

Date de première diffusion : 14 mars 2012

## Gold by Gold

### Une minière aurifère sans CAPEX

#### Un véritable expert des métaux précieux

Fort d'une expérience de plus de vingt ans acquise sur le marché des métaux précieux et d'un double positionnement, à la fois sur le négoce international de l'or auprès des pays andins (**Division Négoce**) et sur la collecte d'or auprès des particuliers et des professionnels français (**Division Collecte et Recyclage**), Gold by Gold affiche un profil spécifique et attrayant sur les marchés des métaux précieux. Doté d'un outil propre au sein de sa **Division Affinage**, la société se positionne ainsi sur l'ensemble de la chaîne de valeur de l'univers de l'or, à savoir le négoce, la collecte, le recyclage et l'affinage, activités complémentaires permettant à la société d'être exposée à l'intégralité du cycle de production et d'offrir à ses clients un or totalement traçable.

#### Un positionnement judicieux sur le recyclage de l'or

Acteur de référence en France de la collecte de métaux précieux auprès des particuliers et de certains professionnels sur Internet, Gold By Gold adresse un marché conséquent au niveau de cette activité, marché représenté par les stocks d'or hors sol. Selon GFMS, le stock mondial représentait 166 600 tonnes d'or au 31 décembre 2010, soit 5 000 années d'accumulation, 60 années de production minière et plus de 80 années de consommation de bijoux. Environ 50 % de ces stocks d'or hors sol sont détenus par les particuliers sous forme de bijoux, marché ciblé par Gold By Gold sur ses activités françaises. La collecte d'or s'effectue au travers du site Internet [www.GoldbyGold.com](http://www.GoldbyGold.com) mais également via un réseau de points de collecte détenus en propre.

#### Un contexte conjoncturel et structurel extrêmement favorable à l'or

Les cours de l'or connaissent, depuis près de 10 ans, une véritable flambée. En effet, le cours du lingot d'or a été multiplié par plus de quatre depuis 2001, pour atteindre un record en septembre dernier à 43 412 € le kilogramme. Cette formidable appréciation du métal jaune provient à la fois d'un contexte conjoncturel de crise, pour lequel l'or se révèle plus que jamais comme la valeur refuge par excellence, mais également d'un contexte structurel où la forte demande d'or, portée principalement par les pays émergents tels que la Chine et l'Inde, peine à être honorée. En effet, les capacités d'extraction des mines industrielles restant inélastiques, la demande est insatisfaite. Les cours de l'or devraient ainsi durablement s'installer à des niveaux élevés.

#### Un profil de croissance et de rentabilité attrayant

Aux vues de la qualité du positionnement de Gold by Gold sur un marché de l'or en pleine effervescence, nous sommes confiants dans les capacités du groupe à poursuivre et à accélérer sa belle dynamique de croissance au cours des prochains exercices. Grâce à sa structure de coûts légère et à l'évolution de son mix d'activités vers une contribution plus forte de sa Division Collecte et Recyclage, Gold by Gold devrait être en mesure de nettement améliorer sa rentabilité au cours des années à venir. **Objectif de cours : 9,60 €.**

#### Thomas DELHAYE

Analyste Financier  
tdelhaye@genesta-finance.com  
01.45.63.68.88

Prix de l'offre	entre 6,50 € et 7,50 €
Valorisation objective	22,0 M€
Objectif de cours	9,60 €

#### Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	NA
Capitalisation boursière	NA
Valeur d'entreprise	NA
Flottant	NA
Nombre d'actions	NA
Volume quotidien	NA
Taux de rotation du capital (1 an)	NA
Plus Haut (52 sem.)	NA
Plus Bas (52 sem.)	NA

#### Modalités IPO

Emetteur : Gold by Gold
Nombre de titres avant opération : 2 295 000
Nombre de titres à émettre : entre 400 000 à 460 000
Nombre de titre à céder : 150 000 actions
Nombre total de titres offerts : entre 550 000 et 610 000
Prix de l'offre par action : entre 6,50 € et 7,50 €
Volumétrie de l'opération : entre 3,6 M€ et 4,6 M€
Flottant post opération : entre 20 % et 22 %

#### Actionnariat (pre-money)

Patrick Schein : 97,0 % ; Autres actionnaires : 2,2 % ;  
Administrateurs : 0,8 %

#### Actionnariat (post-money)

Patrick Schein : 75,4 % ; Public : 22,1 % ; Autres  
actionnaires : 1,8 % ; Administrateurs : 0,7 %

#### Agenda

Réunion de présentation prévue en mars 2012

#### Chiffres Clés (pre-money)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
CA (M€)	60,6	111,4	126,8	143,0	156,1
Evolution (%)	94,3%	83,8%	13,9%	12,7%	9,2%
EBE (M€)	0,6	1,7	2,6	3,9	5,0
REX (M€)	0,6	1,7	2,3	3,5	4,7
Marge d'expl. (%)	0,9%	1,5%	1,8%	2,5%	3,0%
Res. Net. Pg (M€)	0,4	1,1	1,4	2,2	2,9
Marge nette (%)	0,7%	1,0%	1,1%	1,5%	1,9%
BPA	NA	NA	0,62	0,96	1,28

#### Ratios, exprimés sur la base du milieu de fourchette (pre-money)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
VE / CA	NA	NA	0,1	0,1	0,1
VE / EBE	NA	NA	5,7	3,3	2,0
VE / REX	NA	NA	6,4	3,6	2,2
P / E	NA	NA	11,3	7,3	5,5
Gearing (%)	32%	-26%	-39%	-56%	-67%
Dette nette / EBE	0,6	-0,3	-0,5	-0,8	-1,1
RCE (%)	21%	50%	58%	75%	85%

Genesta dispose du statut de Conseiller en Investissements Financiers et est membre de l'AACIF (Numéro d'agrément AMF : B000119).

Voir avertissements importants en fin de document. Pour plus d'informations sur Genesta et ses procédures internes, se référer au site Internet [www.genesta-finance.com](http://www.genesta-finance.com).

## Présentation de la société

### Un business model organisé en 3 activités

Gold by Gold est une société française, créée par Patrick Schein, spécialisée dans le négoce international, le rachat auprès des particuliers français et l'affinage de l'or. Les activités de la société s'articulent autour de 3 divisions, 1/ la Division Négoce en charge du négoce international de l'or entre les producteurs des pays andins et les grands affineurs européens, 2/ la Division Collecte et Recyclage, spécialisée dans la collecte et le recyclage de l'or auprès des particuliers et des professionnels français, et 3/ la Division Affinage, qui offre des services d'affinage d'or de proximité pour les acteurs français de l'industrie bijoutière et les collecteurs spécialisés.

### Gold by Gold, le leader intégré en France du recyclage de l'or par Internet

Gold by Gold propose aux particuliers et à certains professionnels (fabricants de bijoux et d'alliages dentaires) d'acheter et de recycler leur or, que cela soit des bijoux, des implants dentaires ou tous autres objets en or, à partir de son site Internet [www.GoldbyGold.com](http://www.GoldbyGold.com). Grâce à une solide image de marque, Gold by Gold est parvenu, en moins de 2 ans, à s'imposer comme le leader du recyclage de l'or sur Internet en France. L'or collecté est recyclé par l'outil d'affinage détenu en propre au sein du groupe, puis revendu aux intervenants mondiaux majeurs du secteur, à certains professionnels français ou encore auprès de particuliers sous la forme de mini-lingots dans un contexte de forte demande en « or investissement ».

### Un réseau de points de collecte physique venant appuyer l'activité de collecte d'or via Internet

Afin de profiter du fort engouement que connaît actuellement l'or, Gold by Gold a entrepris de créer progressivement un réseau de points de collecte d'or, à destination des particuliers. Ces points de collecte, connus sous la marque Gold&Go, sont actuellement au nombre de 7, nombre qui devrait rapidement s'accroître, Gold by Gold souhaitant en ouvrir de nouveaux rapidement.

## Méthode de valorisation

### DCF

Nous sommes confiants dans les capacités de Gold by Gold à afficher, au cours des prochains exercices, de bons taux de croissance mais surtout une amélioration sensible de sa rentabilité. Toutes les conditions sont en effet réunies afin de permettre à la société de connaître un fort développement, avec un positionnement judicieux sur le recyclage de l'or et un contexte de marché extrêmement favorable à ce métal précieux. Nous anticipons ainsi un chiffre d'affaires de 126,8 M€ en 2012, de 143,0 M€ en 2013 et de 156,1 M€ en 2014. Compte tenu de la faible structure de coûts et de l'évolution très favorable du mix d'activités en faveur de la Division Collecte et Recyclage, Gold by Gold devrait être en mesure de nettement améliorer sa rentabilité d'exploitation. Nous estimons ainsi que la société devrait faire progresser sa rentabilité opérationnelle à 2,3 M€ en 2012, 3,5 M€ en 2013 et à 4,7 M€ en 2014.

L'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles avec un coût moyen pondéré des ressources de 17,5 % valorise le titre à 9,60 €.

### Comparables

Nous n'avons pas retenu dans notre valorisation de Gold by Gold l'approche par les comparables boursiers dans la mesure où :

- Aucune société cotée en bourse n'est directement comparable à Gold by Gold ;
- Les pairs les plus proches de Gold by Gold (Degem, Tessi,...), ont soit une part de leur business model proche de la société trop marginale pour que le titre puisse servir de comparable, soit ne disposent pas de consensus ;
- Le consensus du seul comparable identifié, la société vietnamienne Phu Nhuan Jewelry, ne nous paraît pas mis à jour régulièrement.

Nous présentons toutefois l'approche de la valorisation par comparaison boursière, à titre informatif, au sein de la présente étude.

## SWOT

### Forces

- Expertise de plus de vingt années dans les métaux précieux
- Taille critique atteinte et solidité financière apportée par l'activité de négoce
- Multi positionnement sur l'achat d'or via l'exploitation de plusieurs canaux : Internet et points de collecte
- Forte image de marque auprès des particuliers
- Un business model aux activités intégrées et complémentaires

### Faiblesses

- Forte implication et dépendance de la société à Patrick Schein, en particulier sur les activités de négoce
- Activité de négoce fortement corrélée à la production minière andine, notamment au Pérou

### Opportunités

- Consolidation du leadership du site Internet de la société face à des acteurs contestés
- Plein essor de la vente d'or investissement sur Internet
- Renforcement de la capacité de négoce et consolidation du positionnement auprès des producteurs d'Amérique du Sud

### Menaces

- Evolution défavorable des cours de l'or
- Changement du cadre réglementaire encadrant l'achat et la vente d'or sur Internet
- Risques géopolitiques, impactant négativement l'activité de négoce

## Synthèse et Opinion

### Un positionnement judicieux sur le recyclage de l'or

Dans un contexte où l'offre d'or provenant des mines traditionnelles peine à suivre la hausse de la demande, Gold by Gold a entrepris d'exploiter la plus grande mine d'or disponible et réactive, la mine « hors-sol ». Cette mine, constituée de l'ensemble de l'or extrait depuis plus de 5 000 ans, représente en effet au niveau mondial 166 600 tonnes d'or (GFMS), dont plus de la moitié se trouve dans les coffrets à bijoux des particuliers. Grâce à l'aménagement du code Monétaire et Financier fin 2009, la société a lancé début 2010 son site Internet, [www.GoldbyGold.com](http://www.GoldbyGold.com), destiné à collecter et à recycler l'or dont les particuliers français n'ont plus l'utilité. Gold by Gold collecte également l'or auprès des particuliers grâce à un réseau de points de collecte, Gold&Go. Grâce à sa Division Affinage, la société est à même d'affiner l'or collecté et de le revendre aux différents acteurs de la filière, mais également sous forme de mini-lingots (« or investissement »).

### Un contexte conjoncturel et structurel extrêmement favorable à l'or

Les cours de l'or connaissent, depuis près de 10 ans, une véritable flambée. En effet, le cours du lingot d'or a été multiplié par plus de quatre depuis 2001, pour atteindre un record en septembre dernier à 43 412 € le kilogramme. Cette formidable appréciation du métal jaune provient à la fois, d'un contexte conjoncturel de crise, pour lequel l'or se révèle plus que jamais comme la valeur refuge par excellence, mais également d'un contexte structurel où la demande d'or provenant notamment des grands pays émergents (Chine et Inde) peine à être honorée, les capacités d'extraction des mines industrielles étant inélastiques. Les cours de l'or devraient ainsi durablement s'installer à des niveaux élevés.

### Un profil de croissance et de rentabilité attrayant

Au regard de la qualité du positionnement de Gold by Gold, nous sommes confiants dans ses capacités à poursuivre sa dynamique de croissance. Grâce à sa structure de coûts légère et à l'évolution de son mix d'activités vers plus de contribution de la Division Collecte et Recyclage, Gold by Gold devrait nettement améliorer sa rentabilité au cours des prochaines années. **Objectif de cours : 9,60 €.**



## Sommaire

---

1	En bref : Positionnement de la Société / Modalités et objectifs de l'opération d'IPO.....	5
1.1	Positionnement de la Société .....	5
1.2	Modalités de l'IPO.....	5
1.3	Répartition du capital.....	5
1.4	Objectifs de l'opération .....	6
1.5	Méthodes de valorisation .....	6
1.6	Multiples de valorisation (pre-money) sur la base du milieu de fourchette .....	7
2	Présentation de la société.....	8
2.1	Une expertise éprouvée de plus de 20 années sur le marché des métaux précieux.....	9
2.2	...complétée par un positionnement engagé sur l'or équitale .....	9
3	Une demande mondiale forte, qui devrait maintenir durablement l'or à des prix élevés.....	10
3.1	L'or, une valeur refuge fortement appréciée dans un contexte économique incertain .....	11
3.1.1	Les banques centrales de nouveau à l'achat sur l'or .....	11
3.1.2	L'or, un actif de plus en plus recherché et apprécié par les investisseurs et les particuliers .....	13
3.2	Une demande structurellement soutenue par les pays émergents .....	14
3.2.1	Une demande bijoutière prépondérante.....	14
3.2.2	Une demande industrielle soutenue .....	16
4	Une source d'or incontournable pour faire face à la demande croissante : le recyclage .....	17
4.1	Un manque d'élasticité de la production minière traditionnelle.....	17
4.2	...comblé par un marché de l'or recyclé réactif et reposant sur un stock d'or hors sol important .....	19
4.3	Le recyclage de l'or : une démarche éco-responsable et ludique appréciée des consommateurs.....	22
5	Un business model aux activités aurifères intégrées et fortement complémentaires.....	23
5.1	Division Négoce : Une approche responsable de l'exploitation d'or primaire .....	23
5.1.1	Un acteur historique du négoce international de l'or dans les pays andins.....	23
5.1.2	...soucieux de développer un commerce équitale de l'or.....	24
5.1.3	Une activité de négoce en croissance, conférant légitimité et stabilité à l'ensemble du groupe.....	25
5.2	Division Collecte et Recyclage : Exploitation d'une réserve d'or incontournable .....	25
5.2.1	Gold by Gold, le numéro un français du recyclage d'or par Internet .....	27
5.2.2	Gold&Go : un réseau de points de collecte au service des particuliers.....	29
5.2.3	Gold by Gold Party : un concept original de réunions « Tupperware » version or .....	30
5.2.4	Un or collecté, recyclé, puis commercialisé sur Internet sous forme de mini-lingots.....	30
5.3	Division Affinage : un outil de traçabilité et de contrôle totalement intégré.....	31
6	Atouts de la société.....	32
7	Stratégie de la société et utilisation des fonds .....	33
7.1	Développement commercial des activités d'achat et de vente d'or sur Internet auprès des particuliers.....	33
7.2	Déploiement du réseau de points de collecte Gold&Go .....	34
7.3	Renforcement de l'assise financière de la Division Négoce.....	34



8	Prévisions (pre-money) .....	35
8.1	Une croissance forte, portée par un contexte conjoncturel et structurel extrêmement favorable .....	35
8.2	Une évolution du mix d'activités directement favorable à la marge brute.....	36
8.3	Une structure de coût légère permettant un fort effet levier sur les marges.....	37
8.4	Santé financière .....	37
9	Valorisation (pre-money) .....	38
9.1	DCF (pre-money) .....	38
9.1.1	Détermination du taux d'actualisation .....	38
9.1.2	Calcul de FCF opérationnels .....	39
9.1.3	Calcul de la valeur par action .....	39
9.2	Comparables (pre-money) .....	40
9.2.1	Choix des comparables .....	40
9.2.2	Valorisation .....	41
9.2.3	Méthodologie de la décote/prime.....	41
10	Synthèse des comptes (pre-money) .....	43
10.1	Compte de résultats simplifié .....	43
10.2	Bilan – principaux agrégats .....	43
10.3	Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats.....	43
10.4	Ratios financiers.....	44
11	Avertissements importants.....	45
11.1	Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research.....	45
11.2	Détection de conflits d'intérêts potentiels .....	45
11.3	Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois.....	45
11.4	Répartition des opinions .....	45
11.5	Avertissement complémentaire .....	46

## 1 En bref : Positionnement de la Société / Modalités et objectifs de l'opération d'IPO

### 1.1 Positionnement de la Société

Gold By Gold est l'un des spécialistes français du négoce, de la collecte, du recyclage et de l'affinage d'or.

Au travers de son activité historique de négoce international d'or, Gold By Gold se positionne comme contrepartie des mines aurifères ou les collecteurs d'or d'Amérique du Sud. Depuis 20 ans, la Société fournit à ces acteurs des prestations à valeur ajoutée : assistance financière, expertise technique, logistique, etc. L'or négocié est ensuite revendu aux grands acheteurs affineurs basés en Europe.

Depuis 2010, Gold By Gold propose aux particuliers et à certains professionnels français de racheter leur or au travers de son site Internet ([www.GoldByGold.com](http://www.GoldByGold.com)) et de son réseau de points de collecte détenus en propre. L'or collecté par la Société est recyclé en interne, au sein d'une unité d'affinage, avant d'être revendu aux gros intervenants mondiaux du secteur, à certains fabricants français de bijoux ou d'alliages dentaires ou encore directement aux particuliers sous la forme de mini-lingots (« or investissement »). La plateforme en ligne développée par Gold By Gold est aujourd'hui le premier site Internet de recyclage d'or en France destiné aux particuliers.

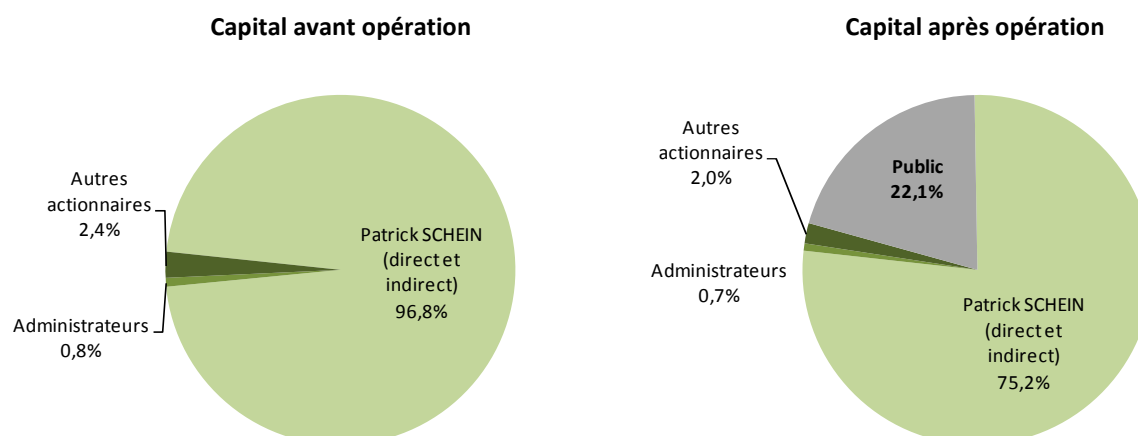
### 1.2 Modalités de l'IPO

Les principales informations sur le projet d'admission de Gold By Gold sur le marché NYSE Alternext à Paris sont les suivantes :

Emetteur :	Gold By Gold
Nombre de titres composant le capital avant opération :	2 295 000 actions
Nombre de titres à émettre :	entre 400 000 et 460 000 actions
Nombre de titres à céder :	150 000 actions
Nombre total de titres offerts au public :	entre 550 000 et 610 000 actions
Prix d'offre par action :	entre 6,50 € et 7,50 €
Volumétrie de l'opération :	entre 3,6 M€ et 4,6 M€
Flottant post opération :	entre 20 % et 22 %

### 1.3 Répartition du capital

Ci-dessous est présentée l'évolution de la répartition du capital de Gold By Gold avant et après l'introduction en bourse.



## 1.4 Objectifs de l'opération

L'Offre et l'inscription des actions de la Société aux négociations sur le marché NYSE Alternext à Paris sont destinées à fournir à la Société des moyens complémentaires pour financer son développement et accélérer ainsi sa croissance.

Les ressources financières susceptibles d'être levées par la Société dans le cadre de son introduction en bourse ont trois principaux objectifs :

- Renforcer l'assise financière de l'activité de négoce international d'or afin d'accroître la capacité de négoce du groupe et intensifier l'intermédiation avec les pays andins, tout en s'adaptant à la hausse des cours de l'or (environ 30 % des ressources financières provenant de la levée de fonds) ;
- Financer le développement commercial de l'activité d'achat et de vente d'or sur Internet auprès des particuliers (environ 40 % des ressources financières provenant de la levée de fonds), notamment en accompagnant la croissance de l'activité par le renforcement du fonds de roulement (collecte par Internet). Dans une moindre mesure, les ressources financières levées serviront à financer le stock de mini-lingots nécessaires au développement de l'offre d'« or investissement », offre mise en place par Gold by Gold en octobre dernier ;
- Financer le déploiement du réseau de points de collecte d'or auprès de particuliers, essentiellement par création de surfaces commerciales en propre sur le territoire national (environ 30 % des ressources financières provenant de la levée de fonds).

Le produit brut estimé de l'émission des Actions Nouvelles s'élève à environ 2,8 millions d'euros, montant pouvant être porté à environ 3,2 millions d'euros en cas d'exercice intégral de la Clause d'Extension.

Dans le même temps, l'actionnaire de référence envisage une cession, si les résultats de l'opération le permettent, pour une volumétrie d'environ 1,0 million d'euros.

## 1.5 Méthodes de valorisation

La méthode de valorisation retenue dans le calcul de l'equity value de Gold by Gold se fonde uniquement sur une évaluation par DCF. En effet, compte tenu du positionnement spécifique de la société, l'approche par comparaison boursière ne nous semble ni refléter les particularités, ni les perspectives de la société. De plus, eu égard au business model spécifique et assez unique du groupe, aucune société cotée n'est directement comparable à Gold by Gold. Nous présentons toutefois, à titre informatif, la méthode des comparables boursiers en fin de document, sur la base d'un seul comparable, mais pour lequel le consensus nous semble critiquable.

**La méthode DCF, seule méthode utilisée dans le calcul de la valorisation de Gold by Gold, intégrant un coût moyen pondéré des ressources de 17,5 %, fait ressortir une valorisation de Gold by Gold de 22,0 M€, soit une valeur par action de 9,60 €.**

Tableau de sensibilité de la valorisation de Gold by Gold au coût moyen pondéré des ressources :

		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
CMPC	16,53%	10,14	10,17	10,21	10,24	10,28
	17,03%	9,83	9,86	9,90	<b>9,93</b>	9,97
	17,53%	9,54	9,57	<b>9,60</b>	9,63	9,67
	18,03%	9,25	<b>9,28</b>	9,31	9,35	9,38
	18,53%	8,98	9,01	9,04	9,07	9,10



## 1.6 Multiples de valorisation (pre-money) sur la base du milieu de fourchette

en K€ / données consolidées	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Chiffre d'affaires</b>	31 891	31 177	60 564	111 370	126 830	142 960	156 090
<i>Croissance du chiffre d'affaires</i>	<i>nc</i>	-2,2%	+94,3%	+83,8%	+12,4%	+12,7%	+9,2 %
<b>Résultat d'exploitation</b>	307	167	574	1 680	2 297	3 537	4 670
<i>Marge d'exploitation</i>	1,0%	0,5%	0,9%	1,5%	1,8%	2,5%	3,0 %
<b>Résultat net Part du Groupe</b>	181	84	445	1 070	1 420	2 190	2 930
<i>Marge nette (PdG)</i>	0,6%	0,3%	0,7%	1,0%	1,1%	1,5%	1,9 %

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Nombre d'actions</b>	2 295 000	2 295 000	2 295 000	2 295 000	2 295 000	2 295 000	2 295 000
<b>Bénéfice par action pre-money</b>	0,08 €	0,04 €	0,19 €	0,47 €	0,62 €	0,96 €	1,28 €

<b>Prix d'offre (milieu de fourchette)</b>	7,00 €
<b>Capitalisation boursière pre-money</b>	16,1 M€
<b>Dette financière nette pre-money*</b>	-0,55 M€
<b>Valeur d'Entreprise (milieu de fourchette)</b>	15,5 M€

	2012e	2013e	2014e
<b>VE/CA</b>	x 0,12	x 0,09	x 0,07
<b>VE/REX</b>	x 6,4	x 3,6	x 2,2
<b>P/E (pre-money)</b>	x 11,3	x 7,3	x 5,5

\*dette financière au 31 décembre 2011



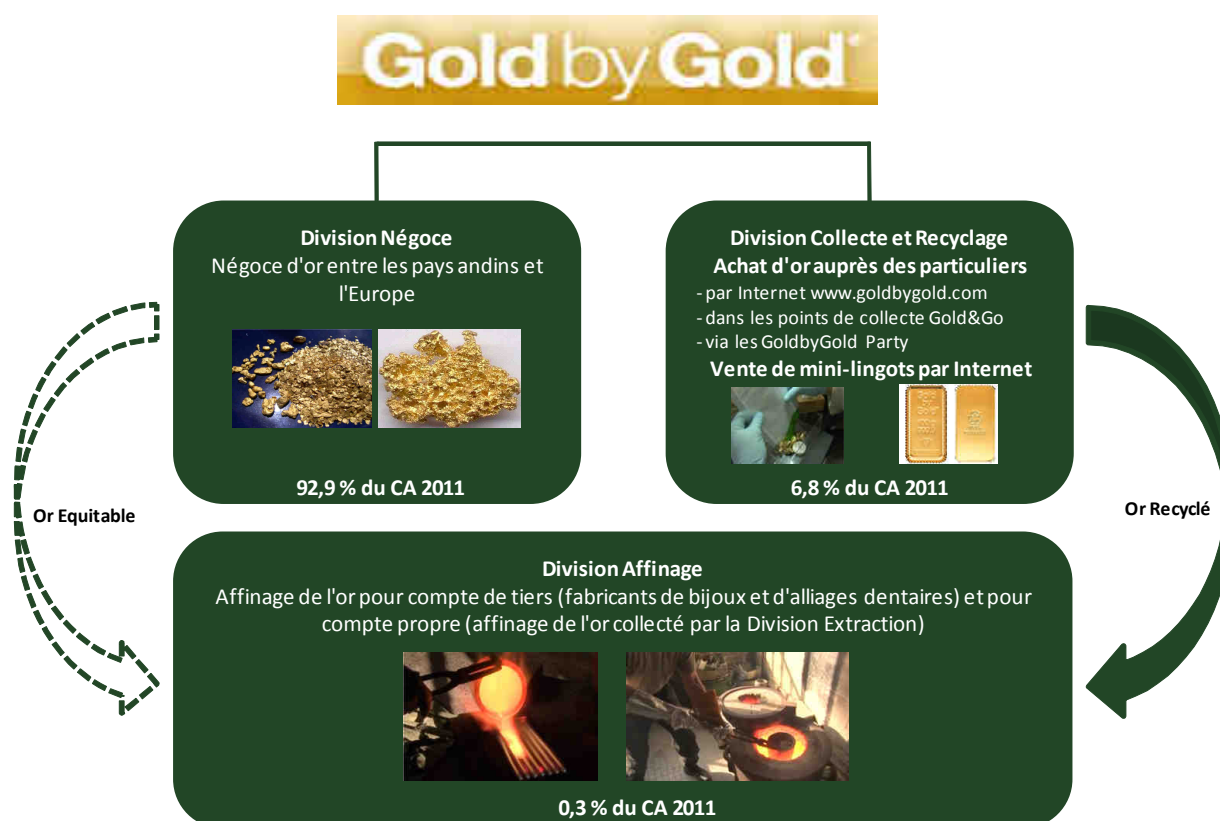
## 2 Présentation de la société

Gold by Gold est une société française, créée par Patrick Schein, spécialisée dans le négoce international, l'achat ou la vente auprès des particuliers français et l'affinage de l'or. Les activités de la société s'articulent autour de 3 divisions :

- **Division Négoce** : Activité historique du groupe, fondé en 1992, le négoce d'or s'effectue au niveau international entre l'Europe et les pays d'Amérique du Sud (pays andins, notamment le Pérou), au niveau de mines locales de petites et moyennes tailles. Ainsi, Gold by Gold achète et importe, au travers de représentants et collecteurs locaux basés dans les pays andins, les productions aurifères extraites des mines puis les revend à des grands acheteurs affineurs localisés en Europe.
- **Division Collecte et Recyclage** : Activité lancée tout début 2010, la Division Collecte et Recyclage est spécialisée dans le rachat d'or auprès des particuliers et de certains professionnels français. La société opère sur Internet, au travers de son site [www.GoldbyGold.com](http://www.GoldbyGold.com), mais également via à un réseau de points de collecte sous la marque Gold&Go. L'or collecté peut être de formes diverses et variées : colliers cassés, boucles d'oreilles dépareillées, bijoux démodés, implants dentaires,...

L'or collecté, affiné en interne, est ensuite revendu aux intervenants mondiaux majeurs du secteur, à certains fabricants français de bijoux ou d'alliages dentaires ou encore directement aux particuliers sous la forme de mini-lingots (« or investissement »). En effet, récemment, afin d'accroître sa marge sur cette activité, la Division Collecte et Recyclage propose une plateforme en ligne de ventes de mini-lingots d'or aux particuliers, mini-lingots estampillés Gold by Gold.

- **Division Affinage** : Outil essentiel dans le business model de Gold by Gold, cette activité consiste à fondre et à affiner l'or pour le compte de professionnels tels que les fabricants de bijoux et d'alliages dentaires. Cette division permet également au groupe d'intégrer en son sein un outil de contrôle et de traçabilité indispensable aux activités de rachat d'or de la Division Collecte et Recyclage. En effet, l'affinage permet au groupe de fondre et d'affiner l'or collecté via Internet et les points de collecte. Grâce à cet outil d'affinage, la société contrôle l'ensemble de la chaîne de valeur en proposant, principalement aux fabricants de bijoux et d'alliages dentaires, un or totalement « traçable » et responsable.



Source : Gold by Gold



## 2.1 Une expertise éprouvée de plus de 20 années sur le marché des métaux précieux...

---

Après avoir assisté à la libéralisation du marché de l'or et des économies sud-américaines dans les années 1990, période pendant laquelle il travaillait chez un affineur espagnol, Patrick Schein entreprend, en 1992, de créer S&P Trading (aujourd'hui devenu Gold by Gold). Grâce à de nombreux contacts noués en Amérique du Sud pendant la première partie de sa carrière, Patrick Schein a développé cette société d'intermédiation entre les producteurs sud-américains (mines traditionnelles / mines artisanales) et les grands affineurs clients mondiaux, principalement situés en Europe.

Dans un premier temps, Gold by Gold a concentré ses activités sur la Colombie, puis a décidé, en 2003/2004, en raison d'une concurrence accrue dans ce pays, de se spécialiser sur le marché péruvien (région étant effectivement devenue le pays de prédilection de la Division Négoce). En effet, le Pérou présentait déjà à l'époque un très fort attrait pour la société en raison d'importants besoins en matière d'intermédiation entre les producteurs locaux et les grands collecteurs d'or mondiaux. Aujourd'hui, le Pérou est le premier pays producteur d'or en Amérique du Sud.

En 2006, Gold by Gold progresse dans la chaîne de valeur des métaux précieux en faisant l'acquisition d'un fond de commerce spécialisé dans l'affinage (actuelle Division Affinage). Cet outil, s'intégrant pleinement dans les activités du groupe, s'adressait déjà à l'époque principalement aux fabricants de bijoux et d'alliages dentaires, en leur proposant un service d'affinage de proximité très réactif. L'intégration de cette unité d'affinage au sein de Gold by Gold a permis au Groupe d'assurer la traçabilité des métaux précieux pris en charge.

L'activité de la Division Affinage a connu, après deux années d'activités satisfaisantes, un certain repli en 2008/2009, en raison principalement du recul des ventes de bijoux en France et donc de la délocalisation progressive de fabricants vers l'Asie. Dans le contexte économique difficile de 2009, Gold by Gold décide alors de se tourner vers une nouvelle source d'or afin d'alimenter son activité d'affinage. Ainsi, début 2010, Gold by Gold lance son site Internet de rachat d'or auprès des particuliers ([www.GoldbyGold.com](http://www.GoldbyGold.com)), bénéficiant du concours favorable d'événements majeurs 1/ l'aménagement du Code Monétaire et Financier fin 2009, permettant désormais les activités d'achat à distance de métaux précieux, et 2/ la détérioration du contexte économique mondial, ayant permis une forte appréciation du cours de l'or compte tenu de son caractère de valeur refuge. Gold by Gold entreprend courant 2011 l'ouverture de plusieurs points d'achat d'or auprès des particuliers, sous la marque Gold&Go, pour accroître sa capacité de collecte en France.

**Ainsi, après plus de 20 années passées sur les marchés aurifères, Gold by Gold, au travers de l'expérience de son Dirigeant Patrick Schein, a su développer un business model vertueux composé d'activités fortement complémentaires, basées sur l'exploitation de deux gisements aurifères distincts : la mine classique et la mine hors-sol.**

## 2.2 ...complétée par un positionnement engagé sur l'or équitable

---

Parallèlement aux activités de négoce d'or à l'international menées par Gold By Gold, Patrick Schein a entrepris, dès 2004, une réflexion sur l'adaptation et la promotion d'un modèle économique permettant de pratiquer un commerce équitable sur le marché de l'or. Cette vision avait notamment pour objectif d'améliorer les conditions de vie des mineurs travaillant dans les exploitations artisanales. Dans cette perspective, et sous l'égide de l'Organisation des Nations Unies pour le Développement Industriel (ONUDI), Patrick Schein a été impliqué dans la mise en œuvre d'un programme de réduction des émissions de mercure (programme Global Mercury), en sa qualité d'expert de la filière d'or artisanale.

Fortement sensibilisé aux problèmes de la production d'or artisanale, Patrick Schein rejoint plus tard le Conseil d'administration et le Comité technique de l'Alliance for Responsible Mining (ARM). Cet organisme esquisse, avec la collaboration de la Fairtrade Labelling Organizations (FLO), les premiers standards de l'or équitable, standards qui ont abouti, en mars 2010, à la création du premier label indépendant de l'or équitable.

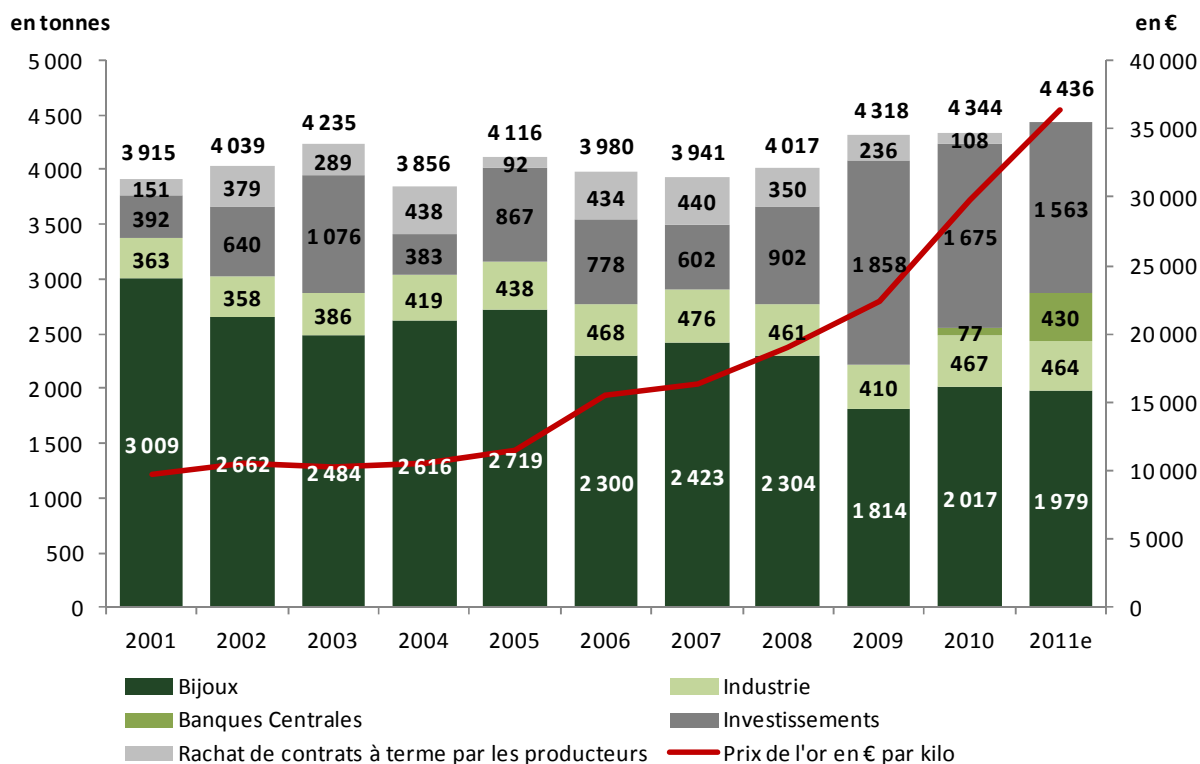
**L'or équitable est une composante majeure au sein du business model de Gold by Gold. Le groupe s'attache en effet à réduire l'impact de ses activités tant d'un point de vue écologique que d'un point de vue humain, en privilégiant l'approvisionnement en or auprès de communautés artisanales bénéficiant de conditions de travail satisfaisantes et de pratiques d'extraction respectueuses de l'environnement. Par ailleurs, la mise en place des activités de recyclage d'or en France s'inscrit pleinement dans la volonté de Gold by Gold d'apporter une alternative efficace aux productions minières industrielles afin de faire face à la hausse de la demande d'or au niveau mondial. A titre d'illustration de cet engagement, la Division Affinage de la société est le premier affineur européen à avoir rejoint la campagne NoDirtyGold et le premier affineur au monde à recevoir la certification d'or équitable.**

### 3 Une demande mondiale forte, qui devrait maintenir durablement l'or à des prix élevés

Bien qu'à proprement parler, l'or ne joue plus de rôle dans le système monétaire international, le métal jaune demeure un actif fortement recherché de par sa rareté, sa beauté, sa symbolique dans la société et dans certaines religions (hindouisme), ou encore ses qualités intrinsèques en tant qu'excellent conducteur électrique (inaltérable, inoxydable et indestructible). Le fort attrait du métal précieux provient également de son statut de monnaie ultime, l'or n'étant pas reproductible comme la monnaie papier, tout particulièrement dans les périodes économiques difficiles comme celle que nous traversons depuis fin 2007.

La demande d'or, au niveau mondial, provient principalement de 4 grands secteurs, à savoir, 1/ la bijouterie, représentant 46,4 % de la demande mondiale, 2/ l'investissement financier sous formes de lingots ou de pièces, avec 38,5 % de la demande totale, 3/ l'industrie, pour 10,7 % et enfin 4/ les banques centrales, représentant 4,3 % du total de la demande (% correspondant à l'année 2010).

**Ventilation de la demande mondiale d'or depuis 2001, par segment, en tonnes et évolution du cours moyen annuel de l'or (en € par kilo)**



Source : GFMS, Gold Survey 2011

Malgré la forte tension sur les cours de l'or, la demande mondiale est restée très dynamique ces dernières années. Outre la demande émanant du secteur bijoutier, qui est tirée par l'importante demande des pays en développement (Chine, Inde,...) compte tenu d'une augmentation du pouvoir d'achat dans ces pays en forte croissance, l'or a été très demandé notamment par les banques centrales et les investisseurs privés, en raison notamment d'une conjoncture difficile, n'offrant que peu de visibilité à ces acteurs sur les supports classiques d'investissements (actions, obligations,...).

Cette demande soutenue, restreinte par une offre limitée aux capacités d'extraction minières inélastiques et confrontée à un contexte économique toujours aussi difficile, est à l'origine d'une forte envolée du cours de l'or depuis 2004. En effet, le prix moyen de l'or au kilo est ainsi passé de 10 542 € en 2004, à 36 358 € en moyenne en 2011, la valeur de l'or ayant ainsi plus que triplée sur cette période.

## UNE APPRECIATION DE L'OR CONTINUE DEPUIS 2001

Le cours de l'or connaît, depuis plus d'une décennie, une hausse continue qui s'est accélérée en 2007. En effet, entre 2000 et 2011, le cours de l'once d'or en dollars a été multiplié par plus de 5, passant ainsi d'un cours moyen annuel de 279 \$ à 1 572 \$ l'once d'or. Sur la même période, le cours du lingot d'or en euros a été quant à lui multiplié par plus de 3, évoluant de 9 734 € à 36 358 € le kilo, en moyenne annuelle, le kilo d'or ayant atteint un record de 43 412 € au mois de septembre 2011.

### Evolution du cours du kilo d'or, en €

Depuis 1979



Depuis 2001



Source : World Gold Council

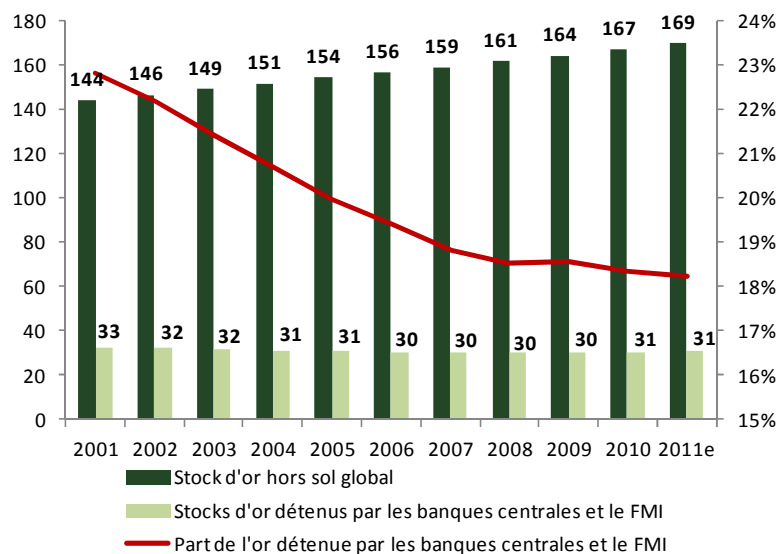
Après avoir connu une croissance modérée entre 2000 et 2006, le cours de l'or a largement progressé à partir de 2007. En effet, la tendance haussière des prix de l'or s'est accentuée avec la survenance de la crise des subprimes en 2007 aux Etats-Unis, crise qui s'est ensuite étendue à l'ensemble de l'économie mondiale. Dans un contexte économique et financier très incertain, le cours de l'once d'or s'établit à 803 dollars au 31 décembre 2007, bénéficiant notamment de son statut de valeur refuge. Début 2008, le cours de l'or continue à s'apprécier en enregistrant un pic historique le 17 mars 2008 à 1 011 dollars l'once. La fin d'année est moins favorable au prix de l'or avec notamment une correction importante au mois d'août (-11 %), expliquée par la remontée du dollar et la baisse du cours de pétrole. Dès avril 2009, le prix de l'or reprend son ascension, atteignant les 946 dollars fin juin puis 1 135 dollars en fin d'année, nouveau record historique du cours du métal jaune. En moyenne annuelle, le cours de l'once d'or progresse de 11 % sur l'année 2009. En 2010, porté également par une certaine reprise économique et par une demande très soutenue de la part des pays émergents (Chine et Inde), l'or s'envole vers de nouveaux records en progressant de 26 % sur l'année, en moyenne, et en atteignant les 1 405 dollars au 31 décembre 2010. Enfin, plus récemment, le renforcement des incertitudes des acteurs économiques a donné un nouveau coup d'accélérateur au prix de l'or. Catalysée par un environnement extrêmement favorable, l'once d'or atteint toujours des nouveaux sommets, progressant de +12 % en moyenne sur l'année 2011, pour se situer à 1 572 dollars l'once. Le prix du lingot d'or, en euros, suit la même tendance en dépassant le seuil des 41 000 € le kilogramme à la fin de l'année 2011.

**Comme nous allons le détailler dans les parties suivantes, nous estimons que le prix de l'or devrait s'inscrire durablement à des niveaux élevés et ce, en raison 1/ du contexte économique actuel particulièrement difficile, incitant les banques centrales et les investisseurs privés à renforcer leurs positions et leurs investissements en or, 2/ d'une demande en métal jaune de plus en plus forte, émanant notamment des pays émergents, et 3/ d'une offre d'or inélastique, limitée par les capacités d'extraction minières. Les cabinets d'analyse tels que GFMS ou encore les professionnels du secteur tels que CPoR Devises partagent cette vision d'une poursuite de l'appréciation des cours de l'or au cours des prochains semestres.**

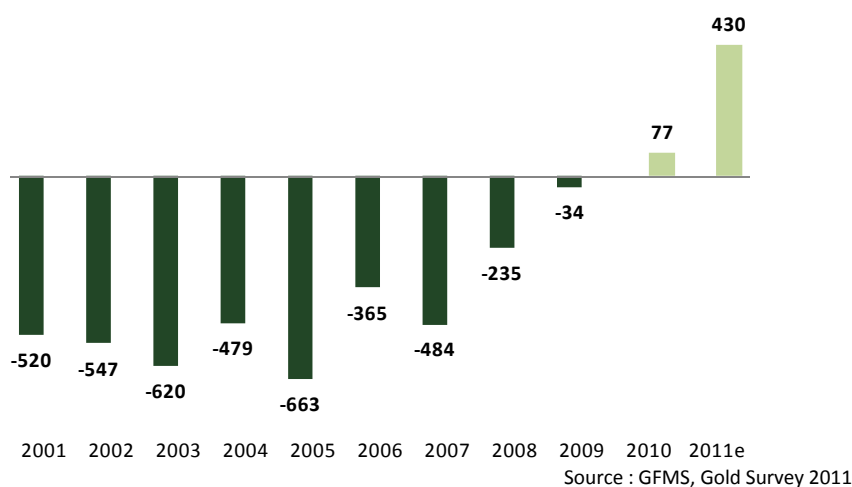
## 3.1 L'or, une valeur refuge fortement appréciée dans un contexte économique incertain

### 3.1.1 Les banques centrales de nouveau à l'achat sur l'or

Les banques centrales et les organisations internationales comme le FMI ont, depuis 1989, alimenté l'offre d'or au niveau mondial au travers d'opérations de déstockages en réduisant leurs réserves monétaires en métal jaune. Ces opérations ont donc amené les banques centrales à notablement réduire leurs stocks d'or, stocks qui correspondaient à près de 50 % de l'or mondial il y a 50 ans, et à moins de 20 % actuellement. La quantité d'or détenue par les institutions étatiques est aujourd'hui estimée à 30 534 tonnes en 2010, pour un stock d'or hors-sol global de 166 600 tonnes à fin 2010, soit 18,3 %.

**Stocks d'or hors sol et réserves en or des institutions étatiques, en milliers de tonnes**


Suite à l'abandon du système de parités de Bretton Woods en 1973, l'importance de l'or a progressivement diminuée au sein du système monétaire. Les banques centrales et institutions financières se sont ainsi progressivement séparées de leurs réserves d'or, alimentant la demande mondiale en métal jaune. Toutefois, après avoir été, pendant 21 ans, vendeurs nets d'or sur les marchés, les banques centrales ont, depuis 2010, retrouvée une position d'acheteurs nets d'or. Ce retournement des politiques monétaires des banques centrales en faveur de la valeur refuge traduit bien les incertitudes et les risques actuels liés à la crise.

**Achats (valeurs positives) et ventes (valeurs négatives) d'or par les banques centrales depuis 2001, en tonnes**


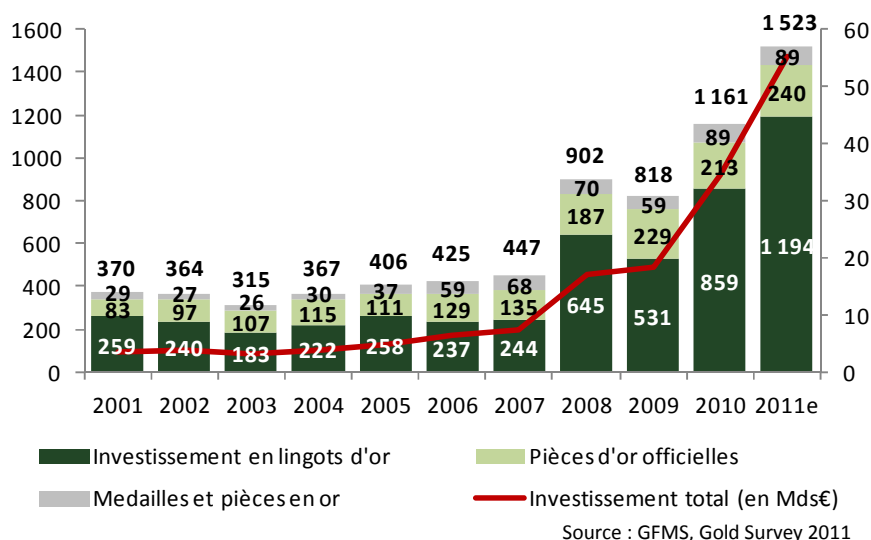
Le métal jaune devrait, à court et moyen termes, rester très prisé des banques centrales. En effet, dans le contexte économique actuel, l'or offre aux banques centrales un moyen efficace de limiter l'exposition de leurs fonds à l'inflation, aux dettes publiques et aux crises géopolitiques. A l'image de la Russie et du Mexique, ayant respectivement fait l'acquisition de 46 tonnes d'or fin 2010 et de 100 tonnes d'or au S1 2011, les banques centrales ont poursuivi leurs acquisitions d'or en 2011 afin de se prémunir face à un avenir économique incertain et bénéficier de réserves solides, peu sensibles aux aléas macroéconomiques. Ainsi, selon GFMS, la tendance entamée en 2010 a perduré sur l'année 2011, avec des achats nets d'or des banques centrales de 430 tonnes (selon les premières estimations de GFMS), soit une augmentation de plus de 400 % par rapport à 2010.

En renforçant leurs positions en or, les banques centrales laissent paraître un pessimisme quant à leurs prévisions économiques et leur visibilité sur la sortie de crise. Cette vision et les signaux négatifs correspondant envoyés aux marchés jouent en faveur d'une hypothèse de maintien des cours de l'or à des niveaux élevés, au moins à court terme.

### 3.1.2 L'or, un actif de plus en plus recherché et apprécié par les investisseurs et les particuliers

Depuis 2007, la demande en or en tant que support d'investissement financier connaît une véritable explosion, passant de 447 tonnes à 1 523 tonnes en 2011 (selon les premières estimations de GFMS), soit une multiplication par plus de 3 en volume et par plus de 7 en valeur en raison de l'envolée du cours de l'or. Comme nous le présente le graphique ci-dessous, la demande financière s'est principalement orientée sur les barres / lingots d'or, demande dont le volume a été multiplié par 4,5 sur la période 2001-2010 pour atteindre 1 194 tonnes en 2011 (estimations GFMS). Les autres principaux supports d'investissement dans l'or physique, comme les pièces officielles et les médailles, ont également connu une forte demande depuis 2007.

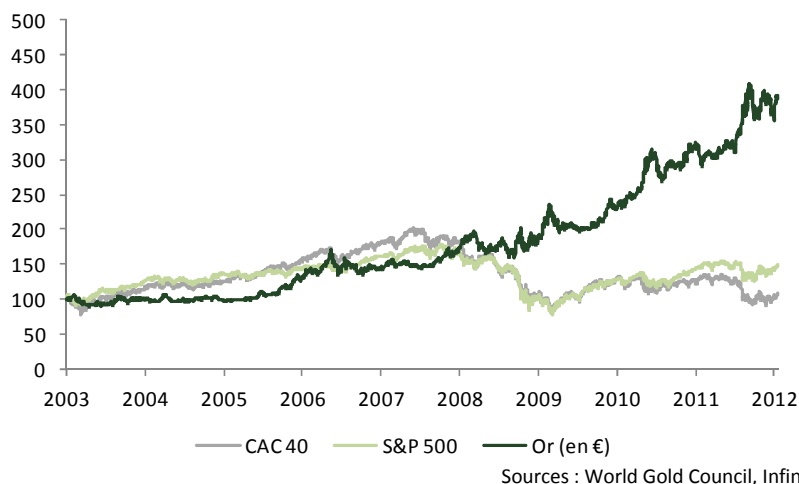
**Demande d'or en tant que placement financier, depuis 2001, en tonnes**



Cette appétence des investisseurs pour l'or s'explique, au même titre que pour les banques centrales, par une défiance accrue vis-à-vis des supports d'investissement classiques tels que les actions ou les obligations. L'arrivée massive des investisseurs en 2008 sur le marché de l'« or investissement » coïncide bien avec la crise des subprimes, dont les principaux effets sont apparus en 2008. Dans le contexte économique difficile que nous connaissons encore actuellement, les investisseurs ont vraisemblablement entrepris de diversifier leurs portefeuilles d'actifs, en augmentant la propension pour l'or, valeur refuge qui rencontre un franc succès pour sa faible exposition aux risques économiques et politiques.

Comme nous le présente de graphique ci-dessous, la performance de l'or comparée à celles du CAC 40 et du S&P 500 est nettement supérieure à celle des marchés actions, incitant de nombreux investisseurs, publics ou privés, à investir dans l'or.

**Performances comparées du cours de l'or (en €), du CAC 40 et du S&P 500, base 100 en 2003**



Dans le contexte de marché actuel, l'or présente un double avantage pour les investisseurs. D'une part, il permet de réaliser un placement plus « sécurisé », l'or étant peu sensible à l'inflation et aux problèmes des dettes publiques.

D'autre part, il offre des perspectives bien plus claires que celles des marchés actions. Compte tenu des facteurs de soutien des cours de l'or, facteurs évoqués par ailleurs (demande forte et offre limitée), la demande financière d'or devrait rester très dynamique à moyen terme.

Pour l'année 2011, GFMS prévoyait une hausse de la demande d'investissement en or de +20,7 %, passant ainsi de 1 161 tonnes en 2010 à près de 1 401 tonnes d'or en 2011. Cette tendance s'est confirmée selon les premières estimations de GFMS, avec une progression de la demande financière d'or qui s'établirait à +31,2 % par rapport à 2010.

## 3.2 Une demande structurellement soutenue par les pays émergents

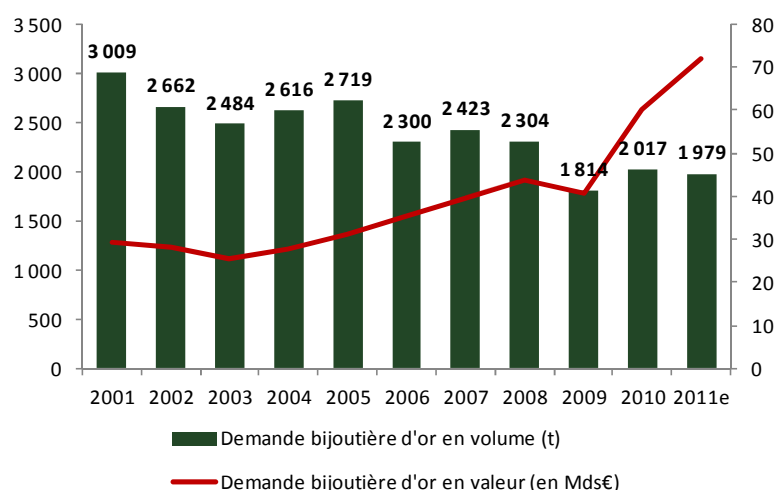
La demande mondiale d'or, fortement soutenue par le contexte économique et financier actuel incitant les acteurs privés et publics à massivement investir dans le métal jaune, devrait à moyen et long terme continuer à être tirée par la croissance des pays en développement. En effet, la hausse du pouvoir d'achat des populations des grands pays en développement comme la Chine, l'Inde ou le Brésil influe significativement sur la demande mondiale d'or, et plus particulièrement sur la demande d'or de joaillerie (secteurs bijoutiers).

### 3.2.1 Une demande bijoutière prépondérante

L'or de joaillerie, utilisé pour la confection des bijoux et des objets précieux, tels les bracelets, les colliers, les bagues et les montres, représente la part la plus importante de la demande d'or au niveau mondial, avec 46,5 % de la demande totale en 2010.

Depuis 2001, sous la pression de la montée du cours de l'or, la demande de métal jaune du secteur bijoutier a connu une baisse sensible, se contractant de près de 40,0 % entre 2001 et 2009. En effet, la demande bijoutière reste très sensible à la hausse des cours du métal jaune, puisque les ventes de bijoux sont défavorablement impactées lorsque le prix de l'or est élevé. Cette sensibilité est d'autant plus notable entre 2008 et 2009, période de forte accélération de l'augmentation du cours de l'or et de baisse de la consommation des ménages du fait de la survenance de la crise. Toutefois, compte tenu de l'envolée du cours de l'or, la demande bijoutière n'a cessé de croître en valeur, passant de 29,0 Mds€ en 2001 à 60,0 Mds€ en 2010, soit une progression de + 107,0 % sur la période.

**Demande bijoutière dans le monde depuis 2001 (incluant l'or recyclé), en tonnes et en Mds€**



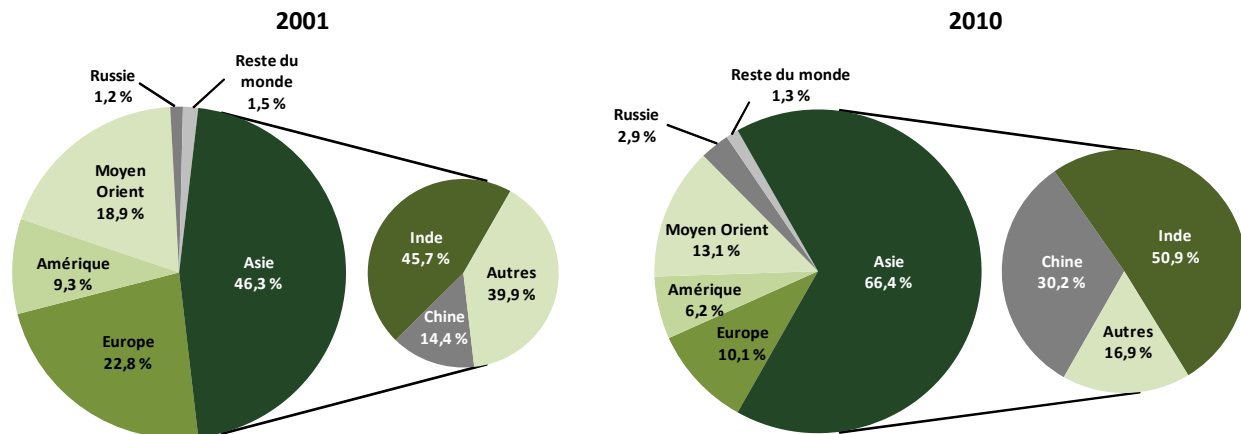
Source : GFMS, Gold Survey 2011

### L'INDE ET LA CHINE, LES DEUX MOTEURS DE CROISSANCE DE LA DEMANDE BIJOUTIERE D'OR...

Depuis 2010, la demande d'or du secteur bijoutier tend progressivement à reprendre de la vigueur, et ce, malgré un cours de l'or toujours plus élevé. En effet, la forte croissance des pays émergents comme la Chine et l'Inde, croissance qui s'accompagne par une hausse du pouvoir d'achat des ménages au sein de ces pays, est clairement le facteur de soutien de la demande bijoutière d'or dans le monde.

Comme nous le présente les graphiques ci-dessous, plus de 66,0 % de la demande bijoutière mondiale d'or provient aujourd'hui de l'Asie, plus précisément de l'Inde et de la Chine, qui concentrent à eux seuls près de la moitié de la demande mondiale. Par rapport à 2001, où la demande d'or bijoutier était beaucoup plus répartie entre l'Europe, les Etats-Unis et le Moyen-Orient, le poids de l'Asie s'est considérablement renforcé, les pays asiatiques connaissant de forts taux de croissance ces dix dernières années.

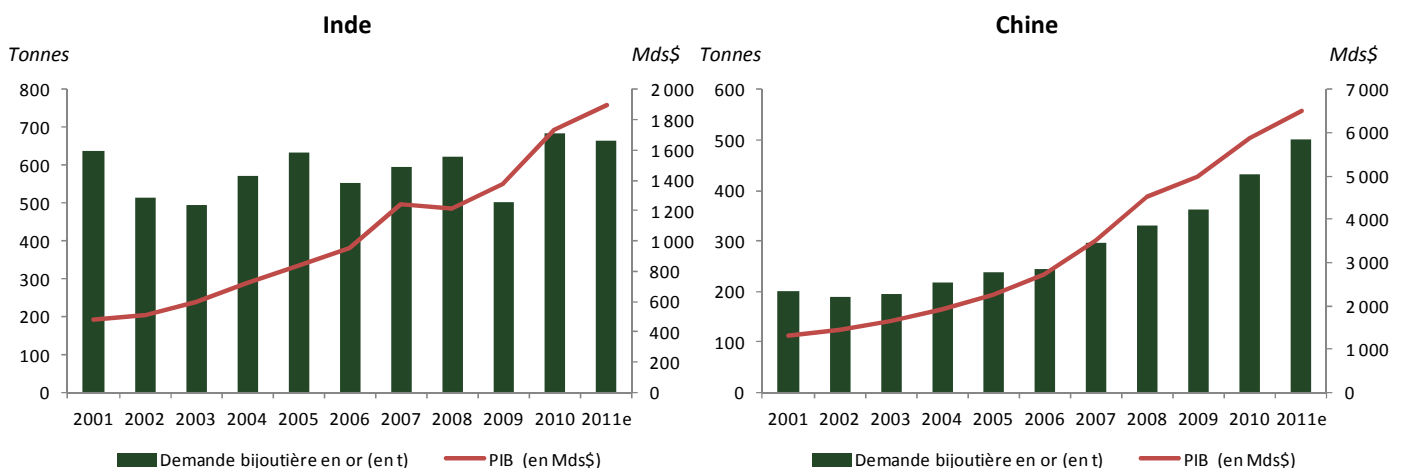
**Ventilation géographique de la demande bijoutière d'or en 2001 et en 2010, en tonnes**



Source : GFMS, Gold Survey 2011

La prépondérance de la demande bijoutière des pays d'Asie s'explique par plusieurs facteurs. En Inde, l'or a toujours joué un rôle culturel majeur dans le pays, principalement pendant la période des mariages durant laquelle les femmes sont parfois recouvertes du métal jaune des pieds à la tête. Outre un symbole de prospérité, l'or a une signification religieuse très forte en Inde, apportant « la bonne fortune » à qui le porte ou le détient dans sa maison. La demande d'or bijoutier de l'Inde connaît depuis 2001 une progression légère, hormis en 2009, où le niveau de la demande a connu un point bas sur la décennie. En Chine, l'appétence pour le métal jaune s'explique davantage par l'émergence d'une classe moyenne au sein du pays, plutôt que par des références culturelles comme cela est le cas en Inde. En effet, l'augmentation du pouvoir d'achat des ménages chinois, couplée à la levée des dernières limitations de détention d'or en 2001, ont sensiblement fait croître la demande bijoutière d'or dans le pays. Ainsi, la demande est passé de 200,8 tonnes en 2001 à 501,5 tonnes en 2011e, soit une hausse annuelle moyenne de près de +10,0 %.

**Evolution de la demande bijoutière en or comparée au PIB, en Inde et en Chine**



Source : GFMS, Gold Survey 2011, World Bank

Comme l'illustre le graphique présenté ci-dessus à gauche, nous pouvons constater qu'historiquement la demande d'or de bijouterie en Inde n'a pas été directement corrélée au PIB du pays. En effet, comme évoqué précédemment, l'or est une partie intégrante de la culture et des religions indiennes et a toujours constitué une forte demande. Toutefois, la croissance du pays a fait émerger, à l'image de la Chine, une classe moyenne ayant désormais les capacités financières de se procurer des bijoux en or. La conjonction de ces deux facteurs, économiques et culturels, devrait fortement au cours des prochaines années soutenir la demande d'or en Inde, pays ayant la seconde plus importante population au monde avec 1,2 Mds d'habitants en 2011. Après une année 2010 record, la demande bijoutière indienne s'est légèrement contractée en 2011 (-3,0 % selon les premières estimations de GFMS), et ce malgré une croissance de +16,0 % au premier semestre 2011. En effet, l'évolution de la roupie au S2 2011 a fait temporairement s'envoler le prix de l'or, bridant de ce fait l'accès au métal jaune. Néanmoins, malgré ce léger repli, l'année 2011 devrait être le second record de la demande bijoutière indienne en volume, après l'année 2010.



Le second graphique de droite, mettant en relation la demande bijoutière et le PIB de la Chine, met en avant la relation étroite entre la croissance du PIB et la demande d'or bijoutier. En effet, l'or fait de plus en plus partie des « produits de luxe » auxquelles les chinois de classe moyenne peuvent prétendre. Aux vues de l'immense population du pays, la première au monde avec plus de 1,3 Mds d'habitants, la demande bijoutière chinoise devrait continuer de croître dans des proportions importantes, au moins de manière corrélée à la croissance du PIB. Selon les premières estimations de GFMS, la demande bijoutière chinoise est restée solide en 2011, et ce, malgré la forte appréciation du yuan au cours du S2 2011. Ainsi, après un premier semestre 2011 en croissance de plus de +20,0 %, la demande est restée soutenue au S2 2011, à +13,0 %, portant la croissance de la demande bijoutière chinoise à +16,0 % sur l'ensemble de l'année 2011.

Ainsi, à court et moyen termes, la demande d'or bijoutier émanant de ces deux grands pays devrait rester significative et permettre ainsi de soutenir fortement la demande bijoutière mondiale. Selon GFMS, la demande bijoutière dans le monde s'établirait, selon les premières estimations, à 1 979 tonnes d'or sur l'ensemble de l'année 2011.

### ...VENANT SOUTENIR UNE DEMANDE PLUS MODEREE EN EUROPE ET AUX ETATS-UNIS

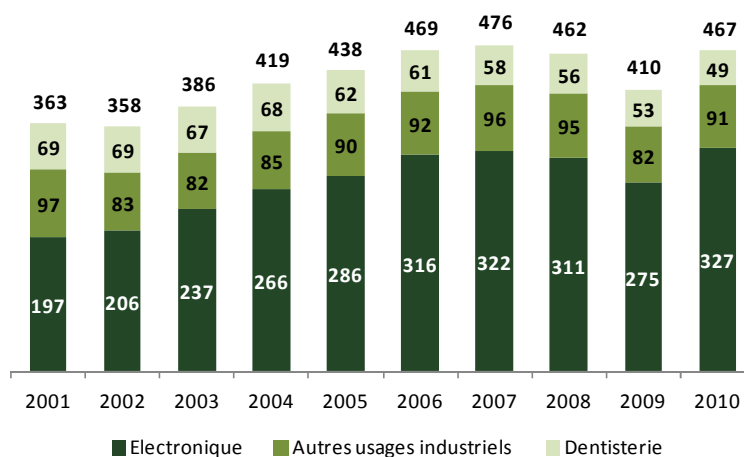
L'Europe et les Etats-Unis affichent, depuis 2001, un recul de leur demande bijoutière d'or. Cette baisse sensible peut s'expliquer par plusieurs facteurs, dont les deux plus importants sont le ralentissement des économies des pays européens et des Etats-Unis et l'envolée des cours de l'or. Les consommateurs de ces pays industrialisés sont en effet, dans une conjoncture difficile, plus enclins à arbitrer leurs dépenses vers des biens plus élémentaires et de première utilité. Malgré des achats moins réguliers, les consommateurs européens et américains demeurent très attachés à détenir des bijoux, notamment ceux en or. Ainsi, la demande de bijoux dans son ensemble reste forte dans ces pays. Les bijoutiers se sont alors adaptés au contexte économique en proposant des colliers, des bracelets et des bagues dans des alliages moins prestigieux, comme l'argent, ou en diminuant le caratage des bijoux proposés (nombre de carats de l'or contenu dans les bijoux).

## 3.2.2 Une demande industrielle soutenue

La demande d'or pour l'Industrie est le troisième plus important poste de la demande mondiale d'or, représentant 10,7 % de celle-ci en 2010. Le métal jaune est principalement utilisé par les secteurs de l'informatique et de l'électronique dans le cadre de la fabrication de contacts électriques inoxydables pour les cartes-mères, les téléphones portables, les microprocesseurs ou encore les cartes à puces. De façon plus marginale, l'or est également utilisé dans la dentisterie, pour la fabrication d'implants dentaires.

Comme nous le présente le graphique situé ci-dessous, la consommation industrielle des secteurs de l'informatique et de l'électronique ne cesse de progresser depuis 2001, pour atteindre en 2010 une consommation de 327 tonnes, soit +66,0 % par rapport 2001. Malgré une baisse sensible enregistrée en 2009, la consommation d'or de ces secteurs reste portée par le fort développement des appareils électroniques qui équipent de plus en plus les consommateurs, comme les téléphones portables, les smartphones et les tablettes. A l'instar de tous les produits informatiques traditionnels, ces appareils intègrent quelques grammes d'or dans leurs connectiques pour assurer le bon fonctionnement électronique (de 25 à 200 milligrammes d'or par produit).

Consommation industrielle d'or dans le monde en 2010, en tonnes



Source : GFMS, Gold Survey 2011

Bien que certains industriels tentent actuellement de minimiser l'utilisation de l'or dans leurs fabrications, le métal jaune, grâce à ses qualités intrinsèques (excellente conductivité, résistance à la corrosion, malléabilité, ...), reste encore majoritairement utilisé par l'industrie faute de matériaux capables de s'y substituer.

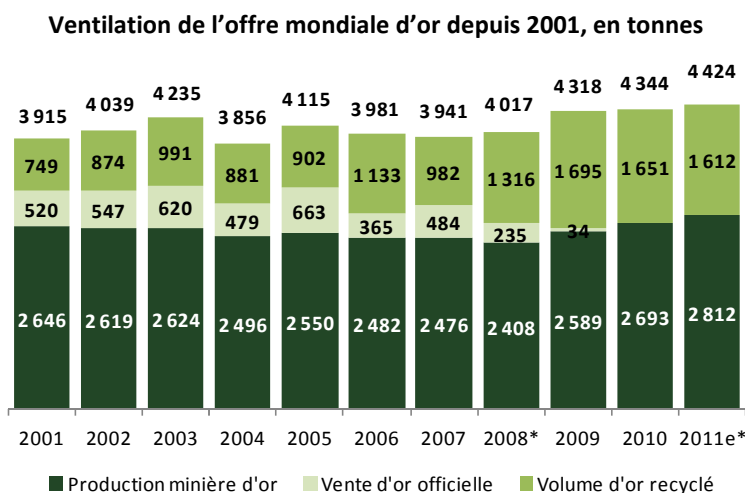
Après une année 2010 ayant marqué un fort rebond, la consommation industrielle d'or en 2011 a chuté de -1,0 % selon les premières estimations de GFMS. Ce léger retrait de la consommation provient à la fois 1/ du contexte économique difficile venant contracter les dépenses des consommateurs et 2/ du recours à davantage de cuivre dans la fabrication électronique à la place de l'or, et ce, compte tenu des niveaux élevés des cours du métal jaune.

#### 4 Une source d'or incontournable pour faire face à la demande croissante : le recyclage

Face à une demande soutenue, portée à la fois par 1/ une conjoncture économique difficile incitant les acteurs publics et privés à se réfugier en matière d'investissement sur le métal jaune, 2/ une demande structurelle forte, à la fois bijoutière et industrielle, provenant principalement des pays en pleine croissance comme l'Inde et la Chine, l'offre d'or proposée par l'ensemble de la filière aurifère peine à satisfaire tous les besoins. En effet, le recul des ventes d'or des banques centrales et des institutions mondiales, organismes proposant traditionnellement de fortes quantités d'or sur le marché, cumulé à des capacités d'extraction d'or traditionnelles peu élastiques, bride considérablement l'accès au métal jaune et entraîne, de ce fait, la montée du cours de l'or.

Aux vues de ce constat, les acteurs de la filière aurifère se tournent désormais de plus en plus vers le recyclage de l'or, en exploitant la plus importante réserve d'or au monde, à savoir les stocks d'or « hors-sol ». Cette ressource, soutenable et désormais incontournable, représentait, fin 2010, 166 600 tonnes d'or, soit plus de 60 années d'extraction minière et serait supérieure aux réserves non-encore exploitées, estimées à 51 000 tonnes en 2010, soit environ 20 années d'exploitation. Ainsi, au cours des dernières années, le recyclage de l'or est devenu une ressource de plus en plus importante dans l'offre d'or globale, en passant de 19,1 % de l'offre en 2001, à plus de 38,0 % en 2010.

Dans les années à venir, l'or recyclé devrait représenter une part croissante de l'offre globale d'or, les états, les industriels et les particuliers étant de plus en plus sensibles aux problèmes environnementaux.

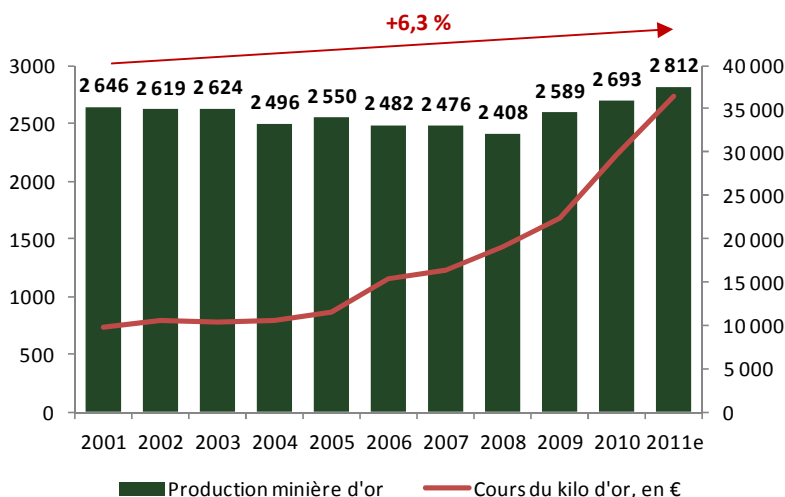


\*années retraitées du hedging net des producteurs et du désinvestissement net

Source : GFMS, Gold Survey 2011

#### 4.1 Un manque d'élasticité de la production minière traditionnelle...

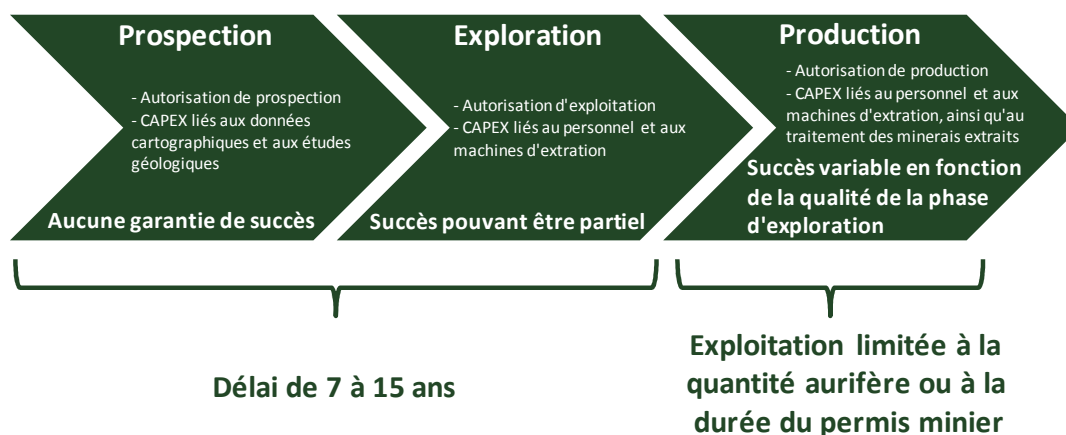
Principale source d'approvisionnement en or, les mines traditionnelles représentaient, en 2010, près de 62,0 % de l'offre mondiale d'or, avec une production de 2 693 tonnes. Comme nous le présente le graphique ci-après, les volumes d'or extrait des mines ces 10 dernières années n'évoluent que très faiblement, et ce, malgré la hausse du cours de l'or rendant pourtant l'exploitation des mines plus profitables.

**Evolution de la production minière dans le monde et du cours moyen annuel de l'or, depuis 2001, en tonnes et en €**


Source : GFMS, Gold Survey 2011

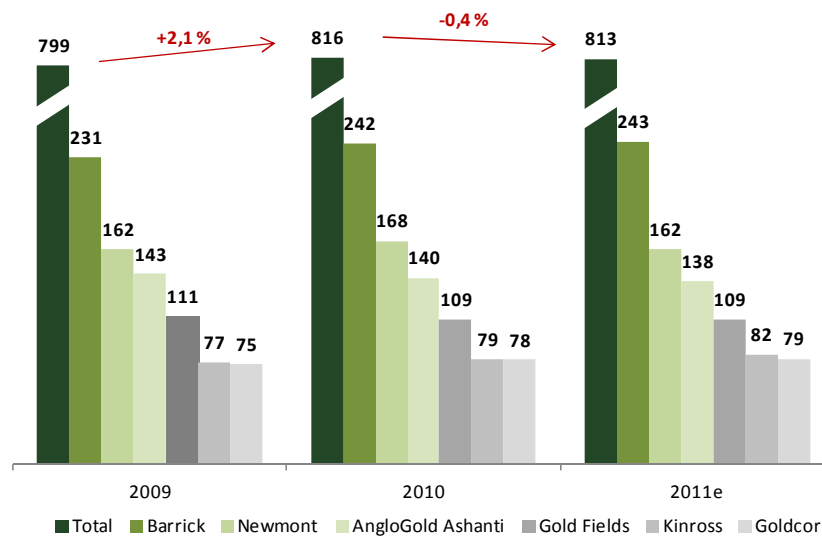
En effet, la production minière traditionnelle se révèle peu élastique et dans l'incapacité de suivre dans sa totalité la forte demande mondiale d'or. Les délais liés aux différentes étapes, entre la décision d'ouvrir une nouvelle mine et la réalisation effective de l'extraction, peuvent atteindre 15 ans, le temps d'obtenir les autorisations nécessaires et de réaliser les études adéquates afin de localiser et d'évaluer le plus précisément possible les ressources en or. Une fois seulement la phase d'exploration et l'ensemble des autorisations administratives obtenues (concessions, permis miniers,...), la production peut démarrer. Les opérations de prospection et d'exploration demandent par ailleurs de lourds CAPEX, ne permettant pas aux sociétés minières de prospecter à de multiples endroits en même temps. Malgré les avancées de la technologie permettant des découvertes beaucoup plus rapides qu'auparavant, les succès de la prospection et de l'exploration ne sont pas garantis, et ce, malgré les forts investissements réalisés.

Malgré les nombreuses mines actuellement en phase de démarrage ou d'exploitation, la quantité d'or proposée par les grandes entreprises minières peine à croître. Ainsi, la quantité d'or connue à l'heure actuelle est estimée à 51 000 tonnes, soit seulement environ 20 années de production.

**Schéma simplifié des différentes étapes liées à l'exploitation d'une mine d'or traditionnelle**


Source : Genesta

Pour illustrer ce manque d'élasticité de la production minière face à la demande, et ce y compris dans un contexte de cours de l'or très favorable, le graphique ci-après présente les productions cumulées des 6 premières sociétés minières (représentant ensemble 31,4 % de la production minière d'or totale en 2010). Celles-ci stagnent ou ne progressent que très légèrement. Malgré l'augmentation des cours de l'or, rendant beaucoup plus profitables les mines, ces entreprises sont dans l'incapacité de produire davantage d'or de manière immédiate.

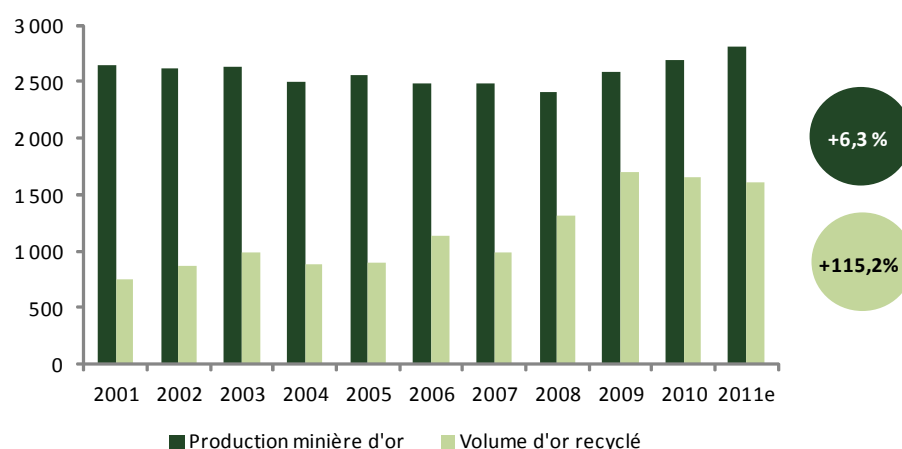
**Productions des 6 principales minières aurifères, en tonnes**


Source : sociétés

Ce manque d'élasticité de l'offre d'or des entreprises minières face à une demande d'or croissante a pour effet de fortement soutenir le cours de l'or, la production actuelle ne permettant pas de satisfaire l'ensemble de la demande. Face à ce constat, les acteurs de la filière aurifère sont désormais obligés de se tourner vers de nouveaux moyens d'approvisionnement, capables de venir satisfaire l'ensemble de la demande mondiale, et ce de manière réactive. C'est dans ce contexte que certains opérateurs se tournent vers les activités de recyclage de l'or issu de la mine d'or la plus abondante, la mine « hors-sol ».

## 4.2 ...comblé par un marché de l'or recyclé réactif et reposant sur un stock d'or hors sol important

Face au manque d'élasticité de la production d'or traditionnelle, les acteurs de la filière aurifère se sont rapidement tournés vers une ressource soutenable et désormais incontournable, l'or recyclé. Seconde source d'approvisionnement en or après l'or minier, l'or recyclé tend progressivement à occuper une place de premier rang dans l'offre globale du métal jaune. En effet, en seulement 10 ans, bénéficiant d'une très grande réactivité face à l'évolution des cours, la quantité d'or recyclé proposée à la vente a cru de +115,2 % pour atteindre 1 612 tonnes en 2011 (selon les premières estimations de GFMS) alors que, sur la même période, les quantités d'or offertes provenant des mines industrielles n'ont quant à elles progressé que de seulement +6,3 %.

**Production minière d'or et volume d'or recyclé depuis 2001, en tonnes**


Source : GFMS, Gold Survey 2011

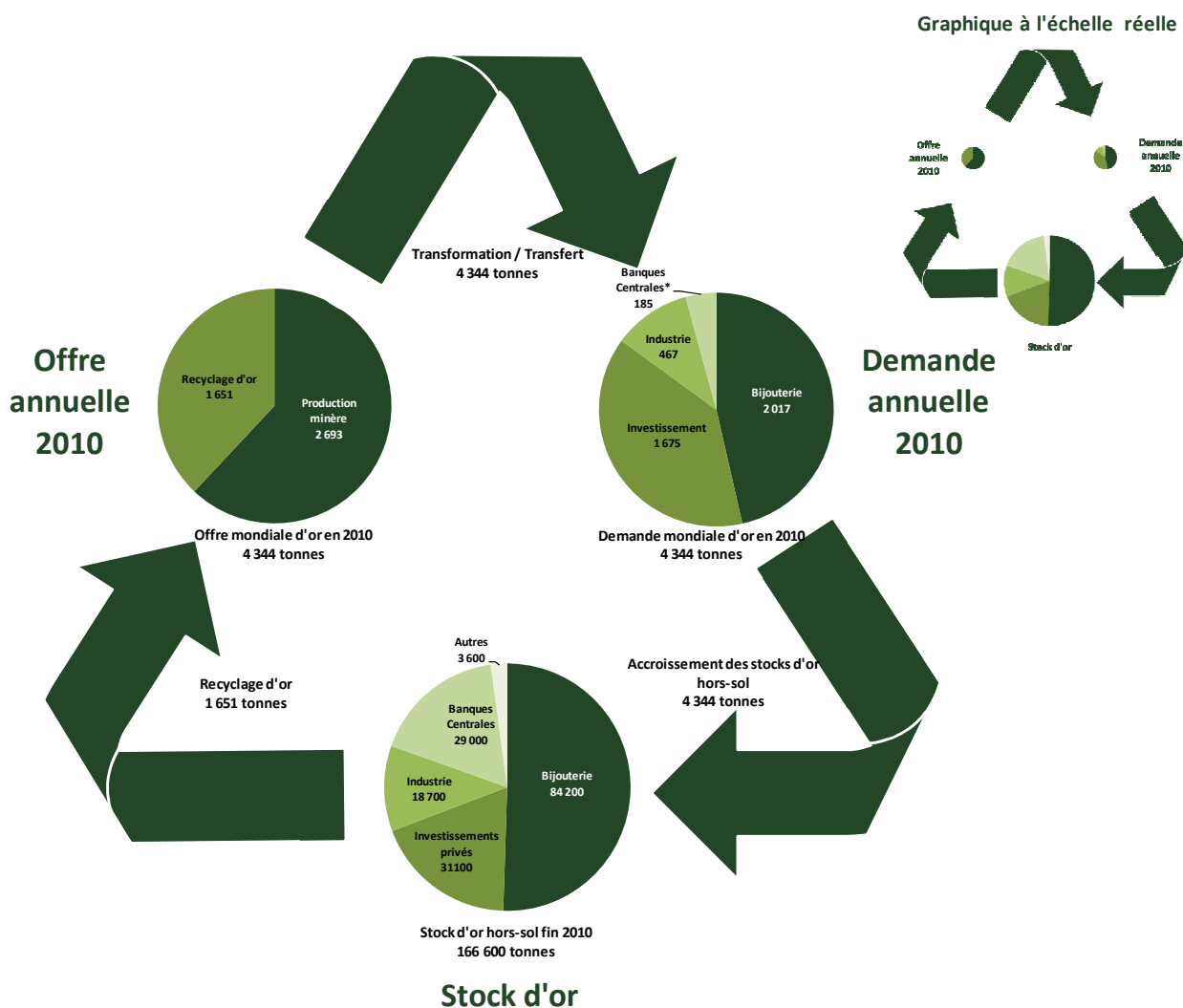
**LA MINE HORS-SOL, UN GISEMENT D'OR INCONTOURNABLE...**

Les plus grands stocks d'or ne se trouvent désormais plus dans les sous-sols, mais bien sous forme de bijoux, de lingots, de pièces ou dans les appareils électroniques. En effet, depuis les premières exploitations minières, il y a plus de 5 000 ans, 166 600 tonnes d'or ont été extraites du sol, pour un stock connu encore enfoui de 51 000 tonnes (US Geological Survey 2011), ne représentant quant à lui que 20 années de production.

Le stock d'or extrait des mines, soit 166 600 tonnes, appelé stock « hors-sol », est ainsi composé de près de 84 200 tonnes d'or sous forme de bijoux, 31 100 tonnes en investissements privés (lingots, pièces), 18 700 tonnes utilisées par l'industrie, et est détenu à hauteur de 29 000 tonnes par les banques centrales et institutions (GFMS, Gold Survey 2011). Ainsi, le stock d'or directement accessible pour le recyclage est celui entre les mains des particuliers. Il représente aujourd'hui près de 70,0 % du stock d'or hors-sol, soit 115 300 tonnes.

Aux vues de l'importance de ce stock d'or « hors-sol », le recyclage de l'or est aujourd'hui une solution incontournable afin de répondre à la forte demande d'or qui se révèle dorénavant structurellement supérieure à l'offre, et à laquelle la production minière traditionnelle n'est plus en mesure de répondre.

**Contribution du recyclage d'or dans la demande mondiale, en tonnes**



Source : GFMS, Gold Survey 2011

**...DONT L'EXPLOITATION SE REVELE ELASTIQUE ET PEU CAPITALISTIQUE...**

Outre son aspect incontournable, l'exploitation de la mine « hors-sol » présente de nombreux avantages, tant sur le plan économique qu'écologique (point développé dans la partie 4.3) face aux exploitations minières traditionnelles. Du point de vue économique, le recyclage de l'or ne demande que peu d'investissements face aux mines classiques. En effet, l'or ayant déjà été extrait et traité, les acteurs du recyclage de l'or n'ont plus à supporter les investissements liés à la prospection, l'exploration et la production. La matière première étant ainsi directement de l'or, les seules charges afférant au recyclage sont celles liées à la collecte, la qualification et l'affinage de l'or. Ces avantages confèrent aux acteurs exploitant la mine « hors-sol » une forte réactivité face à la demande croissante d'or.

La finalité des acteurs de la production aurifères étant la même, à savoir injecter sur le marché de l'or sous différentes formes (lingots, pièces, or de bijouterie,...), il est intéressant de comparer les business model des acteurs des sociétés minières et des sociétés spécialisées dans le recyclage de l'or.

	Mines traditionnelles	Mines "hors-sol"
Coûts initiaux	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Frais de prospection</li> <li>- Coûts d'exploration</li> <li>- Frais liés à l'obtention des concessions</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Coûts de mise en place de la structure de collecte (physique ou Internet)</li> <li>- Frais marketing</li> </ul>
Coûts récurrents	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Frais de personnel</li> <li>- Frais d'entretien du matériel</li> <li>- Frais de structure</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Peu de frais autres que les coûts marketing</li> </ul>
Réactivité face à la demande	- Faible réactivité liée aux délais importants d'accroissement des capacités de production	- Forte réactivité à la demande grâce à une ressource facilement exploitable
Remarques	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Les investissements initiaux et les délais de prospection et d'exploration sont particulièrement importants, ce qui amène les mines traditionnelles à être peu réactives face à un accroissement de la demande d'or</li> <li>- Les frais engagés dans la prospection et l'exploration ne garantissent aucun succès de production future</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- La collecte d'or ne demande que de faibles investissements initiaux, ces derniers servant principalement à mettre en place une structure de collecte de l'or à recycler</li> <li>- Les frais marketing afférant à ce business model peuvent être importants puisque dans ce cas, la mine "hors-sol" est ouverte à tous, d'où un contexte concurrentiel fort entre les acteurs</li> </ul>
Rentabilité	- La rentabilité dégagée par une exploitation minière n'est pas immédiate et est fortement dépendante au delta existant entre les coûts d'exploitation et les cours de l'or. Avec des cours de l'or élevés, les mines peuvent s'avérer très rentables, et inversement dans le cas où le prix de l'or serait inférieur aux frais d'exploitation courants	- La rentabilité produite par le recyclage de l'or est presque immédiate, car ne nécessitant que peu de frais initiaux. Dans ce business model, les coûts d'exploitation se révèle très faibles et n'influent que très faiblement sur la rentabilité. Bien que les acteurs du recyclage de l'or dégagent une marge brute plus faible que les minières, ces derniers sont à même de maintenir des niveaux de rentabilités stables, et ce, indépendamment du cours de l'or
Courbe de retour sur investissement	<p>Début de la production d'or</p> <p>Point mort</p> <p>Phase de pré-production : - Prospection - Exploration de 7 à 15 ans</p> <p>Phase de production : - Extraction limitée à la capacité de la mine de 5 à 25 ans</p>	<p>Début de la collecte de l'or</p> <p>Point mort</p> <p>Phase de pré-collecte quelques semaines</p> <p>Phase de collecte illimitée dans le temps</p>

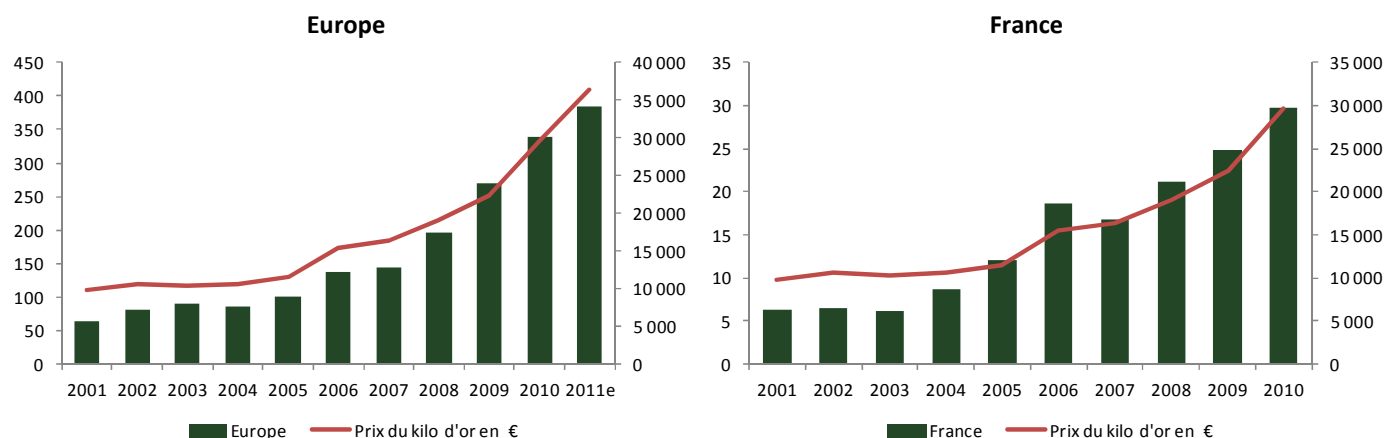
Source : Genesta

Afin de répondre à la demande croissante en métal jaune, l'exploitation de ces deux typologies de mines se révèle indispensables et complémentaires. Les capacités de production offertes par les mines traditionnelles étant dans l'incapacité de fournir les quantités d'or suffisantes, l'exploitation de la mine « hors-sol » est amenée à occuper une part de plus en plus grande au sein de l'offre d'or mondiale.

### ...QUI SEDUIT DE PLUS EN PLUS LES EUROPEENS

Le recyclage de l'or connaît, depuis 2001, un fort engouement de la part des européens. En effet, les particuliers et les spécialistes du recyclage sont de plus en plus enclins à valoriser les stocks d'or dormant, en raison notamment de la forte appréciation que connaît l'or ces dernières années. Comme nous le présentent les graphiques ci-dessous, la propension des européens et des français à recycler leur or ne faiblit pas depuis 2001.

#### Recyclage de l'or en Europe et en France depuis 2001, en tonnes



Source : GFMS, Gold Survey 2011

Selon les premières estimations 2011 de GFMS, en Europe, les volumes d'or recyclé ont continué à progresser de l'ordre de +12 % par rapport à 2010. Toutefois, cette progression mesurée cache des évolutions très disparates, les pays d'Europe du Nord étant, toujours selon cette étude, en recul sur la période alors que les pays d'Europe du Sud connaissent eux des croissances à deux chiffres. Nous considérons de notre côté que la croissance du marché français, supérieure à 20 % en moyenne annuelle au titre des trois dernières années, devrait se poursuivre à un rythme équivalent. Le pays est effectivement selon nous actuellement en phase de rattrapage par rapport à d'autres pays tels que l'Italie, pays ayant recyclé en 2010 près de 100 tonnes d'or, contre seulement une trentaine de tonnes en France.

### 4.3 Le recyclage de l'or : une démarche éco-responsable et ludique appréciée des consommateurs

Outre sa dimension économique, le recyclage de l'or recèle une forte composante écologique. Dans un contexte où l'écologie et le développement durable représentent, aux yeux des consommateurs, de plus en plus d'importance, le recyclage de l'or s'inscrit dans une logique éco-responsable, gage de traçabilité et de transparence, fortement appréciée des acteurs de la filière aurifère. De plus, dans un contexte économique particulièrement dégradé, le recyclage de l'or permet aux consommateurs de dégager un surcroît de pouvoir d'achat non négligeable.

L'exploitation de la mine « hors-sol », si elle est bien réalisée, peut s'avérer vertueuse. En effet, la valorisation de ce stock dormant peut profiter :

- aux consommateurs, qui peuvent récupérer environ les trois quarts de la valeur de l'or contenue dans leurs bijoux. Les consommateurs peuvent ainsi valoriser l'or (bijoux dégradés ou cassés) dont ils n'ont plus l'utilité et consacrer la somme récoltée à des dépenses qui participeront directement à l'économie ;
- aux Etats, ces derniers taxant la vente de l'or (8,0 % en France). La manne d'argent ainsi récoltée sur les transactions d'or servira directement aux intérêts publiques, et de ce fait, à la population ;
- à l'économie de manière générale, l'argent récolté par les particuliers et les états étant réinjecté dans l'économie, permettant ainsi la création de valeur et d'emplois mais également l'amélioration du pouvoir d'achat ;
- à la filière aurifère, en créant dans le domaine emplois et entreprises ;
- à l'environnement, le recyclage de l'or générant bien moins d'impacts écologiques que la production minière industrielle (90 % de la production mondiale d'or).

Ce dernier point relève une importance toute particulière. En effet, le recyclage de l'or présente une empreinte écologique plus faible que celle engendrée par l'industrie minière traditionnelle. En effet, l'extraction de l'or demande une grande quantité de produits chimiques, d'eau et d'énergie afin d'extraire et de purifier les minerais dans lesquels est emprisonné l'or. Dans ce contexte, l'or recyclé attire désormais de plus en plus de professionnels, bijoutiers notamment, soucieux d'utiliser de l'or ayant un faible impact écologique. Au-delà de l'aspect purement environnemental, l'or recyclé présente également un intérêt marketing fort pour les professionnels.



## 5 Un business model aux activités aurifères intégrées et fortement complémentaires

Avec plus de vingt années d'historique sur les métaux précieux, Gold by Gold a su développer un business model aux activités aurifères complémentaires, d'une part en maîtrisant l'intégralité de la chaîne de valeur relative au marché de l'or et d'autre part en diversifiant ses sources d'approvisionnement en or. Le groupe est ainsi composé aujourd'hui de 3 divisions totalement intégrées et complémentaires, à savoir 1/ la **Division Négoce**, en charge des activités de négociations entre les producteurs andins (mines primaires) et les acheteurs internationaux, 2/ la **Division Collecte et Recyclage**, gérant les activités de collecte d'or auprès des particuliers (mines hors-sol) (Internet et boutiques), et 3/ la **Division Affinage**, offrant des prestations d'affinage pour le compte de fabricants de bijoux, de fabricants d'alliages dentaires et d'industriels spécialisés dans l'électronique.

### 5.1 Division Négoce : Une approche responsable de l'exploitation d'or primaire

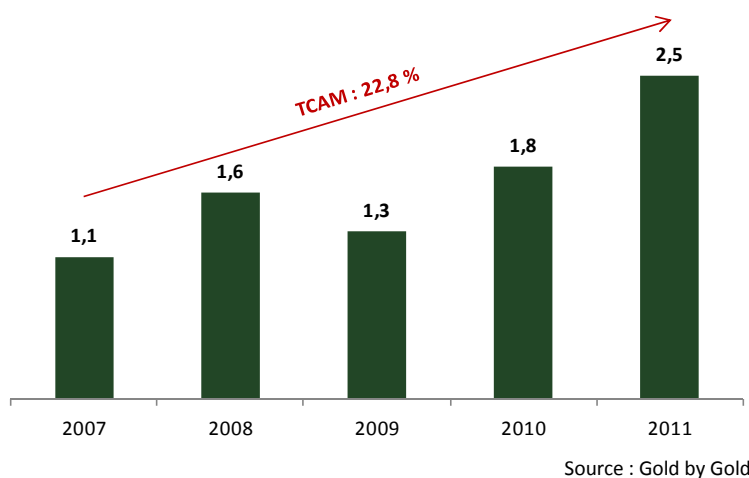
Métier historique de Gold by Gold, les activités de négoce international d'or ont connu, dès leur création en 1992, un fort succès auprès des acteurs de la filière en Amérique Latine. Au fil des années, la société a pu tisser un vaste réseau de partenaires, aussi bien auprès des communautés minières que des acheteurs internationaux, et acquérir une forte expérience des marchés aurifères.

#### 5.1.1 Un acteur historique du négoce international de l'or dans les pays andins...

Depuis près de 20 ans, Gold by Gold est un intermédiaire privilégié dans la négociation d'or entre les producteurs des pays andins et les acheteurs internationaux. Après avoir exercé ses activités en Colombie de 1992 à 2003, la société a décidé, dès 2004, d'orienter ses activités à destination du Pérou, pays en recherche à cette époque d'intermédiaires capables d'assurer les négociations entre les producteurs locaux et les acheteurs d'or internationaux. Dans le cadre de ses activités de négociations, Gold by Gold a pu tisser de solides liens avec la filière aurifère péruvienne, permettant à la société de s'inscrire comme un partenaire compétent et compétitif.

Dans cette activité de négoce, Gold by Gold fournit une assistance technique, logistique et financière, permettant aux petits et moyens producteurs et collecteurs locaux d'être sereins quant aux débouchés de l'or extrait/traité. En contrepartie de ces services, et grâce à un représentant local, la société achète l'or extrait à ces producteurs (une douzaine au Pérou), puis le commercialise auprès notamment d'un grand affineur européen.

Evolution de l'activité de la Division Négoce, en tonnes d'or traitées



Grâce à ses solides relations avec la filière aurifère péruvienne, Gold by Gold a pu fortement développer ses activités de négociations d'or. Comme nous le présente le graphique ci-dessus, les volumes d'or négociés par la Division Négoce ont connu une forte progression entre 2007 et 2010. Les quantités d'or négociées ont de nouveau progressé sur l'exercice 2011, à 2,5 tonnes, la forte demande mondiale et les cours élevés de l'or incitant fortement les mines andines à extraire davantage de quantités.

**LE PEROU : LE PREMIER PAYS PRODUCTEUR D'OR D'AMERIQUE LATINE**

L'Amérique Latine se classait, en 2010, comme le second plus important continent producteur d'or avec 539,5 tonnes extraites, derrière l'Asie dont la production s'est élevée à la même période à 675,3 tonnes. Au sein du continent sud américain, le Pérou occupait en 2010 la première place des pays producteurs d'or (6<sup>ème</sup> place au niveau mondial), en produisant plus de 30 % de l'or d'Amérique du Sud.

**Classement 2010 des 10 premiers producteurs d'or au monde**

	Production d'or en tonnes	en % de la production mondiale
Chine	350,9	13,0%
Australie	260,9	9,7%
Etats-Unis	233,9	8,7%
Russie	203,4	7,6%
Afrique du Sud	203,3	7,6%
Pérou	162,0	6,0%
Indonésie	136,6	5,1%
Ghana	92,4	3,4%
Canada	92,2	3,4%
Ouzbékistan	71,0	2,6%
Reste du monde	882,2	32,8%
<b>Total</b>	<b>2 688,9</b>	-

Source : GFMS, « Gold Survey 2011 »

Le Pérou est à l'heure actuelle considéré comme l'un des pays les plus attractifs au monde en matière de production minière, et plus particulièrement de production d'or. En effet, le sous-sol péruvien se révèle extrêmement riche en métaux et en énergie fossile, et ce quand bien même seulement 10 % du sous-sol péruvien aurait été exploré jusqu'à présent. Grâce à cette formidable ressource minière et à une véritable culture de la mine des péruviens, le Pérou attire de plus en plus d'investissements étrangers. L'arrivée de nouveaux acteurs sur le marché aurifère péruvien ne représente pas une menace pour les activités de Gold by Gold, mais plutôt une opportunité. En effet, fort de solides relations commerciales nouées avec la filière aurifère péruvienne depuis de nombreuses années, la société pourrait profiter de l'arrivée de nouvelles exploitations pour étendre son réseau de producteurs, et ainsi encore développer son activité de négoce.

**5.1.2 ...soucieux de développer un commerce équitable de l'or**

Sensibilisé aux différents impacts sociaux et environnementaux que peuvent avoir les productions d'or, en ayant personnellement pris divers engagements auprès d'institution internationales renommées, Patrick Schein s'est attaché à faire de Gold by Gold l'un des premiers acteurs de la filière aurifère à développer un commerce équitable de l'or. Fort de ses contacts privilégiés avec la communauté aurifère artisanale péruvienne, et dans un objectif de proposer à ses clients un or 100 % traçable et 100 % équitable, en plus de sa filière d'approvisionnement auprès de l'arc andin, Gold by Gold a développé des liens commerciaux privilégiés avec la plupart des neuf communautés minières ayant piloté l'« Or Equitable ».

**Mines artisanales pour « un commerce équitable »**

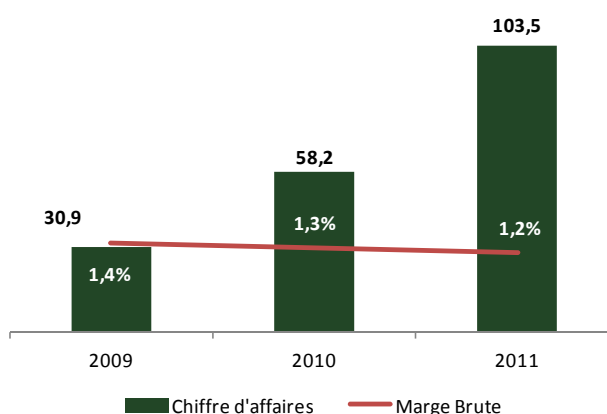
Source : Gold by Gold

Grâce aux accords passés avec des mines artisanales équitables, Gold by Gold est en mesure de proposer à ses clients un or éthique et équitable, source de progrès économique et social à l'échelle locale. Plus qu'un positionnement marketing, l'or équitable est un véritable enjeu pour la société. En effet, Gold by Gold, à travers l'implication de Patrick Schein dans de nombreux organismes (ARM, ONUDI, PNUE), cherche à promouvoir une profession responsable et transparente, dans le respect de l'environnement.

### 5.1.3 Une activité de négoce en croissance, conférant légitimité et stabilité à l'ensemble du groupe

L'activité de la Division Négoce connaît, depuis 2007, une forte croissance de son activité. La division est ainsi passée de 17,4 M€ de chiffre d'affaires en 2007 à 103,5 M€ en 2011, soit une progression de près de +500 %. Cette forte accélération de l'activité provient d'une part de l'augmentation du cours de l'or, impactant favorablement le chiffre d'affaires, et d'autre part du renforcement des liens entre Gold by Gold et ses partenaires andins, ces derniers proposant à la société davantage d'or à commercialiser.

**Evolution du chiffre d'affaires et de la marge brute de la Division Négoce depuis 2009, en M€**



Sources : Gold by Gold, estimations Genesta

Bien que la marge brute de la division puisse s'avérer relativement faible, marge brute caractérisant les activités de négoce, elle se révèle à un niveau tout à fait satisfaisant, supérieur à 1,0 % depuis plusieurs années. Il convient de noter sur la durée une légère érosion de la marge brute affichée par la société, et ce en raison de la prise en compte dans la division d'un chiffre d'affaires marginal de négoce réalisé historiquement en France auprès de fabricants de bijoux ou d'alliages dentaires, chiffre d'affaires réalisé avec une marge brute supérieure aux activités de négoce international. Retraité de ce point, la marge de l'activité de négoce international est elle stable dans le temps.

Bien que ces niveaux de marge brute puissent apparaître comme relativement faibles, ils sont toutefois à apprécier aux regards des volumes négociés, la marge brute en valeur absolue pouvant être conséquente et ce au regard de l'évolution des volumes d'affaires traités. En effet, fort d'excellentes relations avec les affineurs et les petits producteurs andins, la Division Négoce est en mesure de pérenniser une marge brute satisfaisante sur cette activité. La société reste en effet libre d'accepter ou de refuser les propositions d'or qui lui sont faites par ses intermédiaires, permettant ainsi au groupe de gérer au plus près la marge brute dégagée par l'activité et conférant, de ce fait, une stabilité à l'ensemble du groupe.

Il est par ailleurs intéressant de remarquer que cette activité de négoce international de l'or se révèle très faiblement capitalistique. En effet, les cycles d'exploitation sont particulièrement courts, aux alentours d'une semaine à dix jours, permettant ainsi à la société de très rapidement faire tourner ses capitaux engagés. La société est ainsi en mesure de traiter une grande quantité d'or, et ce, avec un BFR relativement faible, de 1,5 M€ en 2011. La rentabilité des capitaux employés de la société ressort ainsi en 2011 à près de 50 %, attestant de la belle rentabilité économique de la division.

## 5.2 Division Collecte et Recyclage : Exploitation d'une réserve d'or incontournable

Seconde division du groupe, créée fin 2009/début 2010 à la suite de l'adaptation du code monétaire et financier, la Division Collecte et Recyclage est spécialisée dans le rachat d'or auprès des particuliers et de certains professionnels français. A la différence de la Division Négoce, qui exploite des ressources d'or primaire, la Division Collecte et Recyclage s'approvisionne en métal jaune grâce à une source désormais incontournable dans un contexte de forte demande mondiale, la mine « hors-sol », à savoir la boîte à bijoux des françaises.

Afin d'exploiter cette ressource, la société a mis en place trois canaux de collecte complémentaires, adaptés aux attentes des particuliers et de certains professionnels :

- un site Internet, [www.GoldbyGold.com](http://www.GoldbyGold.com), à destination des particuliers et des professionnels désirant vendre leur or ;
- des points de collecte, sous la marque Gold&Go, offrant la possibilité aux particuliers de céder leur or dans un réseau physique ;
- les Gold by Gold Party, concept inspiré des démonstrations-ventes à domicile « Tupperware ». Ce sont des réunions organisées directement chez les particuliers, au cours desquelles un expert-évaluateur Gold by Gold est chargé d'estimer et de racheter l'or que les invités souhaitent vendre.

Les activités de la Division Collecte et Recyclage répondent ainsi à la forte demande de recyclage de l'or provenant des français. En effet, la forte appréciation des cours de l'or ces dernières années incite de plus en plus de personnes à se séparer de leurs bijoux dégradés, cassés ou ceux dont ils n'ont plus l'utilité.

Dans le prolongement de cette offre de rachat d'or auprès des particuliers et des professionnels, via l'utilisation de l'or collecté par ces 3 canaux et de son outil d'affinage, Gold by Gold commercialise, à travers une plateforme de vente sur Internet, des mini-lingots d'or (d'une once, de 50 grammes et 100 grammes) reconnus sur les marchés mondiaux de l'or, poinçonnés Gold by Gold. Ces ventes permettent à la société de répondre aux attentes des particuliers en matière d'« or investissement » tout en upgradant un peu plus la marge brute de Gold By Gold sur cette activité (aucune commission sur le prix de vente puisque la société vend sa propre production, sans intermédiaire).

**Plus qu'un phénomène conjoncturel lié à l'envolée des cours de l'or, la vente d'or s'inscrit de plus en plus dans les pratiques et les usages des français. Le développement des sites Internet et des boutiques de rachat d'or incite désormais de nombreux français à rechercher chez eux les bijoux ou objets en or dont ils n'ont plus l'utilité.**

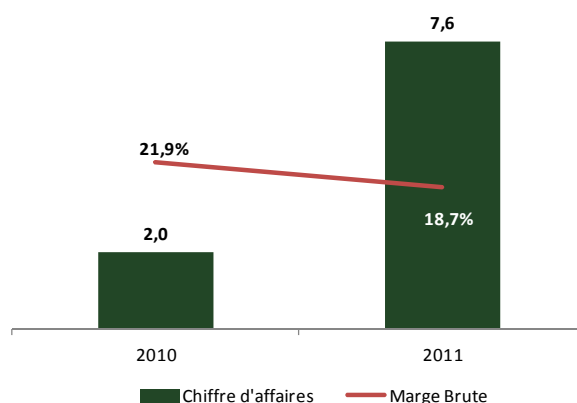
#### **DIVISION COLLECTE ET RECYCLAGE, MOTEUR DE LA CROISSANCE ET DE L'AUGMENTATION DE LA RENTABILITE DU GROUPE**

La Division Collecte et Recyclage se révèle être le moteur de la croissance et de l'amélioration de la rentabilité globale du groupe. En effet, la croissance de ce segment au cours de prochaines années devrait s'avérer très soutenue grâce à la conjonction de deux facteurs, à savoir des cours de l'or élevé et, comme cité précédemment, un réel engouement des français pour le recyclage de leur or. Plus qu'un vecteur de croissance du chiffre d'affaires, la Division Collecte et Recyclage est également très profitable à la rentabilité globale du groupe. A la différence de la Division Négoce qui affiche un faible taux de marge brute pour des volumes élevés, l'activité de recyclage d'or dégage, pour des volumes plus faibles, une marge brute sensiblement plus élevée.

Comme nous le présente le graphique situé en bas de page, la marge brute affichée par la Division Collecte et Recyclage se situe au dessus des 18,0 % (marge brute / chiffre d'affaires). Après avoir réalisé, l'année du lancement de l'activité de recyclage, une marge brute de 21,9 %, la société a affiché une marge brute plus faible en 2011, à 18,7 %, en raison notamment de la stabilisation de l'environnement concurrentiel en particulier sur l'offre par Internet.

Toutefois, malgré cette légère baisse de la rentabilité en 2011, nous sommes confiants dans les capacités de Gold by Gold de maintenir un niveau de marge brute similaire au cours des prochains exercices, et ce, pour deux raisons. La première est liée à la qualité du positionnement de la société et la seconde provient de la nouvelle activité de la société lancée en octobre 2011, à savoir la vente de mini-lingots d'or sur Internet auprès des particuliers. En effet, la vente de mini-lingots devrait apporter un surcroît de marge brute à la division. En effet, au lieu de vendre l'or au prix du marché, Gold by Gold transforme l'or collecté en mini-lingots et génère un surplus de marge brute via leurs ventes sur Internet directement aux particuliers. Globalement, la progression notable du chiffre d'affaires sur l'activité de Collecte et de Recyclage, tout en maintenant la marge brute à un niveau élevé, a permis à la société d'enregistrer une marge en valeur absolue largement en hausse (+ 230 %).

#### **Evolution du chiffre d'affaires et de la marge brute de la Division Collecte et Recyclage depuis 2010, en M€**



## 5.2.1 Gold by Gold, le numéro un français du recyclage d'or par Internet

Gold by Gold propose aux particuliers et à certains professionnels (fabricants de bijoux et d'alliages dentaires) d'acheter et de recycler leur or, que cela soit des bijoux, des implants dentaires ou tous autres objets en or, à partir de son site Internet [www.GoldbyGold.com](http://www.GoldbyGold.com).

Le fonctionnement des activités de Gold by Gold sur Internet se révèle particulièrement simple, rapide et transparent. En effet, après avoir évalué la valeur de leurs objets directement sur Internet, via un simulateur de prix, les clients intéressés à vendre leur or reçoivent gratuitement chez eux un kit d'envoi sécurisé destiné à être retourné à la société, kit appelé Goldissimo, composé d'une enveloppe sécurisée, un contrat d'évaluation et un bordereau Valeur Déclarée La Poste.

Dès réception du kit Goldissimo, Gold by Gold procède à la qualification et à la valorisation des objets envoyés (colliers cassés, boucles d'oreilles dépareillées, implants dentaires,...) grâce à ses experts-évaluateurs. Après évaluation, Gold by Gold fait parvenir au client une offre de rachat par courrier, offre valable 10 jours que le client est totalement libre d'accepter ou de refuser. En cas d'acceptation, le client reçoit (virement ou chèque bancaire) la somme convenue par le contrat, et dans le cas contraire, le client récupère directement à son domicile les objets envoyés, et ce, gratuitement.

### Processus de vente d'or sur Internet pour un particulier sur le site [www.GoldbyGold.com](http://www.GoldbyGold.com)



Source : Gold by Gold

### 5.2.1.1 Un acteur se démarquant de la concurrence par le sérieux et la transparence de ses activités...

Au sein d'un univers concurrentiel dense (comptant notamment 8 concurrents majeurs en France), le nombre d'acteurs s'étant fortement accru récemment en raison de la hausse des cours de l'or, Gold by Gold apparaît comme l'opérateur offrant le plus de sérieux et de transparence. En effet, Gold by Gold cherche à promouvoir une image qualitative de la profession, dans un univers concurrentiel où certains acteurs n'hésitent pas à mener des politiques marketing agressives et à avoir des pratiques commerciales contestées. Patrick Schein, dirigeant de Gold by Gold, est notamment à l'origine de la CADIM (charte déontologique des achats à distance de métaux précieux) et est actuellement président de la SYADIM (Syndicat des Acheteurs à Distance des Métaux précieux).

Gold by Gold se différencie de la concurrence par :

- une valorisation juste et transparente de l'or grâce à 1/ un prix d'achat offert par Gold by Gold indexé sur le cours officiel de l'or du Marché International de Londres, première place mondiale de transaction sur l'or, 2/ des experts-évaluateurs valorisant les objets en métaux précieux en fonction de leur poids et de leur caratage ou pureté, et 3/ la maîtrise de la chaîne de valeur et l'absence d'intermédiaire permettant à ses clients de bénéficier de tarifs intéressants ;

- la création, à travers l'initiative de son dirigeant, de la première charte déontologique de la profession, la CADIM (Charte Déontologique des Achats à Distance de Métaux précieux). Cette charte, signée par Gold by Gold, mais également par exemple par CashContreOr et Or A Vendre, présente les usages et les règles de « bonne conduite » et rappellent aux acteurs de la profession leur attachement à certains principes fondateurs, à savoir le strict respect de la législation en vigueur ainsi que la transparence et la loyauté envers les consommateurs.
- le recours à un service d'avis clients indépendant, tiers certificateur d'avis, dont les commentaires sont disponibles sur le site [www.GoldbyGold.com](http://www.GoldbyGold.com). A la différence de nombreux autres sites de rachat d'or sur Internet, le rating consommateurs de la société provient d'un service indépendant, eKomi. Sur ce site, Gold by Gold affiche une note de satisfaction globale de 4,8 sur 5, portant sur 2 276 avis (au 1<sup>er</sup> février 2012) et peut ainsi s'enorgueillir du fait que « les témoignages de ses clients soient ses meilleurs arguments » auprès des particuliers souhaitant recourir à ses services.

**Ainsi, grâce à ces différentes procédures et démarches visant à apporter un maximum de qualité et de transparence, Gold by Gold est parvenu rapidement à occuper la première place des sociétés de recyclage d'or sur Internet et à marquer sa différence vis-à-vis de ses concurrents. En effet, la société a su se faire une place à part entière dans l'univers des sites de recyclage d'or sur Internet conférant au groupe une forte visibilité, à la fois sur Internet, mais également sur de nombreux autres médias tels que la télévision, la presse écrite et la radio.**

### Le site Internet de Gold by Gold - [www.GoldbyGold.com](http://www.GoldbyGold.com)

Source : Gold by Gold

#### 5.2.1.2 ...bénéficiaire d'une forte couverture médiatique et d'un référencement de premier ordre sur Internet

La bonne réputation des activités de Gold by Gold et le caractère intégré de ses activités permettent à la société de bénéficier d'une importante couverture médiatique, aussi bien à la télévision que dans la presse écrite. Gold by Gold est, en effet, l'un des rares acteurs de la profession à ouvrir ses portes aux médias, dans un contexte où l'activité d'achat d'or sur Internet connaît une forte croissance. Cette volonté d'ouverture a ainsi permis à la société de se faire connaître du public lors de différents reportages et interviews diffusés à la télévision, sur TF1 (Sept à Huit du 18 septembre 2011, journaux télévisés de 13h et de 20h), France 2 (Complément d'enquête du 8 septembre 2011, Télématin et C'est au programme), France 5 (C'est notre affaire), ainsi que dans plusieurs sujets dans les journaux télévisés sur les grandes chaînes nationales. La société a également fait l'objet de nombreuses chroniques à la radio (Europe1, BFM, RTL,...) et d'articles de presse, parus dans l'Express, le Figaro, France Soir. Ces différents reportages et interviews sont notamment disponibles sur le site [www.GoldbyGold.com](http://www.GoldbyGold.com).

**Ces différents reportages et articles offrent une forte légitimité aux activités de Gold by Gold et permettent notamment de véhiculer une image positive et professionnelle du secteur.**



Outre sa forte présence médiatique, Gold by Gold bénéficie bien évidemment également d'un excellent référencement sur Google, classant la société dans les tous premiers résultats des requêtes effectuées sur le mot clé le plus couramment frappé, à savoir « rachat d'or ». La société attache, en effet, une importance particulière à son référencement aussi bien SEO<sup>1</sup>, en enrichissant constamment l'architecture de son site, qu'en SEM<sup>2</sup>, en consacrant une partie de son budget marketing à l'achat de mots clés sur Internet.

### Positionnement de Gold by Gold sur le moteur de recherche Google pour la requête « rachat d'or »

Source : Google

**Gold by Gold est ainsi devenu, en moins de deux années, le leader français du recyclage de l'or sur Internet. En capitalisant sur un business model compréhensible par les particuliers, la société a réussi à créer un nom connu et reconnu au sein des acteurs du rachat d'or par Internet. De plus, la couverture médiatique positive de la société permet d'asseoir la légitimité et l'intégrité de Gold by Gold, dans un milieu parfois décrié par des pratiques contestées d'acteurs opportunistes.**

### 5.2.2 Gold&Go : un réseau de points de collecte au service des particuliers

Certains particuliers préférant vendre leur or directement à une « structure physique », Gold by Gold a entrepris, en 2011, de créer un réseau de points de collecte « en dur » sous la marque Gold&Go, réseau que la société détient à 51,0 %. La société a en effet choisi de ne pas reprendre la marque Gold by Gold, et ce, afin de créer deux marques distinctes, chacune disposant de sa propre structure et à même de gérer sa clientèle.

Le groupe a opté pour le développement de ce réseau de points de collecte uniquement via des surfaces commerciales détenues en propres et n'entend pas, pour le moment, créer un réseau de franchisés. Cette forme de développement permet à la société de maîtriser pleinement son réseau de boutiques et de maximiser la valeur ajoutée apportée aux clients, et donc sa marge. A l'heure actuelle, la société dispose de 7 points de collecte, principalement dans la région parisienne (Gare du Nord, Asnières, Sarcelles, Argenteuil, Champigny sur Marne, Colombes) et a entamé son déploiement dans le reste de la France en ouvrant un point de collecte à Roubaix.

#### Point de collecte Gold&Go situé à Gare du Nord



Source : Gold by Gold

<sup>1</sup> SEO : Search Engine Optimization, référencement naturel

<sup>2</sup> SEM : Search Engine Marketing, référencement payant



A la différence des boutiques de rachat d'or concurrentes, Gold by Gold a décidé de créer des points de collecte d'or ouvert et transparent (affichage des prix), bénéficiant d'un design épuré. Ce concept de points de collecte, en rupture radicale avec les boutiques de rachat d'or traditionnelles, apporte aux clients de la société une forte lisibilité quant aux conditions et aux tarifs de rachat de l'or pratiqués par Gold by Gold.

Au cours des prochains trimestres, Gold by Gold compte ouvrir, de manière progressive, de nouveaux points de collecte en France, en visant principalement les grandes métropoles, à l'image de l'ouverture de la boutique dans la métropole lilloise.

### 5.2.3 Gold by Gold Party : un concept original de réunions « Tupperware » version or

S'inspirant des démonstrations-ventes à domicile (démocratisées en France par la marque Tupperware), Gold by Gold a créé un concept de rachat d'or original, en organisant des Gold by Gold Party chez les particuliers. A l'image des réunions Tupperware, un particulier organise chez lui une réunion en y conviant des amis, réunions au cours de laquelle un expert-évaluateur Gold by Gold est chargé d'estimer les objets et bijoux en or que les invités souhaitent vendre.

Après une évaluation de leurs bijoux, les invités se voient remettre une proposition de rachat qu'ils sont libres d'accepter ou de refuser. En cas d'acceptation, le règlement est effectué immédiatement par chèque bancaire. Au terme de la réunion, l'expert-évaluateur fait un récapitulatif des rachats d'or et reverse à l'organisateur une commission sur la somme totale des rachats effectués, nette des taxes forfaitaires.

Ce concept permet d'offrir un réel service personnalisé, en créant une atmosphère de confiance entre les participants et l'expert-évaluateur Gold by Gold et répondant aux attentes des particuliers méfiant des dispositifs de transactions à distance.

### 5.2.4 Un or collecté, recyclé, puis commercialisé sur Internet sous forme de mini-lingots

Grâce à ses différents procédés de Collecte et de Recyclage de la mine « hors-sol » et à son outil d'affinage, Gold by Gold est en mesure de proposer à ses clients, particuliers ou professionnels, de l'or recyclé, 100 % traçable. Au-delà de l'offre de la société à destination des fabricants de bijoux ou d'alliages dentaires, l'or collecté par Internet, par les points de collecte et par les Gold by Gold Party est aujourd'hui directement remis sur le marché de l'or, à destination des particuliers, sous la forme de mini-lingots (« or investissement »). En effet, face à l'intérêt croissant que suscite l'or dans un contexte économique incertain (cf partie 3.1.2), Gold by Gold a débuté la commercialisation, en octobre 2011, de mini-lingots d'or siglés Gold by Gold.

Ces mini-lingots d'or (d'une once, de 50 g et de 100 g) sont fabriqués avec de l'or provenant de bijoux en fin de vie rachetés directement aux consommateurs. Après affinage, l'or utilisé dans la fabrication de ces mini-lingots est confié à l'un des plus grands acteurs mondiaux du marché aurifère, Metalor, qui en certifie la pureté et y appose son poinçon, gage de reconnaissance sur le marché international de l'or.

#### Mini-lingots de 1 once, de 50 g et 100 g vendus par Gold by Gold sur Internet auprès des particuliers



Source : Gold by Gold

En commercialisant des mini-lingots de 1 once, de 50 grammes et de 100 grammes, Gold by Gold facilite l'accès des particuliers à l'investissement en métal jaune. En effet, face à un or investissement principalement commercialisé en lingot d'un kilo, les mini-lingots permettent de toucher un potentiel d'investisseurs beaucoup plus vaste.

Le positionnement de la société sur la vente de mini-lingots se révèle en totale adéquation avec la demande actuelle. En effet, comme le présente le tableau ci-dessous, après avoir été vendeurs nets d'or, les français ont retrouvé, depuis 2009, une position d'acheteurs nets d'or investissement.

en tonnes	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Investissements nets en or physique, en France	-25	-25	-22	-3	1	1

Source : GFMS, Gold Survey 2011

En recyclant elle-même l'or collecté, la société est capable de certifier que 100 % de l'or commercialisé est de l'or recyclé, conformément au positionnement souhaité par Gold by Gold. De plus, en maîtrisant l'ensemble de la chaîne de valeur du recyclage, de la collecte à la revente, sans avoir recours à des intermédiaires, la société est en mesure d'enregistrer un surcroît de marge brute par rapport à un acteur classique de la collecte d'or vendant son or au prix du marché.

### 5.3 Division Affinage : un outil de traçabilité et de contrôle totalement intégré

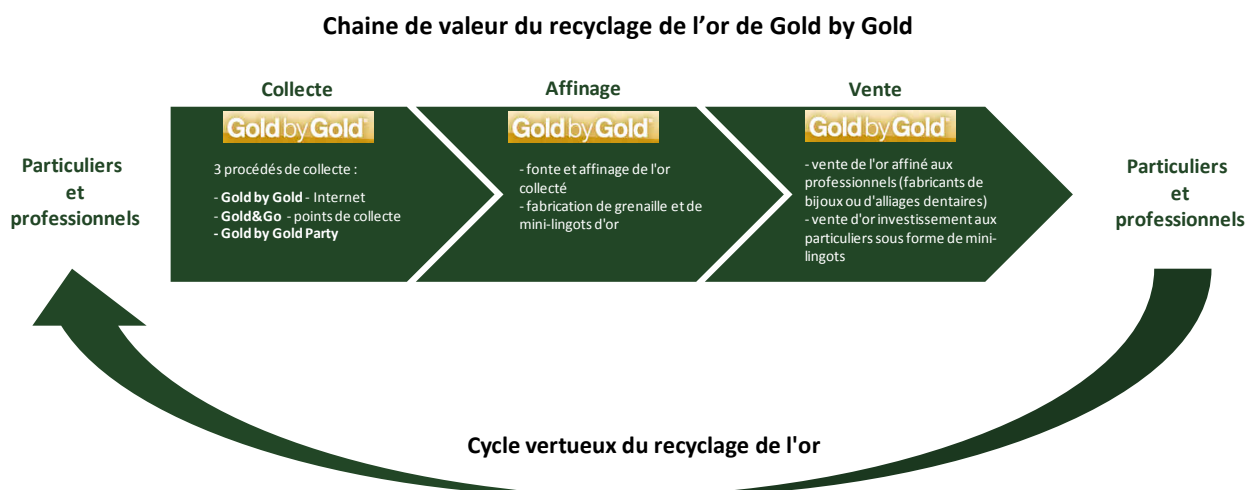
Gold by Gold, souhaitant se doter d'un outil de traçabilité et intégrer un nouveau maillon à sa chaîne de valeur, a acquis, en 2006, un fond de commerce trentenaire spécialisé dans l'affinage de métaux précieux auprès des professionnels français. Ainsi, à l'origine, la Division Affinage opérait principalement pour le compte de l'industrie bijoutière et des collecteurs d'or spécialisés, en leur offrant des prestations de fonte et d'affinage d'or à façon.

Depuis 2010, cette division a pris une tout autre dimension, en devenant un maillon essentiel au sein de la chaîne de valeur de la Division Collecte et Recyclage de Gold by Gold. En effet, l'outil est aujourd'hui principalement utilisé par la société afin d'affiner l'or provenant des activités de collecte d'or, en vue d'alimenter les marchés en or sous forme de mini-lingots ou d'or tracé (activité intra-groupe).

La Division Affinage reste néanmoins fortement impliquée dans ses activités pour le compte de clients tiers. La division jouit en effet d'une forte renommée auprès des fabricants de bijoux et d'alliages dentaires en France, la division ayant prouvé, par son positionnement de niche, sa capacité à répondre très rapidement aux demandes des clients et à offrir un service de proximité de qualité.

La Division Affinage est devenue un élément essentiel des activités et du positionnement de Gold by Gold. En plus d'être un outil technique permettant à la société de traiter en propre l'or collecté, et de ce fait de réintégrer de la marge brute, l'outil d'affinage se révèle être un fort vecteur de transparence et de traçabilité de l'or commercialisé par la société.

En maîtrisant l'ensemble de la chaîne de valeur du recyclage, de la collecte de l'or à la vente de l'or, en passant par l'affinage, Gold by Gold est en mesure de garantir à 100 % l'origine de l'or et de certifier que la totalité de l'or utilisé est de l'or recyclé. Ce positionnement unique au sein des acteurs de la filière aurifère confère à la société un avantage concurrentiel fort, face à des acteurs ne pouvant garantir la provenance de leur or. En effet, les professionnels, aussi bien bijoutiers, joailliers et fabricants d'alliages dentaires sont de plus en plus sensibles à la provenance de l'or, et ce, afin de répondre à une tendance de consommation éco-durable de plus en plus présente. Dans le même temps, la société s'empare ainsi de l'ensemble de la marge liée à l'intégralité du cycle de la filière.



Source : Gold by Gold

## 6 Atouts de la société

Gold by Gold a su développer un business model aux activités aurifères complémentaires, d'une part en maîtrisant l'intégralité de la chaîne de valeur relative au marché de l'or et d'autre part, en diversifiant ses sources d'approvisionnement en or, en exploitant simultanément deux profils de mines, la mine d'or primaire et la mine d'or « hors-sol ». Les principaux atouts de la société que nous avons identifiés sont les suivants :

- **Une expérience historique et unique dans le secteur de l'or** : L'une des principales forces de Gold by Gold réside dans l'expertise pointue dans les métaux précieux développée par son dirigeant, Patrick Schein. En effet, avec plus de 20 années d'expérience dans le secteur de l'or, Patrick Schein a doté Gold by Gold d'un savoir-faire unique en matière de métaux précieux et d'une parfaite maîtrise du marché de l'or. Cette expérience permet à la société de bénéficier d'un profil minier, lui apportant une forte crédibilité auprès des acteurs de son marché et de ses clients. En France, Patrick Schein est devenu un référent des marchés aurifères auprès des médias, en intervenant régulièrement lors de reportages ou de publications ;
- **Une société qui a atteint une taille critique** : l'activité de négoce internationale d'or, sur laquelle le groupe a acquis une expérience de plus de 20 années, confère à Gold by Gold une forte solidité et crédibilité. Grâce aux volumes d'or traités dans le cadre de l'activité de négoce et aux excellentes relations qu'entretient la société avec ses partenaires locaux dans les pays andins et les grands affineurs européens, la société affiche des marges brutes stables et de qualité, offrant ainsi la possibilité à la société de développer de nouvelles activités ;
- **Le leader du recyclage d'or sur Internet en France** : En seulement deux ans, Gold by Gold est parvenu à se positionner comme le leader intégré français du recyclage de l'or par Internet. En effet, sur un marché en plein développement, la société a acquis une place à part entière au sein des acteurs de la profession, grâce à une forte visibilité dans les médias et à une excellente réputation auprès des particuliers. La société s'attache à offrir un maximum de transparence auprès de ses clients, en affichant de façon claire les tarifs d'achat de l'or et en respectant de façon stricte les principes de la charte déontologique CADIM, charte dont Gold by Gold est à l'origine ;
- **Un acteur maîtrisant l'ensemble de la chaîne de valeur du recyclage** : Grâce à l'outil d'affinage de la société, totalement internalisé, Gold by Gold maîtrise l'ensemble de la chaîne de valeur du recyclage de l'or. Le groupe est ainsi présent sur l'ensemble des étapes du recyclage du métal jaune, de la collecte à la vente d'or, en passant par l'affinage. Cette intégration globale offre un avantage comparatif certain face aux acteurs concurrents, ces derniers étant présents uniquement sur la première étape, la collecte de l'or. Cette intégration totale de la chaîne de valeur permet à Gold by Gold d'intégrer plus de valeur ajoutée, dopant notamment sa marge brute au travers de l'activité de vente de mini-lingots sur Internet ;
- **Une démarche éco-responsable et équitable** : Plus qu'un argument marketing, les démarches visant à créer un marché de l'or éco-responsable et équitable sont inscrites profondément dans les valeurs de la société. En effet, Patrick Schein, à travers ses nombreux engagements auprès d'institutions internationales renommées, a cherché à développer un groupe responsable, tant d'un point de vue social qu'environnemental. D'un point de vue opérationnel, cette démarche éco responsable se traduit dans les activités de recyclage de l'or, la société s'étant engagée à fournir, auprès des particuliers et des professionnels, un or totalement traçable et recyclé à 100 %, limitant ainsi l'impact écologique lié à la production industrielle minière. Socialement, le groupe participe, avec l'or équitable, à l'amélioration des conditions de vie au sein des mines artisanales des pays andins. Ces mines artisanales pour « un commerce équitable », fournissant une partie de l'or affiné et commercialisé par la société, se sont également engagées, en contrepartie du label « commerce équitable », de limiter au maximum leurs rejets liés à la l'extraction de l'or ;
- **Une structure de coûts légère permettant un fort effet levier sur les marges** : Gold by Gold bénéficie d'une structure de coûts légère qui ne devrait que faiblement augmenter, et ce, malgré les fortes croissances attendues des activités du groupe. En effet, le business model de la société ne nécessite que peu de coûts fixes, à la différence des entreprises minières traditionnelles employant énormément de capitaux, la société ayant depuis le début de cette activité via Internet largement automatisé les processus au sein de cette division. La Division Négoce ainsi que l'activité d'achat d'or par Internet auprès des particuliers ne requièrent en effet que peu de personnel, les opérations de négoce et d'achat étant effectuées à distance. L'outil d'affinage est, quant à lui, justement dimensionné afin de faire face à la croissance des activités de recyclages d'or et ne devrait pas nécessiter d'investissements particuliers à court et moyen termes. Enfin, la structure de coût inhérente aux boutiques se révèle également légère, les boutiques ne nécessitant que peu de personnel. Cette structure de coûts, qui ne devrait que très faiblement augmenter au fil de la croissance des activités de la société, devrait rapidement permettre à la société de générer un fort effet levier sur ses marges.

Outre ces atouts propres à la société, Gold by Gold bénéficie d'un contexte de marché extrêmement favorable, tant conjoncturel que structurel. En effet, les cours de l'or devraient demeurer à des niveaux élevés à court et moyen termes, en raison 1/ d'un contexte économique actuel particulièrement dégradé incitant les acteurs publics et privés à investir dans la valeur refuge par excellence, l'or, et 2/ d'une demande réelle d'or structurellement plus importante que l'offre réelle, offre qui se révèle inélastique.

## 7 Stratégie de la société et utilisation des fonds

---

Après avoir développé un business model aux activités aurifères complémentaires, en maîtrisant d'une part l'intégralité de la chaîne de valeur relative au marché de l'or et d'autre part en diversifiant ses sources d'approvisionnement en or, Gold by Gold cherche désormais à étendre et développer davantage ses activités. La société a ainsi identifié 3 axes de développement majeurs, à savoir 1/ **la poursuite du développement commercial des activités d'achat et de vente d'or sur Internet auprès des particuliers**, 2/ **le déploiement du réseau de points de collecte Gold&Go**, et 3/ **le renforcement des capacités financières de la Division Négoce**.

### 7.1 Développement commercial des activités d'achat et de vente d'or sur Internet auprès des particuliers

---

#### CONSOLIDATION DU POSITIONNEMENT SUR LE MARCHE FRANCAIS

La France offrant un fort potentiel de développement aux regards de l'importance de ses stocks d'or « hors-sol », Gold by Gold a choisi de concentrer ses efforts, pour le moment, sur le marché français. En effet, comme dans la plupart des pays européens, le recyclage de l'or connaît en France une forte progression, à même de soutenir la croissance de l'activité d'achat d'or sur Internet de la société.

Gold by Gold souhaite, dans un premier temps, consolider son positionnement sur le marché français. Cette montée en puissance des activités d'achat d'or au sein du territoire national devrait s'appuyer sur :

- un accroissement des parts de marché d'Internet par rapport aux autres moyens de collecte. Cet outil de transactions offre désormais des possibilités de sécurisation renforcée, notamment grâce à des prestataires logistiques de qualité (La Poste, UPS,...) et offre également une flexibilité permettant de toucher un large public sans contrainte de localisation ;
- une image de marque et une réputation forte face à certains acteurs affichant des pratiques commerciales contestées. Gold by Gold devrait pouvoir gagner des parts de marché face à ces acteurs, dont les pratiques peu professionnelles sont de plus en plus connues des particuliers ;
- un positionnement sur l'activité de recyclage qui connaît en France, comme dans de nombreux pays, un succès grandissant, les consommateurs étant de plus en plus sensibles à leurs impacts écologiques ;
- le renforcement de la visibilité et le trafic des deux plateformes d'achat et de vente sur Internet.

**Au fil des prochains trimestres, Gold by Gold devrait être en mesure de consolider sa position d'acteur de référence du rachat d'or sur Internet et de leader du recyclage d'or sur Internet. L'image de marque de la société, associée à un marché fortement porteur, devrait permettre à Gold by Gold de renforcer significativement ses parts de marché.**

#### ACCOMPAGNEMENT DE LA MONTEE EN PUISSANCE DE LA VENTE DE MINI-LINGOTS SUR INTERNET

En octobre 2011, Gold by Gold a lancé un nouveau service de vente en ligne de mini-lingots d'or d'une once, de 50 grammes et de 100 grammes, et ce, à destination des particuliers. Cette nouvelle offre de la société répond à la forte demande des particuliers en or investissement, ces derniers souhaitant investir dans la valeur refuge par excellence dans un contexte économique incertain.

L'offre de mini-lingots correspond parfaitement aux attentes des investisseurs ne disposant pas de fonds nécessaires pour investir en lingots. En effet, la majeure partie de l'or investissement est aujourd'hui réservée aux investisseurs possédant les ressources nécessaires pour acquérir un lingot d'or d'un kilo, soit plus de 40 000 € aujourd'hui. Les mini-lingots ouvrent désormais l'accès à la possession de l'or à un grand nombre de particuliers, désirant diversifier leurs portefeuilles tout en profitant de la hausse des cours du métal jaune.

**Près de 40 % des ressources financières provenant de la levée de fonds devraient être dédiées au développement commercial de ces deux activités Internet (collecte et vente). Les fonds levés devraient principalement permettre à Gold by Gold 1/ de renforcer le besoin en fonds de roulement de l'activité d'achat par Internet et 2/ d'augmenter la visibilité et le trafic du site de la société, mais également, dans une moindre mesure, de financer le stock de mini-lingots.**

## 7.2 Déploiement du réseau de points de collecte Gold&Go

---

Quand bien même la stratégie de développement de l'activité d'achat d'or auprès des particuliers de Gold by Gold est principalement centrée autour d'Internet, la société considère comme opportun de déployer un réseau de points de collecte en « dur », et ce, aux vues de l'engouement actuel pour le recyclage de l'or. En effet, de nombreux particuliers sont encore réfractaires à la vente de leur or sur Internet et préfèrent s'adresser à une structure physique, et ce, afin de bénéficier d'un contact direct.

Gold by Gold a ainsi entamé le déploiement de points de collecte, sous la marque Gold&Go, en adoptant un concept de points de collecte ouverts et transparents, en rupture avec le design traditionnel des boutiques d'achat d'or. A l'heure actuelle, la société regroupe 7 points de collecte (Gare du Nord, Argenteuil, Asnières, Sarcelles, Roubaix, Colombes et Champigny sur Marne).

**Gold by Gold prévoit, d'ici fin 2014, l'ouverture d'une quinzaine d'autres points de collecte, en procédant à la création de 5 nouveaux points de collecte en 2012, 5 en 2013 et 5 en 2014, portant ainsi le nombre total de points de collecte à une vingtaine au terme de l'exercice 2014. Ces boutiques devraient se localiser en proche ou lointaine banlieue parisienne et au sein des principales agglomérations de l'hexagone. Gold by Gold compte mobiliser 30 % des ressources financières provenant de la levée de fonds dans le déploiement de son réseau de points de collecte et dans l'accompagnement de la montée en puissance de l'activité, en finançant notamment le besoin en fonds de roulement.**

## 7.3 Renforcement de l'assise financière de la Division Négoce

---

Afin de répondre à l'évolution des cours de l'or et d'augmenter ses capacités financières de négoce avec les acteurs des pays andins, Gold by Gold compte renforcer le fonds de roulement de la Division Négoce.

Les capitaux utilisés actuellement ne permettent plus au groupe de significativement faire progresser les volumes d'or négociés avec les producteurs andins. En effet, malgré une nouvelle progression des volumes d'or négociés attendues en 2011, la forte appréciation des cours de l'or est venue limiter les capacités de négoce de la société.

**Le renforcement du BFR de la Division Négoce devrait permettre à la société, à court et moyen termes, d'accroître le volume et le nombre de transactions effectuées, les petites exploitations minières andines recherchant toujours davantage de débouchés pour leurs productions. La société prévoit ainsi d'allouer environ 30 % des ressources financières provenant de la levée de fonds dans le renforcement de l'assise financière de la Division Négoce.**

## 8 Prévisions (pre-money)

Pour la réalisation de nos estimations, nous nous sommes basés sur des hypothèses de cours de l'or volontairement prudentes. En effet, nos hypothèses de cours de l'or présentées ci-dessous sont sensiblement plus faibles que le consensus des analystes réalisé par le LBMA (London Bullion Market Association), institut référant sur les marchés aurifères, qui estime que le cours de l'once d'or devrait s'établir, en moyenne, à 1 766 \$/once sur l'année 2012.

Ainsi, sur l'exercice 2012, le cours de l'or utilisé dans nos estimations correspond au cours de fin février 2012, à savoir 42 278 € le lingot d'or d'un kilo (29 février 2012). A partir de 2013, nous avons appliqué un taux d'appréciation du cours de l'or de +3,0 %, et ce, jusqu'à 2021. Ces hypothèses restent selon nous résolument prudentes au regard de l'argumentaire développé au sein de cette analyse sur les fondements militant pour une plus large appréciation des cours de l'or à moyen terme. Même si l'évolution du cours de l'or devrait rester beaucoup plus volatile qu'une évolution régulière de l'ordre de 3,0 % par an, nous considérons cette dernière hypothèse comme une hypothèse minimale.

### Hypothèses prudentes du cours de l'or 2012 - 2014

en €	2011	2012e	2013e	2014e
Cours du kilo d'or en €	36 342	42 278	43 546	44 853
Cours de l'once d'or en \$	1 573	1 733	1 869	1 953

Source : estimations Genesta

### 8.1 Une croissance forte, portée par un contexte conjoncturel et structurel extrêmement favorable

Grâce à un contexte de marché extrêmement favorable pour lequel les cours de l'or sont élevés et la demande d'or est à la fois conjoncturellement et structurellement forte, nous sommes confiants dans les capacités de Gold by Gold de poursuivre sa croissance à un rythme soutenu, et ce, particulièrement grâce à l'accélération de la Division Collecte et Recyclage.

Nos estimations de chiffre d'affaires ressortent à 126,8 M€ en 2012, 143,0 M€ en 2013 et 156,1 M€ en 2014, soit des croissances respectives de +13,9 %, +12,7 % et +9,2 %. Le ralentissement de la croissance en 2012 provient essentiellement du léger tassement attendu des volumes d'or traités par la Division Négoce par rapport aux volumes négociés en 2011, l'année devant être considérée comme exceptionnelle compte tenu de la forte appréciation des cours de l'or, appréciation ayant boosté clairement les volumes mis à disposition de Gold by Gold par les opérateurs andins.

### Prévision de chiffre d'affaires par division de Gold by Gold 2012 – 2014

en M€	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Chiffre d'affaires Division Négoce</b>	<b>58,2</b>	<b>103,5</b>	<b>108,2</b>	<b>112,5</b>	<b>116,1</b>
en % du CA consolidé	96,2 %	92,9 %	85,3 %	78,7 %	74,4 %
en % de croissance	-	+73,1 %	+4,5 %	+4,0 %	+3,3 %
<b>dt Négoce d'or</b>	<b>54,5</b>	<b>93,0</b>	<b>103,2</b>	<b>109,5</b>	<b>116,1</b>
en % de croissance	-	+65,8 %	+10,9 %	+6,1 %	+6,1 %
<b>dt Négoce d'argent</b>	<b>3,7</b>	<b>10,5</b>	<b>5,0</b>	<b>3,0</b>	<b>0,0</b>
en % de croissance	-	+183,8 %	-	-	-
<b>Chiffre d'affaires Division Collecte et Recyclage</b>	<b>2,0</b>	<b>7,6</b>	<b>18,3</b>	<b>30,1</b>	<b>39,5</b>
en % du CA consolidé	3,3 %	6,8 %	14,4 %	21,0 %	25,3 %
en % de croissance	-	+276,1 %	+141,8 %	+64,6 %	+31,4 %
<b>dt Internet</b>	<b>2,0</b>	<b>5,6</b>	<b>11,2</b>	<b>18,1</b>	<b>24,7</b>
en % de croissance	-	+178,6 %	+100,1 %	+61,3 %	+36,5 %
<b>dt Points de collecte</b>	<b>-</b>	<b>2,0</b>	<b>7,0</b>	<b>11,9</b>	<b>14,7</b>
en % de croissance	-	-	+250,0 %	+70,0 %	+23,5 %
<b>Chiffre d'affaires Division Affinage</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>
en % du CA consolidé	0,5 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
en % de croissance	-	+0,3 %	+18,8 %	+10,5 %	+7,0 %
<b>Chiffre d'affaires consolidé</b>	<b>60,6</b>	<b>111,4</b>	<b>126,8</b>	<b>143,0</b>	<b>156,1</b>
en % de croissance	-	+83,9 %	+13,9 %	+12,7 %	+9,2 %

Source : estimation Genesta



Ces estimations se fondent à la fois sur nos estimations des cours de l'or et sur les hypothèses suivantes :

#### DIVISION NEGOCE

- Un volume d'or négocié en 2012 de 2,4 tonnes, représentant un chiffre d'affaires de 103,2 M€, soit une progression de +10,9 % par rapport à l'exercice 2011. Bien que la quantité d'or négociée devrait se révéler en légère décroissance par rapport aux volumes de 2011 compte tenu du caractère exceptionnel de l'année passée, en valeur absolue, le chiffre d'affaires devrait progresser en raison de l'appréciation du cours de l'or. Sur les exercices suivants, nous estimons que la société devrait être en mesure d'afficher une croissance annuelle des volumes négociés de +3,0 %.
- L'argent métal n'étant pas le cœur de métier du groupe, Gold by Gold ne le négociant que de manière ponctuelle, nous décidons d'intégrer, en 2012 et en 2013, une large baisse de cette activité par rapport au niveau exceptionnel enregistré en 2011. En effet, en 2011, un volume de plus de 12 tonnes d'argent a été négocié, Gold by Gold ayant saisi de belles opportunités sur ce métal, et ce en raison de sa hausse hors du commun sur l'année 2011. A partir de l'exercice 2014, par prudence, aucune contribution à l'activité de négoce n'a été considérée.

#### DIVISION COLLECTE ET RECYCLAGE

- Cette division devrait être le moteur du groupe sur les prochains exercices. En effet, l'appétence des particuliers pour le recyclage de leur or cumulé à la montée en puissance des activités d'achat d'or de Gold by Gold devraient significativement tirer la croissance du segment. Ainsi, nous anticipons pour l'exercice 2012 un chiffre d'affaires 18,3 M€, soit une multiplication par plus de 2 des revenus réalisés en 2011. Cette très forte progression devrait provenir à la fois de l'activité d'achat d'or sur Internet, avec des quantités négociées en forte hausse, mais également de l'intégration progressive des points de collecte, dont les revenus devraient s'élever à 7,0 M€ en 2012.

Pour les exercices à venir, le secteur du recyclage de l'or en France devrait connaître une croissance soutenue, comparable à celle enregistrée ces dernières années avec des taux de croissance annuelle supérieurs à 20 % en moyenne entre 2008 et 2011. Le marché devrait être caractérisé par un phénomène de rattrapage par rapport à des pays tels que l'Italie quant à l'appétence des particuliers à recycler leur or, et ce même s'il convient de reconnaître que culturellement l'Italie est le premier consommateur de bijoux en or en Europe. Par ailleurs, l'évolution du Code monétaire et financier fin 2009 permettant le rachat de métaux précieux à distance a largement ouvert un nouveau marché dans le domaine, facilitant ainsi les usages, notamment via Internet. Ainsi, les opérateurs Internet devraient gagner des parts de marché face aux opérateurs historiques collectant l'or au travers de boutiques. Selon nous, les parts de marché des acteurs Internet devraient ainsi passer de 3 - 5 % estimé 2011 à 6 - 10 % estimé 2013, soit un doublement en deux ans, étant rappeler que la collecte d'or par Internet n'est autorisée que depuis fin 2009.

Dans ce contexte, la forte croissance de la Division Collecte et Recyclage devrait ainsi se poursuivre sur les exercices suivants, portée par la hausse du marché du recyclage de l'or en France dans son ensemble, mais surtout par la prise de parts de marché des acteurs Internet au sein de ce marché. Nous sommes ainsi confiants dans les capacités de Gold by Gold de poursuivre une phase de croissance dynamique, maintenant ses parts de marché au sein du segment Internet, voire conquérant des parts de marché supplémentaires face à ses concurrents, la société présentant de sérieux avantages comparatifs (transparence et sérieux des activités, qualités essentielles dans ce métier). Par ailleurs, l'activité de la société sera soutenue par l'ouverture de 5 nouveaux points de collecte en 2012 et de 5 autres en 2013.

#### DIVISION AFFINAGE

- L'outil d'affinage du groupe devrait également connaître, au cours des prochains exercices, une croissance de ses activités mais cela au titre de ses activités pour le compte du groupe (essor de l'activité Collecte et Recyclage). En marge de cette évolution, les activités pour compte de tiers devraient rester limitées, malgré le positionnement de niche de la Division Affinage pouvant attirer quelques nouveaux clients désirant bénéficier d'un service rapide et de proximité.

A moyen et long termes, nous envisageons une décélération graduelle de la croissance, passant de +8,9 % en 2015 à +3,0 % en 2021. Il convient toutefois de noter que ces estimations ne reflètent pas uniquement les volumes d'or traités, mais également l'évolution des cours de l'or.

## 8.2 Une évolution du mix d'activités directement favorable à la marge brute

L'évolution du mix d'activités vers une contribution plus forte de la Division Collecte et Recyclage, division affichant un niveau de marge brute sensiblement supérieur à celui de la Division Négoce, devrait permettre à Gold by Gold de largement faire progresser sa marge brute consolidée. En effet, les activités d'achat d'or auprès des particuliers, aussi bien sur Internet que via les points de collecte, affichent traditionnellement une marge brute globale pour l'ensemble de cette activité supérieure à 18 %. Il convient par ailleurs de noter que la marge brute de la Division Collecte et Recyclage inclut un surcroît de la marge lié à la vente de mini-lingots. Ainsi, comme nous le présente le tableau ci-après, la marge brute du groupe devrait significativement s'améliorer en 2012, en atteignant, selon nos estimations, 3,9 % du chiffre d'affaires consolidé (vs. 2,7 % en 2011). Cette amélioration devrait se poursuivre sur les exercices 2013 et 2014, avec la montée en puissance des activités de la Division Collecte et Recyclage, division amenée à occuper davantage de place au sein du mix d'activités du groupe. Nous anticipons ainsi une marge brute de 5,1 % en 2013 et de 5,8 % en 2014.



**Prévision de marge brute par division de Gold by Gold 2012 – 2014**

en M€	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Marge Brute Division Négoce</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>
<i>en % du CA Division Négoce</i>	<i>1,3 %</i>	<i>1,2 %</i>	<i>1,1 %</i>	<i>1,1 %</i>	<i>1,1 %</i>
<b>Marge Brute Division Collecte et Recyclage</b>	<b>0,4</b>	<b>1,4</b>	<b>3,5</b>	<b>5,6</b>	<b>7,3</b>
<i>en % du CA Division Collecte et Recyclage</i>	<i>21,9 %</i>	<i>18,7 %</i>	<i>19,0 %</i>	<i>18,7 %</i>	<i>18,5 %</i>
<b>Marge Brute Division Affinage</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>
<i>en % du CA Division Affinage</i>	<i>80,0 %</i>	<i>90,0 %</i>	<i>90,0 %</i>	<i>90,0 %</i>	<i>90,0 %</i>
<b>Marge Brute consolidée</b>	<b>1,4</b>	<b>3,0</b>	<b>5,0</b>	<b>7,2</b>	<b>9,0</b>
<i>en % du CA consolidé</i>	<i>2,3 %</i>	<i>2,7 %</i>	<i>3,9 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>5,8 %</i>

Source : estimation Genesta

### 8.3 Une structure de coût légère permettant un fort effet levier sur les marges

Eu égard aux activités de négoce international de l'or et d'achat d'or par Internet, Gold by Gold affiche une structure de coût légère, ne mobilisant que peu de personnel et ne nécessitant que de faibles charges d'exploitation. En effet, une équipe restreinte est aujourd'hui suffisante, pour le moment, afin de gérer les activités de négoce, d'achat d'or par Internet et d'affinage. De plus, ces activités ne nécessitent que peu de frais d'exploitation, la majorité des charges étant liées aux locaux, à l'outil d'affinage et à l'achat de mots clés sur Internet pour le référencement payant du site [www.GoldbyGold.com](http://www.GoldbyGold.com).

Cette structure, propre au business model de Gold by Gold, devrait évoluer beaucoup plus lentement que la marge brute, générant, de ce fait, un fort effet levier sur les marges. Outre les progressions des charges d'exploitation et des charges de personnel inhérentes à l'ouverture des points de collecte (charges globales annuelles estimées pour un point de collecte à 100 k€), les frais liés au personnel et à l'exploitation ne devraient afficher, à court et moyen termes, qu'une légère progression.

Nous estimons ainsi que Gold by Gold devrait être en mesure de significativement faire progresser son résultat d'exploitation. Après avoir progressé de +60 bps entre 2010 et 2011, le résultat d'exploitation devrait croître, selon nos estimations, de + 30 bps en 2012, de +70 bps en 2013 et de +50 bps en 2014.

**Prévision de résultat d'exploitation de Gold by Gold 2012 – 2014**

en M€	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Marge Brute consolidée</b>	<b>1,4</b>	<b>3,0</b>	<b>5,0</b>	<b>7,2</b>	<b>9,0</b>
<i>en % du CA consolidé</i>	<i>2,3 %</i>	<i>2,7 %</i>	<i>3,9 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>5,8 %</i>
<b>Charges de personnel</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>
<i>en % du CA consolidé</i>	<i>0,5 %</i>	<i>0,4 %</i>	<i>0,9 %</i>	<i>1,2 %</i>	<i>1,2 %</i>
<b>Charges d'exploitation</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>
<i>en % du CA consolidé</i>	<i>0,8 %</i>	<i>0,7 %</i>	<i>0,9 %</i>	<i>1,2 %</i>	<i>1,3 %</i>
<b>EBE</b>	<b>0,6</b>	<b>1,7</b>	<b>2,6</b>	<b>3,9</b>	<b>5,0</b>
<i>en % du CA consolidé</i>	<i>1,0 %</i>	<i>1,5 %</i>	<i>2,0 %</i>	<i>2,7 %</i>	<i>3,2 %</i>
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>0,6</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>3,5</b>	<b>4,7</b>
<i>en % du CA consolidé</i>	<i>0,9 %</i>	<i>1,5 %</i>	<i>1,8 %</i>	<i>2,5 %</i>	<i>3,0 %</i>

Source : estimation Genesta

Après prise en compte d'une charge d'impôts normative de 33,3 %, le résultat net du groupe ressort, pour l'exercice 2012 à 1,5 M€ (vs. 1,1 M€ en 2011). Sur les exercices suivants, les résultats nets devraient s'établir à 2,4 M€ en 2013 et 3,1 M€ en 2014.

### 8.4 Santé financière

Au niveau bilanciel, Gold by Gold affiche une situation saine, avec des capitaux propres s'élevant à 2,1 M€ au 31 décembre 2011 et un endettement net négatif de -0,55 M€. Le montant des capitaux permanents restent ainsi très faibles, caractérisant une activité de négoce et un business model global très peu capitalistique.

## 9 Valorisation (pre-money)

### 9.1 DCF (pre-money)

#### 9.1.1 Détermination du taux d'actualisation

Le taux d'actualisation correspond au coût moyen entre le coût des fonds propres et le coût de la dette financière, et ce de manière pondérée en fonction de l'importance de ces deux ressources dans le financement global de la société. Le coût des fonds propres a été déterminé sur la base du modèle du CAPM auquel est intégrée une prime de risque Small Cap, selon la formule suivante :

$$\text{Coût des Fonds Propres} = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \text{Prime Small Caps}$$

avec  $R_f$  : taux sans risque  
( $R_m - R_f$ ) : prime de marché action

En effet, compte tenu de la taille de la société, nous affectons une prime de risque Small Caps au coût des fonds propres. La prime Small Caps est déterminée selon 6 critères, dont l'évaluation est factuelle et objective. L'échelle de notation pour chaque critère comporte 5 paliers allant de - - à ++. Chaque franchissement de palier ajoute 20 points de base au coût des fonds propres.

Les critères sont appréciés de la façon suivante :

Critère	Echelle de notation				
	++	+	=	-	--
Gouvernance d'entreprise <sup>1</sup>	4	3	2	1	0
Liquidité <sup>2</sup>	[66 % ; 100 %]	[33 % ; 66 %]	[15 % ; 33 %]	[5 % ; 15 %]	[0 % ; 5 %]
Taille du CA (M €)	[150 ; +∞[	[100 ; 150[	[50 ; 100[	[25 ; 50[	[0 ; 25[
Rentabilité opérationnelle	[25 % ; 100 %]	[15 % ; 25 %]	[8 % ; 15 %]	[3 % ; 8 %]	[0 % ; 3 %]
Gearing	] -∞ % ; -15 %]	] -15 % ; 15 %]	] 15 % ; 50 %]	] 50 % ; 80 %]	] 80 % ; +∞ %]
Risque Client <sup>3</sup>	[0 % ; 10 %]	[10 % ; 20 %]	[20 % ; 30 %]	[30 % ; 40 %]	[40 % ; 100 %]

Dans le cas de Gold by Gold, nous obtenons la matrice suivante :

	++	+	=	-	--	Prime Small Caps
Gouvernance d'entreprise						0,80%
Liquidité						1,00%
Taille du CA						0,40%
Rentabilité opérationnelle						1,00%
Gearing						0,40%
Risque Client						1,00%
<b>TOTAL</b>						<b>4,60%</b>

Par conséquent, sur la base d'un taux sans risque de 3,25 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source Agence France Trésor), d'une prime de marché de 8,20 % (prime au 15 janvier 2012 calculée par Natixis Securities), d'un beta de 1,18<sup>4</sup>, d'une prime de risque Small Caps de 4,60 % et de l'endettement net négatif de la société au 31 décembre 2011, le taux d'actualisation s'élève à 17,53 %.

<sup>1</sup> La qualité de la gouvernance d'entreprise est évaluée selon les quatre critères suivants : séparation des fonctions de Présidence et de Direction Générale ou fonctionnement sur la base d'un Conseil de Surveillance et d'un Directoire ; présence de membres indépendants au sein du Conseil d'Administration ou du Conseil de Surveillance ; présence de censeurs ou d'organes de contrôle ; existence de comités spécialisés.

<sup>2</sup> Taux de rotation du capital au cours d'une année.

<sup>3</sup> Part du chiffre d'affaires représentée par les 5 clients les plus importants.

<sup>4</sup> Le beta retenu correspond au beta sectoriel des métaux précieux (source : Damodaran).

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
3,25 %	8,20 %	1,18	4,60 %	17,53 %	0,00 %	0,00 %	33,3 %	<b>17,53 %</b>

Source : AFT, Natixis Securities, Damodaran, estimations Genesta

## 9.1.2 Calcul de FCF opérationnels

Avec un taux d'actualisation de 17,53 %, nous obtenons le tableau de flux de trésorerie disponible suivant (en M€) :

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Chiffre d'affaires	111,369	126,827	142,958	156,093	169,988	183,914	196,197	208,376	221,258	232,198	239,109
Excédent brut d'exploitation	1,723	2,564	3,851	5,030	6,003	6,924	7,527	8,143	8,751	8,983	9,188
Impôt	0,559	0,765	1,178	1,555	1,863	2,153	2,343	2,538	2,730	2,798	2,861
Investissements	0,390	0,444	0,500	0,515	0,510	0,533	0,549	0,563	0,597	0,627	0,646
Variation de BFR	-0,080	0,183	0,353	0,340	0,208	0,209	0,184	0,183	0,193	0,164	0,104
FCF opérationnels	0,854	1,171	1,820	2,619	3,421	4,029	4,450	4,859	5,231	5,394	5,578
FCF opérationnels actualisés		1,033	1,366	1,672	1,858	1,862	1,750	1,626	1,489	1,307	1,150

Source : estimations Genesta

Sur la période post prévisionnelle, nous appliquons un taux de croissance à l'infini, en deux temps, et obtenons les prévisions suivantes (en M€) :

	Croissance des FCF	Valeur	%
Période 1-10 ans		15,113	65,4 %
Période 11-20 ans	<b>3,0%</b>	5,909	25,6 %
Taux de croissance à l'infini	<b>2,0%</b>	2,079	9,0 %
<b>Total</b>		<b>23,102</b>	<b>100,0 %</b>
<b>dont valeur terminale</b>		7,988	34,6 %

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de Gold by Gold ressort à 23,102 M€.

## 9.1.3 Calcul de la valeur par action

La valeur des fonds propres par action est obtenue comme suit :

FCF actualisés (2012-2021)	15,113
+ Valeur terminale actualisée	7,988
+ Titres financiers	0,000
- Provisions	0,536
- Endettement financier net	-0,280
- Minoritaires	0,815
= Valeur des Capitaux Propres pg	22,032
Nombre d'actions	2,295
<b>Valeur par action</b>	<b>9,60</b>

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur par action prend en compte les éléments suivants :

- Une valorisation des intérêts minoritaires de 0,82 M€ correspondant aux 49,0 % du réseau de points de collecte non détenus par Gold by Gold ;
- Un endettement net négatif calculé de -0,28 M€ au 31 décembre 2011. Ce niveau d'endettement tient compte du rachat des minoritaires de la division Affinage en cas de succès de l'introduction en bourse pour un montant de 0,276 M€.

A titre informatif, le tableau de sensibilité de la valorisation en fonction du taux d'actualisation retenu et de la croissance à l'infini est le suivant (en €) :

		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
CMP/C	16,53%	10,14	10,17	10,21	10,24	10,28
	17,03%	9,83	9,86	9,90	<b>9,93</b>	9,97
	17,53%	9,54	9,57	<b>9,60</b>	9,63	9,67
	18,03%	9,25	<b>9,28</b>	9,31	9,35	9,38
	18,53%	8,98	9,01	9,04	9,07	9,10

Nous intégrons également, à titre informatif, le tableau de sensibilité de notre objectif de cours en fonction des prix de l'or (en € du kilogramme). Ce tableau reprend les conséquences pour la valorisation de la société d'un ajustement à la hausse ou à la baisse du cours de l'or, et ce de manière mécanique, démontrant ainsi le levier porté par la société au travers de ses activités. Toutefois, ce tableau n'intègre pas le surcroît ou l'éventuelle baisse des volumes en raison de la plus forte ou plus faible appétence des acteurs de la filière à produire en fonction des prix, ce paramètre d'ajustement restant très difficile à appréhender :

Cours du kilo d'or en €	Sensibilité		Evolution cours de l'or		Evolution objectif de cours	
38 000	8,24		-10,1%		-14,2%	
39 000	8,57		-7,8%		-10,7%	
40 000	8,90		-5,4%		-7,3%	
41 000	9,23		-3,0%		-3,9%	
42 000	9,56		-0,7%		-0,4%	
42 278	<b>9,60</b>		<b>0,0%</b>		<b>0,0%</b>	
43 000	9,88		1,7%		2,9%	
44 000	10,21		4,1%		6,4%	
45 000	10,54		6,4%		9,8%	
46 000	10,87		8,8%		13,2%	
47 000	11,20		11,2%		16,7%	

## 9.2 Comparables (pre-money)

### 9.2.1 Choix des comparables

A titre d'information, nous détaillons la valorisation de Gold by Gold par la méthode des comparables. **Il est toutefois important de noter que nous n'avons pas retenu cette méthode dans notre calcul de la fair value, et ce, pour les raisons suivantes :**

- Aucune société cotée en bourse n'est directement comparable à Gold by Gold. Le business model de la société se révèle en effet unique au sein de l'univers des sociétés cotées ;
- Les pairs les plus similaires à Gold by Gold ont soit une part de leur business model proche de la société trop marginale pour que le titre puisse servir de comparable, soit ne disposent pas de consensus. Pour information, ces sociétés sont les suivantes : Degem (fabricant et négociant de bijoux), Tessi (édition de logiciels et traitement de flux ayant une division de vente d'or : CPoR Devises), Second Chance Properties (société dont une partie du business model est orienté dans l'achat/revente d'or et de bijoux en or) et enfin Jiin Yeek Ding et Super Dragon Technology (sociétés principalement spécialisées dans le recyclage des déchets électroniques afin d'en extraire les métaux précieux, notamment l'or) ;
- Le consensus du seul comparable identifié, la société vietnamienne Phu Nhuan Jewelry, ne nous paraît pas mis à jour régulièrement et n'offre pas une fiabilité suffisante pour que nous puissions l'intégrer dans notre méthode de valorisation.

A titre informatif, nous vous présentons ici la valorisation de Gold by Gold par la méthode des comparables intégrant uniquement la société Phu Nhuan Jewelry.

**Phu Nhuan Jewelry** : société vietnamienne principalement spécialisée dans l'import/export et la vente d'or, d'argent, de bijoux et de pierres précieuses au Viêt Nam. La société est engagée dans la négociation des métaux précieux, notamment de l'or et de bijouterie mais également dans la fabrication et la commercialisation de bijoux et de lingots d'or. Phu Nhuan Jewelry est également impliquée, dans une moindre mesure, dans l'exploration et l'extraction d'or, d'argent et de pierres précieuses.

Le tableau ci-dessous récapitule les principaux agrégats, en M€, de la société composant notre échantillon :

	CA 12	CA 13	EBE 12	EBE 13	REX 12	REX 13	RN 12	RN 13
Phu Nhuan Jewelry JSC	322,371	338,505	12,773	15,002	10,544	12,808	9,624	11,889

Source : Infanciaux au 14/10/11

	Capitalisation	Dettes nettes	Minoritaires	VE
Phu Nhuan Jewelry JSC	87,301	26,943	1,115	115,359

Source : Infanciaux au 27/01/12

## 9.2.2 Valorisation

Le tableau ci-dessous détaille les principaux multiples boursiers de la société comparable composant notre échantillon :

	VE/CA 12	VE/CA 13	VE/ EBE 12	VE/ EBE 13	VE/REX 12	VE/REX 13	PE 12	PE 13
Phu Nhuan Jewelry JSC	0,36	0,34	9,03	7,69	10,94	9,01	9,07	7,34
Moyenne	0,36	0,34	9,03	7,69	10,94	9,01	9,07	7,34
Médiane	0,36	0,34	9,03	7,69	10,94	9,01	9,07	7,34

Le tableau ci-après montre les valorisations induites (en M€) pour Gold by Gold en fonction des multiples appliqués sur la base de la valorisation actuelle affichée par la société de l'échantillon.

	CA 12	CA 13	EBE 12	EBE 13	REX 12	REX 13	RN 12	RN 13
Gold by Gold	126,827	142,958	2,564	3,851	2,297	3,537	1,527	2,359
Valorisation induite	44,850	48,184	22,620	29,079	24,601	31,319	13,855	17,321
Valorisation moyenne (€/action)	<b>20,27</b>		<b>11,26</b>		<b>12,18</b>		<b>6,79</b>	

Compte tenu de la différence entre la capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon de comparables retenu et celle de Gold by Gold, nous appliquons une décote de taille, sur la base du modèle de Eric-Eugène Grena, présenté dans la note méthodologique ci-après, afin d'obtenir une valorisation plus pertinente du titre.

Appliquée à Gold by Gold, cette méthode nous amène à mettre en œuvre une décote de taille de -9,0 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	87,3	M€
Capitalisation non corrigée de la société	29,0	M€
Rapport des capitalisations	33,2 %	
<b>Prime à appliquer</b>	<b>-9,0 %</b>	

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne / action	18,44	10,24	11,08	6,18
Moyenne	<b>11,49</b>			

Ainsi, l'approche par la méthode des multiples boursiers de sociétés comparables nous amène à une fourchette de valorisation de 6,18 € – 18,44 €, et en moyenne à un prix par action de 11,49 €, soit une valorisation de 26,3 M€ pour Gold by Gold.

## 9.2.3 Méthodologie de la décote/prime

Compte tenu de la différence éventuelle entre la capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon de comparables retenus et celle de la société à évaluer, Genesta applique une décote ou une prime, inspirée du modèle de Eric-Eugène Grena, afin d'obtenir une valorisation plus pertinente de la société.

Les travaux menés par Eric-Eugène Grena – membre de la SFAF, ancien responsable du bureau d'analyse financière de BNP Paribas et directeur associé de Clinvest – ont montré le risque qu'il existe à appliquer la méthode d'évaluation par les comparables boursiers sans tenir compte de l'existence d'écarts parfois non négligeables entre la taille de la société évaluée et celle des sociétés retenues comme référentiel boursier.

Il semble donc important de procéder à une correction en calculant, le cas échéant une décote ou une prime à appliquer à la société évaluée. L'étude réalisée sur un échantillon probant a révélé une décroissance des P/E avec la taille des sociétés de l'échantillon et que la correction à pratiquer doit être du même ordre de grandeur.

La démarche que Genesta adopte consiste à :

- 1) Calculer le rapport entre la capitalisation boursière de la société à évaluer et la capitalisation boursière moyenne du groupe de comparables ;
- 2) Appliquer, selon le ratio obtenu, la décote ou la prime selon l'abaque défini par les travaux d'Eric-Eugène Grena en prenant soin de pratiquer une extrapolation linéaire entre chaque palier ;
- 3) Impacter cette décote ou cette prime sur la valorisation de la société concernée et ainsi affiner la pertinence de la valorisation par les comparables.

Rapport des capitalisations	Ajustement à appliquer	
<2%	-40%	} Décote
2%	-34%	
5%	-26%	
10%	-20%	
20%	-14%	
30%	-10%	
40%	-7%	
50%	-5%	
60%	-4%	
80%	-2%	
100%	0%	} Prime
120%	2%	
140%	4%	
150%	5%	
160%	7%	
170%	10%	
180%	14%	
190%	20%	
195%	26%	
198%	34%	
>198%	40%	

## 10 Synthèse des comptes (pre-money)

### 10.1 Compte de résultats simplifié

Au 31/12 (en M€)	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>31,89</b>	<b>31,18</b>	<b>60,58</b>	<b>111,37</b>	<b>126,83</b>	<b>142,96</b>	<b>156,09</b>
% évolution	NA	-2,2%	94,3%	83,8%	13,9%	12,7%	9,2%
<b>Marge brute</b>	<b>0,83</b>	<b>0,60</b>	<b>1,44</b>	<b>3,00</b>	<b>5,01</b>	<b>7,24</b>	<b>8,99</b>
% du CA	2,6%	1,9%	2,4%	2,7%	3,9%	5,1%	5,8%
Charges externes	0,14	0,16	0,47	0,75	1,19	1,67	1,97
% du CA	0,4%	0,5%	0,8%	0,7%	0,9%	1,2%	1,3%
Charges de personnel	0,30	0,24	0,32	0,46	1,20	1,65	1,91
% du CA	0,9%	0,8%	0,5%	0,4%	0,9%	1,2%	1,2%
<b>Excédent brut d'exploitation</b>	<b>0,36</b>	<b>0,19</b>	<b>0,59</b>	<b>1,72</b>	<b>2,56</b>	<b>3,85</b>	<b>5,03</b>
% évolution	NA	-46,6%	211,1%	19,15%	48,8%	50,2%	30,6%
% du CA	1,1%	0,6%	1,0%	1,5%	2,0%	2,7%	3,2%
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>0,31</b>	<b>0,17</b>	<b>0,57</b>	<b>1,68</b>	<b>2,30</b>	<b>3,54</b>	<b>4,67</b>
% évolution	NA	-45,4%	243,7%	192,4%	36,9%	53,9%	32,1%
% du CA	1,0%	0,5%	0,9%	1,5%	1,8%	2,5%	3,0%
<b>Résultat financier</b>	<b>0,06</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,09</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Résultat avant impôts</b>	<b>0,36</b>	<b>0,13</b>	<b>0,67</b>	<b>1,65</b>	<b>2,29</b>	<b>3,54</b>	<b>4,67</b>
<b>Impôts</b>	<b>0,08</b>	<b>0,04</b>	<b>0,22</b>	<b>0,55</b>	<b>0,76</b>	<b>1,18</b>	<b>1,56</b>
% Taux d'impôt	21,5%	30,5%	32,7%	33,1%	33,3%	33,3%	33,3%
<b>Résultat Net part du groupe</b>	<b>0,18</b>	<b>0,08</b>	<b>0,45</b>	<b>1,07</b>	<b>1,42</b>	<b>2,19</b>	<b>2,93</b>
% évolution	NA	-53,7%	431,1%	140,5%	32,6%	54,6%	33,4%
% du CA	0,6%	0,3%	0,7%	1,0%	1,1%	1,5%	1,9%
Intérêts minoritaires	0,00	0,00	0,01	0,04	0,11	0,16	0,19

Forte progression du chiffre d'affaires en 2011 grâce à un contexte de marché particulièrement favorable. Ralentissement de la croissance attendu en 2012, en raison d'un léger tassement des volumes d'or négociés

Belles progressions de l'EBE grâce à une structure de coût légère et à une évolution favorable du mix d'activité vers la Division Collecte et Recyclage dont les marges sont nettement supérieures à celles de la Division Négoce

### 10.2 Bilan – principaux agrégats

Au 31/12 (en M€)	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Immobilisations incorporelles	0,01	0,01	0,01	0,54	0,56	0,59	0,62
Immobilisations corporelles	0,04	0,03	0,06	0,20	0,27	0,38	0,46
Immobilisations financières	0,01	0,01	0,10	0,06	0,14	0,19	0,25
<b>BFR</b>	<b>1,14</b>	<b>0,77</b>	<b>1,54</b>	<b>1,47</b>	<b>1,65</b>	<b>2,00</b>	<b>2,34</b>
% du CA	3,6%	2,5%	2,5%	1,3%	1,3%	1,4%	1,5%
Dettes financières	0,47	0,52	0,38	0,37	0,15	0,00	0,00
Trésoreries et valeurs mobilières	0,01	0,39	0,04	0,92	1,54	3,21	5,77
<b>Endettement net</b>	<b>0,46</b>	<b>0,13</b>	<b>0,34</b>	<b>-0,56</b>	<b>-1,39</b>	<b>-3,21</b>	<b>-5,77</b>

Maintien d'un BFR dans des proportions stables du chiffre d'affaires

Endettement net négatif

### 10.3 Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats

Au 31/12 (en M€)	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>CAF</b>	<b>0,23</b>	<b>0,11</b>	<b>0,46</b>	<b>1,11</b>	<b>1,69</b>	<b>2,51</b>	<b>3,29</b>
Investissements	NA	0,01	0,11	0,37	0,44	0,50	0,52
% du CA	NA	0,0%	0,2%	0,3%	0,4%	0,4%	0,3%
Variation du BFR	NA	-0,37	0,77	-0,08	0,18	0,35	0,34
<b>Flux de trésorerie d'exploitation net</b>	<b>NA</b>	<b>0,46</b>	<b>-0,42</b>	<b>0,82</b>	<b>1,06</b>	<b>1,66</b>	<b>2,43</b>

Niveau d'investissement faible, l'activité de la société ne demandant que peu de CAPEX



## 10.4 Ratios financiers

Au 31/12 (en M€)	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>Bénéfice net par action</b>	NA	NA	NA	NA	0,62	0,96	1,28
% évolution	NA	NA	NA	NA	NA	54,6%	33,4%
<b>Capitalisation boursière</b>	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Valeur d'entreprise*	NA	NA	NA	NA	14,68	12,86	10,30
<b>P/E</b>	NA	NA	NA	NA	11,32	7,32	5,49
P/CF	NA	NA	NA	NA	0,73	1,09	1,43
Market to Book	NA	NA	NA	NA	4,15	2,24	1,19
<b>VE / CA</b>	NA	NA	NA	NA	0,12	0,09	0,07
<b>VE / EBE</b>	NA	NA	NA	NA	5,73	3,34	2,05
<b>VE / REX</b>	NA	NA	NA	NA	6,39	3,64	2,20
<b>EBE / CA</b>	1,1%	0,6%	1,0%	1,5%	2,0%	2,7%	3,2%
<b>REX / CA</b>	1,1%	0,6%	1,0%	1,5%	2,0%	2,7%	3,2%
<b>Résultat net / CA</b>	0,6%	0,3%	0,7%	1,0%	1,1%	1,5%	1,9%
<b>Gearing</b>	85,5%	20,4%	32,3%	-26,2%	-39,2%	-55,9%	-66,6%
<b>Capitaux engagés</b>	1,19	0,82	1,71	2,26	2,63	3,16	3,66
<b>RCE</b>	19,1%	15,6%	20,8%	50,0%	58,5%	74,6%	85,1%
<b>Rentabilité des Fonds Propres</b>	33,6%	13,1%	42,5%	50,5%	40,1%	38,3%	33,8%

Forte progression du BPA

Gearing négatif

Forte amélioration du RCE

\* la valeur d'entreprise utilisée dans les ratios est calculée sur le milieu de fourchette du prix de l'offre, à savoir 7,00 €

## 11 Avertissements importants

### 11.1 Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research

Les opinions mentionnées par Genesta Equity Research traduisent la performance absolue attendue, à un horizon compris entre 6 et 12 mois, pour chaque valeur considérée, et ce, en monnaie locale.

<b>1. Achat fort</b>	Le titre devrait réaliser une performance absolue supérieure à +25 %
<b>2. Achat</b>	Le titre devrait réaliser une performance absolue comprise entre +10 % et +25 %
<b>3. Neutre</b>	Le titre devrait évoluer entre +10 % et -10 %
<b>4. Vente</b>	Le titre devrait réaliser une contre performance absolue comprise entre -10 % et -25 %
<b>5. Vente fort</b>	Le titre devrait réaliser une contre performance absolue supérieure à -25 %

### 11.2 Détection de conflits d'intérêts potentiels

Participation de l'analyste, de Genesta et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de Genesta	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et Genesta	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et Genesta	Rémunération de Genesta par l'émetteur au titre de l'établissement de la présente analyse financière	Rémunération de Genesta par l'émetteur au titre d'autres prestations que l'établissement de la présente analyse financière	Communication de l'analyse financière à l'émetteur préalablement à sa diffusion
Non	Non	Non	Non	Oui *	Oui *	Oui **

\* : Genesta est Conseil Listing Sponsor de la société dans le cadre de son projet d'admission sur le marché Nyse Alternext à Paris.

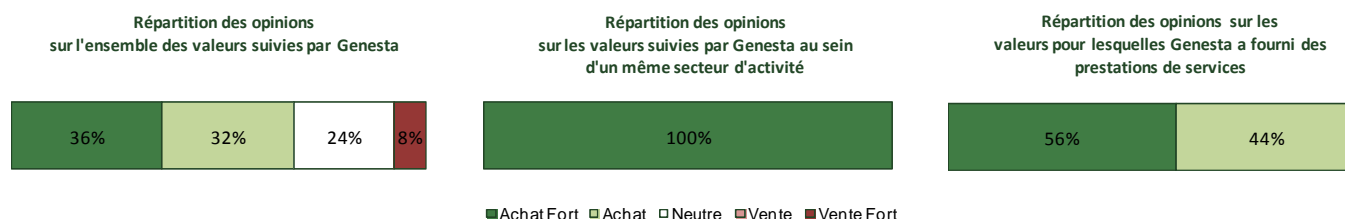
\*\* : Aucun changement significatif n'a été réalisé suite à la communication de l'analyse financière à l'émetteur.

En qualité de Conseiller en Investissements Financiers, membre de l'AACIF, Association des Analystes Conseillers en Investissements Financiers, Genesta se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par cette association pour son fonctionnement interne, en particulier dans le respect du Code de Bonne Conduite défini par l'AACIF et des Procédures prévues par l'AACIF en matière de gestion des conflits d'intérêts. Des procédures internes à Genesta définissent par ailleurs certains aspects complémentaires au fonctionnement des activités d'analyse financière. Des informations supplémentaires peuvent être obtenues sur simple demande écrite adressée à la société Genesta quant à ces règles de fonctionnement.

### 11.3 Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois

Date de 1 <sup>ère</sup> diffusion	Opinion	Objectif de cours
14 mars 2012	Initiation de couverture	<b>9,60 €</b>

### 11.4 Répartition des opinions



## 11.5 Avertissement complémentaire

---

Les informations présentées dans les pages précédentes restent partielles. Elles ne peuvent être considérées comme ayant une valeur contractuelle.

Cette publication a été rédigée par Genesta et est délivrée à titre informatif. Elle ne constitue en aucun cas un ordre d'achat ou de vente de la (les) valeur(s) mobilière(s) qui y est (sont) mentionnée(s). Elle est destinée aux investisseurs professionnels et ne constitue en aucun cas une décision d'investissement. De ce fait, ni Genesta, ni ses dirigeants, ni ses employés ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Les informations, estimations et commentaires exprimés dans cette étude proviennent de sources jugées dignes de foi. Toutefois, Genesta n'en garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité, ni la fiabilité. Ainsi, sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants, ni de ses employés, ne pourrait être engagée d'aucune manière à ce titre. Les opinions, appréciations, estimations et prévisions contenues dans cette publication reflètent le jugement de Genesta à la date mentionnée en première page du document, et peuvent ultérieurement faire l'objet de modifications ou d'abandons sans préavis, ni notification.

Cette publication ne peut être diffusée auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme 'personnes autorisées ou exemptées' selon le 'Financial Services Act 1986' du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du 'Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997' peuvent avoir accès à la publication ci-présente. Celle-ci ne saurait être distribuée ou communiquée, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. La (les) valeur(s) mobilière(s) faisant l'objet de cette publication n'a (n'ont) pas été enregistrée(s) auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer cette étude à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que Genesta ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, cette publication pourra être réalisée par Genesta de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

Cette publication reste la propriété de Genesta et ne peut être reproduite ou diffusée sans autorisation préalable de Genesta.