

Analyse financière :  
étude complémentaire

**Branche**

prestataires de services en ligne

**Internet**

www.artnet.fr

**Dates**

rapport pour la période de trois mois	24 avril 2009
assemblée générale	15 juillet 2009
rapport pour la période de six mois	31 juillet 2009
rapport pour la période de neuf mois	30 octobre 2009

**Données fixes**

Sigle boursier	
WKN	690950
ISIN	DE0006909500
Bloomberg	AYD.ETR

Places boursières concernées Xetra et Francfort

Segment boursier marché réglementé / « Prime Standard »

Cours EUR 3,49 (Xetra; 7.04.2009 15h37)  
haut 52 semaines EUR 8,79  
bas EUR 3,45

Nombre d'actions 5 631 067 actions (non diluées)  
capitalisation boursière 19,7 millions d'EUR

Structure de l'actionnariat	Galerie Neuendorf AG, Berlin	26,0%
	Schaeffer Immobilien GmbH, Hambourg	11,3%
	Artis Capital Management LLC, San Francisco	10,4%
	Robert de Rothschild	7,3%
	Oliver Schmidt	5,0%
	actions propres	1,4%
	actions disséminées	38,6%

2008 dividend aucun

SIGNUM Research GmbH  
PO Box 11 07 13  
40507 Düsseldorf  
info@SIGNUM-Research.com

**Important :**

Veuillez lire l'avis juridique et les remarques concernant les éventuels conflits d'intérêts à la fin de cette analyse.

**artnet AG, Berlin**

Contexte : présentation du rapport d'activité établi le 31.12.2008

**Résultat de l'analyse**

**DÉTENIR EN PORTEFEUILLE Objectif de cours actuel 5,39 EUR**

Au cours de l'exercice 2008, artnet a été en mesure de poursuivre son évolution positive avec une augmentation du chiffre d'affaires (CA) de 12 % (en USD 19 %). L'accélération de l'investissement dans le développement de nouveaux produits et dans les améliorations techniques, qui freine la rentabilité à court terme, a conduit en février 2008 au lancement de la plate-forme de transactions artnet Online Auctions. Un an plus tard, en février 2009, les investissements ont porté leurs fruits, notamment avec le lancement de la base de données des prix pour les arts décoratifs, l'artnet Price Database Decorative Art. Cette dernière comprend les résultats des ventes aux enchères internationales à partir de 2002 pour les meubles et les arts décoratifs, du Moyen-Âge à l'Art Nouveau. Malgré la crise économique mondiale, artnet a enregistré au cours du 4<sup>e</sup> trimestre 2008 une croissance en USD de 7,3 % sans les ventes aux enchères et de 10,5 % avec les ventes aux enchères par rapport au trimestre de l'année précédente. Le CA total a reculé de 1 % par rapport au 3<sup>e</sup> trimestre 2008. En euros, la monnaie de présentation, le CA du trimestre a augmenté de 14 % par rapport au trimestre précédent en raison d'effets de change positifs.

L'entreprise artnet a lancé le site web artnet.fr en octobre 2008. Le marché de l'art français est le troisième marché de l'art au monde, derrière les États-Unis et le Royaume-Uni. Afin d'attirer l'attention des clients potentiels sur place, artnet propose un magazine francophone quotidien en ligne qui possède sa propre rédaction en France. Avec cet investissement, artnet souhaite élargir considérablement sa position concurrentielle, et ce principalement en France.

Les catégories de coûts n'ont pas suivi la même évolution au cours du 4<sup>e</sup> trimestre 2008. Alors que toutes les catégories de coûts ont enregistré une augmentation en USD par rapport au même trimestre de l'année précédente, la plus importante augmentation revenant ici aux coûts de développement des produits avec 28 %, elles n'ont pas évolué de la même manière qu'au 3<sup>e</sup> trimestre 2008. Les coûts des ventes et les frais de gestion généraux ont augmenté en USD de 16 % et de 40 %, soit la plus forte hausse constatée, alors que les coûts de distribution et de marketing ont diminué d'environ 15 %. En conséquence, le résultat du groupe s'est avéré nettement négatif avec -718 USD, aussi bien en raison des investissements pour l'avenir qu'en raison de l'augmentation des charges fiscales après un contrôle fiscal portant sur les années 2001 à 2004.

La crise conjoncturelle devrait entraîner le départ de fournisseurs marginaux parmi les clients du réseau de galeries d'artnet et se répercuter sur le nombre d'abonnements à la base de données des prix. En revanche, la croissance pourrait être relancée en 2009 par les artnet Online Auctions qui ont déjà été en mesure d'enregistrer au cours du 1<sup>er</sup> trimestre 2009 une augmentation d'environ 60 % par rapport au trimestre précédent avec un CA estimé à plus de 200 K\$. Mais les nouveaux produits comme la Price Database Decorative Art, le site web artnet.fr ainsi que le lancement prévu de nouveaux produits artnet Market Data, lesquels permettront d'effectuer des analyses de marché détaillées sur la base des données relatives au marché de l'art et des nouveaux indices de l'art, devraient générer une croissance du CA.

**Analyse financière :  
étude complémentaire**

**Branche**

prestataires de services en ligne

**Internet**

www.artnet.fr

**Dates**

rapport pour la période de trois mois 24 avril 2009  
assemblée générale 15 juillet 2009  
rapport pour la période de six mois 31 juillet 2009  
rapport pour la période de neuf mois 30 octobre 2009

**Données fixes**

Sigle boursier

WKN

ISIN

Bloomberg

690950

DE0006909500

AYD.ETR

Places boursières concernées

Xetra et Francfort

Segment boursier

marché réglementé / « Prime Standard »

Cours

EUR 3,49 (Xetra; 7.04.2009 15h37)

haut 52 semaines EUR 8,79

bas EUR 3,45

Nombre d'actions

5 631 067 actions (non diluées)

capitalisation boursière

19,7 millions d'EUR

Structure de l'actionnariat

Galerie Neuendorf AG, Berlin 26,0%

Schaeffer Immobilien GmbH, Hambourg 11,3%

Artis Capital Management LLC, San Francisco 10,4%

Robert de Rothschild 7,3%

Oliver Schmidt 5,0%

actions propres 1,4%

actions disséminées 38,6%

2008 dividend

aucun

SIGNUM Research GmbH

PO Box 11 07 13

40507 Düsseldorf

info@SIGNUM-Research.com

**Important :**

Veillez lire l'avis juridique et les remarques concernant les éventuels conflits d'intérêts à la fin de cette analyse.

**artnet AG, Berlin**

**Contexte : présentation du rapport d'activité établi le 31.12.2008**

**Résultat de l'analyse**

**DÉTENIR EN PORTEFEUILLE**

**Objectif de cours actuel 5,39 EUR**

Dans l'ensemble, nous prévoyons, comme artnet elle-même, un résultat plutôt équilibré en 2009 et des bénéfices en nette hausse à compter de 2010. L'élargissement accéléré de l'activité de l'entreprise a contribué à améliorer une nouvelle fois son positionnement stratégique en 2008 ainsi qu'au cours des premiers mois de l'année 2009.

L'estimation de l'action artnet repose sur les bénéfices escomptés à partir de 2010. Ces derniers sont soumis à des incertitudes considérables, car le CA découlant des ventes aux enchères est difficilement prévisible, tout comme les ventes escomptées des nouveaux produits. L'augmentation des salariés prévue pour environ 10 % mènera probablement à une nouvelle augmentation du total des coûts. De plus, les répercussions, sur artnet, de la récession sur le marché de l'art et de son évolution peuvent uniquement faire l'objet de prévisions liées à de grandes incertitudes. Notre modèle DCF indique une valeur raisonnable de 5,39 EUR pour l'action artnet avec un cours actuel de 3,49 EUR. En raison des incertitudes, nous révisons toutefois notre jugement et ne recommandons plus les titres à l'achat (« hold ») dans un premier temps.

Analyste : Dipl.-Kaufmann Marcus Sühling

Date de publication : 16.04.2009

Clôture de rédaction : 08.04.2009



**Eileen Gray**

Fauteuil aux dragons  
1917–1919

Christie's Paris: 23. Février 2009

Prix de vente : EUR 21.905.000

artnet AG, Berlin



## 1. Évènements importants

- Augmentation du CA de 7,3 % en USD au cours du 4<sup>e</sup> trimestre 2008 par rapport au même trimestre de l'année précédente sans le CA des « Online Auctions » ; avec les « Online Auctions » : augmentation de 10,5 %.
- Malgré la crise économique mondiale, augmentation de 3 % en USD des recettes des ventes aux enchères par rapport au 3<sup>e</sup> trimestre 2008.
- Croissance du réseau de galeries de 13,5 % en USD par rapport au même trimestre de l'année précédente.
- Recettes publicitaires en USD au 4<sup>e</sup> trimestre quasiment inchangées par rapport au même trimestre de l'année précédente.
- Lancement du site web artnet.fr avec un magazine francophone en ligne actualisé chaque jour, rédaction spéciale pour artnet France, les recettes publicitaires en découlant sont encore faibles.
- Nouvelle augmentation des coûts d'exploitation de 11 % par rapport au même trimestre de l'année précédente.
- Augmentation en 2008 de la rémunération liée aux performances pour le directoire ; elle atteint 272 K€ (86 K€ pour l'année précédente).
- 3 salariés supplémentaires à temps plein embauchés au cours du 4<sup>e</sup> trimestre 2008, total de 137 salariés à la fin de l'année.
- artnet prévoit une augmentation du nombre de salariés, atteignant environ 150 collaborateurs à la fin de l'année 2009 (+12 % par rapport à l'année précédente).
- Perte du groupe corrigée de -65 K€ en raison d'investissements élevés pour l'avenir et d'effets uniques comme une charge fiscale d'exercices antérieurs de 286 K€ et des intérêts de retard de 43 K€.
- Réserves de moyens de paiement s'élevant à 2,9 millions d'euros à la fin de l'année, après 3,6 millions d'euros au cours de l'année précédente.
- Cash-flow opérationnel de 437 K€ en 2008 (2007 : 2 394 K€) ; après déduction des coûts de développement activés de l'ordre de 614 K€, il reste un cash-flow opérationnel négatif de 177 K€.
- Cash-flow disponible au cours de l'année 2008 nettement négatif avec -770 K€.
- Réseau de galeries comptant 2 256 galeries, + 38 pour le 4<sup>e</sup> trimestre 2008.
- Base de données des prix comptant 12 309 abonnements, -613 pour le 4<sup>e</sup> trimestre 2008.
- En février 2009, lancement de la base de données des prix « artnet Price Database Decorative Art ».
- Lancement des indices de l'art et des analyses financières artnet Market Data prévu pour l'année 2009.

## 2. Détails

### 2.1 artnet Online Auctions

Au cours du 4<sup>e</sup> trimestre 2008, les artnet Online Auctions ont continué de s'affirmer sur le marché et ont conservé le niveau atteint au 3<sup>e</sup> trimestre.

**Graham Robert**

Elizabeth

1992

artnet Online Auctions: 31. Mars 2009

Prix de vente : USD 32.000

Le nombre de lots insérés a augmenté d'environ 20 %, atteignant en moyenne près de 500 par mois (au cours du 3<sup>e</sup> trimestre : environ 400 par mois). À l'inverse, le taux de ventes régulières a diminué au cours du 4<sup>e</sup> trimestre dans un contexte conjoncturel peu porteur, passant d'environ 22 % à environ 18 %. Au total, au cours du 4<sup>e</sup> trimestre 2008, les recettes résultant des Online Auctions ont toutefois augmenté en USD de 2 % par rapport au trimestre précédent. Après conversion en euros, ce produit enregistre une croissance de 14 %. Les Online Auctions ont ainsi contribué au CA total avec 373 K€ depuis leur lancement au mois de février. Le CA record a été réalisé en 2008 par une sérigraphie d'Andy Warhol attribuée aux enchères au prix de 130 K€ (juillet 2008). Les principaux générateurs de CA restent les estampes et la photographie.

Les avantages offerts par les Online Auctions, comme la durée de rotation de 4 à 5 semaines au lieu de 6 mois pour les ventes aux enchères en salle ainsi qu'une commission de l'acheteur de 10 % au lieu d'environ 25 % à 40 %, constituent toujours des arguments clés en faveur de ce produit. Les autres sites de ventes aux enchères en ligne sont loin d'atteindre les recettes des Online Auctions et de susciter un intérêt aussi marqué dans le monde entier.

Alors que les recettes des ventes aux enchères ont atteint en juillet un record mensuel d'environ 450 K€, elles ont chuté jusqu'au mois de décembre/ janvier en dessous des 150 K\$. En août, la commission de l'acheteur de 10 % avait été activée en sus de la commission du vendeur de 10 %. En février et en mars 2009, les recettes résultant des ventes aux enchères ont toutefois de nouveau dépassé 300 K\$ à la suite d'une offre à prix élevé. L'entreprise artnet affiche ici des perspectives optimistes. Nous avons prudemment estimé les recettes découlant des Online Auctions sur la base d'une moyenne de 350 K\$ par mois à partir d'avril en supposant que les recettes résultant des ventes aux enchères n'augmenteront que très peu en février et en mars. Dans l'ensemble, nous évaluons les recettes d'artnet découlant des ventes aux enchères, y compris les taxes de référencement, à 975 K\$, soit 722 K€. Si la tendance positive du 1<sup>er</sup> trimestre 2009 se poursuit au cours de l'année, des recettes nettement plus élevées seraient imaginables. Les Online Auctions pourraient ainsi fonctionner d'elles-mêmes, générant automatiquement une offre et une demande à prix élevés grâce aux avantages du produit mentionnés précédemment.

## 2.2 Évolution de l'entreprise

Dans un contexte conjoncturel peu porteur, artnet a enregistré au cours du 4<sup>e</sup> trimestre 2008 une croissance en USD de 7,3 % sans les recettes des ventes aux enchères et de 10,5 % avec les recettes des ventes aux enchères par rapport au trimestre de l'année précédente. La tendance à la hausse a ainsi également pu se poursuivre au cours du dernier trimestre. En chiffres absolus, le générateur de CA le plus dynamique a été le Gallery Network avec une croissance en USD de 13 % ; les abonnements à la base de données de prix ont augmenté de 2 %, alors que les recettes publicitaires ont légèrement reculé. Par rapport au 3<sup>e</sup> trimestre 2008, le CA total a légèrement diminué de 0,5 %. Tous les groupes de produits sont concernés par cette baisse, sauf les recettes publicitaires qui ont enregistré une augmentation saisonnière. En raison du recul du CA trimestriel, nous prévoyons en 2009 des réévaluations individuelles de créances dans le Gallery Network et d'autres résiliations d'abonnés à la base de données des prix. Cette tendance pourrait encore se renforcer au cours de l'année 2009.

Contrairement à l'environnement défavorable de la branche, artnet a été en mesure d'accroître au cours du 4<sup>e</sup> trimestre 2008 le nombre de galeries membres avec 38 galeries supplémentaires, soit 1,7 % d'augmentation, atteignant ainsi un nombre total de 2 256 galeries. Le CA mensuel moyen par galerie membre a légèrement reculé, passant de 303 USD au 3<sup>e</sup> trimestre 2008 à 292 USD au 4<sup>e</sup> trimestre 2008. Ce phénomène est principalement dû aux effets de conversion des devises. Toutefois, l'augmentation prévue des prix n'a manifestement pas pu s'imposer sur le marché. Le nombre d'abonnés à la base de données a chuté de 613 par rapport au trimestre précédent et s'élève désormais à 12 303 abonnés. Ceci équivaut à un recul d'environ 5 %. En revanche, le CA par abonnement est passé de 43 USD à 44 USD. Les prix n'ayant pas subi d'augmentation, ce sont plutôt les petits abonnements qui ont disparu. Les tendances indiquent une croissance continue dans le Gallery Network, mais également une augmentation de la sensibilité conjoncturelle parmi les abonnés à la base de données des prix.

Artnet a lancé le site web artnet.fr en octobre 2008. La France est le troisième marché de l'art au monde, derrière les États-Unis et le Royaume-Uni. Ce nouveau site permet de renforcer la perception d'artnet en France. À cet effet, artnet publie une version francophone du magazine artnet qui est mise à jour quotidiennement et traite du marché de l'art tout en mettant l'accent sur la France. Du point de vue organisationnel, artnet a mis en place une rédaction spéciale en France.

Par rapport au trimestre de l'année précédente, tous les types de coûts libellés en USD ont augmenté de 42 %, apurés des coûts sans effet de trésorerie des options sur actions (142 K\$). Les coûts des ventes ont augmenté au 4<sup>e</sup> trimestre 2008 de 16 % par rapport au 3<sup>e</sup> trimestre 2008. Ils ont augmenté de 52 % au cours de l'année globale après leur reclassement partiel hors des coûts d'exploitation au début de l'année, ces derniers ayant augmenté de 36 % par rapport à l'année précédente.

Les coûts d'exploitation ont augmenté au 4<sup>e</sup> trimestre 2008 de 8 % par rapport au 3<sup>e</sup> trimestre 2008. Parmi les coûts d'exploitation, les coûts de développement des produits enregistrent avec 28 % la hausse la plus importante par rapport au trimestre de l'année précédente. Quant aux frais de gestion généraux, ils ont augmenté de 40 % en USD, tandis que les coûts de distribution et de marketing ont reculé d'environ 15 %. L'entreprise continue ici de miser sur les recommandations personnelles plutôt que sur un programme marketing coûteux. La hausse des frais de gestion généraux est principalement due à l'approbation d'une rémunération liée aux performances pour le directoire s'élevant à 272 K€ (année précédente : 85,5 K€). Ces émoluments ont atteint 583 K€ pour l'année 2008 globale (année précédente : 406 K€). En comparaison, le résultat du groupe a été considérablement négatif avec -490 K€.

Parallèlement aux contraintes liées aux investissements pour l'avenir, notamment ici des dépenses de personnel supplémentaires de l'ordre de 1 384 K€, artnet a enregistré des effets uniques comme une charge fiscale pour des exercices antérieurs de 286 K€ en raison d'un contrôle fiscal portant sur les années 2001 à 2004, ainsi que des intérêts de retard de 43 K€. Sans ces effets uniques ni les coûts des options sur actions (97 K€) sans effet sur les liquidités, on obtient pour l'exercice un déficit de 65 K€. L'entreprise artnet revient maintenant sur le résultat équilibré pronostiqué pour 2009 et prévoit de nouvelles augmentations du résultat à partir de 2010 uniquement.

En 2008, artnet a activé 614 K€ de coûts de développement des produits en tant que prestations propres activées.

artnet AG, Berlin

**Tableau 1**

<b>Comptabilité prévisionnelle artnet AG (compte de profits et pertes consolidé)</b>									
Montants en KEur	2007		2008		2009		2010		2011
	Valeurs RÉELES corrigée	Modifica-tion en %	Valeurs RÉELES corrigée	Modifica-tion en %	Pronostic	Modifica-tion en %	Pronostic	Modifica-tion en %	Pronostic
Chiffre d'affaires sans les ventes aux enchères	11.000	+9,5%	12.048	+11,1%	13.385	+8,9%	14.578	+14,5%	16.690
Commission des « Online Auctions »			255		722		1.074		1.800
Chiffre d'affaires total	11.000	+11,9%	12.303	+14,7%	14.107	+11,0%	15.652	+18,1%	18.490
Coûts liés au chiffre d'affaires	2.073	+141,5%	5.007	+12,4%	5.630	+5,0%	5.911	+10,0%	6.502
Résultat brut du chiffre d'affaires	8.927	-18,3%	7.296	+16,2%	8.477	+14,9%	9.741	+23,1%	11.988
Total des coûts	6.980	+1,0%	7.052	+18,7%	8.377	+4,4%	8.741	+8,3%	9.463
Excédent d'exploitation	1.947	-87,5%	244	-56,2%	107	+836,0%	1.000	+152,4%	2.525
Résultat des opérations d'intérêts	90		4		0		0		0
Autres recettes	75		-183		0		0		0
EBT	2.112	-96,9%	65	+63,7%	107	+836,0%	1.000	+152,4%	2.525
Impôts (sans impôts différés)	0		130		50		80		120
Bénéfices du groupe	2.112		-65		57	+1518,2	920	+161,3%	2.405
Nombre d'actions (entièrement diluées)	5.741		5.687		5.690		5.690		5.700
EPS	<b>0,37</b>		<b>-0,01</b>		<b>0,01</b>		<b>0,16</b>		<b>0,42</b>

291 K€ ont été affectés au développement des indices de l'art artnet Market Data, 135 K€ aux Online Auctions et 131 K€ au produit Decorative Art Database. Dans l'ensemble, ces activations sont pour nous en relation avec les recettes escomptées. L'entreprise artnet amortira les prestations propres activées sur trois ans.

Les fonds provenant de l'activité d'exploitation courante ont nettement chuté et s'élèvent à 437 K€ ; après déduction des versements pour les investissements comprenant les prestations propres activées, il reste des fonds absorbés de 770 K€.

Au cours de l'année, le nombre de salariés a augmenté de 20 %, passant de 114 à 137 salariés. Le CA par salarié et par mois est passé de 11,3 K\$ au 3<sup>e</sup> trimestre 2008 à 11,0 K\$ au 4<sup>e</sup> trimestre 2008. En 2009, l'embauche de 13 salariés supplémentaires est prévue, si bien que le CA par salarié devrait reculer encore davantage.

Dans l'ensemble, l'exercice a été marqué par des investissements élevés pour l'avenir et des lancements réussis de nouveaux produits avec Online Auctions et artnet.fr. En 2008, artnet a enregistré en USD une augmentation de 17 % sans les Online Auctions, alors que le concurrent arprice.com affichait une croissance de 8 % en euros. L'entreprise artnet a ainsi pu consolider sa position sur le marché dans le domaine de la base de données des prix. Le réseau de galeries a confirmé sa position quasi-monopolistique sur le marché. En outre, les Online Auctions devraient s'imposer en tant qu'unique plate-forme en ligne internationale pour les ventes aux enchères d'œuvres d'art. Grâce au développement complexe d'un nouveau type de méthode permettant de calculer des indices d'art, auxquels artnet donnera accès dans des analyses de marché et dans une nouvelle base de données des prix, artnet devrait également rapidement obtenir le statut de leader dans cette nouvelle section de produits.

### 2.3 Perspectives

En raison du recul probablement considérable des ventes sur le marché de l'art, artnet prévoit pour 2009 uniquement une faible croissance pour le CA sans ventes aux enchères en USD, malgré le lancement de nouveaux produits. Sur la base de ces estimations, nous prévoyons une croissance de 2 %. Pour 2010 et 2011, les taux de croissance devraient s'accroître de nouveau, convertis en USD, à l'aide des nouveaux produits. Nous supposons par conséquent que la croissance atteindra 9 % et 14 % et prévoyons un cours de change de l'USD par rapport à l'euro de 1,35 en moyenne pour 2009, ainsi que pour 2010 et 2011. Veuillez consulter le point 2.1. pour en savoir plus sur la croissance des artnet Online Auctions.

L'entreprise artnet a activé le 26.02.2009 la base de données des prix pour les arts décoratifs, l'artnet Price Database Decorative Art. Ce produit comprend des résultats des ventes aux enchères internationales à partir de l'année 2002 pour les meubles et les arts décoratifs, du Moyen-Âge à l'Art Nouveau. La base de données compte des résultats de ventes aux enchères de meubles, d'argenterie, de céramique, de porcelaine, de verre, de montres et de tapis et viennent compléter la Price Database Fine Art.

Au cours de l'année 2009, artnet envisage de lancer de nouveaux indices de l'art et de mettre ainsi à disposition des indices pour le développement de secteur du marché de l'art et les artistes. Les indices de prix permettront aux intervenants professionnels du marché de suivre de manière quantitative l'évolution des différents prix. Avec eux, artnet offre au marché de l'art une référence indispensable pour le développement de produits d'investissement reposant sur ces indices. Selon artnet, l'entreprise possède sur le plan qualitatif une avance considérable sur les produits déjà commercialisés offerts par la concurrence.

Pour les coûts des ventes et les coûts d'exploitation que nous avons rassemblés dans notre calcul des coûts prévisionnels, nous prévoyons en USD uniquement des augmentations modérées. D'un côté, il est prévu de rendre les développements de nouveaux produits commercialisables en 2009, et d'un autre côté, artnet envisage de terminer les adaptations de l'infrastructure du réseau et le report des codes des bases de données pour la fin de l'année 2009. Après cette phase, il faudra s'attendre en revanche à une augmentation importante des coûts de distribution et de marketing. Nous prévoyons pour 2009, 2010 et 2011 une augmentation des coûts de vente en USD de 4 %, 5 % et 10 %. Il en est de même pour les coûts d'exploitation pour lesquels nous prévoyons une augmentation en USD de 10 %, 4 % et 8 %.

D'après nos prévisions, la rentabilité connaîtra une nette augmentation à compter de l'année 2010, après l'élargissement de l'activité et le nettoyage des données effectués de 2007 à 2009. L'exploitation des potentiels de rationalisation et un CA à la croissance plus dynamique que le nombre de salariés devraient donner lieu à une augmentation durable du CA par salarié. Les principaux générateurs de CA devraient être les Online Auctions, le Gallery Network, ainsi que les nouveaux produits comme les indices de l'art. L'entreprise artnet bénéficie ainsi d'une excellente position initiale stratégique en tant que plate-forme en ligne sur le marché de l'art : l'entreprise devrait pouvoir affirmer son statut de leader sur le marché et pouvoir également offrir ses produits et ses services sur d'autres marchés, notamment sur le marché financier.

artnet AG, Berlin

### 3. Évaluation

Le modèle DCF a été adapté en fonction de la chute du rendement du circulant sur le marché de la retraite de 3,03 %, de l'actualisation du calcul des coûts prévisionnels et des cash-flows escomptés. Nous avons en outre étendu la période de calcul des coûts prévisionnels jusqu'à l'année 2011. En ce qui concerne le calcul des cash-flows escomptés, nous nous basons sur les fonds provenant de l'activité d'exploitation courante, qui seront, selon nos prévisions, légèrement plus élevés que le résultat escompté et nous revoyons à la baisse les versements destinés aux investissements.

Tableau 2

Calcul de la valeur de l'entreprise				
Modèle DCF (Discounted Cashflow) en KEur	2008	2009	2010	2011 ff.
Trésorerie provenant de l'exploitation	437	400	1.000	2.600
Déduction faite des investissements nets	-1.177	-800	-600	-500
Free Cashflow (FCF)	-740	-400	400	2.100
Valeur après amortissement				34.826
Taux d'escompte	1,000	1,045	1,108	1,108
Valeurs actuelles FCF	-740	-383	361	31.424
Total des valeurs actuelles (Fair Value)	30.662			
Nombres d'actions	5.690.000			
<b>Fair Value par action</b>	<b>5,39</b>			

#### Suppositions du calcul de la valeur de l'entreprise

Taux d'intérêt de base (rendement actuel du circulant)	3,03%
Prime de risque du marché	4,50%
Facteur bêta	1,00
Taux d'intérêt CAPM	7,53%
Terminal Value diminution de l'augmentation	1,50%

Le modèle avec nos hypothèses concernant l'évaluation de l'entreprise indique une valeur actuelle raisonnable de 5,39 EUR par action.

Les paramètres de l'analyse de sensibilité n'ont pas été modifiés.

Tableau 3

Analyse de sensibilité d'artnet AG selon le modèle DCF				
en EUR par action		Bêta		
		0,8	1,0	1,5
Diminution de l'augmentation				
	1,0%	5,63	4,92	3,49
	1,5%	6,46	5,39	3,74
	2,0%	7,23	5,94	4,02



**Avis juridique**

**L'avis juridique fait partie intégrante de cette analyse financière et doit être impérativement pris en compte en cas de décisions qui reposent sur cette analyse ou en découlent.**

**Avis juridique / Clause de non-responsabilité**

Cette analyse a été réalisée par SIGNUM Research GmbH. Elle comprend des informations sélectionnées et ne prétend pas à l'exhaustivité. L'analyse est basée sur des informations et des données accessibles en général („informations“) et qui sont considérées comme fiables. SIGNUM Research GmbH n'a cependant pas contrôlé l'exactitude ni l'intégralité des informations et décline toute responsabilité pour l'exactitude et l'intégralité des informations. D'éventuelles informations incomplètes ou incorrectes ne justifient aucune responsabilité de la part de SIGNUM Research GmbH pour quelque dommage que ce soit, qu'il s'agisse de dommages directs, indirects et/ ou consécutifs. SIGNUM Research GmbH décline notamment toute responsabilité pour les déclarations, les pronostics ou autres détails contenus dans cette analyse concernant les entreprises faisant l'objet de l'étude, les stratégies, les situations concurrentielles ou la situation du marché, les conditions-cadres légales, etc. La réalisation et la diffusion de cette analyse sont soumises au droit de la République fédérale d'Allemagne. Sa diffusion dans d'autres juridictions peut être restreinte par les lois ou les autres dispositions juridiques qui y sont en vigueur dans ce pays. Les personnes dont le siège est en dehors de la République fédérale d'Allemagne et qui entrent en possession de cette analyse doivent s'informer personnellement des éventuelles restrictions qui s'appliquent dans leur cas et les suivre. Bien que l'analyse ait fait l'objet d'un travail minutieux, nous ne pouvons exclure toute erreur, inexactitude, imperfection ou erreur d'estimation. SIGNUM Research GmbH, ses associés, ses employés et ses collaborateurs indépendants déclinent toute responsabilité pour l'exactitude et l'intégralité des déclarations, des estimations, des recommandations ou des conclusions qui découlent des informations contenues dans cette analyse. L'analyse ne constitue ni une offre ni une invitation à émettre une offre sur l'achat ou la vente d'un titre de valeur. Avant de prendre une éventuelle décision de placement, les investisseurs privés domiciliés en République fédérale d'Allemagne et ayant pris connaissance du contenu de cette analyse devraient contrôler avec leur conseiller si une recommandation de choix de placement effectuée dans cette analyse leur convient sur la base de leurs objectifs de placement et de leurs conditions financières et si les avis exprimés dans l'analyse sont partagés. Les avis exprimés dans cette analyse peuvent être modifiés à tout moment sans notification préalable. Sous réserve de modifications.

**Droits d'auteur**

L'œuvre, y compris toutes ses annexes, est protégée par les droits d'auteur. Toute utilisation sortant du cadre de la loi sur les droits d'auteur est interdite et répréhensible sans notre autorisation par écrit. Cette interdiction concerne notamment les duplications, les traductions, l'utilisation de microfilms ainsi que l'enregistrement et le traitement sur des supports électroniques de la totalité ou de parties du contenu.

**Principales sources d'information**

Les principales sources d'information utilisées pour la réalisation de cette analyse sont les publications effectuées dans les médias allemands et étrangers comme les services d'information, la presse économique, la presse spécialisée, les statistiques publiées, les agences de notation ainsi que les publications des sociétés/ émetteurs faisant l'objet de l'analyse.

**Auteurs de cette analyse :**

Dipl.-Kaufmann Marcus Sühling, analyste

Entreprise responsable : SIGNUM Research GmbH, Düsseldorf.

Mise en page : Michele Anne Zeh, CH-Windisch

**Conseil de placement**

Achat : nous nous attendons à ce que le prix de l'action augmente de 15 % ou plus au cours des 12 prochains mois

Détention : nous nous attendons à ce que le prix de l'action se modifie peu avec les fluctuations au cours des 12 prochains mois

Vente : nous nous attendons à ce que le prix de l'action chute de 15 % ou plus au cours des 12 prochains mois

N/A : l'estimation de l'action est suspendue.

**Aperçu des résultats de notre analyse pour l'action au cours des 12 derniers mois**

Première analyse - Date 20.02.2008 ; Résultat de l'analyse : ACHAT— Objectif de cours actuel 11,25 EUR

Étude complémentaire - Date 26.05.2008 ; Résultat de l'analyse: ACHAT—Objectif de cours actuel 12,50 EUR

Étude complémentaire - Date 28.08.2008 ; Résultat de l'analyse: ACHAT—Objectif de cours actuel 12,00 EUR

Étude complémentaire - Date 14.11.2008 ; Résultat de l'analyse: ACHAT—Objectif de cours actuel 9,50 EUR

Étude complémentaire - Date 16.04.2009 ; Résultat de l'analyse: DÉTENIR EN PORTEFEUILLE—Objectif de cours actuel 5,39 EUR

Les éventuels conflits d'intérêts suivants doivent être pris en compte dans le cadre de cette analyse financière. Ils peuvent exister avec les sociétés suivantes mentionnées dans l'analyse :

**Société : artnet AG**

**Numéro attribué : 3, 7**

1. SIGNUM Research GmbH et/ou une entreprise liée détiennent directement ou indirectement une participation s'élevant au moins à 1 % du capital de base de l'émetteur en question.
2. SIGNUM Research GmbH et/ou une entreprise liée détiennent directement ou indirectement une position de vente nette s'élevant au moins à 1 % du capital de base de l'émetteur en question.
3. L'analyse financière concernant cette société a été réalisée par SIGNUM Research GmbH à la demande de l'émetteur ou d'une personne proche de cette société.
4. SIGNUM Research GmbH et/ou une entreprise liée ont participé au cours des douze derniers mois à la direction d'un consortium pour une émission à la suite d'une offre publique d'instruments financiers de ce type qui font eux-mêmes l'objet de cette analyse ou dont les émetteurs font l'objet de cette analyse.
5. SIGNUM Research GmbH et/ou une entreprise liée ont effectué contre rémunération des services de banque d'investissement ou de relations investisseurs auprès de l'émetteur en question.
6. L'analyse a été fournie à l'émetteur avant sa transmission ou sa publication et a ensuite été modifiée.
7. Le ou les auteurs de cette analyse financière ou l'un de leurs collaborateurs détiennent des titres de valeur directe ou des dérivés concernés de cette société.
8. Un membre de la direction ou un collaborateur de SIGNUM Research GmbH et/ou d'une filiale sont membres du comité directeur/membre de surveillance de cette société.
9. SIGNUM Research GmbH et/ou une entreprise liée prévoient et attendent pour les trois prochains mois des rémunérations de la part de cette société pour les services de banque d'investissement ou de relations investisseurs réalisés.

#### Autorité de surveillance compétente

BaFin (établissement fédéral de surveillance des services financiers)  
Lurgiallee 12  
60439 Frankfurt

#### Mentions légales

SIGNUM Research GmbH  
PO Box 11 07 13  
40507 Düsseldorf

#### Email

info@SIGNUM-Research.com

En acceptant ce document, le destinataire accepte le caractère obligatoire des restrictions mentionnées ci-dessus.

# SIGNUM RESEARCH GMBH