

# EUROPE FINANCE ET INDUSTRIE

## ANALYSE FINANCIERE

### INTRODUCTION AU MARCHÉ LIBRE

SOCIETE	EASSON TELECOM LTD
DATE D'INTRODUCTION	JUILLET 2007
SECTEUR D'ACTIVITE	PRESTATAIRE MULTIMEDIA
NOM DE L'ANALYSTE	EUROPE FINANCE ET INDUSTRIE

## 1ERE PARTIE : PRESENTATION GENERALE

<b>• DATE DE CREATION :</b>	<b>2002</b>
<b>• Activité de la société :</b>	<p>Easson Telecom Ltd est un groupe de prestations multimédias présent essentiellement dans les trois domaines suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Le divertissement</b> : logos-sonneries, télévision et vidéos sur mobiles, musiques, jeux et chat, informations sportives....</li> <li>- <b>La vie économique</b> : informations économiques et financières, météo, les pages jaunes, e-marketing,...</li> <li>- <b>L'éducation</b> : quiz, cours, jeux éducatifs,...</li> </ul>
<b>• Le marché chinois de la téléphonie mobile ;</b>	<p>A travers son partenariat avec les deux plus grands opérateurs de téléphonie mobile en Chine et dans le monde, la société dispose d'un accès aux abonnés sur tout le territoire chinois. A noter que le marché chinois présente des barrières fortes à l'entrée et chaque service commercialisé doit obtenir les autorisations et connexions des différents opérateurs provinciaux. EASSON TELECOM est titulaire de plusieurs licences (SMS, WAP, MMS,...) auprès des différents opérateurs provinciaux et continue ses démarches pour en acquérir d'autres dans les prochaines années.</p> <p>Le secteur de la téléphonie mobile chinois est organisé autour d'un duopole d'opérateurs placé sous l'autorité du Ministère de l'Industrie de l'Information :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- China Mobile Ltd, dont le nombre d'abonnés est passé de 204 millions en 2004 à 301 millions en 2006 (environ 65% de part de marché), soit une hausse de 47% en deux ans. Il est le leader mondial en terme de nombre d'abonnés.</li> <li>- China Unicom, dispose quant à lui de 142 millions d'abonnés à fin 2006. Il est le numéro deux dans le monde.</li> </ul> <p>Ces deux opérateurs possèdent une filiale par province ou par municipalité autonome bénéficiant d'une certaine autonomie sur le plan commercial.</p> <p>Le pays totalise 494 millions d'abonnés mobiles fin mai 2007, en progression de 1.47% par rapport à avril et de 17.53% par rapport à la même période en 2006 (source : Ministry of Information Industry).</p> <p>Le nombre d'abonnés au téléphone mobile en Chine dépasse largement celui d'abonnés aux lignes fixes (372.21 millions). Ce qui explique l'impact de la téléphonie mobile dans l'économie chinoise en pleine expansion et explique la compétition que se livrent les différentes sociétés du secteur pour accéder à ce marché florissant.</p>

<p><b>• Les concurrents d'Easson Telecom</b></p>	<p>Rien qu'au niveau des SMS, avec une moyenne de 3.16 SMS envoyés quotidiennement, ce sont plus de 48 milliards de messages textes qui ont transité sur les canaux de télécommunications.</p> <p>La prochaine évolution du secteur est le lancement des réseaux 3G. La première licence a été attribuée au groupement "The Guangdong 3G Industry Development Alliance" début juillet 2007 par le gouvernement chinois. EASSON TELECOM, à l'instar des sociétés du secteur, attend avec impatience le développement de ce secteur pour pouvoir étendre son marché et profiter pleinement des jeux olympiques de Pékin en 2008. Les services 3G permettront aux opérateurs de proposer des services haut débit, des services d'Internet mobile, des conférences téléphoniques vidéo, TV sur mobile...</p> <p>De nombreux fournisseurs de services mobiles à valeur ajoutée existent en Chine. Les deux opérateurs mobiles ont mis en place des plates-formes destinées à servir d'interfaces entre les utilisateurs et les fournisseurs de services : Monternet pour China Mobile et Uni pour China Unicom.</p> <p>Les services ajoutés aux téléphones portables représentaient 8.5 Mia€ en 2006, soit une hausse de +36.7%.</p> <p>Les SMS génèrent un peu moins de la moitié de ce chiffre. Toutefois, les autres services (MMS, WAP,...) sont en plein essor. Ce marché est dominé par les opérateurs qui occupent 75% du CA.</p> <p><b>Le CA de fournisseurs de services mobiles à valeur ajoutée en Chine sont les suivants :</b></p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2006</th> <th>2005</th> <th>Variation 06/05</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>TOM Online</td> <td>137</td> <td>126</td> <td>+8,73%</td> </tr> <tr> <td>TENCENT</td> <td>70</td> <td>52</td> <td>+34,62%</td> </tr> <tr> <td>KongZhong</td> <td>70</td> <td>61</td> <td>+14,75%</td> </tr> <tr> <td>LinkTone</td> <td>62</td> <td>57</td> <td>+8,77%</td> </tr> <tr> <td>Hurray</td> <td>52</td> <td>49</td> <td>+6,12%</td> </tr> <tr> <td>Sohu</td> <td>25</td> <td>21</td> <td>+19,05%</td> </tr> </tbody> </table> <p><b>Les chiffres sont en millions d'euros.</b></p>		2006	2005	Variation 06/05	TOM Online	137	126	+8,73%	TENCENT	70	52	+34,62%	KongZhong	70	61	+14,75%	LinkTone	62	57	+8,77%	Hurray	52	49	+6,12%	Sohu	25	21	+19,05%
	2006	2005	Variation 06/05																										
TOM Online	137	126	+8,73%																										
TENCENT	70	52	+34,62%																										
KongZhong	70	61	+14,75%																										
LinkTone	62	57	+8,77%																										
Hurray	52	49	+6,12%																										
Sohu	25	21	+19,05%																										
<p><b>• Montant des Capitaux recherchés :</b></p>	<p>EASSON a engendré des bénéfices en 2006, soit <b>un an</b> seulement après l'obtention des licences auprès des différents opérateurs.</p> <p>Le montant de capital que souhaite lever la société sur le marché libre est de <b>3.000.000 €</b> Cette somme lui permettra de croître plus rapidement et de profiter des opportunités que présente l'immense marché chinois :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Elargissement de sa couverture du territoire national</li> <li>- Acquisition de sociétés de développement de logiciels,</li> <li>- Lancement de nouvelles activités</li> </ul>																												

**• L'opération d'introduction sur le marché libre d'Euronext Paris**

- Capital social avant opération : **2.500.000 HK\$** réparti en **1.250.000 actions** de 2 HK\$ de nominal ( 1 HK\$ vaut environ 0.1 €)
- Ouverture du placement : **20 Juillet 2007**
- Clôture du placement : **3 août 2007**
- 1<sup>ère</sup> Cotation : **10 août 2007**
- Prix de souscription : **Entre 3.76 € et 4.24 €**
- Valorisation pre-money : **Entre 4,7M€ et 5,3M€**
- Flottant post opération : **38% (en milieu de fourchette)**
- Modalité de l'opération : **Augmentation du capital par émission de 750 000 nouvelles actions (en milieu de fourchette) à un prix compris entre : 3.76 € et 4.24 €**

- Liste des actionnaires actuels

Nom	Nombre d'actions	% du capital
Sylvester Silas SIT	697 000	55,76%
.Sut Hong NG	312 500	25,00%
Wu Wai Ling Rita	25 000	2,00%
Wing Chi Cherry Wong	102 125	8,17%
Wai Keung Chui	63 250	5,06%
Tung Wai Hui	42 250	3,38%
Yin Cheung Leung	6 300	0,63%
<b>Total</b>	<b>1 250 000</b>	<b>100,00%</b>

- Compte de résultat et bilan avant inscription à la cote :

**Compte de résultat et bilan avant inscription à la cote**

	2006	2007p	2008p	2009p
<b>CA</b>	<b>650 911</b>	<b>1 030 000</b>	<b>2 200 000</b>	<b>4 650 000</b>
Marge brute d'exploitation	200 328	329 000	792 000	2 260 000
Résultat net	35 277	82 000	297 000	1 017 000
MBE / CA	30,78%	31,94%	36,00%	48,60%
Marge nette	5,42%	7,96%	13,50%	21,87%
<b>CAPITAUX PROPRES</b>	<b>32 242</b>	<b>114 242</b>	<b>411 242</b>	<b>1 428 242</b>
Trésorerie nette	688	51 672	203 400	771 000
PER en valeur moyenne	NS	62	21	7
BPA	NS	0,07	0,24	0,81
CFPA	NS	0,07	0,24	0,81
VE/CA	NS	5,89	2,23	0,93
VE/REX	NS	21,73	6,60	2,00
<b>ROE</b>	<b>109,41%</b>	<b>71,78%</b>	<b>27,84%</b>	<b>71,21%</b>



## 3EME PARTIE : EVALUATION D'EASSON TELECOM

<p>• <b>Méthodes d'évaluation utilisées</b></p>	<p>Pour juger de la valeur de la société EASSON TELECOM, nous avons appliqué les règles d'évaluation traditionnelles en veillant à avoir une image la plus objective possible :</p> <p>a) La méthode des valeurs de rentabilité b) La méthode d'actualisation des cash-flows c) La méthode des comparables</p>																												
<p>a) Méthode des valeurs de rentabilité</p>	<p>L'avantage de cette méthode est de lisser les évolutions significatives du résultat dans le temps en appliquant un coefficient de pondération à chacun de ces résultats. Nous calculons par la suite un résultat moyen pondéré qui sera multiplié par un coefficient de capitalisation proche d'un taux sans risque.</p> <table border="1" data-bbox="472 763 1345 1019"> <thead> <tr> <th></th> <th>2007</th> <th>2008</th> <th>2009</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Résultat net d'EASSON</td> <td>82 000</td> <td>297 000</td> <td>1 017 000</td> </tr> <tr> <td>Coéf. de pondération</td> <td>3</td> <td>2</td> <td>1</td> </tr> <tr> <td>Résultat calculé</td> <td>246 000</td> <td>594 000</td> <td>1 017 000</td> </tr> <tr> <td>Résultat net moyen pondéré</td> <td colspan="3" style="text-align: center;"><b>619 000</b></td> </tr> <tr> <td>Coefficient de capitalisation</td> <td colspan="3" style="text-align: center;"><b>8,5</b></td> </tr> <tr> <td>Valorisation induite</td> <td colspan="3" style="text-align: center;"><b>5 261 500</b></td> </tr> </tbody> </table>		2007	2008	2009	Résultat net d'EASSON	82 000	297 000	1 017 000	Coéf. de pondération	3	2	1	Résultat calculé	246 000	594 000	1 017 000	Résultat net moyen pondéré	<b>619 000</b>			Coefficient de capitalisation	<b>8,5</b>			Valorisation induite	<b>5 261 500</b>		
	2007	2008	2009																										
Résultat net d'EASSON	82 000	297 000	1 017 000																										
Coéf. de pondération	3	2	1																										
Résultat calculé	246 000	594 000	1 017 000																										
Résultat net moyen pondéré	<b>619 000</b>																												
Coefficient de capitalisation	<b>8,5</b>																												
Valorisation induite	<b>5 261 500</b>																												
<p>b) La méthode d'actualisation des cash-flows</p>	<p>En se basant sur le business plan, nous avons extrapolé sur quelques années supplémentaires afin que les projections rentrent dans notre tableau de calcul.</p> <p>Les éléments pris en compte pour la valorisation selon cette méthode sont :</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Un taux d'augmentation du CA de : 60% en 2010, 50% en 2011, 40% en 2012, 30% en 2013, 25% en 2014, 15% en 2015, 10% en 2016.</li> <li>2. Nous avons pris en compte le résultat net pour le calcul des cash flows, nous considérons que le niveau d'amortissement pour ce type d'activité est faible dans les prochaines années.</li> <li>3. Une évolution de la variation du BFR bien maîtrisé.</li> <li>4. Un niveau d'investissement raisonnable.</li> <li>5. Un coût du capital de 31.68%</li> </ol> <p>Pour le calcul du coût moyen pondéré du capital, nous avons utilisé les taux suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Le taux de rendement d'un placement sans risque (taux des OAT à 10 ans) à 4.68%</li> <li>- Prime de risque : 13.5%</li> <li>- Bêta : 2</li> </ul> <p>La valeur induite de la société, avec un taux de croissance à l'infini de 3%, est de :</p> <table border="1" data-bbox="472 1816 1062 1957"> <tbody> <tr> <td>Somme des CFL actualisés</td> <td>3 887 114</td> </tr> <tr> <td>Taux de croissance à l'infini</td> <td>3%</td> </tr> <tr> <td>VT actualisée</td> <td>1 452 780</td> </tr> <tr> <td><b>La valeur globale</b></td> <td><b>5 339 894</b></td> </tr> </tbody> </table> <p><b>Les détails de calculs pour cette méthode sont en annexe 1.</b></p>	Somme des CFL actualisés	3 887 114	Taux de croissance à l'infini	3%	VT actualisée	1 452 780	<b>La valeur globale</b>	<b>5 339 894</b>																				
Somme des CFL actualisés	3 887 114																												
Taux de croissance à l'infini	3%																												
VT actualisée	1 452 780																												
<b>La valeur globale</b>	<b>5 339 894</b>																												

c) La méthode des comparables

Pour la pertinence de l'évaluation selon cette méthode, nous avons constitué un échantillon de cinq entreprises chinoises et deux françaises opérant dans le même secteur d'activité qu'EASSON TELECOM.

Les étapes préliminaires pour l'évaluation sont :

- Récupération des PER pour 2007 et 2008;
- Calcul d'un PER moyen par année;
- Décote de capitalisation pour tenir compte de la taille d'EASSON TELECOM versus les entreprises de l'échantillon.
- Multiplication du PER ainsi calculé par le résultat net d'EASSON TELECOM et division du montant par obtenu par deux.

PER	2007	2008
TOM ONLINE	45,48	24,05
KongZhong	9,76	24,10
LinkTone	70,23	75,50
Hurray Hldgs Co Ltd	16,43	23,00
Sohu	53,88	32,03
JET MULTIMEDIA	13,43	10,43
PROSODIE	18,13	15,82
PER moyen	32,48	29,28
Décote de capitalisation	5	5
RN d'EASON	82 000	297 000
Valorisation induite	2 253 126	7 209 887
<b>Moyenne</b>	<b>4 731 506</b>	

d) Conclusion :

La valeur moyenne de la société EASSON TELECOM est de :

Méthode des valeurs de rentabilité	5 261 500
La méthode des DCF	5 339 894
La méthode des comparables	4 731 506
<b>VALEUR MOYENNE</b>	<b>5 110 967</b>

## AVIS DE L'ANALYSTE FINANCIER / CONCLUSION

Le marché chinois de téléphonie mobile a connu un développement impressionnant ces dernières années devenant, et de loin, le plus important dans le monde en terme de nombre d'abonnés.

Le nombre d'utilisateurs de téléphones portable est en augmentation de 5 millions par mois en moyenne. Ce qui explique l'engouement de tous les professionnels du secteur sur ce marché qu'ils soient industriels, fournisseurs de solutions ou opérateurs. Les utilisateurs réclament plus de services à valeur ajoutée tels que les films vidéo, images, chat...

Les opérateurs, portails et fournisseurs de services et de contenus portent leurs efforts sur ce type de services à valeur ajoutée.

EASSON TELECOM est présent essentiellement sur un marché chinois des services mobiles à valeur ajoutée très concurrentiel et en pleine croissance. Notre valorisation de cette société se base sur la qualité de l'équipe dirigeante et sa présence dans un secteur d'activité caractérisé par ses très bonnes perspectives d'évolution comme l'attestent les statistiques fournies dans cette présentation.

Le groupe souhaite profiter des économies d'échelles qu'offre la combinaison de ses deux activités principales et compte effectuer des acquisitions à l'externe afin de croître plus rapidement et devenir d'ici 2010 :

- Le numéro 1 des sites éducatifs
- Dans le Top10 des fournisseurs de services mobiles à valeur ajoutée

Pour toutes ces raisons, non exhaustives, nous estimons que la valeur d'EASSON TELECOM pourrait s'établir entre 4,7M€ et 5,3M€. Comme dans nos calculs, nous nous sommes basés sur les prévisions du groupe sans tenir compte de l'augmentation du capital, la valeur post-opération est comprise entre 7,7M€ et 8,3M€.

### Annexe 1 : La méthode d'actualisation des cash-flows - Détails de calcul

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>CA</b>	<b>1 030 000</b>	<b>2 200 000</b>	<b>4 650 000</b>	<b>7 440 000</b>	<b>11 160 000</b>	<b>15 624 000</b>	<b>20 311 200</b>	<b>25 389 000</b>	<b>29 197 350</b>	<b>32 117 085</b>
Résultat courant	123 000	396 000	1 356 000	2 169 600	3 254 400	4 556 160	5 923 008	7 403 760	8 514 324	9 365 756
Résultat courant / CA	12%	18%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%
Montant de l'impôt	41 000	99 000	339 000	542 400	813 600	1 139 040	1 480 752	1 850 940	2 128 581	2 341 439
Taux d'imposition	33%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
<b>Résultat courant après impôt</b>	<b>82 000</b>	<b>297 000</b>	<b>1 017 000</b>	<b>1 627 200</b>	<b>2 440 800</b>	<b>3 417 120</b>	<b>4 442 256</b>	<b>5 552 820</b>	<b>6 385 743</b>	<b>7 024 317</b>
Amortissements	50 000	50 000	100 000	100 000	150 000	150 000	150 000	200 000	200 000	250 000
Investissements	50 000	50 000	150 000	150 000	400 000	400 000	600 000	600 000	700 000	700 000
Variation du BFR	30 327	93 600	196 000	223 200	297 600	357 120	374 976	406 224	304 668	233 579
Cash flow libre	51 673	203 400	771 000	1 354 000	1 893 200	2 810 000	3 617 280	4 746 596	5 581 075	6 340 739
<b>DFCF</b>	<b>39 241</b>	<b>117 304</b>	<b>337 672</b>	<b>450 339</b>	<b>478 187</b>	<b>538 998</b>	<b>526 918</b>	<b>525 078</b>	<b>468 856</b>	<b>404 522</b>