

Recommandation : **ACHAT**

Cours au 20/12/07: **7,11 €**

Valorisation : **10,2 €**

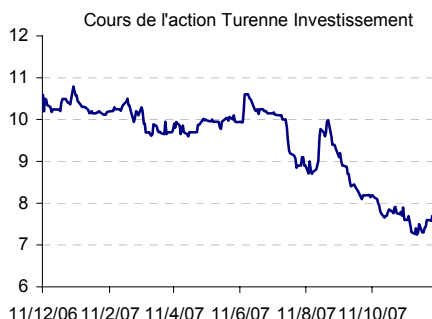
Initiation de suivi

Type de marché:	ALTERNEXT
code bloomberg:	ALTUR:FP
code reuters:	ALTUR.PA
code ISIN:	FR0010395681
Nombre d'actions:	1 657 066
Nombre d'actions dilué:	1 657 066
Capi. boursière (m€):	11,8
Flottant:	97,0%

Actionnariat	
Turenne Participations	1,6%
Turenne Holding	1,4%
Flottant	97,0%

ANR publié / action	12/07e
à l'intro	11,1
31/12/2006	11,4
31/03/2007	11,4
30/06/2007	12,2
30/09/2007	11,9

Perf.	1 mois	3 mois	1 an
Absolute	-1,2%	0,2%	-27,3%



Turenne Investissement

Secteur : Instrument de placement en actions

Un spécialiste indépendant du *private equity*

Créée le 7 septembre 2006, Turenne Investissement est une société de Capital Investissement. La société, lancée par Turenne Capital Partenaires en réponse aux attentes des investisseurs institutionnels s'intéressant aux performances du Capital Investissement, a pour vocation d'accompagner les entreprises non cotées en croissance ayant une valeur d'entreprise inférieure à 100m€.

Turenne Investissement constitue donc une opportunité d'investir dans un véhicule coté et liquide de « private equity » par ailleurs co-investi *pari passu* avec les fonds du groupe Turenne Capital Partenaires.

Le métier du capital investissement connaît une forte croissance

Le capital-investissement est devenu une classe d'actifs ayant démontré sur le long terme une rentabilité supérieure aux autres classes d'actifs. Depuis son démarrage en Europe, au début des années 80, il a connu une croissance significative des montants levés et investis.

Parallèlement, le métier est devenu plus complexe, du fait notamment de la multiplication du nombre d'intervenants, de la disparité des performances et de la spécialisation des équipes.

Un positionnement concurrentiel clair

Turenne Investissement a choisi de diversifier son activité sur différents segments du capital investissement. A titre principal, Turenne Investissement privilégie les investissements portant sur des opérations de type capital développement et capital transmission (OBO, LBO) dans des PME en développement, à fort potentiel de croissance. Les prises de participations porteront sur l'un des secteurs d'expertise suivant : la santé, les services, la distribution spécialisée et l'industrie.

Un ANR qui n'est pas réévalué

La société publie son ANR trimestriellement, mais sa politique est de ne réévaluer aucune ligne pendant les 12 premiers mois. Cette méthode, quoique prudente, constitue un handicap pour la lecture de la valeur de Turenne Investissement durant les périodes d'investissements.

Objectif de cours : 10,2€

Notre objectif moyen de 10,2€ par titre est déterminé par la moyenne arithmétique de nos deux scénarii : le « best case » est basé sur une décote de 10% de toutes nos valorisations et un retour à une décote de marché de 25%. Notre « worst case » est déterminé en appliquant une décote de 35% à toutes nos valorisations et une stabilité de la décote de marché.

Le capital investissement

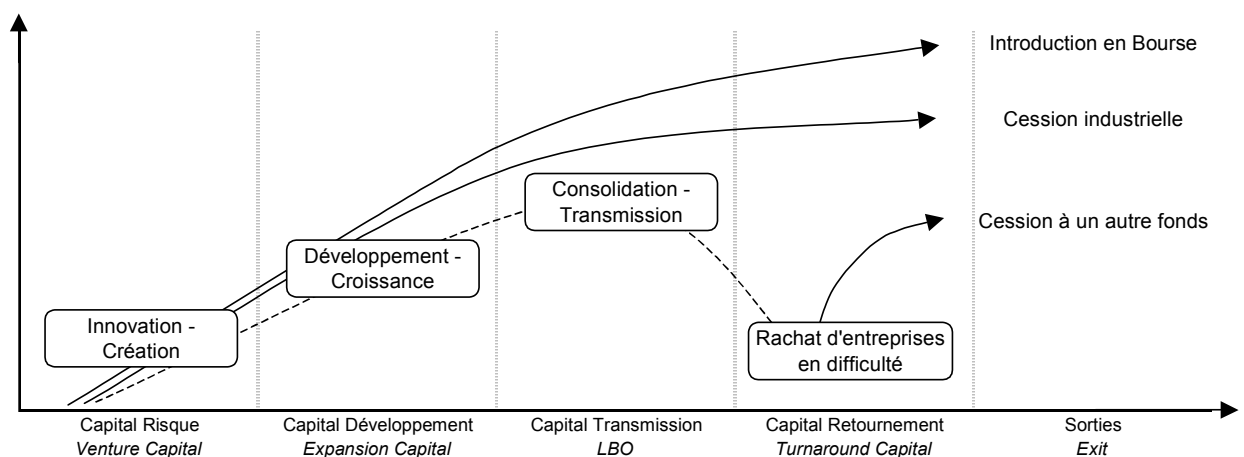
Définition

Le capital-investissement ou « private equity » se définit comme la prise de participation en capital dans des sociétés généralement non cotées pour financer leur démarrage ou leur croissance, leur survie ou leur changement de mains.

Le capital-investissement permet de soutenir une entreprise :

- ✓ il lui apporte le financement et les capitaux nécessaires à son développement ;
- ✓ il l'accompagne dans son management lors des décisions stratégiques ;
- ✓ il lui permet de créer de la valeur pour ses actionnaires et ses dirigeants.

Le capital-investissement est un soutien fondamental de l'entreprise non cotée tout au long de son existence. Il finance le démarrage (Capital Risque), le développement (Capital Développement), la transmission ou l'acquisition (Capital Transmission / LBO) de cette entreprise.



Source: Invest Securities

C'est un investissement en fonds propres ou quasi fonds propres...

Le capital-investissement consiste en une prise de participation en capital. Il s'agit ainsi de financer des sociétés en création ou des PME / PMI à un moment critique de leur histoire, en palliant le manque d'argent des fondateurs ou des dirigeants, et en fournissant des capitaux que les banques ne sont pas prêtes à engager car le risque est trop important pour elles.

...réalisé pour le compte d'institutions financières...

Le capital-investisseur est un intermédiaire entre les institutions financières (fonds de pension, caisses de retraite, banques, compagnies d'assurance, personnes privées, organismes d'Etat...) et l'entreprise. Ces institutions confient aux capital-investisseurs le soin d'investir une partie des fonds qu'ils gèrent pour diversifier leur risque et augmenter la rentabilité de leur portefeuille.

...qui attendent une forte rentabilité en contrepartie du risque encouru...

L'objectif du capital-investisseur est d'obtenir pour ses investisseurs une rentabilité supérieure à celle que l'on pourrait obtenir à travers un autre placement moins risqué. La rentabilité attendue dépend du type d'opération mais elle est comprise entre 15 et 30% par an : 15 à 20% pour du capital-développement, 20 à 40% pour une reprise d'entreprise avec effet de levier (LBO), plus de 30% pour du financement de création d'entreprise ou du capital-retournement.

...et pour une durée limitée dans le temps.

C'est au moment du désinvestissement que le capital-investisseur réalise la plus-value espérée, soit en revendant sa participation à un industriel ou à un autre financier, soit en introduisant la société en Bourse. Le désinvestissement n'exclut pas le versement de dividendes ou le paiement d'intérêts pendant le temps que dure la participation, mais ce n'est généralement pas là que l'essentiel de la rentabilité est espéré.

Ainsi, le capital-investissement contribue :

- ✓ à subvenir aux besoins en fonds propres des entreprises non cotées ;
- ✓ à orienter les fonds des institutions financières vers ces entreprises ;
- ✓ à financer la croissance des entreprises à travers une stratégie clairement définie ;
- ✓ à utiliser les ressources de l'endettement pour améliorer la rentabilité du capital ;
- ✓ à préparer les relais de croissance interne ou externe à moyen terme.

Un historique récent

L'histoire du capital-investissement remonte aux années 1930-1940 avec la création, au Royaume-Uni, de « Charterhouse Development Capital » en 1934 et de 3i (aide au développement des PME) en 1945. Aux Etats-Unis, la première initiative date de 1946 et a pour vocation de promouvoir les technologies développées pendant la guerre. Le capital-investissement s'est ensuite implanté en Europe dans les années 1970.

En France, la création des Fonds Communs de Placement à Risque (FCPR) dans les années 1980 a permis son développement qui reste toutefois moins important qu'en Amérique du Nord.

Sa croissance s'est toutefois accélérée dans les années 1990, encouragée par :

- ✓ des problématiques de succession de plus en plus fréquentes,
- ✓ le besoin pour les jeunes entreprises technologiques d'accéder à des financements privés,
- ✓ la désintermédiation bancaire et l'évolution d'un système de financement basé sur l'endettement vers un système davantage basé sur les fonds propres,

- ✓ la multiplication des mesures juridiques et fiscales favorables,
- ✓ la naissance de nouveaux marchés réglementés spécialisés dans le financement des entreprises de croissance et prenant le relais du capital-investissement.

Son développement s'effectue par cycle

Il s'effectue en fonction des aléas boursiers, des politiques fiscales incitatives et de la création de nouveaux outils et véhicules de placement pour stimuler et faciliter la collecte des fonds. Les années 2000 ont été marquées par l'émergence de la nouvelle économie et l'apparition sur le marché de nombreux investisseurs en capital, prêts à accompagner de jeunes entreprises innovantes dans leur développement. Le secteur a alors connu sa première véritable crise avec l'échec d'un certain nombre de start-up souvent financées sur la base de valorisations sans rapport avec les fondamentaux des entreprises. Mais c'est aussi durant cette période que le marché s'est fortement développé avec l'internationalisation du métier et des acteurs, l'accélération des levées de fonds, l'apparition de nouveaux marchés (financement mezzanine, marché secondaire) et la conclusion d'opérations de LBO de tailles très significatives.

Les segments du marché du capital-investissement

On peut distinguer quatre segments principaux : le capital-risque, le capital-développement, le capital-transmission et le capital-retournement.

Le Capital Risque

Au sein du segment capital risque, deux sous-segments sont identifiés, le « seed capital » et « venture capital » :

- ✓ le « seed capital » finance les projets, de la phase de concept à la R&D initiale. On rencontre fréquemment ce type de financements dans des projets à fort contenu technologique,
- ✓ le « venture capital » a pour but de financer l'activité jusqu'à la profitabilité.

Le Capital Développement

Prolongement logique du capital-risque, le capital-développement concerne plus particulièrement les entreprises établies, avec un historique de comptes, une taille significative et positionnées sur des marchés existants. Le financement est utilisé pour la croissance interne ou externe de l'entreprise. Ce type de financement prend généralement la forme d'une augmentation de capital et s'opère fréquemment à un tournant de la vie d'une entreprise.

Le Capital Transmission

Connues sous le terme générique anglais de « Buy-out », ces opérations consistent à acquérir une part du capital d'une société de manière à en transmettre la propriété. Ces opérations peuvent être réalisées avec un recours plus ou moins important au financement par emprunts bancaires, à l'occasion desquels on parlera alors de rachats avec effet de levier.

Le LBO (« Leveraged Buy Out ») est une opération à effet de levier par laquelle des actionnaires financiers constituent une société holding qui acquiert les actions d'une société cible au moyen d'un financement constitué de fonds propres et de dettes dont le rapport est fixé en fonction de la capacité de la société cible à verser des dividendes qui permettront d'assurer le service de la dette de la société holding.

Selon le degré d'implication capitalistique de l'ancienne équipe dirigeante et/ou des actionnaires de la société cible, dans le nouveau schéma de reprise, on parle de :

- ✓ LMBO (« Leveraged Management Buy Out »), lorsque le management en place continue d'assurer les fonctions de direction, tout en étant associé au capital de la société holding,
- ✓ LBI (« Leveraged Buy In ») lorsque les actionnaires financiers font appel à de nouveaux dirigeants,
- ✓ BIMBO (« Buy In Management Buy Out ») lorsque pour renforcer le management en place, les actionnaires financiers ont recours à des nouveaux dirigeants, l'ensemble du management étant associé au capital de la société holding de reprise,
- ✓ OBO (« Owner Buy Out ») lorsque l'actionnaire vendeur apporte tout ou partie des titres de la société cible à la société holding et reçoit, en contrepartie, des actions de la dite société holding.

Le segment du LBO s'est fortement développé au cours des dernières années, pour plusieurs raisons :

- ✓ Il apparaît comme une solution satisfaisante de transmission dans la plupart des cas :
 - lorsque les actionnaires non opérationnels d'une entreprise souhaitent céder celle-ci tout en assurant la pérennité du management ;
 - pour résoudre les difficultés de cohabitation d'actionnaires au sein d'une même entreprise ;
 - pour assurer la transmission d'une entreprise d'une génération à la génération suivante ;
- ✓ C'est un schéma de reprise convoité pour les avantages financiers qu'il confère : effet de levier renforcé par la facilité d'accès au crédit et le niveau bas des taux d'intérêt.

Le capital-retournement

Les investisseurs en capital-retournement acquièrent généralement une part majoritaire du capital d'une société en difficulté financière, avec l'objectif de la redresser.

Les portefeuilles d'actifs non cotés

Vecteurs d'investissement dans le non coté

Pour investir dans le non coté, l'investisseur a plusieurs possibilités :

- ✓ détenir directement des actions de sociétés non cotées, ce qui présente le plus de risque ;
- ✓ investir dans un fonds dit « primaire », aux côtés d'autres investisseurs, eux mêmes investis dans plusieurs sociétés non cotées. Dans ce cas il achète des parts du fonds ou des actions si celui-ci est coté et il limite son risque ;
- ✓ investir dans un fonds de fonds, c'est à dire qu'il achète des parts d'un fonds qui mutualise les risques de plusieurs fonds primaires.

Traditionnellement les investisseurs sont majoritairement des banques, des compagnies d'assurances et mutuelles, des caisses de retraite et fonds de pension, des fonds de fonds et des investisseurs privés.

Fonctionnement d'un fonds d'investissement

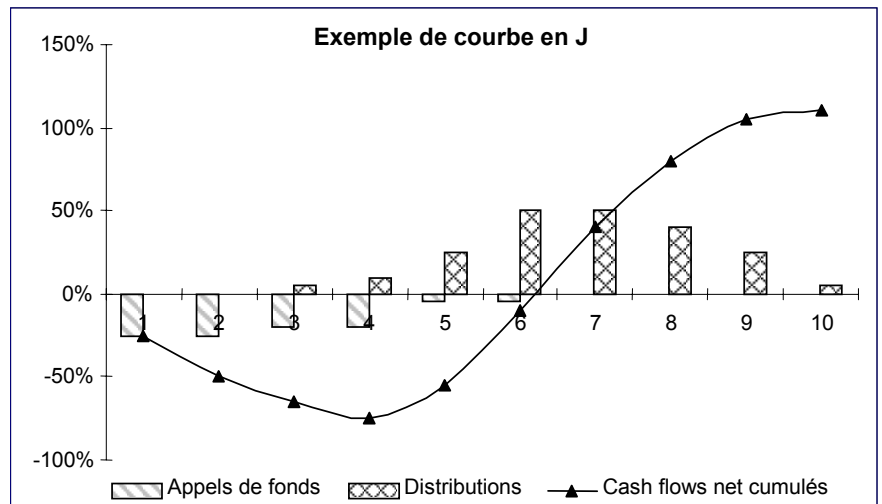
Lors de la souscription à un fonds l'investisseur prend l'engagement d'investir, généralement sur une période de cinq ans, un montant total défini. Ce montant sera appelé par tranche successive en fonction des opportunités d'investissement identifiées par l'équipe de gestion.

Chaque appel de fonds donnera lieu à la prise d'une participation, par le fonds, dans une société non cotée. Les sociétés en portefeuille verseront, à leur tour, au fonds, des intérêts et dividendes qui seront distribués aux souscripteurs. Lors de la sortie, le produit de cession sera, de la même manière, restitué aux souscripteurs.

Ces fonds sont souvent spécialisés :

- ✓ par secteur d'activité ou grand secteur économique (télécoms, informatiques, biotechnologie...),
- ✓ par niveau de développement des entreprises cibles (start-up...) ou par type de changement / transmission au niveau du capital (LBO, LMBO...),
- ✓ en fonction de la valeur des capitaux propres,
- ✓ par régions géographiques.

Avec ce système, dans les premières années, les appels de fonds seront supérieurs aux distributions puis les flux s'inverseront jusqu'à la réalisation de l'intégralité du portefeuille, c'est la courbe en « J ». Elle illustre la performance d'un investissement dans un fonds durant les années de vie du fonds. Elle est en bas de courbe lorsque les décaissements cumulés (pour financer les investissements et les frais de gestion) sont à leur maximum et atteint le sommet de la courbe lorsque les investissements sont réalisés dans des conditions optimales.



Structures juridiques françaises : les SCR et les FCPR

Deux grands types de structures juridiques dédiés au capital-investissement existent :

- ✓ les Sociétés de Capital-Risque (SCR) ;
- ✓ les FCPR.

Les SCR sont des sociétés françaises par actions (dans le cas de Turenne Investissement, SCA), dont l'actif doit être représenté à concurrence d'au moins 50% d'actions, parts ou obligations convertibles de sociétés, ayant leur siège dans un Etat de l'Union européenne et dont les titres ne doivent pas être admis sur un marché français ou étranger. A contrario le recours à l'emprunt est limité à 10% de l'actif net comptable.

La structure FCPR est la plus répandue en France. Elle est strictement réglementée par la profession (AMF, AFIC). Un FCPR est une copropriété de valeurs mobilières qui n'a pas de personnalité juridique, bien que les parts d'un FCPR soient elles-mêmes des valeurs mobilières. Ils sont investis pour au moins 50 % en titres de sociétés non cotées.

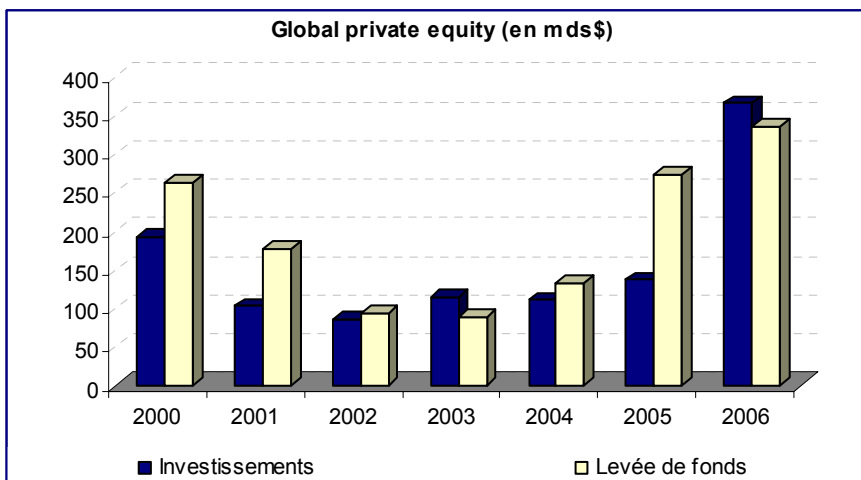
Ces régimes présentent l'avantage d'être exonérés d'impôt sur les sociétés sur la totalité des produits courants et des plus values de cession des titres de son portefeuille.

Un marché en forte croissance

Le capital-investissement est devenu une classe d'actifs ayant démontré sur le long terme une rentabilité supérieure aux autres classes d'actifs. Depuis son démarrage en Europe, au début des années 80, il a connu une croissance significative des montants levés et investis. Parallèlement, le métier est devenu plus complexe, du fait notamment de la multiplication du nombre d'intervenants, de la disparité des performances et de la spécialisation des équipes.

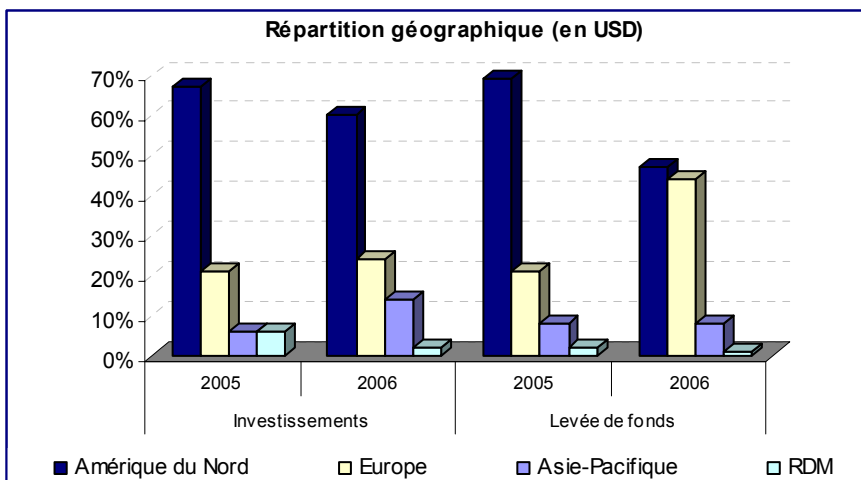
Un marché mondial en forte croissance...

Nous estimons l'encours mondial des fonds sous gestion à plus de 1500 milliards de dollars cumulés à fin 2006. Après une tendance exponentielle entre 1995 et 2000 avec un pic à plus de 150 milliards de fonds levés le marché a connu une période de stagnation entre 2001 et 2003 pour repartir fortement à la hausse.



Source: IFSL, EVCA/Thomson Financial/PwC, Aper, Private Equity Intelligence, NVCA, Dealogic data

...encore dominé par l'Amérique du Nord

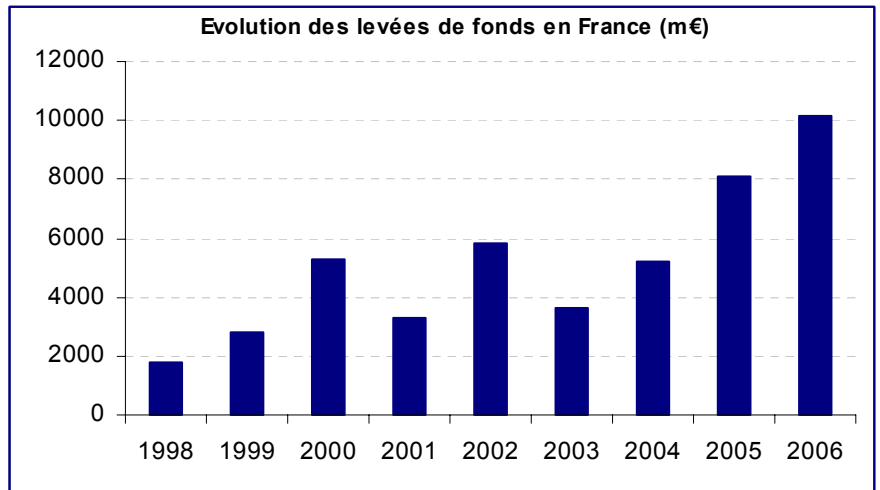


Source: IFSL, EVCA/Thomson Financial/PwC, Aper, Private Equity Intelligence, NVCA, Dealogic data

Les Etats-Unis dominent encore largement le marché en termes d'investissements. Il faut cependant noter la montée en puissance de l'Europe notamment en 2006 pour les levées de fonds.

L'exemple français : un marché en fort développement...

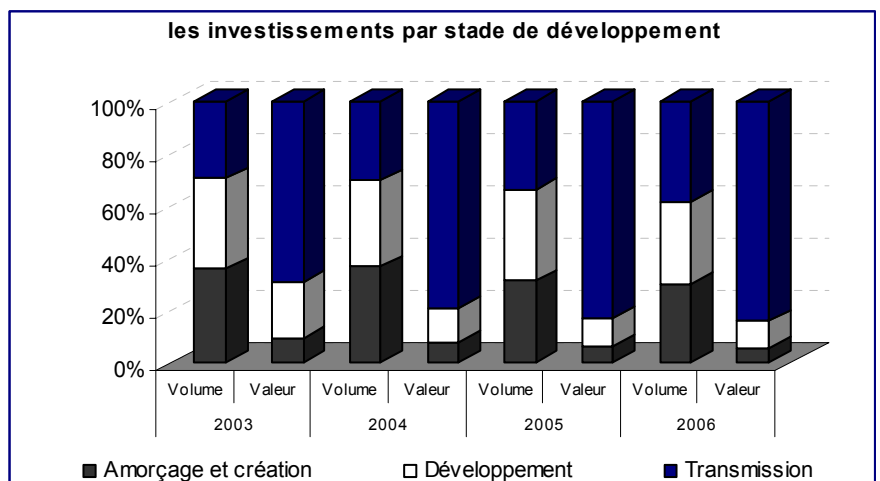
Les conditions de marché ont été idéales en France durant la période 2004-2006 et les opérations de capital investissement ont fortement progressé pour atteindre plus de 10 milliards d'euros en 2006 soit une croissance de près de 26% par rapport à l'année 2005.



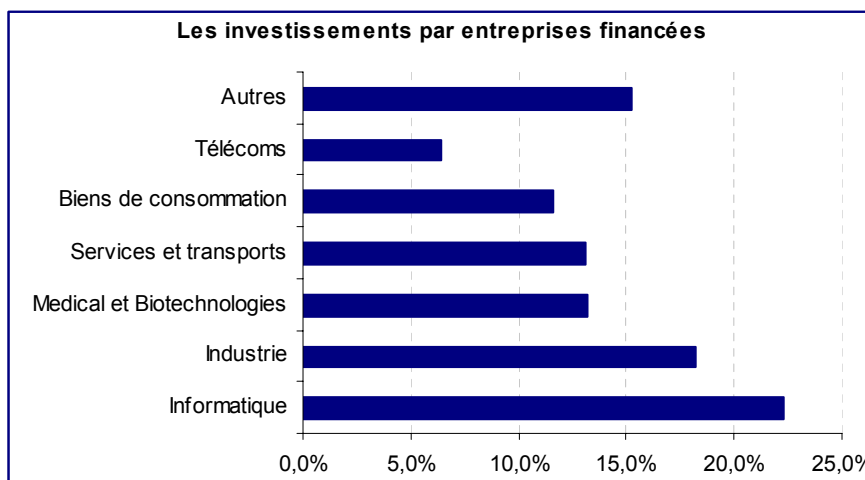
Source: AFIC

Les négociations entamées par l'AFIC en 2004 en vue d'augmenter la part de capital allouée dans le capital investissement par les compagnies d'assurance ont porté leurs fruits. Les adhérents de la Fédération Française des Sociétés d'Assurances et du Groupement des Entreprises Mutuelles d'Assurances ont investi 7,8 milliards d'euros en 2005 et 2006 en capital dans des PME non cotées ou cotées sur des marchés non réglementés (ces investissements représentaient moins de 500 millions d'euros en 2004).

L'allocation des fonds par type d'investissement suit une dynamique en faveur du capital transmission. Avec plus de 84% des montants investis en valeur c'est de loin la destination qui attire le plus de capitaux. Le capital risque (amorçage et création) est historiquement le segment le plus étroit et le capital développement se situe entre les deux. En revanche, en termes de nombre d'opérations les trois destinations sont équilibrées.



Source: AFIC



Source: AFIC

Le secteur informatique reste le secteur le plus financé, suivi de l'industrie et des biotechnologies.

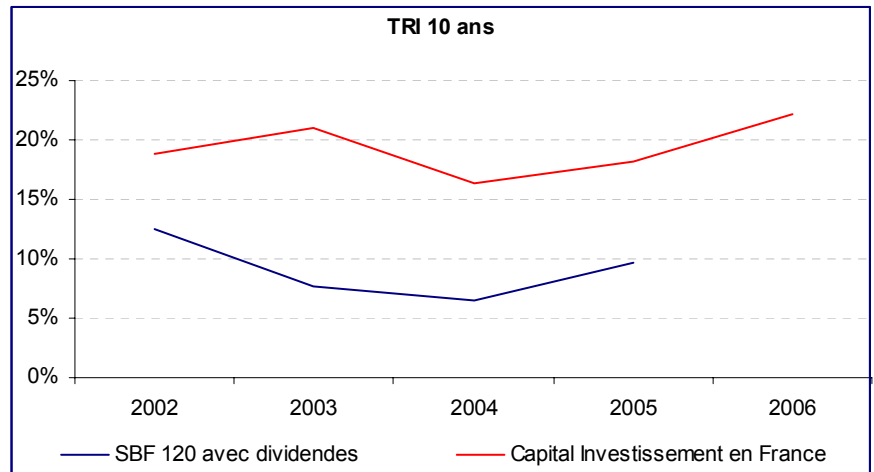
...porté par des mesures fiscales incitatives...

Entre 2004 et 2006, plusieurs textes de lois et règlements favorisent le développement du capital investissement en France :

- ✓ Le programme « Gazelle » (mai 2006) a lancé un nouveau dispositif de financement aux entreprises, France Investissement (novembre 2006), résultant du partenariat entre les secteurs public et privé dans le financement des PME innovantes, afin de réduire les obstacles ;
- ✓ au financement de ces dernières. La levée de fond devrait atteindre 700m€ par an pendant 6 ans ;
- ✓ La loi de finance 2005 crée un nouveau contrat d'assurance-vie (dit NSK, en substitution des contrats DSK), moins investi en actions (30% au lieu de 50%), mais avec une plus forte pondération en titres de sociétés non cotées (10% au lieu de 5%).
- ✓ La loi Breton apporte plusieurs modifications :
 - la réduction du taux d'imposition des plus values sur titres à long terme distribués par un FCPR ou une SCR, et sur la cession de parts ou d'actions, à 8% pour celles réalisées à compter de 2006 et 0% pour celles réalisées depuis 2007,
 - la limitation de présentation du rapport sur le contrôle interne aux seules sociétés cotées.
- ✓ La réforme des FCPI élargit la taille des PME innovantes éligibles (effectif maximum porté de 500 à 2000 salariés). Les investissements des FCPI dans les sociétés cotées de moins de 150 m€ de capitalisation seront au maximum de 20% du quota de 60% dédiés jusqu'ici au non coté ;
- ✓ La loi Jacob de 2005 en faveur des PME vise à encourager la création, le développement et la transmission des PME, et assouplie les règles d'investissement pour les FIP.

...qui présente des TRI supérieurs aux actions...

Le capital investissement est une classe d'actif qui présente des performances supérieures aux actions traditionnelles sur le long terme. Le TRI brut sur 10 ans du capital investissement en France, calculé par Ernst & Young pour le compte de l'AFIC, est de 18,2%.



Source: Ernst & Young

...mais impacté sur le second semestre 2007...

Jusqu'au premier semestre 2007, toutes les conditions étaient donc présentes pour favoriser une forte croissance du marché du *private equity* :

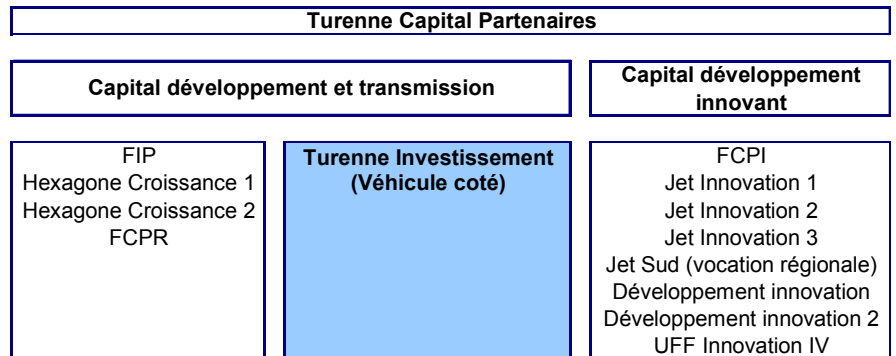
- ✓ une conjoncture favorable ;
- ✓ des marchés financiers bien orientés ;
- ✓ des taux d'intérêts faibles favorisant ;
- ✓ des liquidités abondantes.

Cependant la crise du « *subprime* » a donné un coup d'arrêt à cette dynamique : crise de confiance des investisseurs, assèchement des liquidités et hausse des primes de risque ont provoqué un fort recul des opérations des LBO, et généralement des montages à effets de levier.

Cependant, il semble que se soit les plus grosses opérations qui pâtissent le plus de ce phénomène, les opérations de tailles moyennes (<500m€) étant peu affectées. Quant aux petites opérations (<100m€), marché sur lequel évolue Turenne Investissement, les impacts seront très limités, d'autant que les fondamentaux du secteur restent très sains. Une reprise de la croissance du marché pourrait donc se matérialiser dès 2008.

Turenne Investissement : un spécialiste du capital investissement

Turenne Investissement est le véhicule coté du groupe Turenne Capital Partenaires, spécialiste indépendant de l'accompagnement de PME ayant une valeur d'entreprise inférieure à 100m€.



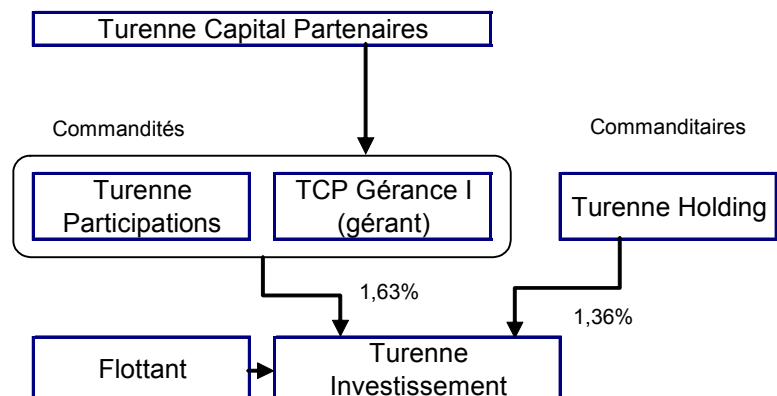
L'ensemble des membres de l'équipe cumule près de 50 années d'expérience en capital investissement, 85 investissements réalisés et près de 43 sorties.

Une organisation autour de cinq domaines d'expertise

- ✓ Technologie de l'information ;
- ✓ Industrie ;
- ✓ Santé ;
- ✓ Services aux entreprises ;
- ✓ Distribution spécialisée.

Organisation de Turenne Investissement

Turenne Investissement est une SCA (Société en Commandite par Actions). Les associés commandités représentent le gérant c'est à dire les membres de l'équipe à travers Turenne Participations et M. François Lombard (représenté ici par TCP Gérance I). Ce dernier détenant également le contrôle capitalistique de Turenne Capital Partenaires.



Cette structure permet aux membres de l'équipe de bénéficier d'une rémunération variable. En effet, la société étant sans salarié Turenne Investissement rémunère le gérant de la manière suivante :

- ✓ Une rémunération au premier et au second semestre égale à 1% de la plus élevée des deux bases suivantes calculée sur la clôture de l'exercice précédent :
 - capital social augmenté des primes ;
 - capitaux propres de la société avant affectation des résultats ;

Par ailleurs, si une augmentation de capital intervenait, cette rémunération serait majorée d'un montant égal à 1% HT des montants levés, prorata temporis du jour de l'augmentation de capital à la date de clôture.

- ✓ Une commission de performance égale à 20% du résultat net retraité (hors produits financiers issus des placements monétaires). En contrepartie les membres de l'équipe s'engagent à réinvestir 25% du carried interest en actions Turenne Investissement (bloquées pendant 3 ans).

Règles d'investissement

Turenne Capital Partenaires s'engage à proposer à Turenne Investissement de participer *pari passu* (en co-investissement) à tout nouvel investissement de la manière suivante :

- ✓ Le pourcentage de co-investissement avec les fonds FCPI doit s'élever à 78% ;
- ✓ Le pourcentage de co-investissement avec le FIP Hexagone Croissance 1 doit s'établir à 79% ;
- ✓ Le pourcentage de co-investissement avec les fonds FCPI et FIP Hexagone Croissance 1 doit atteindre 35%.

Positionnement concurrentiel

Turenne Investissement a choisi de diversifier son activité sur différents segments du capital investissement. A titre principal, Turenne Investissement privilégie les investissements portant sur des opérations de type capital développement et capital transmission (OBO, LBO) dans des PME en développement, à fort potentiel de croissance. Les prises de participations porteront sur l'un des secteurs d'expertise suivant : la santé, les services, la distribution spécialisée et l'industrie.

Les sociétés visées, principalement non cotées et basées en France, ont une valeur d'entreprise inférieure à 100 millions d'euros. A titre accessoire, dans la limite de 33% des fonds levés ou disponibles à l'investissement, la Société peut investir dans :

- ✓ des fonds ou véhicules d'investissement ayant une politique d'investissement comparable ou complémentaire à celle de la Société, y compris des fonds d'investissement gérés par Turenne Capital,

- ✓ des sociétés de gestion opérant dans le capital investissement.

Le montant unitaire minimal des investissements de Turenne Investissement est fixé à 2 millions d'euros (sauf dérogation du conseil de surveillance). La Société entrera en concurrence avec différents types d'acteurs, suivant le segment auquel appartiendra l'investissement.

Segment	Capital risque	Capital développement	Transmission (OBO, MBO, MBI, BIMBO)
Croissance du CA	Très forte, voire exponentielle	Fort potentiel de croissance	De 1 à 2 chiffres
Type de rentabilité	Négative	Acquise ou avérée à court terme	Récurrente

Valorisation de Turenne Investissement

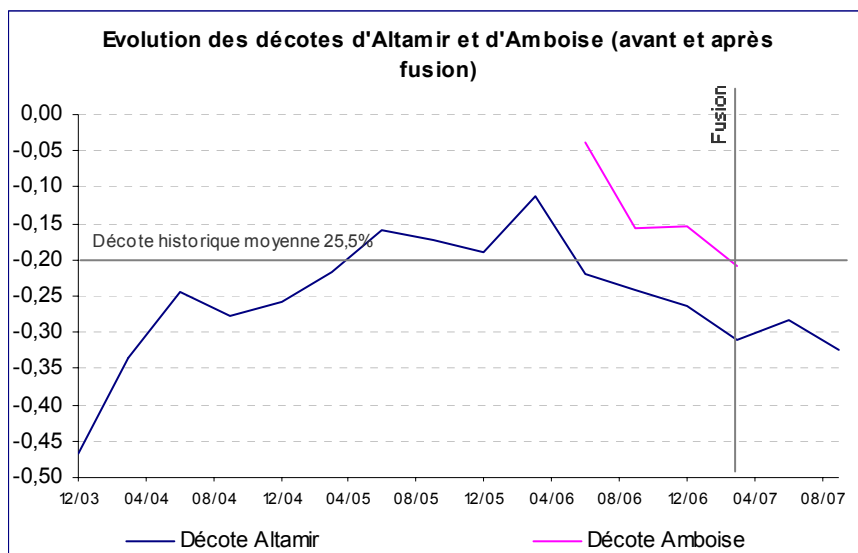
Le portefeuille de Turenne Investissement se décompose au 30/09/07 de la manière suivante :

ANR au 30/09/07	Valeur d'acquisition	Date d'acquisition
Aston Medical - actions	1 349 376	12/12/06
Aston Medical - obligations	1 343 513	12/12/06
Aston Medical - C/C	865 437	
TOTAL Aston Medical	3 558 326	
Mediastay - actions	1 831 774	16/04/07
Mediastay - obligations	406 000	16/04/07
TOTAL Mediastay	2 237 774	
Webhelp - actions	1 025 460	14/06/07
Webhelp - obligations	516 092	14/06/07
TOTAL Webhelp	1 541 552	
Globe Diffusion - actions	672 030	26/07/07
TOTAL Globe Diffusion	672 030	
Dromadaire - actions	1 295 966	20/09/07
TOTAL Dromadaire	1 295 966	
TOTAL PARTICIPATIONS	9 305 648	
VMP	9 576 737	
Cash	9 607	
TOTAL INVESTI	18 891 992	

Source: Turenne, les OC de Mediastay et Aston ne sont pas destinées à être converties

La société publie son ANR trimestriellement, mais sa politique est de ne réévaluer aucune ligne pendant les 12 premiers mois. Cette méthode, quoique prudente, constitue un handicap pour la lecture de la valeur de Turenne Investissement durant les périodes d'investissements.

Par rapport à cet ANR, il faut appliquer une décote qui varie en fonction de multiples paramètres dont les conditions de marché, le track record de la société...La lecture de cette décote sur des sociétés concurrentes en France (Altamir et Amboise avant et après leur fusion) nous donne les informations suivantes :



Source: Sociétés et Euronext

Sur les quatre dernières années la décote moyenne historique d'Altamir est de 25,5%, celle d'Amboise est de 14%. Depuis la fusion, cette dernière se situe plutôt autour de 30%. On s'aperçoit à fin septembre 2007 que la décote appliquée à Turenne Investissement est de cet ordre. Cependant, l'ANR publié par la société **n'est pas réellement réévalué car les participations ont moins de 12 mois.**

	ANR	Nbr d'actions	ANR /action	Evol. Hist.	Cours	Décote
à l'intro	18 393 432	1 657 066	11,10		11,10	
31/12/2006	18 897 655	1 657 066	11,40	2,7%	10,49	-8,0%
31/03/2007	18 808 166	1 657 066	11,35	2,3%	9,67	-14,8%
30/06/2007	20 215 975	1 657 066	12,20	9,9%	10,25	-16,0%
30/09/2007	19 724 855	1 657 066	11,90	7,2%	8,26	-30,6%

Source: Turenne Investissement

Nous proposons donc ici de calculer une réévaluation des participations du groupe en s'appuyant sur la méthode des comparables boursiers. Nous excluons les méthodes du DCF (pas assez d'informations) et des comparables transactionnels (inexistants ou trop disparate). Nous proposerons deux scénarii « best case » et « worst case » qui nous donnerons l'objectif de cours de la société en fonction d'hypothèses favorables et défavorables sur ces comparaisons boursières ainsi que sur la dilution qui résultera de l'exercice des bons de souscription (BS07).

Webhelp : opérateur international de centres d'appels

Fondée en 2000 par les deux dirigeants actuels, Webhelp est un groupe français spécialisé dans la gestion de la relation client : multi canal (Télémarketing, e-mail, Courrier, Chat), multiservices (conseil, intégration, édition de technologie et prestation de services) et multilingue. Seul opérateur de centres d'appels certifié ISO 9001:2000, NF Service Centre de relation Client et ANVAR, la société Webhelp qui a fêté en juin 2007 ses 7 ans d'existence, emploie 5 000 personnes réparties sur trois pays : Maroc, Roumanie et en France (le siège social est à Paris et un centre se situe à Caen).

Avec un CA de 61m€ en 2006, soit une croissance annuelle de 115% sur les quatre dernières années, le groupe Webhelp, se distingue par son engagement en faveur des femmes (+ de 50% de l'encadrement), de la diversité sociale (signataire de la charte de la diversité de l'Institut Montaigne).

Le chiffre d'affaires du premier semestre 2007 ressort à 44,5m€ en croissance de 70%. Par ailleurs, la signature d'un contrat avec Virgin Mobile donnera lieu à une troisième implantation à Vitré (Ile et Vilaine).

	2007						2008			
	Cours (€)	Cap.	CA	EBIT	Bpa	Net Debt	CA	EBIT	Bpa	Net Debt
CCA International	5,0	26,8			0,6			0,7	0,7	
Teleperformance SA	25,6	1411,5	1573,5	155,8	1,7	-121,0	1755,3	176,6	1,9	-177,2
The Marketingroup	2,0	4,5	23,0	-0,6	-0,3	6,5	26,1	0,1	0,0	7,2
Convergys Corp.	11,4	1491,1	1948,2	172,7	0,8	65,3	2028,8	190,1	0,9	12,5
Webhelp			92,70	24,50	0,17	75,00	117,70	27,30	0,19	62,00

Source: Turenne, estimations Invest Securities

	VE/CA 07	VE/Ebit 07	PER 07	VE/CA 08	VE/Ebit 08	PER 08
CCA International	nc	nc	9,0	nc	nc	6,7
Teleperformance SA	0,8	8,3	15,1	0,7	7,0	13,3
The Marketingroup	0,5	ns	ns	0,4	ns	ns
Convergys Corp.	0,8	9,0	13,8	0,7	7,9	12,4
Moyenne	0,7	8,6	12,6	0,6	7,4	10,8
Valorisation (m€)	ns	136,9	ns	ns	141,4	ns
Moyenne des valorisations				139,1		
Valorisation pour Turenne Investissement				2,49	dont OC	0,73
Valorisation actuelle de la ligne dans l'ANR				1,54	Upside	62%

Source: Turenne, estimations Invest Securities

Aston Medical :

Le groupe Aston Medical est spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'implants orthopédiques (épaule, hanche et genou) ainsi que leur kit ancillaire (outils de pose de prothèses mis à disposition des chirurgiens, assistés d'un logiciel embarqué pour le guidage et la position des instruments). La société se positionne sur un marché qui est concentré autour de quelques grands acteurs mondiaux, le plus souvent présents sur toute la gamme des métiers de l'orthopédie.

La société exploite aujourd'hui 51 brevets. La principale spécialisation d'Aston Medical porte sur ses implants dits « articulation inversée » pour l'épaule, qui augmentent les amplitudes de mouvement tout en supprimant l'effet d'encoche et permettant aux Patients une qualité de vie post opératoire retrouvée. La société a signé des partenariats avec OSEO Anvar, l'Ecole des Arts et Métiers de Cluny, l'Inserm, l'Ecole des Mines de Saint Etienne et l'Ecole Centrale de Lyon avec pour objectif l'amélioration du service médical rendu aux patients. Celle-ci repose notamment sur l'augmentation de la durée de vie de l'implant, passée de 10 à 20 ans en une décennie et sur le développement de la chirurgie mini-invasive qui réduit la zone d'intervention et donc le traumatisme des systèmes musculaires et articulaires. Le marché mondial de l'orthopédie représente plus de 25 Mds\$ pour la seule part des implants orthopédiques. Sept acteurs se partagent 70% de ce marché.

	2007						2008			
	Cours (€)	Cap.	CA	EBIT	Bpa	Net Debt	CA	EBIT	Bpa	Net Debt
Smith & Nephew	8,2	7328,8	2241,3	450,5	0,3	566,5	2575,7	547,7	0,4	1019,9
Zimmer Holdings	47,6	11168,7	2634,7	889,0	2,7	-266,7	2864,4	950,0	2,9	-840,3
Stryker Corp.	51,3	21056,2	4077,7	915,3	1,6	-1398,5	4586,7	1101,8	2,0	-2100,4
Synthes	88,6	10510,9	1924,9	642,1	3,6	-213,2	2177,0	738,5	4,2	-521,1
Medtronic	34,7	39261,0	9077,4	2722,3	1,7	2448,2	10347,8	3253,9	2,0	2012,2
Aston Medical			9,90	nc	nc	1,70	11,50	nc	nc	1,70

Source: Turenne, estimations Invest Securities

	VE/CA 07	VE/Ebit 07	PER 07	VE/CA 08	VE/Ebit 08	PER 08
Smith & Nephew	3,5	17,5	25,0	3,2	15,2	20,0
Zimmer Holdings	4,1	12,3	17,8	3,6	10,9	16,3
Stryker Corp.	4,8	21,5	31,3	4,1	17,2	26,0
Synthes	5,3	16,0	24,3	4,6	13,5	20,9
Medtronic	4,6	15,3	20,0	4,0	12,7	17,1
Moyenne	4,5	16,5	23,7	3,9	13,9	20,1
Valorisation (m€)	42,7	ns	ns	43,3	ns	ns
Moyenne des valorisations				43,0		
Valorisation pour Turenne Investissement				11,14		
Valorisation actuelle de la ligne dans l'ANR				3,56	Upside	213%

Source: Turenne, estimations Invest Securities

Valorisation dans le cas d'une conversion totale des OC et CC en titres

Mediastay :

Créée en février 2000, Mediastay est une agence spécialisée dans la génération de contacts qualifiés sur Internet en proposant aux annonceurs une offre complète, intégrant l'ensemble des leviers du marketing interactif sur un mode de rémunération au résultat. L'activité se développe autour de deux pôles :

- ✓ le publishing, qui consiste dans l'édition de jeux gratuits tels que Kingoloto.com, Grattage.com et Kingomusic.com. Les sites comptent près de 6 millions de membres en Europe, ce qui fait de Mediastay un des leaders européens du marché ;
- ✓ l'activité d'agence, avec la diffusion de campagnes à la performance en display (bannière) et e-mailing sur des sites premium tels que TF1, M6, Caloga, L'équipe, etc...

Cette activité se base sur la mise en place d'opérations commerciales à partir de divers outils comme les jeux concours (Mediastay s'appuie pour cela sur son pôle MDSGAMES, éditeur de sites de jeux leaders sur leurs marchés), les mini sites de recrutement ou les e-mailing, etc... La diffusion des campagnes publicitaires fait appel à trois formats que sont l'e-mailing, les liens sponsorisés et les campagnes publicitaires classiques. Par ailleurs, la société réalise également une activité d'achat d'espace média traditionnel pour ses clients auprès de régies ou de réseaux au CPM (coût pour mille). On distingue quatre principaux types de clients:

- ✓ les sites média, tels que TF1.fr, NRJ, etc. ;
- ✓ les sites thématiques (Equipe.fr, Aufeminin.com, ...) ;
- ✓ les régies publicitaires (Hi Media, Ad Majorem, ...) ;
- ✓ les plateformes d'affiliation, qui mettent en relation les annonceurs et les éditeurs (Trade Doubler, CibleClick, ...).

	2007						2008			
	Cours (€)	Cap.	CA	EBIT	Bpa	Net Debt	CA	EBIT	Bpa	Net Debt
Hi Media	6,4	249,9	103,1	12,4	0,3	2,6	132,1	19,7	0,4	-2,3
Maximiles	13,0	51,4	14,3	3,0	0,6	-5,5	18,8	3,6	0,8	-8,8
1000mercis	30,3	104,4	11,8	5,5	1,1	-12,1	15,5	7,3	1,4	-15,9
NetBooster	9,5	56,4	33,3	4,1	0,5	12,0	52,0	7,4	0,8	14,0
FullSix SpA	6,9	77,6	73,5	-0,1	0,0	-15,7	80,1	6,0	0,2	-15,7
Mediastay			11,00	2,64	nc	4,00	14,30	3,43	nc	3,50

Source: Turenne, estimations Invest Securities

	VE/CA 07	VE/Ebit 07	PER 07	VE/CA 08	VE/Ebit 08	PER 08
Hi Media	2,4	20,3	25,4	1,9	12,6	16,9
Maximiles	3,2	15,4	20,6	2,3	11,9	16,4
1000mercis	7,9	16,8	27,0	5,7	12,1	21,3
NetBooster	2,1	16,9	19,8	1,4	9,5	11,9
FullSix SpA	0,8	ns	ns	0,8	10,3	38,6
Moyenne	3,3	17,4	23,2	2,4	11,3	21,0
Valorisation (m€)	32,1	41,8	ns	30,8	35,3	ns
Moyenne des valorisations				35,0		
Valorisation pour Turenne Investissement				6,05	dont OC	0,52
Valorisation actuelle de la ligne dans l'ANR				2,24	Upside	170%

Source: Turenne, estimations Invest Securities

Globe Diffusion :

Créé en 2002, Globe Diffusion offre des solutions marketing terrain. La société, leader sur son marché, développe quatre types d'activités à travers 10 agences réparties sur toute la France :

- ✓ l'événementiel grand public, qui vise à diffuser un message à travers plusieurs supports alertant le public, tels que l'appel à des artistes, le Street Media ou Street Sound (qui fait appel à un support multimédia), ou la théâtralisation avec des stands, murs d'images, parasols, etc...
- ✓ l'échantillonnage : pour cela, le groupe s'appuie sur des bases de données (qui font appel à des statistiques nationales et des informations collectées sur le terrain), ou des réseaux sélectifs, afin de toucher une cible spécifique ;
- ✓ l'organisation de road show : Globe Diffusion développe des concepts pour promouvoir des événements spécifiques (concerts, lancement d'une gamme de produits, etc.). La société fait appel à des supports tels que les sacs souvenirs ou les chèques bon plans, comme à des animations ou des mises en scène ;
- ✓ la diffusion de presse gratuite.

Avec l'aide de 1200 animateurs terrain par mois et de 25 000 animateurs actifs en base, Globe Diffusion travaille pour de nombreux groupe diversifiés tels que Samsung, Perrier, Metro, Marques Avenue, Banque Populaire, Bouygues Telecom, ou des collectivités locales (La Mairie de Paris, Région Provence Alpes Côtes d'Azur).

	2007						2008			
	Cours (€)	Cap.	CA	EBIT	Bpa	Net Debt	CA	EBIT	Bpa	Net Debt
L'Inventoriste	35,0	45,9	16,8	2,5	1,2	-4,8	21,6	3,3	1,7	-6,3
Yin Partners	2,5	19,0	10,1	2,2	0,2	-2,6	16,0	3,5	0,3	-5,0
Groupe Diffusion Plus SA	28,0	34,3	106,0	7,5	2,8	27,7	113,3	7,5	1,5	27,7
Passat SA	6,5	27,3	52,8	5,6	0,8	-12,0	56,3	6,9	1,0	-14,4
Globe Diffusion			12,00	0,96	0,08	-0,07	16,80	1,34	0,12	-0,70

Source: Turenne, estimations Invest Securities

	VE/CA 07	VE/Ebit 07	PER 07	VE/CA 08	VE/Ebit 08	PER 08
L'Inventoriste	2,4	16,5	28,5	1,8	11,9	21,2
Yin Partners	1,6	7,4	12,6	0,9	4,0	8,7
Groupe Diffusion Plus SA	0,6	8,3	10,1	0,5	8,2	18,1
Passat SA	0,3	2,7	7,9	0,2	1,9	6,2
Moyenne	1,2	8,7	14,7	0,9	6,5	13,5
Valorisation (m€)	14,9	ns	ns	15,3	ns	ns
Moyenne des valorisations				15,1		
Valorisation pour Turenne Investissement				1,33		
Valorisation actuelle de la ligne dans l'ANR				0,67	Upside	97%

Source: Turenne, estimations Invest Securities

Dromadaire :

Dromadaire.com figure parmi les pionniers et leaders européens des cartes de vœux électroniques, présent en France (avec le site Dromadaire.com), en Allemagne (à travers Kisseo), en Espagne et en Italie.

Créé en 1998, le site propose plus de 5000 cartes de vœux et revendique une audience de 2,9 millions de visiteurs uniques par mois en France (ce qui le place dans les 30 premiers sites Internet français selon Médiamétrie Nielson), ce qui lui permet d'appuyer son développement sur la commercialisation d'espaces publicitaires et de services premium.

	2007						2008			
	Cours (€)	Cap.	CA	EBIT	Bpa	Net Debt	CA	EBIT	Bpa	Net Debt
Aufeminin.com SA	29,9	264,9	23,1	13,6	1,1	-15,5	32,8	19,2	1,5	-27,3
Doctissimo	27,3	121,4	11,0	4,8	1,0	-3,6	16,4	7,9	1,4	-8,6
Notrefamille.Com	14,4	21,2	9,5	1,6	0,8	-6,3	12,4	2,3	1,1	-8,7
Dromadaire			1,91	1,10	0,09	-0,90	3,25	1,95	0,16	-1,60

Source: Turenne, estimations Invest Securities

	VE/CA 07	VE/Ebit 07	PER 07	VE/CA 08	VE/Ebit 08	PER 08
Aufeminin.com SA	10,8	18,3	28,2	7,2	12,3	20,1
Doctissimo	10,7	24,4	28,0	6,9	14,3	19,8
Notrefamille.Com	1,6	9,6	17,8	1,0	5,4	13,0
Moyenne	7,7	17,4	24,7	5,0	10,7	17,6
Valorisation (m€)	15,6	20,1	ns	18,0	22,5	ns
Moyenne des valorisations				19,0		
Valorisation pour Turenne Investissement				3,08		
Valorisation actuelle de la ligne dans l'ANR				1,30	Upside	138%

Source: Turenne, estimations Invest Securities

Objectif de cours 10,2€

ANR au 30/09/07	Valeur d'acquisition (m€)	Valorisation "worst case"	Valorisation "best case"
TOTAL Aston Medical	3,56	7,24	10,02
TOTAL Mediastay	2,24	3,93	5,44
TOTAL Webhelp	1,54	1,62	2,24
TOTAL Globe Diffusion	0,67	0,86	1,19
TOTAL Dromadaire	1,30	2,00	2,77
TOTAL PARTICIPATIONS	9,31	15,66	21,68
VMP	9,58	9,58	9,58
Cash	0,01	0,01	0,01
TOTAL INVESTI	18,89	25,24	31,26
Frais d'établissement	1,22	1,22	1,22
Provisions	-0,47	-0,47	-0,47
A recevoir	0,08	0,08	0,08
ANR	19,72	26,08	32,10
Nombre d'actions (m)	1,66	1,66	1,66
Taux de conversion des BS		95,4%	95,4%
Dilution (hors BS08)		0,79	0,79
Cash in correspondant		5,23	5,23
ANR réévalué		12,79	15,25
Décote du marché		30%	25%
Objectif de cours		9,0	11,4

Notre objectif moyen de 10,2€ par titre est déterminé par la moyenne arithmétique de nos deux scénarii : le « best case » est basé sur une décote de 10% de toutes nos valorisations et un retour à une décote de marché de 25%. Notre « worst case » est déterminé en appliquant une décote de 35% à toutes nos valorisations et une stabilité de la décote de marché.

Achevé de rédiger le 12/12/07

Laurent WILK

01 44 88 77 97

lwilk@invest-securities.com

Détection de conflit d'intérêt

Corporate Finance	Détention capitalistique de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Intérêt personnel de l'analyste	Contrat de liquidité
Non	Non	Oui	Non	Oui

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation d'achat ou de vente des actions émises par la société. Bien que toutes les précautions nécessaires aient été prises pour s'assurer que les faits mentionnés dans le présent document soient exacts et que les prévisions, opinions et anticipations qu'il contient soient sincères et raisonnables, Invest Securities n'a pas vérifié les informations contenues dans le présent document et en conséquence ni Invest Securities, ni l'un de ses mandataires sociaux, dirigeants ou employés ne peut être tenu pour responsable d'une quelconque manière de son contenu. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations contenues dans le présent document. Aucune personne n'accepte une quelconque responsabilité pour une perte de quelque nature que ce soit résultant de l'utilisation du présent document ou de son contenu, ou encore liée d'une quelconque manière au Présent document. Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux articles 321-122 à 321-142 du Règlement général de l'AMF.