

# DES MARGES ELEVEES ET UNE TRESORERIE ABONDANTES

## Adomos exploite un modèle rentable

par BRUNO KUS •

L'audace finit par payer. Cette ancienne start-up créée en 1998 est l'une des rares à avoir surmonté l'éclatement de la bulle Internet. Elle est même devenue une affaire très profitable, si l'on en juge par le niveau de marge opérationnelle, qui a atteint 17 % au cours du premier semestre. Pourtant, sa valorisation en Bourse n'a rien à voir avec celle d'une valeur Internet, puisque le multiple de capitalisation des bénéfices pour cette année est inférieur à 13 fois. S'il est vrai que la société dépend en partie du marché immobilier, réputé cyclique, sa structure de coûts très flexible et sa présence sur le marché très prometteur de la presse immobilière gratuite lui confèrent un potentiel de développement significatif pour les cinq prochaines années.

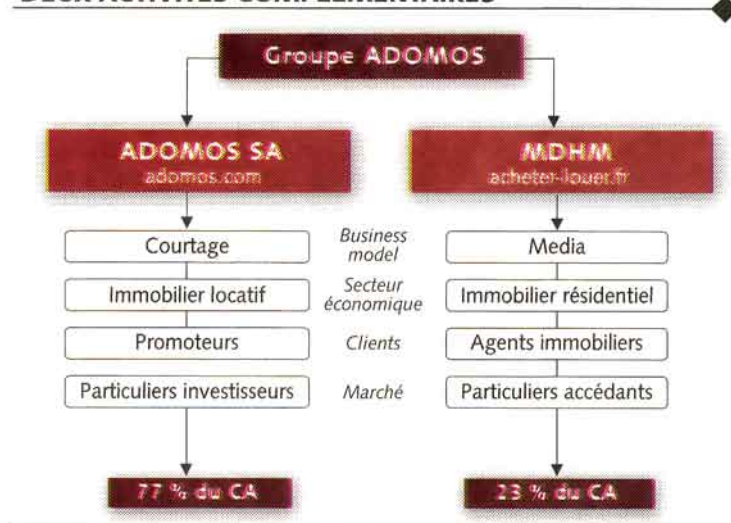
millions d'euros dans un outil informatique très performant permettant de croiser en permanence les besoins de sa base de clients potentiels (400.000 prospects ont été identifiés) avec une offre portant aujourd'hui sur 95 programmes immobiliers situés dans toute la France. Le chiffre d'affaires est constitué des commissions perçues auprès des promoteurs ainsi que des organismes bancaires (elles sont perçues à la signature de l'acte notarié), alors que les charges sont essentiellement variables, puisqu'elles reposent sur la rémunération des conseillers, qui sont rémunérés eux aussi sous forme de commissions. Au 30 juin, la partie fixe des charges (frais de fonctionnement et charges de personnel fixes) ne représentait ainsi que 25,5 % du chiffre d'affaires de l'activité de vente d'appartements par Internet. Ce rapport était de 34 % un an plus tôt, ce qui donne une idée du levier sur la rentabilité exercé par l'augmentation du volume de facturations.

De fait, à partir d'un chiffre d'affaires de 9,2 millions d'euros, en hausse de 74,8 %, au premier semestre, le résultat opérationnel de la division a bondi de 141 %, pour s'établir à 1,92 million. En intégrant les performances de la filiale MDHM, Adomos affiche, sur les six premiers mois de l'année, un résultat opérationnel de 2 millions, en progression de 110 %, ainsi qu'un bénéfice net de 2,6 millions multiplié par trois en un an. Notons que ce profit intègre un produit d'impôt différé de 0,68 million d'euros lié à la présence de reports déficitaires pour 11 millions dans les comptes au 31 décembre 2005. Ce report ne sera pas absorbé avant l'exercice 2008.

### La demande de produits immobiliers restera élevée

Toute la question est de savoir si Adomos peut encore augmenter son chiffre d'affaires et ses marges dans un contexte immobilier plus incertain, eu égard à la récente remontée des taux d'intérêt, aux changements de dispositifs fiscaux pour les investisseurs

### DEUX ACTIVITES COMPLEMENTAIRES



### Des ambitions pour le pôle média

> Déjà présente dans la presse gratuite immobilière, notamment en Ile-de-France, où elle est leader à travers ses supports Horizon, Actua Immo et Acheter-Louer.fr, la filiale MDHM nourrit de grandes ambitions sur Internet. L'objectif est de constituer autour d'Acheter-Louer.fr un portail au service de l'immobilier au niveau national et de passer d'un modèle de développement sur papier à un modèle sur le Net en incitant les agents immobiliers à prendre des abonnements sur longue période sur ce support. La marge d'exploitation de MDHM, qui atteignait à peine 4 % du chiffre d'affaires (2,67 millions d'euros) au cours du premier semestre, s'en trouverait renforcée. D'ici deux ans, la filiale pourrait ainsi, selon nous, générer un bénéfice d'au moins 1 million d'euros, cinq fois plus élevé que celui attendu en 2006.

et à une offre de logements devenue plus abondante. Fabrice Rosset, le président de la société, considère que la remontée des taux d'intérêt atteint aujourd'hui ses limites et que le crédit devrait par conséquent rester bon marché. Le dispositif Borloo, qui vient compléter le Robien remanié, présente par ailleurs un réel intérêt sur certaines zones géographiques. Quant au marché immobilier du neuf, il se caractérise par une demande qui devrait se stabiliser à un niveau élevé (120.000 ventes par an environ, dont la moitié destinées aux investisseurs). L'augmentation de l'offre d'appartements n'est pas pour déplaire à Fabrice Rosset dans la mesure où les promoteurs sont prêts à accorder des commissions plus importantes pour continuer à écouler rapidement leurs produits. C'est ainsi qu'Adomos a obtenu cet été une hausse moyenne de commissionnement de 10 % chez 70 % de ses promoteurs partenaires,

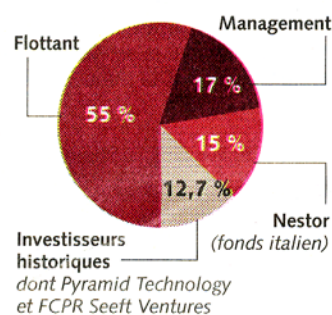
ce qui fait plus que compenser une éventuelle augmentation du coût d'acquisition de nouveaux clients. La société en bénéficiera pleinement sur ses résultats en 2007.

### Gros potentiel en province

Même en cas de stagnation du volume de ventes d'appartements (ce n'est pas encore le cas, puisque les réservations ont progressé de 20 % au cours du premier semestre), Adomos vise un rythme de croissance de ses ventes et de sa rentabilité soutenu grâce au renforcement de sa présence en province. Il y a encore six mois, la société recensait 100 conseillers, dont 50 en province. A fin juin, leur nombre total a été porté à 190, dont 140 en province. Non sans effet sur le nombre de réservations en province, qui a doublé en un an (302 unités à fin juin).

### UN TITRE TRES LIQUIDE SUR ALTERNEXT

► Répartition du capital après conversion des Obsa le 25/04/2006



Le modèle développé par Adomos est bâti sur deux activités. L'une, logée au sein de la filiale MDHM, propose une offre complète aux professionnels de l'immobilier à travers des journaux gratuits ainsi que des conseils en stratégie ou la création d'outils d'aide à la vente. L'autre, qui est prépondérante puisqu'elle représente les trois quarts du chiffre d'affaires, consiste à vendre via Internet des produits immobiliers, assortis de prêts et d'assurances, à des investisseurs désireux de se constituer une épargne en complément de leur retraite future tout en bénéficiant des incitations fiscales (dispositifs Robien, Borloo, Girardin...). Pour ce faire, Adomos a investi près de 8

## Premier dividende en vue

> Adomos n'est pas seulement une société rentable, elle présente aussi un bilan solide. Grâce à la conversion d'un emprunt sous forme d'Obsa en avril, les fonds propres au 30 juin atteignaient 10,8 millions d'euros, tandis que la trésorerie nette culminait à 3,5 millions d'euros. Le développement ne nécessitant pas d'investissements particuliers, et encore moins des acquisitions, Adomos va rapidement se retrouver à la tête d'un trésor de guerre qu'elle va devoir utiliser à bon escient. Fabrice Rosset réfléchit clairement à distribuer des dividendes mais ne souhaite pas se prononcer sur le calendrier d'une telle opération. Nous estimons qu'Adomos pourrait verser un premier dividende, de l'ordre de 0,075 euro par action, au titre de l'exercice 2006, en retenant un taux de distribution de 15 %. Le rendement ressortirait à un peu plus de 1 %. Toutefois, compte tenu de la nature de l'activité, le taux de distribution pourrait aisément atteindre 50 %.

Fabrice Rosset considère qu'Adomos peut doubler ses ventes en province et gagner ainsi 1 % de parts de marché par an, pour porter celles-ci à plus de 5 % à l'horizon 2010 (2 % à fin juin).

Cette conquête de nouveaux clients aura une incidence très positive sur le niveau de marge, puisqu'elle permet d'amortir plus facilement les coûts de marketing. Ainsi, la marge opérationnelle, qui atteignait 20 % au 30 juin pour l'activité de vente d'appartements sur Internet, pourrait

très bien dépasser 30 % à terme, estime Fabrice Rosset. En admettant qu'Adomos atteigne son objectif de capter 5 % d'un marché estimé à 60.000 unités pour la clientèle investisseur et sachant que la marge nette sur chaque appartement vendu au-delà du seuil de rentabilité est de 5.000 euros environ, Adomos pourrait augmenter son résultat d'exploitation de 10 millions d'euros dans quatre ans à taux de commissionnement constant. Or il n'est pas impossible que les promoteurs soient amenés à accorder des commissions plus importantes pour écouler leurs programmes. Voilà qui assure à Adomos un solide potentiel de croissance de ses résultats, même si la société recommencera à payer l'impôt sur les bénéfices en 2009. En attendant notre estimation de profit pour 2007 de 6,5 millions d'euros, en hausse de 25 % par rapport à celle de 2006 (5,2 millions, contre une prévision de 4,8 millions pour la direction, que nous jugeons trop prudente) est capitalisée modestement 10 fois au cours actuel, ce qui n'a rien d'excessif, compte tenu du dynamisme des ventes, de la trésorerie disponible au bilan et du relais de croissance offert par l'activité de presse gratuite.

### LE POTENTIEL D'AMELIORATION DES MARGES N'EST PAS EPUISE

Données en millions d'euros, sauf indication contraire (selon les nouvelles normes IFRS)	2005	2006 estimé	2007 estimé
Chiffre d'affaires	15,03	22,5	28,1
Résultat d'exploitation	2,56	3,8	5,1
Marge d'exploitation	17,03 %	16,89 %	18,15 %
Résultat net comptable part du groupe	3,75	5,2	6,5
Marge nette	24,95 %	23,11 %	23,13 %
Capitaux propres	6,1	13,1	17,6
Endettement net/(trésorerie nette)	0,3	- 5,2	- 9,5
Endettement net/fonds propres	5 %	- 40 %	- 54 %
Capacité d'autofinancement	2,45	3,5	4,9
BNPA (en €)	0,376	0,52	0,64
PER (en nombre de fois)	17,55	12,69	10,31
Dividende net (en €)	0	0,075	0,13
Rendement net	Nul	1,14 %	1,97 %

Attention : l'analyse technique peut aboutir à des conclusions différentes de celles de l'analyse fondamentale.

► Dernier cours d'Adomos au 4/10/06, en €

— Moyenne mobile 50 jours  
— Moyenne mobile 150 jours



► Commentaire de l'analyse technique : La rupture de la résistance des 6,2 euros a permis au titre de revenir au-dessus de sa moyenne mobile à 150 jours. Le croisement imminent de cette dernière avec la moyenne courte (50 jours) constitue un élément très prometteur. A court terme, la configuration du titre, positive au-dessus de 6,3 euros, devrait lui permettre de rejoindre la résistance des 7,8 euros. Au-dessus de ce niveau, les conditions d'une nouvelle hausse durable seraient réunies. On viserait alors 8,3 euros, puis 10 euros.

### LE CONSEIL DU JDF RENFORCER

Les marges élevées et la solidité du bilan justifient une valorisation plus généreuse ; renforcer avec un objectif de 8,5 euros (code : ALADO ; Alternext).