



## Equipelement électronique

### Alternext

Date de 1ere diffusion :

Mercredi 16 juin 2010

# i2S

Analyste :

Benjamin LE GUILLOU

bleguillou@euroland-finance.com

Tél : 01.44.70.20.74

Avec la participation de Bastien Guillaud

## Une vision d'avance...

### EDITORIAL

Créé en 1979, i2S est un acteur français de référence dans les domaines de la vision numérique, du traitement d'image à haute valeur ajoutée et de la numérisation de documents. Pionnier dans le secteur de la vision numérique, bénéficiant déjà de la renommée de certains projets (découverte du Titanic, technologie Photo finish ou Goal Finish), i2S propose également une gamme complète de scanners (équipements de numérisation pour documents et archives reliées). La société compte parmi ses clients des grands comptes français et internationaux.

Le CA 2009 s'est élevé à 9,7M€, en recul de 26,5 % par rapport à 2008 (13,3 M€), essentiellement dû aux reports de certains projets et au fléchissement de l'activité de grands comptes en France et à l'international. Le CA par sources de revenus se ventile entre les Systèmes de vision numérique et de Traitement d'image (43%) et les Systèmes de numérisation (57%). Malgré le recul de l'activité en 2009 et grâce à des mesures de limitation des charges, la société a su limiter sa perte d'exploitation à 75 K€.

Sur 2010, le groupe devrait bénéficier de la reprise de l'investissement de la part des industriels et de l'augmentation de son carnet de commandes en raison des projets reportés en 2009 et ainsi renouer avec la croissance. Les deux derniers trimestres ont initié ce mouvement avec un T4 2009 à +4,5% et un T1 2010 à +28%. L'année 2010 sera également décisive pour le projet de plateforme de numérisation et de valorisation commune des fonds patrimoniaux des entreprises, administrations et collectivités locales, appelé Polinum, qui pourrait changer radicalement le profil d'i2S à l'avenir.

**Nous initions la couverture du titre avec un target price de 4,50 € (DCF+ Comparables boursiers) et une recommandation à l'Achat. Notre objectif de cours fait ressortir un potentiel de près de 120%, compte tenu des niveaux de cours actuels.**

Évolution du cours et des volumes sur 2 ans



### Au juin 2010

Capitalisation : 3,72 M€  
Nombre de titres : 1 803 724 titres  
Volume moyen / 1 an : 419 titres  
Extrêmes / 1 an : 1,98 € / 3,40 €  
Rotation du capital / 1 an : 5,3 %  
Flottant : 29,6 %  
Bloomberg : ALI2S:FP  
Code ISIN : FR0005854700  
Reuters : ALI2S.PA

### A noter !

#### Ratios :

#### En 2010p

VE/CA 0,04  
VE/ROC 0,7  
PER 6,1

#### En 2011p

VE/CA 0,04  
VE/ROC 0,6  
PER 5,1

## OVERVIEW

### Actionariat

Jean-louis Blouin	29,0 %
Alain Ricros	29,0 %
Jean-Pierre Gérault	12,4 %
Flottant	29,6 %

### Forces

- Statut d'innovateur
- Modèle économique « Fabless »
- Un portefeuille client prestigieux
- Faible dépendance vis-à-vis des fournisseurs

### Faiblesses

- Taille de l'entreprise modeste
- Un positionnement encore sur des marchés de niche
- Un track record faible en terme de rentabilité

### Opportunités

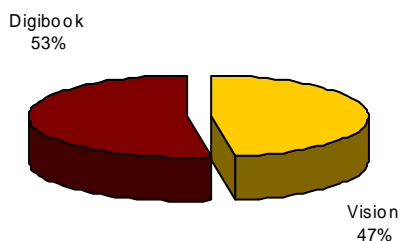
- Partenariat public/privé à concrétiser
- Evolution du modèle vers les services et logiciels
- Des marchés potentiels de taille significative à l'international
- Un niveau de cash net élevé (3,2 M€)

### Menaces

- Concurrence internationale sur certains projets
- Evolution défavorable du dollar

## HISTOIRE et ACTIVITE

## Répartition du CA 2009 d'i2S



Sources : Société.

i2S est une société fondée en 1979 à l'initiative de deux ingénieurs issus du secteur de l'aéronautique, Jean Louis Blouin et Alain Ricros.

Bénéficiant au départ du savoir faire de ses dirigeants dans les domaines de l'optoélectronique et de l'informatique, l'entreprise se concentre sur le développement de systèmes de vision innovants dédiés à des applications de capture et d'analyse d'images en conditions extrêmes (découverte du Titanic, différents équipements, à base de caméra, pour des applications avioniques et spatiales). Progressivement, l'entreprise complètera son offre en matière d'équipements de vision sophistiqués, en proposant des caméras intelligentes (Installation de la première Caméra couleur pour photo finish au JO d'Atlanta en 1996).

## Événements majeurs dans l'histoire d'i2S :

Trois grandes périodes dans l'histoire d'i2S :

**1/ De 1979 à 1991**, i2S développe un métier de fabricant de caméras industrielles et scientifiques pour des applications de Robotique, de Mesure, d'Inspection sur des marchés internationaux.

**2/ De 1991 à 1997**, après quelques difficultés en 1991, liées à un environnement international très défavorable (première guerre d'Irak), i2S réussit malgré tout à maintenir son niveau de compétitivité technologique en matière d'acquisition d'images et déploie une activité de Distribution de composants de Vision. Une orientation vers les applications et les systèmes commence à émerger.

**3/ De 1997 à 2007**, i2S décide d'organiser son activité en trois unités:

- **i2S Vision** (systèmes de vision et de caméras intelligentes)

Réalisations importantes : caméra embarquée pour les essais en vol de l'airbus A340 (1989), développement des caméras de contrôle de séparation des boosters de la fusée Ariane V avec Dassault (2005), technologie « Goal finish » développée pour Canal + (2007).

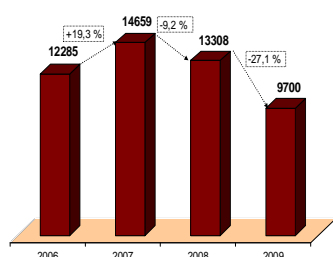
- **i2S Line Scan** (solutions d'inspection automatique de produits fabriqués en continu)

Réalisation importante : développement d'un prototype pour le contrôle d'impuretés dans des laizes de pâte de cellulose, utilisé comme matière première dans la fabrication d'articles absorbants à usage unique (2002).

- **i2S DigiBook** (scanners pour numérisation de documents et d'archives reliés)

Réalisations importantes : numérisation des registres d'état civil à la mairie de Bordeaux (1993), numérisation de la 1<sup>ère</sup> édition de la Bible de Gutenberg de 1456 (2000), en partenariat avec Xerox.

## Évolution du chiffre d'affaires global d'i2S (en M€)



Sources : Euroland Finance et société.

Durant cette période, les deux dirigeants historiques réussissent à faire croître le CA de 3,0 M€ en 1997 à 14,7 M€ en 2007, à faire d'i2S un des leaders du marché des scanners de documents reliés et à construire la meilleure notoriété française en Vision Industrielle.

A la demande des deux dirigeants historiques, fin 2006, Jean Pierre Gerault rejoint le groupe en tant que Président du Directoire, afin de positionner i2S sur les chaînes aval de ses marchés et à faire émerger des activités de services récurrents, en particulier dans le domaine du Livre Numérique.

En octobre 2007, i2S réalise son introduction en Bourse sur Alternext et lève à cette occasion 4,5 M€.

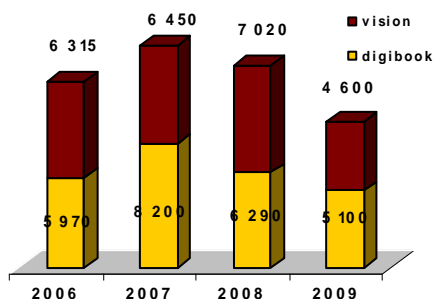
En 25 ans, i2S s'est construit un fort capital technologique qui lui a permis d'être reconnu comme un acteur de référence dans son secteur.

Depuis 2010, après avoir subi les effets de la crise caractérisée par le ralentissement des investissements et le report de certains projets, i2S réorganise sa structure en regroupant toutes ses activités de Vision industrielle au sein d'un même pôle - i2S Vision. L'activité comporte aujourd'hui deux divisions distinctes, i2S Vision spécialisée dans le marché des caméras et des systèmes de Vision industriels et i2S DigiBook dédiée au marché de la numérisation de documents reliés.

## La division i2S Vision : 47% du CA 2009

### 1/ Activité Vision : 43% du CA

Évolution du CA par activité entre 2006 et 2009 (en K€)



Sources : Euroland Finance et société.

Les produits commercialisés dans l'activité Vision sont consacrés à des utilisations spécifiques de capture et d'analyse d'images (Industrie, Sport, Biomédical). Le CA provient d'une part d'une activité de Distribution de composants de Vision de grandes marques (Sony, Basler, Matrox ) et d'autre part d'une activité d'ingénierie fournissant des solutions sur-mesure aux équipementiers OEM, centres de recherche et universités et grands comptes internationaux.

L'activité ingénierie se positionne en partenaire de premier rang dans les projets mis en œuvre. Pour garantir la récurrence de son chiffre d'affaires, i2S s'assure que les projets déboucheront toujours sur des volumes significatifs de la part de ses clients.

Les différentes étapes lors de la réalisation d'un projet sont :

- 1) L'étude de faisabilité et le prototypage
- 2) Le lancement des préséries
- 3) La production en séries

La facturation a lieu pour chaque étape. La première phase étant la plus risquée puisque qu'une erreur de prototypage ou un dépassement de budget peut compromettre le bon déroulement du projet.

Un des points clés des contrats de l'activité Ingénierie est qu'i2S s'assure de pouvoir réutiliser sur d'autres marchés les briques technologiques développées pour ses clients.

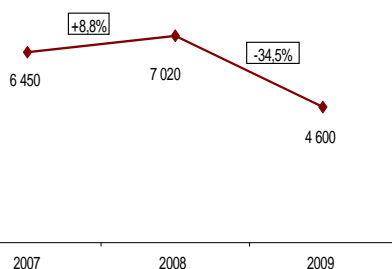
L'activité Vision se positionne sur trois principaux segments :

- **Le Biomédical** : Les évolutions technologiques observées dans le domaine du diagnostic biologique poussent les laboratoires à s'équiper de plus en plus d'automates complets comportant des systèmes d'imagerie automatisés au sein de leur procédure d'analyse afin de réaliser des mesures plus rapides, précises et pertinentes.

- **Le Sport** : Dans ce domaine i2S jouit d'une renommée internationale notamment grâce au système de photo finish mis en place durant les Jeux Olympiques (1er photo finish JO d'Atlanta 1996, équipement des récents JO de Vancouver et de Pékin, arbitrage vidéo avec la technologie « Goal Finish »).

- **L'Industrie** : L'automatisation des chaînes de production a amené les industriels à s'équiper de systèmes de traitement d'images automatiques. Ces systèmes permettent par exemple le contrôle qualité en sortie de production, voire parfois dans des applications plus inattendues comme par exemple dans le domaine de la santé et de la sécurité alimentaire, dans lequel i2S a développé des systèmes de vision capables d'évaluer la fraîcheur des poissons débarqués, ou encore de classer les carcasses dans les abattoirs en fonction de leurs poids, couleurs et formes.

Évolution du CA de l'activité Vision entre les exercices 2007-2009 (en K€)



Sources : Euroland Finance et société.

Depuis 2009, l'activité ingénierie se concentre seulement sur certains clients jugés stratégiques par l'entreprise (Exemple: BioRad), le reste de l'activité étant de la distribution.

Pour l'année 2009 le CA de l'activité ressort en baisse par rapport à 2008 principalement dû à la chute de l'activité des grands comptes OEM à l'international. Le segment sport a joué néanmoins d'un apport bénéfique des jeux olympiques d'hiver puisque la vente de matériel a augmenté de 9% sur cette activité. Le pôle Vision couplé au pôle Clean Tech représente un chiffre d'affaires de 4,6 M€ (47% du CA global).

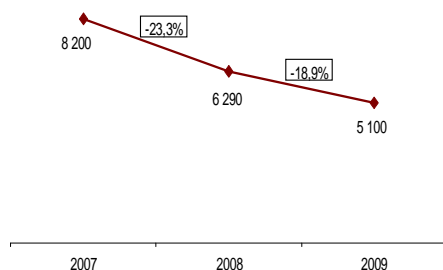
## 2/ Le Clean Tech (anciennement Line Scan) : 4 % du CA

Ce domaine regroupe les systèmes de détection de défauts de production par vision de matériaux plats fabriqués en continu, en particulier les panneaux photovoltaïques et les membranes plastiques pour batteries. Cette automatisation de la détection et de l'évaluation de défauts permet une optimisation des contrôles qualités débouchant sur des gains de productivité importants. Les principaux clients sont des grands comptes internationaux (par exemple, General Electric, First Solar, American Glaverbel Glass et Celgard) ; 95% du CA de l'activité s'effectue à l'export.

Depuis 2009, l'activité ingénierie se concentre uniquement sur certains clients jugés stratégiques pour l'entreprise (Exemple: BioRad, Diagast, Tiama, Swiss Timing, First Solar,...), le reste de l'activité étant concentrée sur la Distribution de produits standards, auprès de clients industriels, scientifiques et professionnels. Pour 2009, le CA de l'activité ressort en baisse de 34,5% par rapport à 2008, principalement dû à la chute de l'activité des grands comptes OEM à l'international. Le segment Sport a joué néanmoins d'un apport bénéfique des jeux olympiques d'hiver puisque la vente de matériel a augmenté de 9% sur cette activité. Le pôle Vision, dans sa globalité, représente un chiffre d'affaires de 4,6 M€ (47% du CA global).

En terme de marché, le secteur de la vision numérique devrait continuer à bénéficier dans les années à venir de l'impact des manifestations sportives internationales avec des systèmes de vision appliqués au chronométrage (Jeux olympiques de Londres avec Suisse Timing), du marché de la sécurité avec des systèmes de caméra et de traitement d'images, du marché florissant de la réalité augmentée (applications sur Smartphone, jeux, supports publicitaires) qui représente un potentiel de 732 M\$ à l'horizon 2014 (source: Jupiner Research), ainsi que du marché de la robotique (capteurs et caméras).

**Évolution du CA de l'activité Digi-book entre les exercices 2007-2009 (en K€)**



Sources : Euroland Finance et société.

## La division i2S DigiBook : 53% du CA 2009

La division i2S DigiBook propose une gamme de scanners consacrée à la numérisation de documents et d'archives reliés. Ces solutions intègrent également des suites logiciels comme le « BookRestorer » ou le « CopiBook Assistant » qui permettent d'accroître la valeur ajoutée de la solution proposée. Ces logiciels ont pour but par exemple d'optimiser la qualité des ouvrages numérisés et donc de faciliter l'exploitation ultérieure de leur contenu, ou de pouvoir piloter à distance via une connexion « Wifi » plusieurs scanners.

L'offre Produit se décline en plusieurs gammes :

- CopiBook (60% du CA), produit d'entrée de gamme
- SupraScan (35% du CA), produit milieu de gamme
- Digitizing Line (5% du CA), produit haut de gamme capable de numériser trois mille pages par heure.

La numérisation revêt à l'heure actuelle une importance majeure, en effet elle est capable de répondre aux problématiques de stockage ainsi que de consultation engendrées par l'obligation légale de conservation de documents auxquelles sont soumises les entreprises. i2S a par exemple livré une centaine de ses scanners en Russie, afin que des sociétés de services locales réalisent ce type de prestations pour Gazprom.

De même pour les contenus des Bibliothécaires et Archives, cela permet une meilleure conservation des ouvrages en réduisant leurs manipulations et rend possible une meilleure diffusion et accessibilité auprès du grand public (par exemple « Library of Congress » aux USA, Centre d'Archives du Royaume de Belgique, Bibliothèque Nationale de France, Bibliothèque Royale de Suède).

La taille du marché de la numérisation devrait être significativement amplifiée par les futurs projets de dématérialisation de contenus documentaires qui seront mis en œuvre dans un futur proche. Malgré les projets de numérisation proposés par Google (au demeurant très loin de couvrir l'ensemble des besoins) et dont le gouvernement français reste ostensiblement opposé, les acteurs du marché propose des solutions attractives, car technologiquement plus évolués ou plus ciblées. Les principales cibles sont les bibliothèques, les universités, les centres d'archives et les musées qui doivent faire face à des problèmes de préservation, de stockage et de diffusion (Exemple: projet de Bibliothèque Numérique Européenne). Les entreprises doivent également remédier à ces contraintes. En 2006 la Caisse d'Epargne Rhône Alpes Lyon (CERAL) a fait numériser l'ensemble de ses dossiers clients pour éviter une saturation de ses archives.

Le marché est également porté par l'essor des supports qui s'y rattachent. En effet, l'arrivée des livres électroniques comme le Kindle d'Amazon, l'E-reader de Sony ou encore l'I-pad d'Apple, permet aux acteurs du secteur de développer leurs offres. Cette tendance est renforcée par les Français qui déclarent qu'à l'avenir 22 % d'entre eux feuilletteront un livre sur un support numérique tel que l'ordinateur, le livre électronique ou encore le Smartphone. (Sondage OpinionWay).

Le positionnement d'i2S DigiBook en tant qu'équipementier lui permet de répondre, associé aux grands prestataires maîtres d'œuvre (tels que Siemens, Kodak, Thalès), aux grands projets de numérisation.

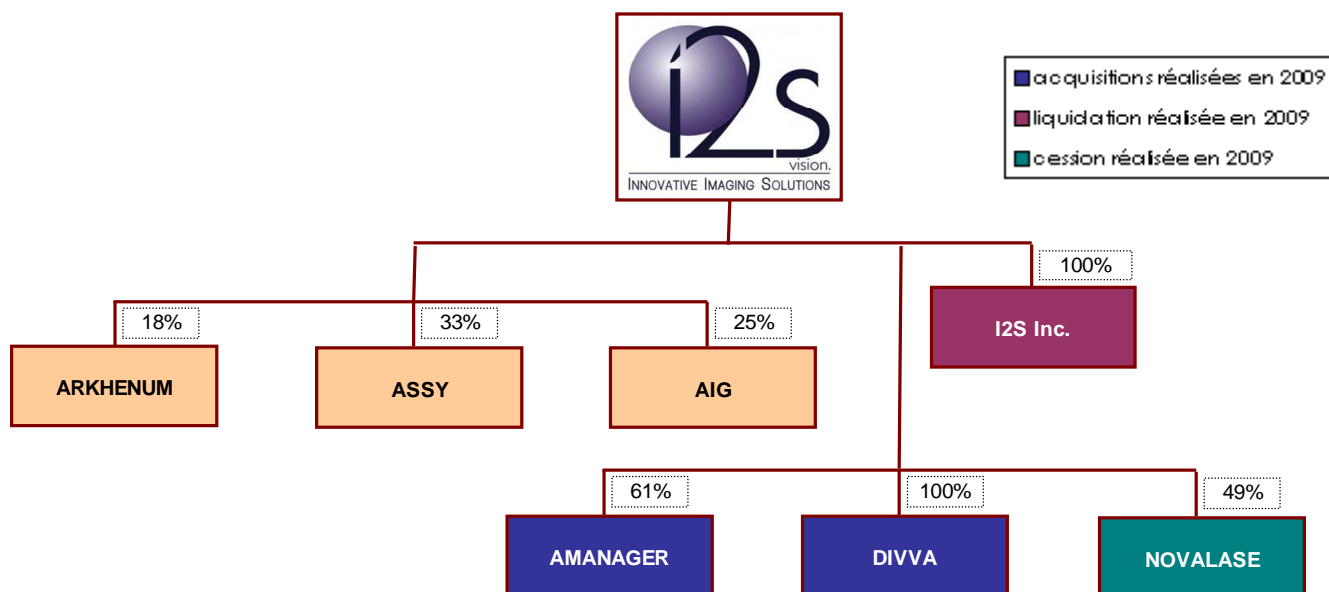
Cependant, i2S DigiBook entend faire évoluer son statut d'équipementier vers celui de prestataire global grâce à l'apport de solutions intégrées de numérisation et de valorisation, lui garantissant une plus grosse part de revenus récurrents (développement de services d'assistance aux grands comptes, de valorisation auprès des grands détenteurs de contenus). Cette mutation aura pour objectif de renforcer son positionnement dans les appels d'offre des grands projets de bibliothèque numérique, ou de numérisation – valorisation d'archives administratives ou industrielles. Le milieu concurrentiel reste marqué par le positionnement très particulier de Google. Entre autre, Google Books qui compte déjà à son actif plus de 12 millions de livres numérisés et qui numérisera bientôt la bibliothèque nationale italienne. Ce chiffre est à mettre en correspondance avec les 12 millions d'ouvrages numérisés chaque année par les clients de la base installée d'i2S (1 500 scanners opérationnels à ce jour).

En 2009, la division a affiché une baisse de -19% de son CA. Cependant cette baisse est resté limitée grâce à :

- 1/ L'intégration d'Amanager (acquise en novembre 2009) et spécialisé dans le domaine des contenus multimédias, permettant de générer une offre de valorisation et d'hébergement de contenus numérisés.
- 2/ L'élargissement de la gamme produit avec l'E-scan (scanner libre service pour bibliothèque) ainsi que le Power Scan 2A0 (numérisation grand format, cartes, plans et tableaux).

A noter que DigiBook renforce son positionnement géographique européen grâce à l'extension de nouveaux partenariats notamment avec l'Allemagne (1er marché européen pour l'entreprise). 80 pays sont ainsi couverts par 35 distributeurs.

## STRUCTURE JURIDIQUE DU GROUPE i2S



Sources : Société

En juillet 2009, i2S décide d'arrêter l'activité de sa filiale i2S Inc basée aux Etats-Unis, travaillant uniquement pour le compte de l'activité Clean Tech. Après deux années largement déficitaires –189K\$ en 2007 et –450 K\$ en 2008, la filiale n'a pas réussi à se relever de l'impact de la crise financière. La conséquence de cet arrêt a impacté négativement le résultat financier 2009 à hauteur de 0,3 M€, correspondant au montant de la dotation aux provisions.

#### Acquisition d'Amanager

i2S est entré à hauteur de 61% au capital de la société Amanager, spécialisé dans les applications en ligne de production de contenus multimédias. Amanager a récemment développé une suite logicielle de feuilletage et de gestion en ligne de contenus valorisés (Divvalib), qui permet de proposer des supports de lecture interactifs avec des contenus enrichis (widgets). Par son savoir faire, Amanager vient compléter l'offre de l'activité DigiBook et répond également à la problématique de diffusion et de partage de contenu numérique posé par le projet Polinum (voir ci-dessous).

### PERSPECTIVES STRATEGIQUES et FINANCIERES

#### Recentrage de l'activité Vision

Dans le but d'optimiser l'efficacité des ressources commerciales et industrielles des différentes activités d'i2S Vision, une filiale dédiée à la distribution de composant de Vision a été créée pour le territoire Français. Une focalisation de l'activité Produits sur mesure pour les OEMs du Biomédical, du Sport et du «Clean Tech» (photovoltaïque, film plastique pour batteries) a été opérée. De plus, les phases d'étude et de développement de ces affaires sont dorénavant entièrement financées par les clients, en mode régie, abandonnant ainsi toute démarche de « risk sharing »

### Essor de DigiBook

Nous identifions trois axes de développement majeurs en 2010 pour i2S DigiBook :

- 1/ L'accroissement des scanners en type libre service (bibliothèques)
- 2/ La poursuite de la politique de croissance externe (services de valorisation, application de téléphonie mobile, etc.) à l'image d'Amanager qui viendrait renforcer l'offre de numérisation dans les supports de consultation.
- 3/ L'augmentation des grands projets de numérisation pour les industries, éditeurs et administrations grâce au lancement du projet Polinum.

### Polinum, un nouveau relais de croissance ?

Polinum est un projet ambitieux de plateforme de numérisation des fonds patrimoniaux industriels et informationnels à des fins de valorisation culturelle éditoriale et économique. Ce programme a pour ambition d'être une plateforme de tests de modèles économiques conduisant à abaisser les coûts de la numérisation et d'augmenter les facteurs de valorisation permettant des gains d'exploitation pour les éditeurs et les propriétaires de contenus patrimoniaux.

Ce programme reflète la volonté politique et économique des acteurs du secteur de proposer une alternative aux propositions de Google et de pouvoir répondre aux grands appels d'offre. Ce consortium rassemble huit partenaires Français aussi bien publics que privés, tel que Arkhenum ou Exalead. Polinum s'appuie sur un budget R&D de 4,1 M€ qui bénéficie d'un financement conjoint du Conseil Régional d'Aquitaine et des fonds européens FEDER (fonds européens de développement régional). Ce projet, mis en place en 2009 devrait commencer à produire ses premiers modules logiciels à la fin de 2010. D'ores et déjà, Polinum a suscité l'intérêt de grandes institutions détentrices de fonds patrimoniaux prestigieux (BNF, Institut de France).

### Un exercice 2009 marqué par les reports de projets :

Sur le dernier exercice, le groupe affiche un CA de 9,7 M€, soit une baisse de 26,5% par rapport à 2008. Un recul qui s'explique principalement par : **1/** la chute de l'activité grand compte OEM à l'international (difficulté de plusieurs équipementiers industriels français, arrêt de la filiale aux Etats-Unis) et **2/** l'impact de la crise sur certains distributeurs de DigiBook (Russie par exemple) lié au report de certains grands projets.

L'évolution du chiffre d'affaires par métier est la suivante. Le CA de Vision diminue de 33% en raison de la forte baisse de l'activité Clean Tech (-39%), cependant on note une bonne résistance de la part du secteur biomédical. Le chiffre d'affaires de DigiBook enregistre quant à lui un recul plus limité (-19%).

Malgré la baisse du CA, la marge brute comptable (intégrant notamment la sous-traitance) s'améliore et passe de 60,7% à 65,1%, grâce à l'amélioration du mix produit, traduite par la montée en puissance de produits plus rentables issus des activités Vision ingénierie et DigiBook. D'autre part, les efforts entrepris dans la diminution des charges opérationnelles (baisse des achats de R&D) et de la masse salariale (mesures de chômage partiel, non renouvellement du personnel, licenciements) ont permis au groupe d'atteindre l'équilibre sur leur niveau d'EBIT-DA et de réduire la perte opérationnelle qui ressort à 0,1 M€ contre 0,5 M€ en 2008.

A noter que la France résiste mieux par rapport à l'international puisque son CA diminue seulement de 5% contre 39,2% pour l'international. De plus, malgré le fort impact de la crise sur l'activité de l'entreprise, i2S a conservé la totalité de son portefeuille clients.

Par ailleurs, la structure bilanciale d'i2S reste saine à fin 2009, puisque le gearing de l'entreprise ressort à -52,3% des fonds propres. La trésorerie nette s'élève à 3,2 M€ permettant au groupe d'envisager de nouvelles opérations de croissance externe.

## 2010 : Croissance dynamique et retour à la rentabilité

### 1) Une publication du CA T1 2010 encourageante

Le CA T1 2010 s'élève à 2,3 M€ (+ 28%) contre 1,8M€ en 2009. Cette nette amélioration est essentiellement due au phénomène de rattrapage de projets décalés à 2010.

L'activité Vision progresse de 40% à 1,27 M€, et la division DigiBook ressort à 1,0 M€, soit une augmentation de 15% par rapport à 2009.

L'activité export qui avait le plus souffert de la crise, rebondit avec un CA de 1,14 M€ (+32%), quant à l'activité France, elle enregistre une bonne performance puisque son CA ressort à 1,15 M€ (+23%).

#### Chiffre d'affaires T1 2010

M€	2009	2010	Variation
<b>CA 1er Trimestre</b>	1,79	2,29	+27,9%
dont Vision	0,91	1,27	+39,6%
dont DigiBook	0,88	1,02	+15,9%

Source : Société

### 2) Croissance dynamique du CA en 2010...

La reprise des investissements industriels ainsi que le rattrapage des projets décalés constitueront les deux principaux leviers de croissance pour 2010.

i2S Vision devrait bénéficier d'un effet de base favorable sur l'activité distribution. D'autre part, l'activité Vision ingénierie prévoit de se concentrer sur le secteur du Biomédical et Clean Tech.

Nous tablons sur un CA 2010 d'i2S Vision de 6,2 M€ (+34%).

i2S DigiBook prévoit d'agrandir son réseau de distribution qui compte aujourd'hui 35 distributeurs dans 80 pays différents. Le chiffre d'affaires devrait être conforté par la montée en puissance de la partie services, par l'accroissement de la gamme, ainsi que par le dynamisme du marché de la numérisation.

Nous attendons un CA de cette division de 6,4 M€ (+25%).

Au global, nous anticipons donc un CA de 12,6 M€ en croissance de 28,9%.

Par ailleurs, il convient de mentionner que nous n'avons pas pris en compte dans nos prévisions les éventuelles réalisations d'appels d'offre de numérisation en cours qui pourraient représenter entre 1,5 M€ et 2,5 M€ par contrat.

#### ....associée à une amélioration de la rentabilité

En 2010, i2S devrait parvenir à maintenir sa marge brute grâce à une stabilisation de son du mix produit. Ainsi nous anticipons une marge brute de 65,2% en 2010.

L'amélioration de la marge opérationnelle passe par : 1/ la croissance du chiffre d'affaires, et 2/ la maîtrise des charges externes, conséquence directe des mesures de restructuration prises en 2009. Selon nous, le groupe devrait atteindre une marge opérationnelle de 5,3 %.

Pour l'exercice 2010 nous anticipons donc un EBITDA de 0,8 M€, un EBIT de 0,7M€ ainsi qu'un résultat net de 0,6 M€ (crédit d'impôt estimé à 0,1 M€).



## **Des leviers d'amélioration de la rentabilité à horizon 2011 :**

### **1) Évolution du modèle économique**

A l'horizon 2011-2012, i2S poursuivra sa stratégie visant à faire évoluer progressivement son statut d'équipementier technologique vers celui d'interlocuteur unique, capable de répondre à toute la palette des attentes, depuis l'usine à numériser jusqu'aux services de valorisation de contenus.

i2S souhaite se positionner en aval de la chaîne de valeur du livre numérique et du patrimoine documentaire ce qui explique la récente acquisition d'Amanager. Cette société spécialisée dans les applications en ligne de production de contenus multimédias a commencé la commercialisation d'une offre de bibliothèque numérique en ligne permettant de valoriser les ouvrages numérisés. Etant donné l'évolution progressive du business model, nous attendons une amélioration de la marge opérationnelle qui ressortirait à 5,7 % en 2011 et 7,3% en 2012.

### **2) Polinum**

Le lancement de Polinum en 2009 s'inscrit complètement dans cette dynamique. Avec un budget R&D de 4,1 M€ dans sa phase initiale de développement, cette plateforme collaborative de recherche et développement a vocation, à fin 2011, à trouver de nouvelles solutions pour la numérisation et la valorisation des fonds patrimoniaux et industriels. Cependant, le projet n'étant pour l'instant qu'à un stade de développement, nous ne sommes pas en mesure d'apprécier l'impact de Polinum sur les flux financiers d'i2S. Nous ne prenons donc pas en compte le projet dans notre Business Plan.

## ELEMENTS DE VALORISATION

Pour la valorisation d'i2S, nous avons retenu les méthodes de valorisation par les DCF et les comparables boursiers :

## Hypothèses retenues :

Nous retenons une période d'actualisation de 5 ans, compte tenu de la cyclicité de l'activité.

Concernant les CAPEX, nous estimons leurs niveaux à 300 K€ par an.

Pour le BFR nous retenons une moyenne de 21% du chiffre d'affaires contre 19% sur les trois derniers exercices.

La trésorerie nette au 31/12/09 s'élève à 3,2 M€, ce qui nous amène à déterminer un coût moyen pondéré du capital de 15,23%.

Nous retenons un taux d'imposition sur les 3 premières années nul, compte tenu de l'impact du crédit d'impôt recherche. Nous l'estimons à 2,7% en 2013 et 6,7% en 2014.

## Valorisation par l'actualisation des flux : 4,9 €

## Calcul du WACC

Taux sans risque (OAT 10 ans)	3,00%
Prime de risque (source : Natixis, JDF)	6,92%
Prime de risque ajustée (source : Euroland Finance)	11,12%
Bêta sans dette	1,10
Bêta endetté	1,10
<b>Coût des capitaux propres</b>	<b>15,23%</b>
<b>Coût de la dette après impôt</b>	<b>5,00%</b>
<b>Coût moyen pondéré du capital</b>	<b>15,23%</b>
Taux de croissance à l'infini	2,50%

Source : Euroland Finance

## Matrices de sensibilité DCF

		Taux de croissance à l'infini					Marge d'exploitation						
		1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	6,80%	7,30%	7,80%	8,30%	8,80%		
<b>C M P C</b>	<b>14,2%</b>	5,0	5,1	5,2	5,3	5,4	<b>C M P C</b>	<b>14,2%</b>	4,7	4,9	5,2	5,4	5,6
	<b>14,7%</b>	4,9	4,9	5,0	5,1	5,2		<b>14,7%</b>	4,6	4,8	5,0	5,2	5,5
	<b>15,2%</b>	4,7	4,8	<b>4,9</b>	5,0	5,1		<b>15,2%</b>	4,5	4,7	<b>4,9</b>	5,1	5,3
	<b>15,7%</b>	4,6	4,7	4,8	4,8	4,9		<b>15,7%</b>	4,4	4,6	4,8	5,0	5,2
	<b>16,2%</b>	4,5	4,6	4,7	4,7	4,8		<b>16,2%</b>	4,3	4,5	4,7	4,8	5,0

Source : Euroland Finance

Source : Euroland Finance

La valeur d'équilibre obtenue par la méthode des DCF ressort à 4,9 € par action compte tenu d'un taux de croissance à l'infini de 2,50% et d'un WACC de 15,2%.

## Synthèse du modèle DCF

<b>En K€</b>	<b>2010p</b>	<b>2011p</b>	<b>2012p</b>	<b>2013p</b>	<b>2014p</b>
<b>CA</b>	<b>12 600</b>	<b>13 870</b>	<b>15 588</b>	<b>16 866</b>	<b>18 257</b>
<i>Taux de croissance</i>	28,9%	10,1%	12,4%	8,2%	8,2%
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>670</b>	<b>791</b>	<b>1 139</b>	<b>1 273</b>	<b>1 422</b>
<i>Taux de marge opérationnelle courante</i>	5,3%	5,7%	7,3%	7,5%	7,8%
-Impôts	0	0	0	35	95
+ DAP nettes	88	89	92	93	95
<b>Cash Flow opérationnel</b>	<b>757</b>	<b>880</b>	<b>1 230</b>	<b>1 332</b>	<b>1 422</b>
- Variation du BFR	257	120	375	273	297
- Investissements opérationnels	300	300	300	300	300
<b>Free Cash Flows opérationnels</b>	<b>201</b>	<b>460</b>	<b>555</b>	<b>759</b>	<b>825</b>
Coefficient d'actualisation	0,8678	0,7531	0,6536	0,5672	0,4922
FCF actualisés	174	346	363	431	406
Somme des FCF actualisés	1 720				
Valeur terminale actualisée	3 269				
Actifs financiers	600				
Valeur des minoritaires	0				
Endettement net retraité	- 3 220				
<b>Valeur totale</b>	<b>8 809</b>				
Nombre d'actions	1 803 724				
<b>Valeur par action en €</b>	<b>4,9</b>				

## Valorisation par les comparables boursiers : 4,0 €

Nous avons retenu, dans le cadre de la valorisation d'i2S par les comparables boursiers, 4 sociétés cotées présentant soit une activité de conception et/ou distribution d'équipements électroniques à forte valeur ajoutée ou une activité d'ingénierie industrielle.

**Microwave Vision (Capitalisation 25,9 M€):** Microwave Vision (ex: Satimo) conçoit des systèmes de test et de mesure d'antennes à balayage électronique destinés à visualiser en temps réel des champs d'ondes électromagnétiques. Les produits du groupe sont utilisés essentiellement dans les domaines de l'aéronautique et de la défense, des radiocommunications et de l'automobile. Le CA 2009 ressort à 34,9 M€ avec un REX à 158 K€.

**Orolia (Capitalisation 40,9 M€):** Orolia est spécialisé dans la fabrication d'équipements et de systèmes électroniques de précision destinés à déterminer, en toutes circonstances, le positionnement, le temps et la synchronisation des personnes, des objets et des événements les plus critiques. L'offre produit se positionne sur les secteurs de la défense, la sécurité, du spatial et de la navigation, des télécommunications et de la télédiffusion. Le CA 2009 s'élève à 31,1 M€ et le REX à 1,5 M€.

**Nexeya (Capitalisation 40,5 M€):** Créé en 1997 (anciennement Eurilogic SA), Nexeya est un prestataire de services en ingénierie informatique industrielle et technique. Le groupe accompagne les clients dans la conception, la mise au point, la réalisation et la maintenance de leurs produits et de leurs outils industriels. Pour l'année 2009 le CA s'établit à 109,5 M€ et le REX à 7,4 M€.

**Hologram Industries (Capitalisation 75,9 M€):** Hologram Industries est spécialisé dans la conception des composants holographiques destinés à l'authentification et à la sécurisation des documents d'identité et fiduciaires, et à la protection des produits de marque. L'entreprise a réalisé un CA de 28,3 M€ en 2009 pour un REX de 6,2 M€.

### Ratios des comparables boursiers

	VE/CA 10	VE/CA 11	VE/EBITDA 10	VE/EBITDA 11	VE/EBIT 10	VE/EBIT 11	PER 10	PER 11
Microwave Vision	0,7	0,6	9,4	6,4	8,1	6,2	9,2	8,7
Orolia	0,7	0,7	5,3	4,5	8,3	6,5	11,1	8,4
Nexeya	0,4	0,4	4,9	4,2	5,8	4,7	8,9	7,1
Hologram Industries	1,9	1,7	6,6	5,5	9,3	7,4	14,9	12,0
<b>Moyenne comparables</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>6,6</b>	<b>5,1</b>	<b>7,9</b>	<b>6,2</b>	<b>11,0</b>	<b>9,0</b>
<b>Médiane comparables</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>6,0</b>	<b>5,0</b>	<b>8,2</b>	<b>6,3</b>	<b>10,2</b>	<b>8,5</b>

Source : Euroland Finance

Pour la valorisation de la société, nous avons appliqué les ratios de l'année 2010 et 2011. La valeur d'équilibre issue de notre modèle des comparables boursiers ressort à 4,0€ par action, après la prise en compte d'une décote de 20%, appliquée en raison de la faible capitalisation d'i2S par rapport à ses comparables.

## CONCLUSION

Nous initions donc la couverture d'i2S avec une opinion Achat et un objectif de cours, issu de la moyenne equi-pondéré de nos valorisations par les DCF et les comparables boursiers, de 4,5 € soit un potentiel d'appréciation de XX% par rapport au cours actuel.

## COMPTES HISTORIQUES &amp; PREVISIONNELS

En K€	2008	2009	2010p	2011p	2012p
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>13 308</b>	<b>9 775</b>	<b>12 600</b>	<b>13 870</b>	<b>15 588</b>
Résultat opérationnel courant	- 538	- 75	670	791	1 139
Résultat opérationnel	- 538	- 75	670	791	1 139
Coût de l'endettement financier net	86	- 723	15	20	32
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>- 439</b>	<b>- 257</b>	<b>611</b>	<b>731</b>	<b>989</b>
Actifs non courants	600	774	1 004	1 234	1 464
<i>dont goodwill</i>	0	0	0	0	0
Actifs courants	4 769	4 700	5 914	6 345	7 131
Trésorerie	4 946	4 873	4 753	4 984	5 218
<b>Total bilan</b>	<b>10 321</b>	<b>10 346</b>	<b>11 671</b>	<b>12 562</b>	<b>13 812</b>
Capitaux propres part du groupe	6 412	6 155	6 766	7 497	8 486
Emprunts et dettes financières	1 119	1 652	1 502	1 352	1 202
Dettes d'exploitation	2 541	2 209	3 214	3 524	3 936
Capacité d'autofinancement	- 43	- 692	681	801	1 059
Variation du BFR	21	- 153	257	120	375
Investissements opérationnels	106	12	100	100	100
<b>Free Cash Flows opérationnels</b>	<b>- 171</b>	<b>- 551</b>	<b>325</b>	<b>581</b>	<b>584</b>
Marge opérationnelle courante	ns	ns	5,3%	5,7%	7,3%
Marge opérationnelle	ns	ns	5,3%	5,7%	7,3%
Marge nette	ns	ns	4,8%	5,3%	6,3%
<b>ROE</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,8%</b>	<b>11,7%</b>
<b>ROCE hors goodwill</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>15,4%</b>	<b>17,3%</b>	<b>21,9%</b>
<b>ROCE y compris goodwill</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>15,4%</b>	<b>17,3%</b>	<b>21,9%</b>
Gearing net	-59,7%	-52,3%	-48,0%	-48,4%	-47,3%
BFR / CA	16,5%	25,0%	21,4%	20,3%	20,5%
Effectif	59	65	70	76	82
Charges de personnel / CA	28,8%	35,0%	28,0%	28,0%	27,0%
<b>BNPA (en €)</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>0,34</b>	<b>0,41</b>	<b>0,55</b>
<i>Taux de croissance des BNPA</i>	<i>ns</i>	<i>ns</i>	<i>ns</i>	<i>19,6%</i>	<i>35,3%</i>

+

Une croissance dynamique du CA en 2010 (+28,9%)

+

Un retour à la rentabilité attendu, grâce à la maîtrise des charges externes

+

Une trésorerie nette de 3,2 M€ aujourd'hui, permettant d'éventuelles opportunités de croissance externe

Source : Euroland Finance

## Synthèse

	2008	2009	2010p	2011p	2012p
<b>CA (K€)</b>	13 308	9 775	12 600	13 870	15 588
<b>ROC (K€)</b>	- 538	- 75	670	791	1 139
<b>RNPG (K€)</b>	- 439	- 257	611	731	989
<b>Var CA (%)</b>	-9,2%	-26,5%	28,9%	10,1%	12,4%
<b>Marge opérationnelle courante (%)</b>	-4,0%	-0,8%	5,3%	5,7%	7,3%
<b>Marge nette (%)</b>	-3,3%	-2,6%	4,8%	5,3%	6,3%
<b>Gearing net (%)</b>	-59,7%	-52,3%	-48,0%	-48,4%	-47,3%
<b>BFR/CA HT (%)</b>	16,5%	25,0%	21,4%	20,3%	20,5%
<b>VE / CA</b>	0,04	0,05	0,04	0,03	0,03
<b>VE / EBE</b>	ns	ns	0,6	0,4	0,4
<b>VE / ROC</b>	ns	ns	0,6	0,4	0,4
<b>PER</b>	ns	ns	5,1	3,8	3,4

Source : Euroland Finance.

## SYSTEME DE RECOMMANDATION

Les recommandations d'Euroland Finance portent sur les six prochains mois et sont définies comme suit :

<b>Achat :</b>	Potentiel de hausse supérieur à 20% par rapport au marché assorti d'une qualité des fondamentaux.
<b>Neutre :</b>	Potentiel de hausse ou de baisse de moins de 20% par rapport au marché.
<b>Vendre :</b>	Potentiel de baisse supérieur à 20% et/ou risques élevés sur les fondamentaux industriels et financiers.

## HISTORIQUE DES RECOMMANDATIONS SUR 12 MOIS.

<b>Achat :</b>	(-).
<b>Neutre :</b>	(-).
<b>Vendre :</b>	(-).
<b>Suspendue :</b>	(-).

**Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :**

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

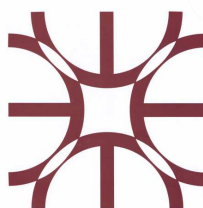
## DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrats de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui

\* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non

---

# EuroLand Finance



## CONTACT ANALYSE :

**Benjamin LE GUILLOU : 01 44 70 20 74**

**Nicolas DU RIVAU : 01 44 70 20 70**

## VENTE INSTITUTIONNELLE :

**Nisa BENADDI : 01 44 70 20 92**

## CONTACTS EMETTEURS :

**Julia TEMIN : 01 44 70 20 84**

**Cyril TEMIN : 01 44 70 20 83**

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Finance s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Finance, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre.

Il est important de noter qu'EuroLand Finance conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Finance à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

EuroLand Finance attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la société objet de la présente étude, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Finance dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la société mentionnée dans la présente étude, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Finance, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

EuroLand Finance est réglementée par le CECEI, la Commission bancaire et l'Autorité des marchés financiers et a mis dans ce cadre en place des procédures appropriées de séparations des activités visant en particulier à prévenir les conflits d'intérêt entre ses activités de Recherche et ses autres activités. Ces « Murailles de Chine » peuvent être détaillées sur demande auprès du Responsable de la conformité. A la date de cette publication, EuroLand Finance peut être en conflit d'intérêt avec l'émetteur mentionné. En particulier, il se peut ainsi que EuroLand Finance ou toute personne morale ou physique liée, leurs dirigeants, leurs représentants légaux ou leurs salariés aient investi pour leur propre compte ou agissent ou envisagent d'agir, dans les douze mois à venir, en tant que conseiller, apporteur de liquidité, teneur de marché d'une des sociétés mentionnées dans cette publication.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Finance. Ce document ne peut être distribué au Royaume-Uni qu'aux seules personnes autorisées ou exemptées au sens du UK Financial Services Act 186 ou aux personnes du type décrit à l'article 11(3) du Financial services Act. La transmission, l'envoi ou la distribution de ce document sont interdits aux Etats-Unis ou à un quelconque ressortissant des Etats-Unis d'Amérique (au sens de la règle « S » du U.S. Securities Act de 1993).

EuroLand Finance est une entreprise d'investissement agréée par le Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement (CECEI). En outre l'activité d'EuroLand Finance est soumise à la réglementation de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).