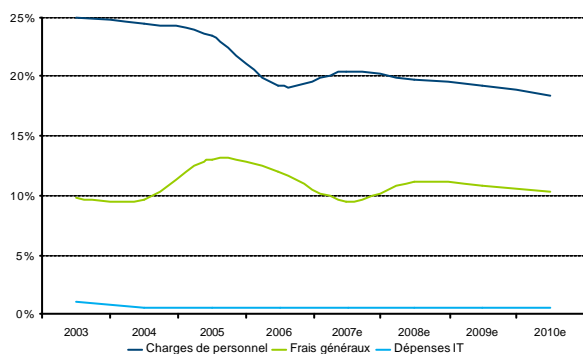
Absorption des charges salariales...

Les effectifs sont croissants ainsi que le salaire moyen en 2007 du fait du recrutement d'un commercial et d'un ingénieur de haut vol ainsi que d'un Directeur Administratif et Financier. Cette tendance à l'accroissement des charges salariales relativement au chiffre d'affaires devrait s'inverser dès 2008, malgré des recrutements plus nombreux mais à un salaire moyen inférieur, reflétant le renforcement commercial de la société. A noter que les ingénieurs expérimentés sont très recherchés et la présence de la société sur le marché boursier lui permettra de mettre en place une politique de stock-options (estimation de 2 à 3 % du capital) motivante pour recruter et fidéliser les salariés.

... et des frais généraux

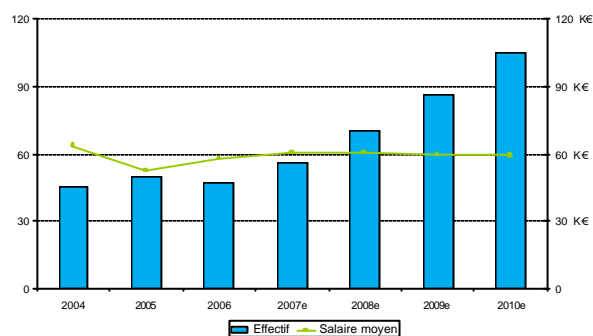
Enfin, les frais généraux en partie fixe devraient diminuer relativement au chiffre d'affaires. En 2005, un effort particulier sur le marketing et la communication a entraîné une hausse de ce budget, passant d'environ 1% à 2% du chiffre d'affaires entre 2004 et 2005, effort maintenu en 2006.

Charges de personnel et frais généraux



Source : société, prévisions KBC Securities

Effectif et salaire moyen



Source : société, prévisions KBC Securities

La R&D, épine dorsale de la société

Depuis 25 ans, l'expertise technologique a toujours été le fil conducteur du développement d'i2S avec 19 dépôts de brevets et 5 actifs à ce jour. Son histoire jalonnée de premières mondiales en témoigne.

Innovations technologiques en premières mondiales

Dates	Evènements et description
1985	Premières images de l'épave du Titanic grâce à une transmission acoustique
1996	Première photo couleur au finish des JO d'Atlanta
2000	Numérisation de la première bible de Gutenberg
2004	Equipement du plus grand centre de numérisation en Europe (La Walck)
2005	Caméras de contrôle embarquées sur le vol Ariane V
2005	Le scanner lumière ambiante CopiBook
2006	Le scanner automate Haute Vitesse DL 3000 le plus rapide au monde
2007	« But Finish » HD avec Canal Plus

Source : société

Une expertise technologique reconnue...

Le pôle R&D regroupe une quinzaine de collaborateurs de formation supérieure spécialisés dans les domaines de l'optique, de l'électronique, de l'informatique et de la mécanique. La reconnaissance scientifique de l'excellence de ce pôle de R&D s'illustre dans la participation de la société à divers grands projets français menés par les deux pôles de compétitivité que sont l'AESE (Aéronautique Electronique Systèmes Embarqués) et "La Route des Lasers", ou européens avec le 7^{ème} PCRD « Digital Libraries ». Ainsi, dans le cadre de "La Route des Lasers", i2S a été retenu avec deux laboratoires de recherche du CNRS pour la phase de faisabilité d'une solution de numérisation de livres fermés (TeraBook). En partenariat avec Thalès, i2S participe par ailleurs dans le cadre de l'AESE au projet PLUS (système de positionnement 3D à intégrer aux casques des pilotes d'avion). Enfin, i2S est une des 40 PME retenues par OSEO Innovation pour postuler en premier rang aux appels d'offre du 7^{ème} PCRD. Dans ce cadre, i2S a monté un consortium européen et déposé un projet (DILBAERT) pour développer les technologies destinées à valoriser les données scannées afin d'en préparer la mise en ligne ultérieure. Ce projet, d'un montant global de 3,4 M€ a été retenu premier en liste d'attente (12^{ème} et première PMI), avec une note de 13,5 sur 15, parmi plus de 150 projets déposés ce qui lui laisse un très bonne chance d'être retenu en final.

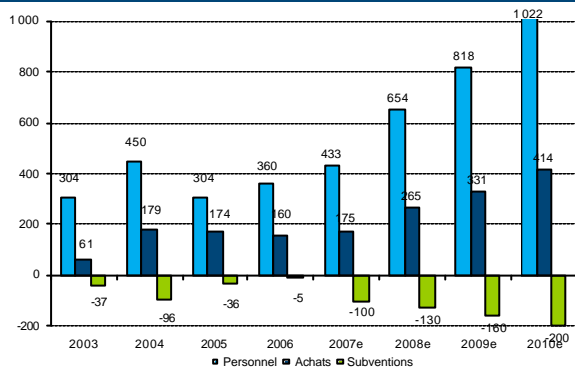
... au service du client

Le pôle de recherche et développement oriente ses programmes d'innovation vers l'enjeu de la valeur d'usage pour le client et du bénéfice qu'il pourra tirer de l'offre commerciale d'i2S. Cette capacité à apporter de la valeur à l'utilisateur puis à capter de façon durable une partie de cette valeur détermine et déterminera la capacité pour la société à accroître sa propre valeur. Ainsi, le département de recherche travaille en étroite collaboration avec les départements commerciaux, et notamment les "Business Development Manager" des 3 branches d'activité de la société.

Un budget net à hauteur de
4,4 % du chiffre d'affaires

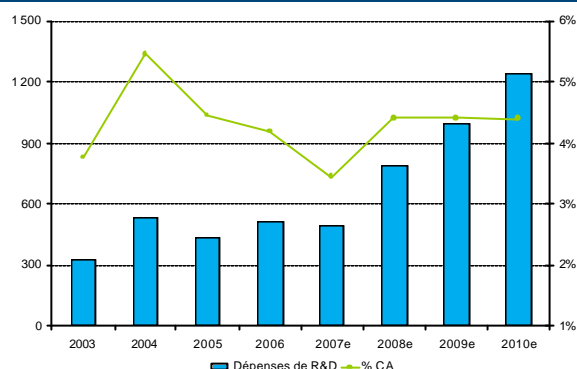
Le budget R&D de la société s'est élevé environ à 11 % du chiffre d'affaires en 2006, dont 6,8 % directement liés et financés par des contrats avec des clients. Ces contrats sont de véritables offres packagées. La R&D est en partie subventionnée, à hauteur de 15 % minimum des efforts engagés par la société. Outre les avances OSEO remboursables au fil du temps en fonction du chiffre d'affaires réalisé, le groupe bénéficie de subventions dites "sèches". Ces subventions s'inscrivent dans les produits d'exploitations, sont TTC et supportent l'impôt sur les sociétés. Elles sont obtenues par la participation à des projets d'envergure (pôle de compétitivité, 7^{ème} PCRD...) et auprès de la région.

Postes de R&D (K€)



Source : société, prévisions KBC Securities

Dépenses de R&D nettes des subventions (K€/CA)



Source : société, prévisions KBC Securities

Synthèse de la descente du compte de résultat

Compte de résultats simplifié (K€)

	2005	2006	S1 2007	2007E	2008E	2009E	2010E
Chiffre d'affaires	9 917	12 277	7 290	14 365	18 028	22 535	28 168
Variation annuelle	1,4 %	23,8 %	28,0 %	17,0 %	25,5 %	25,0 %	25,0 %
Marge Brute	4 741	5 707	3 404	6 719	8 673	11 022	14 091
En % CA	47,8 %	46,5 %	46,7 %	46,8 %	48,1 %	48,9 %	50,0 %
Frais généraux	1 291	1 460	665	1 365	2 001	2 411	2 901
En % CA	13,0 %	11,9 %	9,1 %	9,5 %	11,1 %	10,7 %	10,3 %
Frais de personnel hors R&D	2 316	2 353	1 439	2 930	3 551	4 304	5 183
En % CA	23,4 %	19,2 %	19,7 %	20,4 %	19,7 %	19,1 %	18,4 %
R&D nette subventions	442	515	258	509	789	989	1 237
En % CA	4,5 %	4,2 %	3,5 %	3,5 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %
EBITDA	522	1 199	923	1 700	2 061	2 980	4 348
En % CA	5,3 %	9,8 %	12,7 %	11,8 %	11,4 %	13,2 %	15,4 %
DAP nettes	336	235	277	461	273	346	411
En % CA	3,4 %	1,9 %	3,8 %	3,2 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
EBIT	207	970	646	1 273	1 788	2 634	3 937
En % CA	2,1 %	7,9 %	8,9 %	8,9 %	9,9 %	11,7 %	14,0 %
Résultat financier	-46	-46	-35	-62	-55	-20	41
IS	53	237	217	312	501	814	1 326
Résultat net	108	687	427	899	1 232	1 799	2 652
En % CA	1,1 %	5,6 %	5,9 %	6,3 %	6,8 %	8,0 %	9,4 %

Source : société, prévisions KBC Securities

Changement de méthode comptable

Les dotations aux amortissements et aux provisions subissent un changement de méthode comptable ponctuel en 2007, les charges relatives à la filiale américaine ayant été passées en Immobilisations Financières immédiatement dépréciées, plutôt qu'en Frais Généraux, comme c'était le cas les années précédentes. L'impact s'observe par une charge de provisions supérieure à la norme et un Ebitda amélioré d'autant. Ce phénomène est corrigé dès 2008 dans nos prévisions avec des charges entièrement passées au niveau de l'Ebitda.

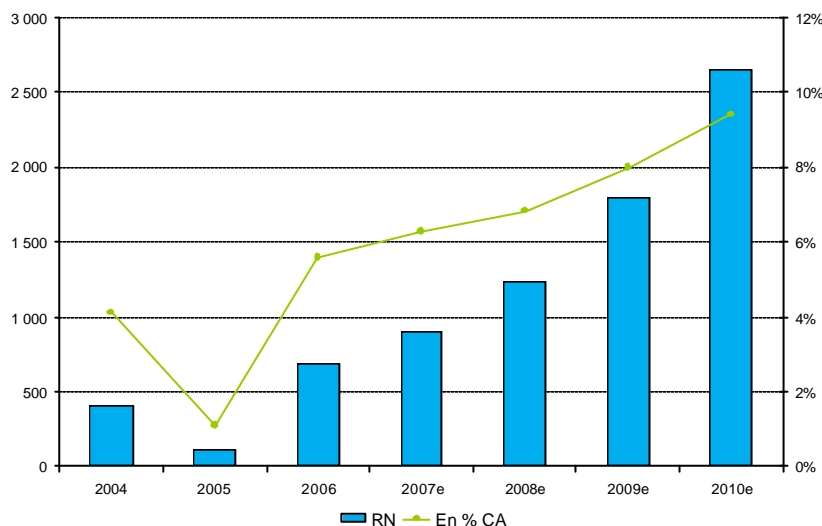
Intérêts financiers

Le résultat financier devrait connaître une amélioration progressive liée à la diminution de l'endettement net. N'intégrant pas de recours ultérieur à l'affacturage dans nos prévisions, nous n'avons pas estimé de charges relatives aux intérêts financiers pour la société d'affacturage à partir de 2008.

Crédit d'impôt recherche

Enfin, les charges d'impôts sur les sociétés sont estimées au taux normatif de 33,6%, diminuées d'un montant de crédit d'impôt décroissant pour devenir nul en 2010. Cette hypothèse apparaît très conservatrice au regard du montant constaté de 173K€ de crédit d'impôt recherche en 2006.

Résultat net en K€ et en % du chiffre d'affaires



Source : société, prévisions KBC Securities

La marge nette devrait ainsi connaître une amélioration progressive et passer de 5,6% en 2006 (5,9% au S1 2007) à 9,4% en 2010.

Investissements et utilisation des fonds levés

Un bilan sain

Le bilan du groupe affiche une trésorerie positive à la fin du premier semestre 2007 de 659 K€, en baisse de 59 K€.

Bilans au 31 décembre et au 30 juin 2007 (K€)					
	2003	2004	2005	2006	S1 2007
Immobilisations nettes	332	363	344	315	377
Stocks	670	876	903	1 272	1 362
Créances	806	865	1 451	1 445	1 843
Autres créances	1 615	1 432	1 202	1 689	1 532
Autres actifs courants	41	68	95	172	232
Trésorerie	548	838	621	719	659
Total Actif	4 011	4 441	4 617	5 613	6 005
Fonds propres	2 062	1 741	1 838	2 524	2 187
Provisions pour risques et charges	155	159	138	139	194
Dettes financières	171	367	249	572	803
Fournisseurs	862	1 186	1 444	1 639	1 626
Autres passifs courants	762	988	948	738	1 194
Total Passif	4 011	4 441	4 617	5 613	6 005

Source : société

Un crédit-bail de 1 M€

Afin d'apprécier au mieux la structure financière de la société, il convient de procéder à quelques retraitements. Ainsi, un crédit-bail est en cours sur l'immeuble occupé par la société à Pessac. Le contrat de crédit-bail signé le 4 novembre 2002 pour une durée de 15 ans porte sur un bien immobilier d'une valeur de 1 579 K€ avec un prix de vente à la sortie fixé à 1 €. Nous intégrons à l'actif la valeur nette de cet actif et au passif une dette financière d'un montant équivalent de 1 003 K€ en 2006.

Un recours à l'affacturage réduit au S1 2007

Par ailleurs, le groupe procède à l'affacturage d'une part de ses créances. Ces créances sont intégrées dans leur intégralité dans le poste autres créances et font l'objet de l'inscription d'une dette financière court terme pour la partie tirée auprès de la société d'affacturage. Au 30 juin 2007, sur cette disponibilité financière qui s'élève à 1 536 K€, la société n'a tiré que 90 K€ et dispose de liquidités en attente de 314 K€. Il convient de souligner que la quasi-intégralité du chiffre d'affaires est réalisée auprès de grands comptes limitant le risque de solvabilité de ces mêmes clients. Par ailleurs, pour les clients étrangers, les créances sont garanties à hauteur de 90 % auprès de la Coface. Nous estimons le délai de paiement des clients à fin 2006 à 76 jours de chiffre d'affaires TTC contre 88 en 2005. Nous l'estimons à 78 jours en 2007 et en normatif. Nous n'intégrons pas dans nos prévisions de recours ultérieurs au service d'affacturage.

Un compte courant auprès de la société Assy inscrits en Autres créances a été intégralement déprécié en 2005 et en 2006 à hauteur de 167 K€, puis reclassé en immobilisations financières, avec une probabilité de reprise dans l'hypothèse d'un redressement de l'activité et de la rentabilité d'ASSY qui semble d'ores et déjà se dessiner. Enfin, le compte courant établi auprès du holding maison-mère Cofintech d'un montant de 488 K€ a été réintégré au cours de la fusion inversée qui a vu i2S racheter sa maison-mère Cofintech.

Fusion entre i2S et sa maison-mère Cofintech

Afin de simplifier sa structure juridique, i2S a racheté sa société-mère Cofintech dont le principal actif était des titres i2S. Cette opération n'a pas donné lieu à une modification significative de la structure de l'actionnariat des personnes physiques.

Bilans retraités au 31 décembre et au 30 juin 2007 (K€)

	2005	2006	S1 2007	2007E	2008E	2009E
Immobilisations nettes	1 415	1 318	1 309	1 321	1 307	1 274
Stocks	903	1 272	1 362	1 466	1 869	2 365
Créances	2 854	3 045	3 065	3 194	4 018	5 032
Autres créances	148	524	84	418	528	663
Autres actifs courants	95	172	232	285	358	447
Trésorerie	621	719	659	802	1 060	1 617
Total Actif	6 036	7 050	6 712	7 485	9 140	11 397
Fonds propres	1 838	2 524	2 187	2 660	3 591	4 991
Provisions pour risques et charges	138	139	194	197	217	247
Dettes financières et diverses	1 668	2 010	1 738	1 735	1 700	1 622
Fournisseurs	1 444	1 639	1 626	1 867	2 344	2 929
Autres passifs courants	948	738	966	1 027	1 287	1 608
Total Passif	6 036	7 050	6 712	7 485	9 140	11 397

Source : société, KBC Securities

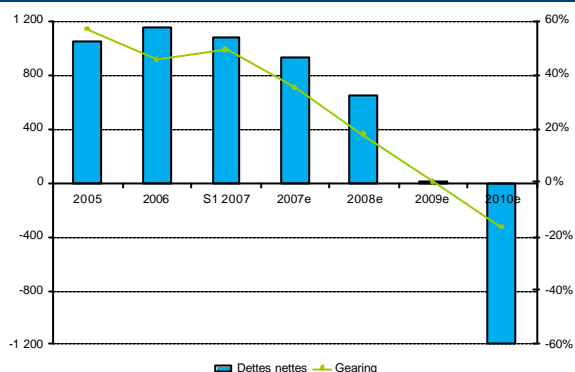
Gearing de 49,3 %

Retraite du crédit bail de 932 K€ et de l'affacturage, la dette brute ressort à 1,74 M€ à la fin du premier semestre 2007 et la dette nette à 1,08 M€, affichant un *gearing* de 49,3%. Cette dette est par ailleurs composée d'une part contractée auprès d'établissements financiers à hauteur de 550 K€ à un taux fixe moyen de 5,15%, d'avances prospection Coface à hauteur de 182,5 K€ et d'une avance OSEO ANVAR de 70 K€. Hors crédit-bail, 151 K€ sont dus à court terme (échéance inférieure à 12 mois).

BFR normatif estimé à 18,8 %

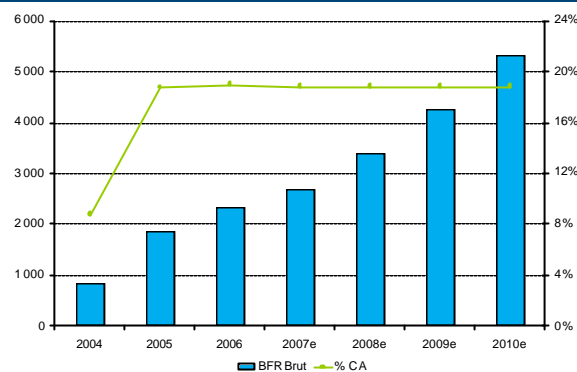
Le BFR brut s'affiche à 19 % du chiffre d'affaires en 2006. Connaissant un pic d'activité saisonnier au quatrième trimestre, nous estimons le BFR normatif à un niveau inférieur de 18,8 %, hypothèse retenue dans nos prévisions. A noter que la créance auprès de Cofintech pour 488 K€ annulée au premier semestre 2007 n'est pas intégrée dans notre calcul en 2006 alors même que nous intégrons dans les ressources du besoin en fonds de roulement le compte courant passif relatif à l'intégration fiscale de Cofintech.

Dettes nettes et levier financier (K€%CA)



Source : société, prévisions KBC Securities

BFR brut (K€%CA)



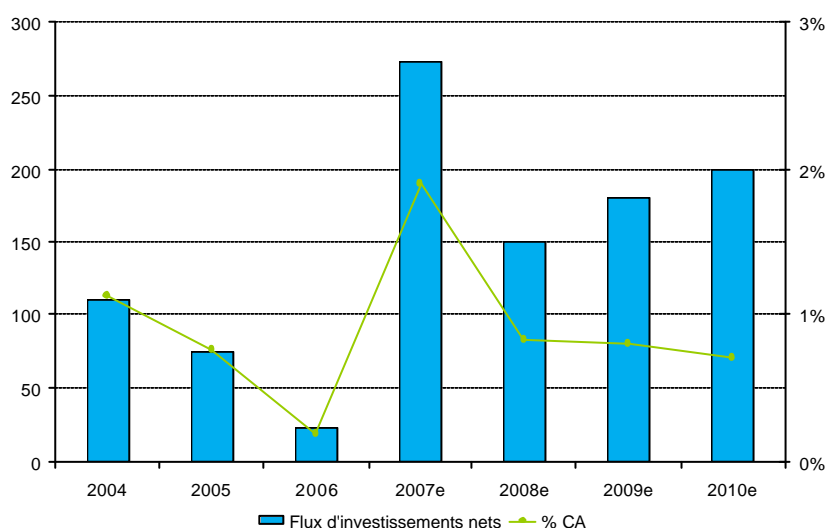
Source : société, prévisions KBC Securities

Faible intensité capitalistique

Investissements et croissance externe

Les investissements depuis 2004 ont porté essentiellement sur du matériel informatique et des enregistrements de brevets. Nous estimons ces investissements à 0,7% du chiffre d'affaires en moyenne. A cette estimation, nous ajoutons l'investissement ponctuel de recapitalisation nécessaire au développement de l'activité Outre-atlantique chiffré à 150 K€ en 2007. i2S Inc, la structure accueillant ces fonds, n'est aujourd'hui pas consolidée et ces investissements sont donc classés en immobilisations financières. Cependant, dès 2008, i2S Inc est intégrée en consolidation globale dans nos prévisions. Cette recapitalisation de la filiale américaine lui permettra de monter une plateforme de démonstration, de disposer d'un stock de pièces détachées et de renforcer l'équipe existante.

Flux d'investissements nets (K€ % CA)



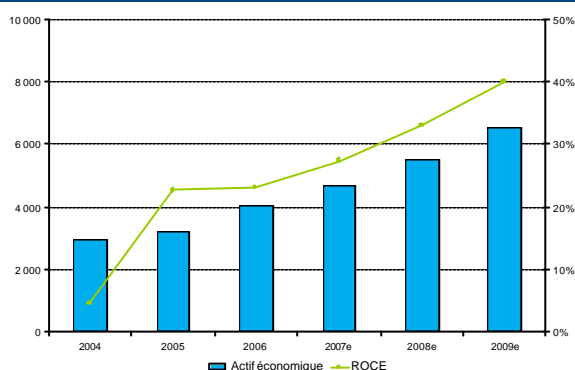
Source : société, prévisions KBC Securities

Précisions que la R&D n'est pas activée et que cet effort est directement passé en charges. Par ailleurs, nous n'avons pas intégré dans notre scénario d'éventuels financements de développement de partenariats capitalistiques (JV), alors que des opportunités semblent se présenter, motivant pour partie la levée de capitaux lors de l'introduction en bourse.

Une poursuite de l'amélioration de la rentabilité

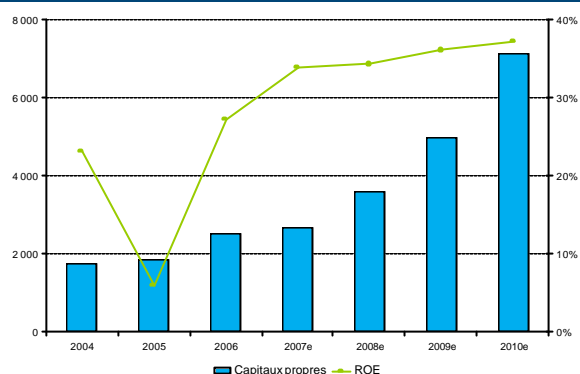
Nous attendons une poursuite de l'amélioration de la rentabilité des capitaux engagés et du retour sur fonds propres.

Actif économique en K€ et ROCE



Source : société, prévisions KBC Securities

Capitaux propres en K€ et ROE



Source : société, prévisions KBC Securities

La croissance externe

La motivation de la levée de fonds par une politique de croissance externe volontariste nous laisse envisager des acquisitions en numéraire sans création de nouvelles actions et donc de risques de dilution pour les actionnaires actuels. Ces opérations pourraient concerner chacune des 3 branches d'activité afin de compléter l'offre, notamment sur les parties logiciels et prestations de services, mais également pour consolider des parts de marché au niveau géographique en Europe et aux Etats-Unis.

La capacité à gérer la croissance

L'arrivée de Jean-Pierre Gerault fin 2006 en tant que Président du Directoire nous conforte dans la capacité de la société à gérer une croissance forte de son activité, ainsi que l'intégration de sociétés acquises. En effet, le parcours professionnel de Jean-Pierre Gerault s'est inscrit au cœur de sociétés de dimension internationale telles que Xerox ou Guilbert.

Valorisation pré-monnaie pré-décote

Par la méthode des DCF

Nous avons établi des prévisions détaillées sur la période 2007 à 2010, puis normé les différents paramètres sur ceux atteints en 2010. Ainsi, le taux de croissance du chiffre d'affaires est rapidement réduit pour atteindre 5% jusqu'en 2016, année à partir de laquelle nous utilisons un taux de croissance à l'infini de 2%. La marge brute d'autofinancement est normée à 10,2% à partir de 2010, le Besoin en Fonds de Roulement et les investissements respectivement à 18,8% et 0,7% du chiffre d'affaires.

DCF (K€)										
	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Chiffre d'affaires	14 365	18 028	22 535	28 168	32 393	35 633	37 414	39 285	41 249	43 312
<i>Variation annuelle</i>	17 %	26 %	25 %	25 %	15 %	10 %	5 %	5 %	5 %	5 %
MBA	1 300	1 360	1 987	2 879	3 311	3 643	3 825	4 016	4 217	4 428
<i>En % CA</i>	9,1 %	7,5 %	8,8 %	10,2 %	10,2 %	10,2 %	10,2 %	10,2 %	10,2 %	10,2 %
Variation du BFR	810	691	850	1 063	797	611	336	353	370	389
Flux de trésorerie d'investissement	272	150	180	200	230	253	266	279	293	308
<i>En % CA</i>	1,9 %	0,8 %	0,8 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %
Free Cash Flow	217	519	957	1 616	2 285	2 779	3 223	3 384	3 554	3 731
FCF actualisés	195	417	688	1 043	1 321	1 439	1 496	1 408	1 325	1 247
Somme FCF actualisés	10 578	44 %								
Valeur terminale	13 264	56 %								
Valeur d'entreprise	23 843									
Dette nette S1 2007	1 079									
Actifs financiers et autres	196									
Valeur des Fonds Propres	22 960									

Source : KBC Securities

Un CMPC estimé à 11,6 %

Ces flux de trésorerie anticipés sont actualisés à un coût moyen pondéré du capital (CMPC) de 11,6%. Ce calcul est basé sur un taux sans risque de 4,5%, une prime de risque de 3,5% et un bêta relativement élevé de 3. L'espérance de rendement des fonds propres s'établit ainsi à 15%, niveau qui couplé à un levier financier moyen de 43% aboutit à un CMPC de 11,6%.

Valeur des fonds propres de 22,96 M€

Nous obtenons une valeur d'entreprise de 23,9 M€, dont 56% sont attribuables à la valeur terminale. Retraite de la dette nette à fin juin 2007 de 1,08 M€ et des actifs financiers, la valeur de marché des fonds propres s'établit à **22,96 M€**

Des participations capitalistiques valorisées à leur valeur comptable

La valeur des actifs financiers est intégrée pour sa valeur comptable. Elle correspond aux participations qu'i2S détient dans différentes sociétés. Assy, la société suisse à l'origine du système de tourne-pages automatique de la Digitizing Line, est détenue à hauteur de 33%. i2S détient également une participation de 18% dans la société Arkhênum, prestataire de services spécialisés dans la numérisation d'ouvrages anciens et client d'i2S. Enfin, le groupe possède 25% de AIG, groupement de 4 entreprises de la région aquitaine (dont i2S) répondant conjointement à un grand donneur d'ordre de la région.

La valorisation étant fortement sensible au CMPC, nous proposons le tableau de sensibilité suivant :

Tableau de sensibilité valorisation (K€) par la méthode DCF (taux de croissance à l'infini / CMPC)							
Taux de croissance à l'infini	Coût Moyen Pondéré du Capital						
	10,1 %	10,6 %	11,1 %	11,6 %	12,1 %	12,6 %	13,1 %
0,5 %	25 636	23 926	22 388	20 997	19 734	18 584	17 533
1,0 %	26 538	24 706	23 066	21 589	20 255	19 043	17 938
1,5 %	27 545	25 572	23 815	22 241	20 824	19 542	18 379
2,0 %	28 676	26 539	24 646	22 960	21 450	20 089	18 859
2,5 %	29 957	27 625	25 575	23 759	22 141	20 690	19 384
3,0 %	31 419	28 855	26 618	24 650	22 908	21 354	19 962
3,5 %	33 102	30 258	27 798	25 652	23 764	22 091	20 600

Source : estimations KBC Securities

Ratios de valorisation et comparables

Au regard de la diversité des activités d'i2S, nous n'avons pas pu établir de comparaisons boursières pertinentes.

Cedip

Cependant, nous avons quelques repères relatifs à l'actualité des fusions acquisitions dans le secteur des caméras à valeur ajoutée avec la tentative d'OPA en cours par la société américaine Flir sur la société française Cedip, spécialisée dans la fabrication de caméras infrarouges.

Valorisation i2S par comparaison avec Cedip				
	2007E	2008E	2009E	Valorisation i2S
Capitalisation Cedip (K€)	61 038			24 833
PER Cedip	22,7	19,3	16,9	
Croissance RN estimée Cedip	29 %	18 %	14 %	
Croissance RN estimée i2S	31 %	37 %	46 %	
Dettes nettes Cedip (K€)	-17 044	-18 611	-21 457	
Valeur d'entreprise Cedip (K€)	43 994	42 427	39 581	
VE/CA Cedip	2,2	1,8	1,6	32 927
VE/EBIT Cedip	11,8	9,7	7,9	17 067
Marge EBIT Cedip	18,7 %	19,1 %	19,8 %	
Marge EBIT i2S	8,6 %	9,9 %	11,7 %	
Valorisation i2S	21 614	24 363	28 851	24 943

Source : Bloomberg, prévisions KBC Securities

Les ratios de Cedip appliqués à i2S affichent une valorisation de la société de **24,9 M€**. Notons que si i2S présente une croissance bénéficiaire plus dynamique que celle de Cedip, ses marges d'exploitation sont moins élevées.

Echantillon de M&S Caps à forte dynamique bénéficiaire

Nous avons par ailleurs établi un échantillon de sociétés issues de l'indice CAC M&S 190 affichant une estimation de croissance bénéficiaire proche de celle d'i2S. La valorisation d'i2S par comparaison avec les ratios des 19 valeurs issues de l'indice CAC Mid & Small Cap 190 présentant une estimation de croissance des bénéfices par action moyenne annuelle sur la période de 2006 à 2009 entre 25 % et 40 % est de **20,2 M€**

Valorisation i2S par comparaison avec un échantillon présentant une dynamique bénéficiaire proche.				
	2007E	2008E	2009E	Valorisation i2S
PER	23,4	16,7	14,0	22 285
Croissance moyenne des bénéfices par action	44,1 %	38,0 %	18,8 %	32,2 % (moyenne 2006/09E)
Croissance RN i2S	31 %	37 %	46 %	37,9 % (moyenne 2006/09E)
VE / CA	1,6	1,2	1,0	21 735
VE/ EBITDA	10,4	7,7	6,3	16 961
Marge EBITDA moyenne échantillon	14,8 %	16,0 %	17,0 %	
Marge EBITDA i2S	11,8 %	11,4 %	13,2 %	
VE / EBIT	15,2	10,8	8,6	19 749
Marge EBIT moyenne échantillon	10,1 %	11,5 %	12,6 %	
Marge EBIT i2S	8,6 %	9,9 %	11,7 %	
Valorisation i2S	19 393	18 760	22 395	20 183

Source : Bloomberg, prévisions KBC Securities

L'ensemble de ces approches par comparables nous donnent une valorisation moyenne de **22,5 M€**

La synthèse de nos différentes méthodes de valorisation nous donne une valorisation moyenne de 22,7 M€, soit 16,9 € par action, et 15,7 € sur une base diluée, intégrant 100 000 BSA au prix d'exercice de 1,7 €

Dans l'hypothèse d'une augmentation de capital portant sur 361 600 titres, le nombre de titres y compris les BSA composant le capital de la société s'élèverait à 1 807 054. **Sur la base d'un prix d'IPO de 12 € par action**, la valorisation post-monnaie ressort à 27,1 M€, soit 15,9 € par action et 15 € sur une base diluée. **La décote s'élève à 20 %, soit un potentiel d'appréciation de 25 %.**

Données financières

Compte de résultats (€ m)	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E
Chiffre d'affaires (CA)	9,9	12,3	14,4	18,0	22,5	28,2
Coût des ventes	-5,2	-6,6	-7,6	-9,4	-11,5	-14,1
Marge brute	4,7	5,7	6,7	8,7	11,0	14,1
Charges d'exploitation	-4,6	-4,7	-5,5	-6,9	-8,4	-10,2
Autres produits et charges d'exploitation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	0,2	1,0	1,3	1,8	2,6	3,9
Résultat financier	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Autres éléments non opérationnels	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat avant impôts	0,2	0,9	1,2	1,7	2,6	4,0
Taxes	-0,1	-0,2	-0,3	-0,5	-0,8	-1,3
Mises en équivalence	-	-	-	-	-	-
Résultat des activités cédées	-	-	-	-	-	-
Résultat consolidé	0,1	0,7	0,9	1,2	1,8	2,7
Intérêts minoritaires	-	-	-	-	-	-
Résultat net publié	0,1	0,7	0,9	1,2	1,8	2,7
Dépréciations et amortissements	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4
Dépréciations d'actifs incorporels	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Eléments non-récurrents inclus dans l'EBIT	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA courant	0,5	1,2	1,7	2,1	3,0	4,3
EBITDA	0,5	1,2	1,7	2,1	3,0	4,3
ROC avant dépréciations d'incorporels	0,4	1,0	1,4	1,8	2,6	3,9
EBIT avant dépréciations d'actifs	0,4	1,0	1,4	1,8	2,6	3,9
Résultat net des opérations poursuivies	0,1	0,7	0,9	1,2	1,8	2,7
Résultat net ajusté	0,1	0,7	0,9	1,2	1,8	2,7

Bilan (€ m)	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E
Immobilisations incorporelles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilisations corporelles	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0
Immobilisations financières	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Autres actifs	0,2	0,7	0,7	0,9	1,1	1,4
Stocks	0,9	1,3	1,5	1,9	2,4	3,0
Actifs courants	2,9	3,0	3,2	4,0	5,0	6,3
Disponibilités et quasi-disponibilités	0,6	0,7	0,8	1,1	1,6	2,7
Total de l'actif	6,0	7,0	7,5	9,1	11,4	14,6
Capitaux propres (CP)	1,8	2,5	2,7	3,6	5,0	7,1
Intérêts minoritaires	-	-	-	-	-	-
Provisions	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3
Dette financière à long terme	1,2	1,4	1,7	1,6	1,6	1,5
Autres passifs	1,0	0,9	1,0	1,3	1,6	2,0
Passifs courants	1,4	1,6	1,9	2,3	2,9	3,7
Dette financière à court terme	0,5	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1
Total du passif	6,0	7,0	7,5	9,1	11,4	14,6
Besoin en fonds de roulement	2,3	2,7	2,8	3,5	4,5	5,6
Capital employé (CE)	2,9	3,8	3,6	4,3	5,1	6,0
Dette financière nette	1,0	1,2	0,9	0,6	0,0	-1,2
Dette financière nette + hors bilan	1,0	1,2	0,9	0,6	0,0	-1,2

Tableau des flux de trésorerie (€ m)	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E
Résultat consolidé	0,1	0,7	0,9	1,2	1,8	2,7
Dépréciations d'actifs incorporels	0,3	0,2	0,5	0,3	0,3	0,4
Autres flux de trésorerie liés à l'activité	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Variation du besoin en fonds de roulement	-0,4	-0,4	-0,8	-0,7	-0,9	-1,1
Flux de trésorerie liés à l'activité	0,0	0,4	0,5	0,7	1,1	1,8
Investissements industriels nets	-0,1	0,0	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Acquisitions / cessions	-	-	-	-	-	-
Autres flux liés aux investissements	-	-	-	-	-	-
Flux de trésorerie liés aux investissements	-0,1	0,0	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Paiement des dividendes	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5
Emission d'actions nouvelles	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0
Variation de la dette financière	0,0	0,2	0,4	0,0	0,0	0,0
Autres flux liés au financement	-0,1	-0,5	0,3	0,0	0,0	0,0
Flux de trésorerie liés au financement	-0,1	-0,3	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5
Incidence des variations change et périmètre	-	-	-	-	-	-
Variation de la trésorerie	-0,2	0,1	0,1	0,3	0,6	1,1
Cash flow disponible (CFD)	-0,1	0,4	0,2	0,5	1,0	1,6
Variation de la dette financière nette	1,0	0,1	-0,2	-0,3	-0,6	-1,2

Critères de performances	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E
Croissance du chiffre d'affaires	-	23,8%	17,0%	25,5%	25,0%	25,0%
Croissance de la marge brute	-	20,4%	17,7%	29,1%	27,1%	27,8%
Croissance du REBITDA	-	129,6%	41,8%	21,2%	44,6%	45,9%
Croissance de l'EBITDA	-	129,6%	41,8%	21,2%	44,6%	45,9%
Croissance du REBITA	-	164,5%	41,8%	30,8%	47,3%	49,5%
Croissance de l'EBIT	-	368,0%	31,3%	40,4%	47,3%	49,5%
Croissance du résultat avant impôts	-	473,8%	31,1%	43,1%	50,8%	52,2%
Croissance du résultat net	-	537,0%	31,0%	37,0%	46,1%	47,4%
Croissance du RN des activités poursuivies	-	537,0%	31,0%	37,0%	46,1%	47,4%
Croissance du résultat net ajusté	-	686,1%	27,1%	42,3%	46,1%	47,4%
Marge brute	47,8%	46,5%	46,8%	48,1%	48,9%	50,0%
Marge d'EBITDA courant	5,3%	9,8%	11,8%	11,4%	13,2%	15,4%
Marge d'EBITDA	5,3%	9,8%	11,8%	11,4%	13,2%	15,4%
Marge REBITA avant dépréciations d'actifs	3,7%	7,9%	9,5%	9,9%	11,7%	14,0%
Marge opérationnelle	2,1%	7,9%	8,9%	9,9%	11,7%	14,0%
Besoin en fonds de roulement / CA	23,3%	21,8%	19,4%	19,7%	19,8%	20,0%
Investissements / CA	0,8%	0,2%	1,9%	0,8%	0,8%	0,7%
Cash flow disponible / CA	-1,0%	3,3%	1,5%	2,9%	4,2%	5,7%
Amortissements / investissements industriels	209,9%	1019,9%	122,4%	182,1%	192,1%	205,5%
Investissements industriels / EBITDA	14,4%	1,9%	16,0%	7,3%	6,0%	4,6%
Dette nette / capitaux propres + minoritaires	55,3%	45,6%	35,1%	17,8%	0,1%	-16,7%
Dette nette / EBITDA	1,9	1,0	0,5	0,3	0,0	-0,3
EBITDA / résultat financier	14,9	26,9	49,2	185,9	-139,7	-52,9
Taux de distribution	-	-	-	-	-	-
Marge nette	1,1%	5,6%	6,3%	6,8%	8,0%	9,4%
CA / capitaux employés	-	3,7	3,9	4,6	4,8	5,1
Levier (CE moyens / CP moyens)	-	1,5	1,4	1,3	1,1	0,9
Rentabilité des capitaux propres moyens	-	31,5%	34,7%	39,4%	41,9%	43,7%
Rentabilité des capitaux propres ajustés	-	31,2%	33,4%	39,4%	41,9%	43,7%
Rentabilité du capital employé	-	21,7%	25,5%	32,3%	38,9%	47,3%
Rentabilité du capital employé ajusté	-	21,5%	24,9%	32,3%	38,9%	47,3%

Disclosure & Disclaimers section

The company disclosures can also be consulted on our website <http://www.kbcsecurities.be/disclosures>.

KBC Securities uses an absolute rating system including terms such as Buy, Accumulate, Reduce and Sell (see definitions below). Until 27-04-2006, KBC Securities ratings for stocks covered by our Belgian and French research teams were based on a relative rating system including terms such as Outperform (the stock is projected to outperform the analyst's coverage universe over the next 12 months), Neutral (the stock is projected to perform approximately in line with the analyst's coverage universe over the next 12 months) and Underperform (the stock is projected to underperform the analyst's coverage universe over the next 12 months).

Stock rating	Definition
BUY	Expected total return (including dividends) of 10% or more over a 6-month period
ACCUMULATE	Expected total return (including dividends) between 0% and 10% over a 6-month period
REDUCE	Expected total return (including dividends) between -10% and 0% over a 6-month period
SELL	Expected total return (including dividends) of -10% or worse over a 6-month period

Due to external factors and in exceptional cases, KBC Securities allows the use of ratings such as Accept the Offer, Black Out, No Recommendation or Suspended.

Our analysts assign one of those ratings based on their investment outlook and valuation for the concerned stock. The valuation can be based on different methodologies such as DCF (discounted cash flow), absolute multiples, peer group multiples, sum-of-parts or NAV (Net Asset Value). The valuation is reflected in a 6-month target price. Occasionally, the expected total return may fall outside of these ranges because of price movement and/or volatility. Such deviations will be permitted but will be closely monitored. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in each research report. In addition, since the report contains more complete information concerning the analyst's view, investors should carefully read the entire report and not infer its contents from the rating alone. KBC Securities discloses the recommendations of its reports to the issuers before their dissemination. In case the recommendation has been amended following this disclosure, such amendments will be indicated in the concerned report.

KBC Securities NV
Havenlaan 12
Avenue du Port
1080 Brussels
Belgium
+32 2 417 44 04
Regulated by CBFA

KBC Securities French Branch
Le Centorial
18, rue du Quatre Septembre
75002 Paris
France
+33 1 53 05 35 55
Regulated by AMF

KBC Securities NV Polish Branch
ul. Chmielna 85/87
00-805 Warsaw
Poland
+48 22 581 08 00
Regulated by SEC

Patria Finance as
Jungmannova 24
110 00 Praha 1
Czech Republic
+420 221 424 111
Regulated by CNB

KBC Financial Products
140 East 45th Street
2 Grand Central Tower - 42nd Floor
NY 10017-3144 New York
US
+1 212 845 22 89
+1 866 917 88 88 (toll free)
Regulated by NASD