

Date de première diffusion : 24 mars 2016

HighCo

S'offre de très bons résultats pour ses 25 ans !

Double accélération de la croissance et de la rentabilité

Après avoir affiché une marge brute FY 2015 de 75,4 M€, en hausse de +6,4 % yoy (+5,5 % yoy à PCC), HighCo a présenté des résultats de qualité, en ligne avec la guidance précédemment communiquée, avec un RAO de 11,2 M€ (+17,1 % yoy), soit une marge opérationnelle de 14,8 %. Cette nouvelle progression de la rentabilité provient à la fois de la très forte maîtrise des charges de structure, mais également de la forte hausse du RAO en France (+20,8 % yoy) et du retour à la croissance du RAO à l'International (+5,3 % yoy). Le résultat net part du groupe ressort à 6,8 M€ (BNPA de 0,65 € par titre, avec une proposition de versement d'un dividende de 0,19 € par titre).

Une belle dynamique qui devrait se poursuivre en 2016

Lors de la présentation des résultats, HighCo a présenté des guidances 2016 faisant ressortir une nouvelle progression de l'activité et de la rentabilité. Ainsi, le groupe attend une croissance de sa marge brute d'au minimum +4,0 % à PCC en 2016 accompagnée d'une hausse du RAO d'au moins +10,0 % (marge opérationnelle supérieure à 15,6 %). Nous estimons que le groupe est tout à fait en mesure de réaliser ces objectifs au vue de l'évolution du mix vers le Digital et de la recovery de l'International (Belux en particulier).

50 % de Digital en 2017

Le Digital poursuit sa montée en puissance au sein des activités d'HighCo en représentant 41,3 % de l'activité du groupe en 2015 (vs. 34,8 % en 2014). La France est aujourd'hui la zone la plus digitalisée (49,2 % de la MB en 2015, plus de 50 % de la MB au S2 2015), l'International adoptant de manière moins rapide les nouvelles solutions. Toutefois, le groupe anticipe d'atteindre son objectif de réaliser 50 % de sa marge brute dans le Digital en 2017 et de dépasser les 45 % en 2016. Dans la réalisation de cet objectif, HighCo pourra s'appuyer sur 1/ la forte croissance de ses solutions 100 % digitales de Drive to Store, notamment grâce au data marketing, 2/ la poursuite de la digitalisation des solutions In-Store et 3/ les nouveaux services digitaux apportés aux distributeurs.

Opinion Achat

Suite à cette bonne publication, nous rehaussons nos estimations de marge brute et de rentabilité, confiants dans les guidances communiquées par le management. Après mise à jour de notre modèle, intégrant nos nouvelles estimations, la valorisation de HighCo ressort désormais à 10,60 € par titre (vs. 10,00 € précédemment). Nous maintenons notre Opinion Achat.

Thomas DELHAYE

Analyste Financier
tdelhaye@genesta-finance.com
01.45.63.68.88

Opinion	2. Achat
Cours (clôture au 23 mars 2016)	8,76 €
Objectif de cours	10,60 € (+20,9 %)

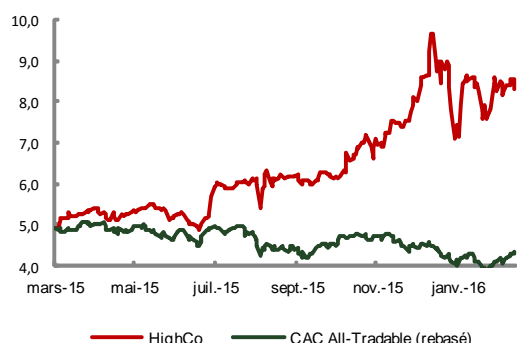
Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	HIGH.PA / HIGH.FP
Capitalisation boursière	98,2 M€
Valeur d'entreprise*	104,1 M€
Flottant	47,3 M€ (48,2 %)
Nombre d'actions	11 210 666
Volume quotidien	112 105 €
Taux de rotation du capital (1 an)	29,57%
Plus Haut (52 sem.)	9,64 €
Plus Bas (52 sem.)	4,86 €

* retraitée du fonds de roulement de l'activité de clearing

Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	+4,4 %	+37,9 %	+73,5 %



Actionariat

Flottant : 48,2 % ; WPP : 34,1 % ; Autodétention : 7,8 % ;
GBP : 4,8 % ; Managers et actionariat salarié : 4,8 %

Agenda

Marge Brute T1 2016 publiée le 26 avril 2016

Chiffres Clés

	2013	2014	2015	2016E	2017E
MB (M€)	71,8	70,9	75,4	79,4	82,5
Evolution (%)	0,2%	-1,3%	6,4%	5,3%	4,0%
RAO (M€)	8,8	9,5	11,2	12,6	13,7
ROP (M€)	-2,4	8,9	10,5	12,0	13,1
Marge op. (%)	-3,3%	12,5%	14,0%	15,1%	15,9%
RN pg (M€)	-7,3	2,5	6,8	7,7	8,4
Marge nette (%)	-10,1%	3,5%	9,0%	9,7%	10,2%
BPA	0,37	0,24	0,65	0,74	0,81

Ratios

	2013	2014	2015	2016E	2017E
VE / MB	0,9	0,8	1,5	1,3	1,3
VE / RAO	7,4	5,9	10,2	8,3	7,6
VE / ROP	9,8	6,3	10,8	8,7	7,9
P / E	14,1	20,9	16,0	12,8	11,7
Gearing (%)	-38%	-45%	-55%	-50%	-57%
Dette nette/RAO	-3,0	-3,3	-3,7	-3,8	-4,0
RCE (%)	-10,5%	13,1%	16,9%	19,8%	22,4%

Genesta dispose du statut de Conseiller en Investissements Financiers et est membre de l'ACIFTE (Numéro ORIAS : 13000591).

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.

Présentation de la société

Un acteur incontournable de la communication opérationnelle

HighCo est un acteur majeur des services marketing promotionnels en France et en Europe (principalement au Benelux), à destination des marques industrielles et des enseignes de la grande distribution. Le positionnement du groupe sur des prestations hors-média, sur le secteur de l'alimentaire, et sur des marchés français et belge dynamiques en matière d'opérations promotionnelles, lui a permis, dans une certaine mesure, de résister à un environnement de consommation et de dépenses publicitaires des annonceurs particulièrement difficile en 2009, mais aussi de bénéficier d'une reprise d'activités, surperformant régulièrement son marché depuis 2010.

Une offre en 3 axes

L'offre d'HighCo s'articule en 3 pôles, à savoir 1/ les solutions Drive to Store 100 % digitales intégrant les activités de marketing mobile, les réseaux sociaux, les opérations « multicanal » et les solutions de big data, 2/ les solutions In-Store, avec le couponing (papier et dématérialisé), les médias in-store et les offres dédiées au site de Drive et 3/ les solutions DATA, sur le traitement des coupons, les odr et e-odr et les services aux distributeurs.

Vers un second souffle à l'international

Après une première phase d'expansion européenne, rapide mais mal maîtrisée, le groupe est aujourd'hui présent principalement sur la France et le Benelux, zones qui représentent environ 90 % de ses revenus. Les potentiels des marchés du couponing déjà connus de HighCo tels que le Royaume-Uni et l'Espagne, et le segment promotionnel aux Pays-Bas et en Europe Centrale, laissent espérer l'arrivée d'un second souffle plus favorable aux ambitions internationales du groupe, notamment depuis l'acquisition en juillet 2011 de la société MRM au Royaume-Uni, spécialisée dans le DATA, et le rachat de 48,25 % de POS Media, spécialisée dans le Store en Europe Centrale puis en fin d'année 2011 l'acquisition de RC Medias (Digital).

Méthode de valorisation

DCF

Suite à cette publication, nous ajustons à la hausse nos estimations de marge brute et de RAO. Nos prévisions de marge brute s'élèvent ainsi à 79,4 M€ en 2016 et nous anticipons pour 2017 une marge brute de 82,2 M€. Notre anticipation de RAO, rapportée à la marge brute, ressort à 15,8 % en 2016 et à 16,6 % en 2017 (vs. 14,8 % en 2015). L'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources de 10,5 %, valorise le titre HighCo à 11,41 € par action.

Comparables

HighCo ne disposant pas réellement de concurrent direct présent sur l'ensemble de ses métiers, notre échantillon se compose de :

- 1) Custom Solutions : spécialiste dans les services marketing ;
- 2) Tessi : acteur important des services et solutions marketing en France ;
- 3) 1000mercis : agence française de communication, spécialisée dans les prestations de publicité et de marketing interactif ;
- 4) Prismaflex International : groupe français présent sur les supports d'affichage en magasins.

L'approche par les multiples boursiers nous conduit à une valorisation de l'action HighCo de 9,78 €.

Notre objectif de cours, résultant de la moyenne des résultats obtenus par les méthodes DCF et comparaison boursière, ressort à 10,60 € par action, soit un potentiel d'upside de +20,9 % au cours de clôture du 23 mars 2016.

SWOT

Forces

- Cœur de métier historique sur la communication promotionnelle sur le point de vente
- Positionnement sur le secteur alimentaire, non discrétionnaire
- Position de premier plan en France et au Benelux
- Pionnier dans l'établissement de la solution Webcoupon et m-coupon

Faiblesses

- Dépendance à hauteur de 15 % de la marge brute auprès du seul groupe Casino

Opportunités

- Dématérialisation croissante de la communication promotionnelle (solutions Webcoupon, m-coupon)
- Rationalisation des processus de traitement des coupons en France
- Devenir un acteur majeur de la digitalisation du secteur

Menaces

- Impact défavorable de la LME, mettant fin au système de marges arrières et impactant les budgets de communication des enseignes de la distribution
- Influence de WPP au capital (34,1 % du capital)

Synthèse et Opinion

Une belle dynamique qui devrait se poursuivre en 2016

Lors de la présentation des résultats, HighCo a présenté des guidances 2016 faisant ressortir une nouvelle progression de l'activité et de la rentabilité. Ainsi, le groupe attend une croissance de sa marge brute d'au minimum +4,0 % à PCC en 2016 accompagnée d'une hausse du RAO d'au moins +10,0 % (marge opérationnelle supérieure à 15,6 %). Nous estimons que le groupe est tout à fait en mesure de réaliser ces objectifs au vue de l'évolution du mix vers le Digital et de la recovery de l'International.

50 % de Digital en 2017

Le Digital poursuit sa montée en puissance au sein des activités d'HighCo en représentant 41,3 % de l'activité du groupe en 2015 (vs. 34,8 % en 2014). La France est aujourd'hui la zone la plus digitalisée (49,2 % de la MB en 2015, plus de 50 % de la MB au S2 2015), l'International adoptant de manière moins rapide les nouvelles solutions.

Toutefois, le groupe anticipe d'atteindre son objectif de réaliser 50 % de sa marge brute dans le Digital en 2017 et de dépasser les 45 % en 2016. Dans la réalisation de cet objectif, HighCo pourra s'appuyer sur 1/ la forte croissance de ses solutions 100 % digitales de Drive to Store, notamment grâce au data marketing, 2/ la poursuite de la digitalisation des solutions In-Store et 3/ les nouveaux services digitaux apportés aux distributeurs.

Opinion Achat

Suite à cette bonne publication, nous rehaussons nos estimations de marge brute et de rentabilité, confiants dans les guidances communiquées par le management. Après mise à jour de notre modèle, intégrant nos nouvelles estimations, la valorisation de HighCo ressort désormais à 10,60 € par titre (vs. 10,00 € précédemment). Nous maintenons notre Opinion Achat.



Sommaire

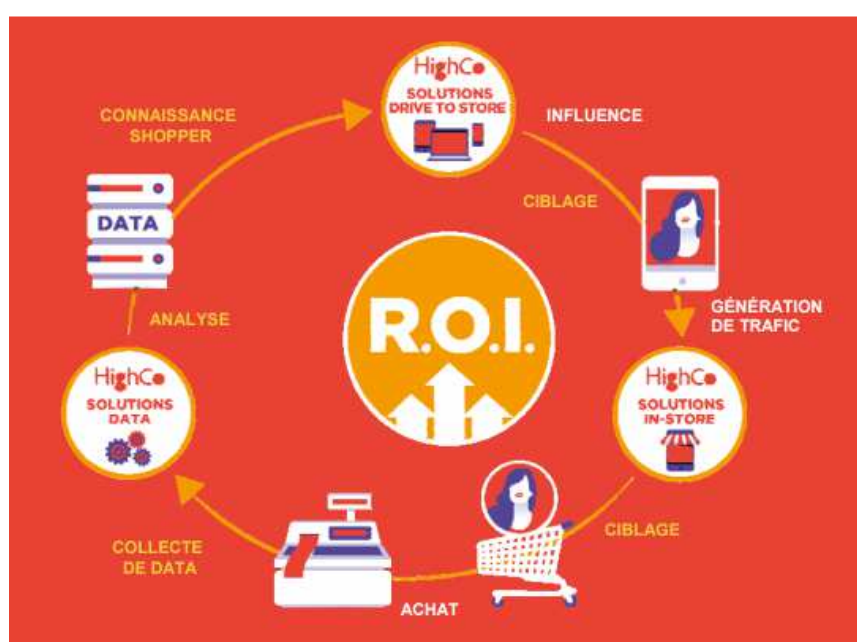
1	Présentation de la société.....	4
1.1	Offre du groupe.....	4
1.2	Un positionnement sur la communication promotionnelle hors-média qui se digitalise toujours davantage.....	6
1.3	Un positionnement unique sur la scène européenne	7
2	Résultats FY 2015 et perspectives 2016.....	9
2.1	Retour sur l'exercice 2015	9
2.2	Une croissance rentable qui devrait se poursuivre sur un rythme dynamique en 2016.....	10
3	Prévisions	11
3.1	Marge brute et rentabilité	11
3.2	Santé financière	11
4	Valorisation	12
4.1	DCF	12
4.2	Comparables	14
5	Synthèse des comptes	17
5.1	Compte de résultats simplifié	17
5.2	Bilan – principaux agrégats	17
5.3	Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats.....	17
5.4	Ratios financiers.....	18
6	Avertissements importants.....	19
6.1	Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research.....	19
6.2	Détection de conflits d'intérêts potentiels	19
6.3	Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois.....	19
6.4	Répartition des opinions	19
6.5	Avertissement complémentaire	20

1 Présentation de la société

HighCo est une société qui propose, depuis 1990, des solutions de marketing promotionnel aux annonceurs, marques de grande consommation d'une part et enseignes de la grande distribution d'autre part. Les activités de la société se concentrent autour de deux principaux pôles dédiés aux solutions marketing pour le retail avec 1/ des solutions To Store et In-Store et 2 / des solutions de gestion des Datas.

1.1 Offre du groupe

Le groupe a développé de nombreuses solutions permettant de cibler et de guider les consommateurs dans leurs actes d'achats au travers des solutions de ciblage in-store et to store issues, pour partie, de l'analyse du comportement des consommateurs grâce aux solutions de gestion des datas. Ces analyses permettent à HighCo d'optimiser le ciblage du shopper et, de ce fait, de sensiblement améliorer le ROI des campagnes des annonceurs.



Source : HighCo

La performance des offres de HighCo repose sur 5 principaux piliers, la puissance (le groupe est en mesure de toucher plusieurs millions de shopper lors d'une campagne marketing), le multicanal (présence sur les différents supports, print, écran, tablettes et smartphones), la connaissance (collecte, traitement et utilisation des datas), le temps réel (capacité à pousser une offre en temps réel) et le multi solutions (cash-back, jeux concours,...).



Source : HighCo

LES SOLUTIONS TO STORE 100 % DIGITALES

Les solutions to store, permettant de faire venir le consommateur en magasin, proposées par HighCo sont :

- les **webcoupons**, qui connaissent actuellement un très fort essor (+23 % yoy des volumes de coupons digitaux émis en 2015, soit 50,4 millions de coupons) et sur lesquels HighCo occupe la place de leader en Europe. En 2014, le groupe a notamment débuté la commercialisation d'une solution de retargeting dans ce domaine en partenariat avec Criteo ;
- les **réseaux sociaux**, grâce à la prise de participation dans la société Milky (progression de la marge brute de +18 % yoy en 2015). En 2015, HighCo a notamment travaillé pour des clients comme SNCF, Nuxe ou Les Echos ;
- le **mobile** (hausse de +51 % yoy de la MB en 2015), avec les m-coupons, les push SMS (403 millions envoyés en 2015) et l'application mobile Prixing ;
- le **load to card** ;
- les **e-coupons** pour e-marchand grâce à une participation prise (19,6 %) en juillet 2014 dans une start-up (Yuzu) aux Etats-Unis.

Grâce à ses nombreuses solutions, HighCo est aujourd'hui en mesure de réaliser pour ses clients des opérations de Drive to Store multicanales (exemple Tropicana), mêlant les applications shopping, les campagnes display sur les sites partenaires, les newsletters et l'emailing.

En 2015, le groupe a notamment réalisé sa première campagne de display programmatique mobile avec Franprix dans le but de relayer les produits en promotions présents sur le prospectus franprix. La communication avec les shoppers s'est effectuée via des bannières géo-ciblées sur plus de 500 applications mobiles présentes dans la zone de chalandise des magasins.

LES SOLUTIONS IN-STORE

Les solutions digitales in-store du groupe sont :

- le **Drive**, avec la commercialisation d'espaces publicitaires sur les sites de Drive des groupe Auchan, Carrefour, Intermarché, Casino et Chrondrive. Le groupe est ainsi en mesure de toucher plus de 5 millions de visiteurs uniques par mois via des offres de Display, de couponing et de jeux, permettant de répondre aux attentes des principales marques ;
- la **radio et digital signage**, pour la communication sonore en magasin ;
- le **check-out**, l'émission de coupons ciblés en caisse. Sur cette activité, HighCo est notamment présent chez Auchan (2013) et en 2014 chez Casino.

Les solutions in-store papier restent, pour le moment, majoritaires avec les **coupons linéaires** (décroissance de l'activité) et les **médias classiques** (affichage en magasin). Le Digital occupe lui une place de plus en plus importante dans les activités In-Store de HighCo et a représenté 24,3 % de l'activité en 2015 (vs. 18,9 % en 2014).

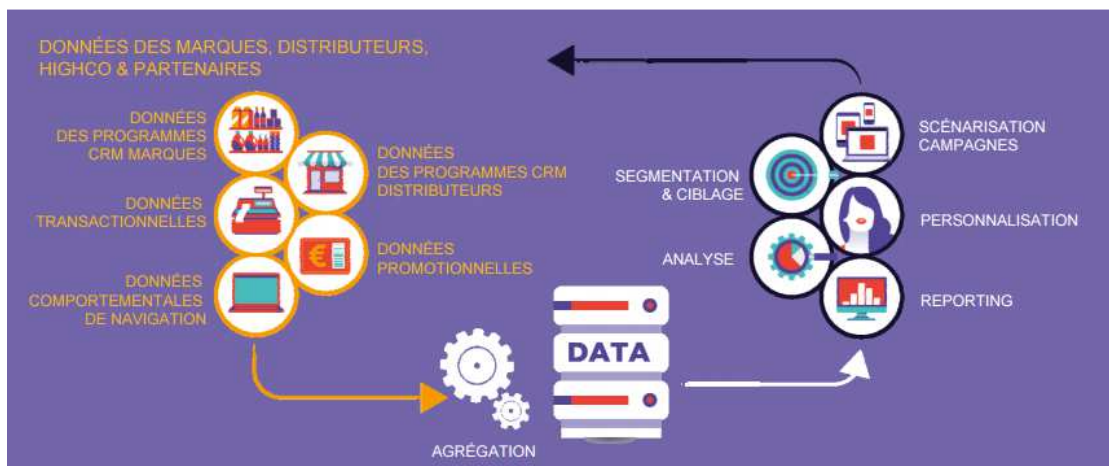
LES SOLUTIONS DE GESTION DEMATERIALISEE

La gestion des datas tend de plus en plus à se dématérialiser, notamment sur le traitement dématérialisé des coupons et les opérations d'Offres De Remboursement digitales. Ainsi,

- la **gestion des coupons** (traitement dématérialisé des coupons) progresse sur la France grâce aux sites de e-commerce alimentaire ;
- la **gestion des ODR (ODR, Offre De Remboursement)** enregistre toujours une forte croissance, notamment grâce au Digital. En 2015, le nombre d'e-ORD a progressé de +32 %.

DES SOLUTIONS QUI S'ARTICULENT AUTOUR DE LA COLLECTE ET DE L'EXPLOITATION DE LA DATA

Afin de pousser la bonne offre, au bon shopper, au bon moment, le groupe a articulé ses activités autour de la collecte, de la gestion et de l'analyse des datas. Ces dernières se retrouvent au cœur de l'écosystème du groupe et proviennent des marques, des distributeurs et des partenaires d'HighCo. Une fois traitées, ces données (comportementales, fidélité, crm, transactions,...) sont utilisées afin de personnaliser les offres aux cibles choisies et de créer des scénarii de campagnes publicitaires.



Source : HighCo

Récemment, en février 2016, HighCo a procédé à une acquisition stratégique dans le traitement des datas grâce au rachat de 100 % des parts de la société Capitaldata. Le groupe s’est ainsi doté d’outils permettant d’automatiser et de très fortement personnaliser les messages marketing.

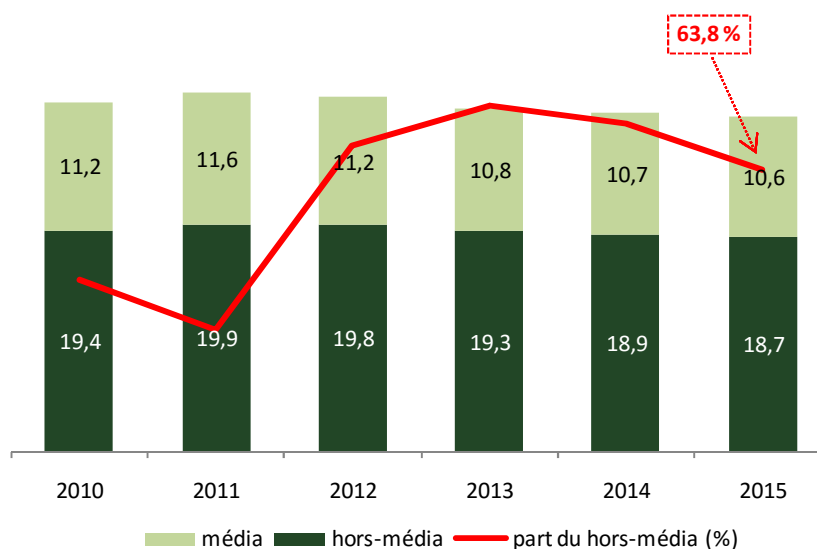
1.2 Un positionnement sur la communication promotionnelle hors-média qui se digitalise toujours davantage

UN POSITIONNEMENT SUR LA COMMUNICATION PROMOTIONNELLE HORS MEDIA...

HighCo est historiquement positionné sur la communication promotionnelle hors-média des grandes enseignes de la distribution alimentaire. Ce positionnement ciblé permet à la société d’adresser un marché représentant près de 45 % des dépenses globales de communication, regroupant d’une part, les dépenses en communication des marques, et, d’autre part, les investissements publicitaires des enseignes de la grande distribution. En outre, au sein même du segment hors-média de la communication, HighCo se positionnent sur les 2 secteurs qui captent la plus grande part des dépenses publicitaires, à savoir le marketing direct et la promotion.

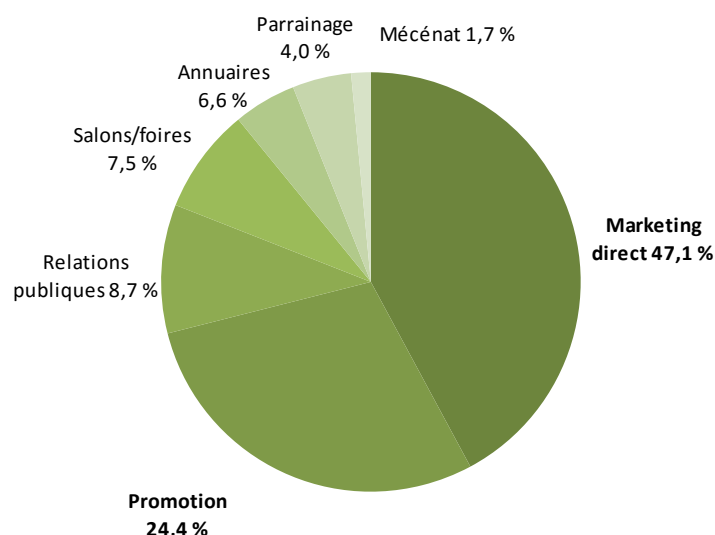
Pour rappel, les deux graphiques ci-après permettent d’apprécier le positionnement stratégique de HighCo, du fait de la part du hors-média dans les dépenses de communication totales des annonceurs, et des parts du marketing direct et de la promotion dans le hors-média.

Dépenses de communication média et hors-média en France, en milliards d’euros



Source : Irep – France Pub 2015

Ventilation des dépenses de communication hors-média par catégorie, en 2015



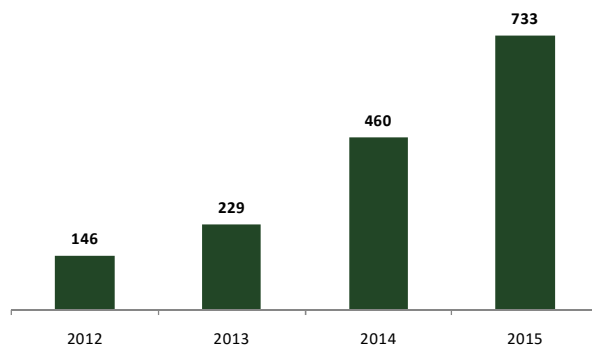
Source : Irep – France pub 2015

...QUI SE DIGITALISE A GRANDE VITESSE

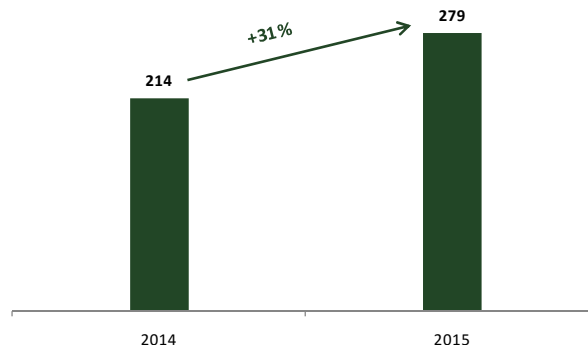
Bien qu'HighCo se positionne majoritairement sur la communication promotionnelle hors-média, la digitalisation des activités pousse désormais le groupe à être présent sur les principaux canaux digitaux que sont le mobile et les réseaux sociaux.

Ainsi, comme l'indiquent les graphiques ci-dessous, HighCo se positionne sur les marchés les plus dynamiques du Digital.

Evolution des investissements publicitaires mobiles et tablettes en France (en M€)



Revenus publicitaires générés en France par les réseaux sociaux (en M€)



Source : SRI - PwC

Dans les années à venir, le mobile devrait continuer à être fortement tiré par 1/ les réseaux sociaux, les ¾ des utilisateurs de ces réseaux se connectant par mobile et le fait qu'ils soient connectés en permanence permet une gestion plus fine de la publicité, 2/ le drive-to-store, avec le couplage croissant de la géolocalisation et de la data, les dispositifs off/online et le tracking sur point de vente et 3/ le programmatique sur mobile.

1.3 Un positionnement unique sur la scène européenne

UNE STRATEGIE PROACTIVE DE DEVELOPPEMENT SUR LE DIGITAL...

Afin d'accélérer sa mutation vers les activités Digitales, HighCo mène concomitamment à ses acquisitions internationales une stratégie de croissance externe dans l'univers du Digital depuis 2011. Les acquisitions dans le Digital ont porté sur :

- **RC Medias**, un important acteur français des solutions Digitales Radio et Vidéo in-store. En faisant l'acquisition de la société fin 2011, HighCo a complété et renforcé sa présence sur les médias digitaux in-store ;
- **Pricing**, une application mobile destinée à la comparaison de prix et au couponing. L'application, acquise début 2014, agrège une base de données forte de 2 millions de produits répartis sur 20 000 points de vente ;



- **Milky**, une agence de social media française spécialisée dans le marketing sur les réseaux sociaux. Cette acquisition permet désormais à HighCo d'intégrer le canal des réseaux sociaux, notamment pour ses activités de couponing ;
- **Yuzu**, prise de participation de 19,6 % dans cette start-up basée aux Etats-Unis et dont les activités se concentrent autour des e-coupons pour les webmarchands ;
- **Mobeye**, prise d'une petite participation dans la société dans le cadre des HighCo First Awards 2015. La société est spécialisée dans les solutions de veille in store collaborative ;
- **Capitaldata**, acquisition de 100 % des parts de la société spécialisée dans la collecte, la gestion, le traitement et l'exploitation des datas au travers d'une DMP. Grâce à un moteur de recommandation et des connecteurs cross canal, la société est en mesure de pousser de manière automatique des messages très personnalisés.

Les activités Digitales ont une nouvelle fois fortement progressé et ont représenté en 2015 plus de 41,0 % de la marge brute (vs. 35,0 % en 2014), la France ayant d'ores et déjà franchi le cap symbolique des 50 % d'activités digitales au S2 2015 (52,4 %). Sur l'ensemble du groupe, HighCo s'attend à franchir son objectif de 50 % de digitalisation en 2017.

...ET A L'INTERNATIONAL

Après une première phase d'expansion internationale rapide mais mal maîtrisée entre 2000 et 2005, phase suite à laquelle le groupe a recentré ses activités en France et au Benelux, HighCo cherche aujourd'hui à retrouver une envergure européenne, en menant une stratégie d'acquisitions ciblées sur ses cœurs de métiers dans les pays européens, notamment ceux n'ayant pas encore atteint une certaine maturité dans les métiers du groupe.

Conformément à sa politique de développement à l'international débutée au début de l'exercice 2011, HighCo a réalisé l'acquisition de trois sociétés à l'international, à savoir POS Media en Europe Centrale (2011), MRM au Royaume-Uni (2011) et Integral Shopper aux Emirats Arabes Unis (prise de participation à hauteur de 30 % en 2013), et a également ouvert une filiale en Russie (détenue à 80 % par la filiale POS Media, ouverture annoncée au S1 2013).

- **POS Media** est le plus important groupe de communication sur le lieu de vente (Store) d'Europe Centrale, avec une présence dans 7 pays (République Tchèque, Slovaquie, Pologne, Hongrie, Ukraine, Turquie et Allemagne). Le portefeuille de clients de cette société se compose des principaux distributeurs présents en Europe Centrale (Tesco, Carrefour, Ahold, Albert,...) ainsi que des grands industriels (P&G, Nestlé, Unilever, Danone,...) ;
- **MRM**, Multi Resource Marketing, est une société basée au Royaume-Uni et spécialisée dans les solutions marketing (traitement de données, clearing de coupons, logistique promotionnelle). Cette société a réalisé en 2010 une marge brute de 3,0 M€ et affiche, comme POS Media, une rentabilité proche de celle de HighCo ;
- **Integral Shopper**, société basée aux Emirats Arabes Unis pionnière de l'émission et du traitement de coupons au GCC (Gulf Cooperation Council).

2 Résultats FY 2015 et perspectives 2016

2.1 Retour sur l'exercice 2015

UNE CROISSANCE PORTEE UNE NOUVELLE FOIS PAR LE DIGITAL MAIS EGALEMENT PAR LA RECOVERY DE L'INTERNATIONAL

Au titre de l'exercice 2015, HighCo a affiché une performance bien supérieure à nos attentes en affichant une marge brute de 75,4 M€, en progression de +6,4 % yoy à données publiées et de +5,5 % yoy à PCC. Cette croissance est largement tirée par le Digital, qui a affiché une hausse de +26,6 % yoy à PCC, venant plus que compenser le recul limité des activités offline (-5,6 % yoy). Par zone géographique :

- la France présente une nouvelle fois une forte croissance et ce, grâce aux solutions 100 % digitales (+31,2 % yoy) et aux activités Data. Sur l'ensemble de l'exercice, la marge brute a progressé de +7,3 % yoy à PCC, à 48,1 M€, avec une part du Digital représentant près de la moitié de la marge brute (49,2 %) ;
- l'International a marqué en 2015 une recovery dynamique, avec notamment une très belle performance au Benelux (+5,7 % yoy à PCC) et en Europe du Sud (+56,3 % yoy à PCC) en fin d'exercice. Le seul pays en décroissance du groupe reste le Royaume-Uni (-20,1 % yoy à PCC), mais ce dernier a affiché une inflexion plus positive sur la fin d'année. Sur l'exercice 2015, l'International a ainsi retrouvé le chemin de la croissance avec une marge brute de 27,3 M€, en progression de +2,6 % yoy à PCC.

Marge Brute de HighCo, en M€

MB en M€	2014	2015	Δ (en %)	Δ (en %) à PCC
T1	17,4	17,8	+2,5 %	+1,1 %
T2	18,7	19,4	+4,1 %	+3,2 %
T3	17,0	17,8	+4,8 %	+4,3 %
T4	17,8	20,3	+14,0%	+13,5 %
FY	70,9	75,4	+6,4 %	+5,5 %

Source : HighCo

NOUVELLE FORTE AUGMENTATION DU RAO EN 2015

Au titre de l'exercice 2015, HighCo a affiché une nette progression du RAO, de +17,1 % yoy à 11,2 M€. Cette très bonne performance provient de plusieurs éléments, à savoir 1/ une forte maîtrise des charges de structure, 2/ un mix d'activité vers le Digital pouvant apporter davantage de rentabilité et 3/ la recovery de l'International.

Par zone géographique, le RAO ressort 1/ en France à 8,7 M€ (marge opérationnelle de 18,1 % en 2015 vs. 16,1 % en 2014) et 2/ à l'International à 2,4 M€ (marge opérationnelle de 8,9 % en 2015 vs. 8,8 % en 2014).

Compte tenu de la progression du RAO et de charges de restructuration légèrement inférieures à celles de 2014, le groupe a dégagé un résultat opérationnel courant de 10,5 M€, en progression de +19,4 % yoy.

Après une charge d'impôts de 3,8 M€ et une quote-part des entreprises associées de 0,1 M€, le résultat net part du groupe ressort en très nette hausse à 6,8 M€ (+26,0 % yoy par rapport au rnpj ajusté de 2014). Le BNPA ressort, quant à lui, à 0,65 € par titre.

Compte de résultat simplifié 2015 de HighCo

en M€	2014	2015	en % de var.	
Marge Brute	70,9	75,4	+6,4 %	Marge Brute tirée par le Digital et la recovery de l'International
Charges indirectes	61,4	64,2	+4,7 %	
RAO	9,5	11,2	+17,1 %	Forte maîtrise de la structure de coûts permettant une hausse significative du RAO
<i>en % de la MB</i>	<i>13,4%</i>	<i>14,8%</i>	<i>+140 pb</i>	
Charges de restructuration	0,7	0,7	-	Amélioration du RAO portée par la France (+20,8 % yoy) et l'International (+5,3 % yoy)
ROC	8,8	10,5	+19,4 %	
<i>en % de la MB</i>	<i>12,4%</i>	<i>13,9%</i>	<i>+150 pb</i>	
Autres produits et charges opérationnels	0,1	0,1	-	Forte amélioration de tendance en Europe Centrale avec POS Media
ROP	8,9	10,6	+18,9 %	
<i>en % de la MB</i>	<i>12,5%</i>	<i>14,0%</i>	-	
Autres produits et charges financiers	0,1	0,2	-	BNPA de 0,65 € par action en 2015
Impôt	3,1	3,9	+25,8 %	
Quote-part des entreprises associées	-3,5	0,1	-	
RNPG	2,4	6,8	+178,6 %	
<i>en % de la MB</i>	<i>3,4%</i>	<i>9,0%</i>	-	

Source : HighCo

En 2015, le groupe a dégagé une CAF de 8,1 M€ accompagnée d'une ressource en fonds de roulement supplémentaire de 5,1 M€. Après flux de financements et d'investissements (1,6 M€), dividendes au titre de 2014 (1,6 M€) et rachats d'actions (0,5 M€), la trésorerie nette du groupe ressort à 40,8 M€ au 31 décembre 2015 (vs. 31,2 M€ au 31 décembre 2014), constituée d'une dette financière brute de 14,5 M€ et d'une trésorerie brute de 55,3 M€. Il est important de noter que la ressource en fonds de roulement d'exploitation ressort à 46,7 M€ (activités de clearing notamment). L'endettement net propre du groupe ressort ainsi à 5,9 M€.

2.2 Une croissance rentable qui devrait se poursuivre sur un rythme dynamique en 2016

Pour l'exercice 2016, HighCo anticipe de poursuivre ses activités sur un rythme très dynamique et anticipe de réaliser une marge brute en hausse à PCC d'au moins +4,0 %. Cette nouvelle progression attendue de la marge brute provient essentiellement du Digital, aussi bien en France qu'à l'International. HighCo ambitionne ainsi d'atteindre 50 % de son activité dans le Digital en 2017, avec une part supérieure à 45 % en 2016.

De la même manière que le groupe anticipe une nouvelle progression de sa marge brute, HighCo prévoit d'afficher un RAO 2016 en hausse d'au minimum +10,0 %, soit 12,3 M€. A l'image de la progression de la rentabilité observée en 2015, cette guidance s'appuie à la fois sur une forte maîtrise des charges de structure, mais également un mix d'activité Digital plus favorable à la marge et à une remontée des marges à l'International.

Enfin, le groupe devrait poursuivre sa stratégie d'acquisitions ciblées afin de renforcer son expertise dans le domaine du Digital et de la Data.



3 Prévisions

3.1 Marge brute et rentabilité

Suite à la publication des résultats 2015 et à la guidance communiquée par la société, nous rehaussons légèrement nos prévisions de marge brute et de RAO.

Nos prévisions de marge brute (indicateur central de l'évolution des activités du groupe) pour les deux prochains exercices ressortent désormais à 79,4 M€ en 2016 et à 82,5 M€ en 2017, le groupe prévoyant notamment une croissance de +4,0 % à PCC au minimum en 2016.

En termes de rentabilité, nous anticipons un RAO en hausse en 2016 à 15,8 % de la marge brute (vs. 14,8 % en 2014), le groupe anticipant une hausse d'au moins +10,0 % du RAO sur l'ensemble de l'exercice. Nous attendons ainsi un RAO 2016 de 12,6 M€ et de 13,7 M€ en 2017.

3.2 Santé financière

En termes d'investissements, la société maintient sa guidance de CAPEX, en tablant sur un montant compris entre 1,5 M€ et 2,0 M€ pour 2016. La société a également indiqué vouloir poursuivre sa politique d'acquisitions ciblées.

Le groupe devrait également poursuivre son plan de rachat d'actions, avec un maximum de 1,0 M€ sur l'année 2016.

4 Valorisation

4.1 DCF

4.1.1 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 :

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

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 ¹	4	3	2	1	0
Liquidité ²	[66 % ; 100 %]	[33 % ; 66 %]	[15 % ; 33 %]	[5 % ; 15 %]	[0 % ; 5 %]
Taille de la marge brute (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 ³	[0 % ; 10 %]	] 10 % ; 20 %]	] 20 % ; 30 %]	] 30 % ; 40 %]	] 40 % ; 100 %]

Dans le cas de HighCo, nous obtenons la matrice suivante :

	++	+	=	-	--	Prime Small Caps
Gouvernance d'entreprise						0,40%
Liquidité						0,80%
Taille de la MB*						0,60%
Rentabilité opérationnelle (ROP/MB)*						0,60%
Gearing						0,20%
Risque Client						0,60%
TOTAL						3,20%

* Il convient de noter que les critères de taille de revenus comme de rentabilité opérationnelle sont appréciés par rapport à l'agrégat de marge brute de la société, indicateur opérationnel principal du groupe.

Par conséquent, sur la base d'un taux sans risque de 0,70 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source : Agence France Trésor), d'une prime de marché de 7,50 % (sources : Natixis Securities, estimation Genesta), d'un beta de la société de 0,88 (source : Damodaran), d'une prime de risque Small Caps de 3,20 % et de l'endettement net négatif de la société au 31 décembre 2015, le taux d'actualisation s'élève à 10,50 %.

¹ 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.

² Taux de rotation du capital au cours d'une année.

³ Part de la marge brute représentée par les 5 clients les plus importants.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
0,70 %	7,50 %	0,88	3,20 %	10,50 %	NS	NS	NS	10,50 %

Source : AFT, Natixis Securities, Damodaran, estimations Genesta

4.1.2 Calcul de FCF opérationnels

Avec un taux d'actualisation de 10,50 %, nous obtenons le tableau de flux de trésorerie disponible suivant (en M€) :

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Marge Brute	70,892	75,425	79,387	82,528	85,829	88,404	91,056	93,788	96,601	99,499	100,992
Excédent brut d'exploitation	10,077	11,921	13,411	14,612	14,758	14,905	15,054	15,205	15,357	15,511	15,666
Impôt	3,056	3,852	4,309	4,725	5,256	5,296	5,339	5,381	5,424	5,467	5,510
Investissements	1,330	1,580	1,750	1,750	1,890	2,041	2,204	2,381	2,571	2,777	2,999
Variation de BFR		-5,290	-1,793	-1,919	5,135	-0,131	-0,098	-0,063	-1,368	-0,027	0,221
FCF opérationnels		11,778	9,144	10,056	2,477	7,699	7,610	7,506	8,729	7,293	6,935
FCF opérationnels actualisés		11,778	8,275	8,236	1,836	5,164	4,619	4,123	4,340	3,281	2,824

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		54,476	62,4%
Période 11-20 ans	2,0%	17,397	19,9%
Taux de croissance à l'infini	1,5%	15,494	17,7%
Total		87,368	100,0%
dont valeur terminale		32,892	37,6%

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de HighCo ressort à 87,368 M€.

4.1.3 Calcul de la valeur par action

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

FCF actualisés (2014-2024)	54,476
+ Valeur terminale actualisée	32,892
+ Titres financiers	1,335
+ Titres mis en équivalences	0,000
- Provisions	1,595
- Endettement financier net	-40,770
- Minoritaires	-0,042
= Valeur des Capitaux Propres pg	127,920
Nombre d'actions	11,211
Valeur par action	11,41

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 11,41 € soit un potentiel d'appréciation de la valeur selon cette méthode de +30,3 % par rapport au cours de clôture du 23 mars 2016 de 8,76 €.

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				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
CMPC	9,50%	11,65	11,73	11,81	11,91	12,02
	10,00%	11,45	11,52	11,61	11,70	11,80
	10,50%	11,26	11,33	11,41	11,50	11,60
	11,00%	11,08	11,15	11,22	11,31	11,40
	11,50%	10,90	10,97	11,04	11,12	11,21

4.2 Comparables

4.2.1 Choix des comparables

Leader sur les marchés français et belge du couponing et du clearing, HighCo s'est construit ces dernières années un positionnement diversifié entre les activités Store (PLV, logistique promotionnelle, etc.), Data (clearing, couponing, etc.) et Digital (Webcoupon, m-coupon, etc.). En ce sens, HighCo ne dispose pas réellement de concurrent direct présent sur l'ensemble de ses lignes de métiers, ni de société cotée directement comparable. Ainsi, la composition de notre échantillon de comparables vise à : 1/ apprécier les activités Data et le positionnement fort de HighCo sur les marchés du couponing et du clearing français et belge, et ce en utilisant des comparables internationaux, sur des marchés équivalents en termes de développement du marketing direct (par exemple les Etats-Unis) ; et 2/ approcher la ligne de métier la plus contributrice de marge brute de HighCo, à savoir les activités Store, en utilisant des comparables présents sur les métiers de PLV ou d'affichage en magasins.

Dans cette perspective, notre échantillon de comparables est composé de Custom Solutions, récemment coté sur Alternext, Tessi, 1000mercis et Prismaflex International. Malgré la comparabilité des activités, nous n'avons pas intégré à notre échantillon les sociétés Media 6 et CRM Company Group, celles-ci ne disposant pas de consensus.

Custom Solutions : Custom Solutions, société récemment introduite en bourse sur le marché Alternext, est un spécialiste des services marketing, en particulier à travers ses offres de gestion des opérations promotionnelles ou de logistique promotionnelle.

Tessi : Outre ses activités dans les moyens de paiement, Tessi est un acteur important des services marketing en France. La société propose des solutions de gestion de données clients, de la collecte à la structuration. Le groupe propose également des solutions de marketing direct, de marketing et logistique promotionnels, ainsi que de e-commerce.

1000mercis : 1000mercis est une agence française de communication, spécialisée dans les prestations de publicité (environ la moitié du chiffre d'affaires) et de marketing interactif (environ l'autre moitié). Le groupe s'attache à développer des solutions d'optimisation de campagnes de publicité et de marketing auprès de ses clients, d'exploitation de bases de données, sur les médias interactifs que sont Internet et le Mobile.

Prismaflex International : Prismaflex est un groupe français proposant des supports d'affichage de tout type. En particulier, le groupe est présent sur les supports d'affichage en magasins.

Le tableau ci-dessous récapitule les principaux agrégats, en M€, des sociétés composant notre échantillon :

	CA 14	CA 15	CA 16	EBE 14	EBE 15	EBE 16	REX 14	REX 15	REX 16	RN 14	RN 15	RN 16
Custom Solutions SA	19,727	18,500	18,600	1,022	1,600	1,600	-0,012	1,300	1,300	0,389	0,500	0,600
Tessi SA	247,195	290,000	383,500	39,479	55,100	69,200	30,634	45,000	55,900	18,445	25,800	34,000
1000mercis SA	45,193	52,700	61,630	12,153	11,781	14,047	10,305	9,100	10,700	6,217	5,216	6,788
Prismaflex International SA	48,571	51,000	53,000	1,735	3,300	3,700	-0,315	2,000	2,400	-0,203	1,000	1,500

Source : Infinaucials au 23/03/2016

	Capitalisation	Dettes nettes	Minoritaires	VE
Custom Solutions SA	27,963	-21,428	0,314	6,849
Tessi SA	401,747	-176,996	0,000	224,751
1000mercis SA	129,062	-5,620	0,000	123,442
Prismaflex International SA	15,431	7,500	0,000	22,931

Source : Infinaucials au 23/03/2016

4.2.2 Valorisation

Le tableau ci-dessous détaille les principaux multiples boursiers des sociétés comparables composant notre échantillon :

	VE/CA 15	VE/CA 16	VE/ EBE 15	VE/ EBE 16	VE/REX 15	VE/REX 16	PE 15	PE 16
Custom Solutions SA	0,37	0,37	4,28	4,28	5,27	5,27	NS	NS
Tessi SA	0,78	0,59	4,08	3,25	4,99	4,02	15,57	11,82
1000mercis SA	2,34	2,00	10,48	8,79	13,57	11,54	24,74	19,01
Prismaflex International SA	0,45	0,43	6,95	6,20	11,47	9,55	15,43	10,29
Moyenne	0,98	0,85	6,45	5,63	8,82	7,60	18,58	13,71
Médiane	0,61	0,51	5,61	5,24	8,37	7,41	15,57	11,82

Le tableau ci-après montre les valorisations induites (en M€) pour HighCo en fonction des multiples appliqués sur la base des valorisations actuelles affichées par les sociétés de l'échantillon.

	MB 15	MB 16	EBE 15	EBE 16	REX 15	REX 16	RN 15	RN 16
HighCo	75,425	79,387	11,921	13,411	10,548	11,970	6,755	7,661
Valorisation induite	114,959	107,996	117,566	116,201	133,787	131,633	125,525	105,001
	86,902	81,155	107,649	110,979	128,972	129,436	105,186	90,523
Valorisation moyenne / action	8,72		10,09		11,68		9,51	

Compte tenu de la différence entre la capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon de comparables retenu et celle de HighCo, 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 HighCo, cette méthode nous amène à mettre en œuvre une décote de taille de -2,2 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	143,6	M€
Capitalisation non corrigée de la société	112,1	M€
Rapport des capitalisations	78,1 %	
Décote à appliquer	-2,2 %	

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne / action	8,53	9,87	11,43	9,30
Moyenne	9,78			

Ainsi, l'approche par la méthode des multiples boursiers de sociétés comparables nous amène à une fourchette de valorisation de 8,53 € – 11,43 €, et en moyenne à un prix par action de 8,34 €. Sur la base du cours de clôture de l'action HighCo au 23 mars 2016 de 8,76 €, le titre présente selon cette approche un upside de +11,6 %.

4.2.3 Méthodologie de la décote

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%	

5 Synthèse des comptes

5.1 Compte de résultats simplifié

Au 31/12 (M€)	2013	2014	2015	2016E	2017E
Marge brute*	71,81	70,89	75,43	79,39	82,53
% évolution	0,2%	-1,3%	6,4%	5,3%	4,0%
% du CA	54,0%	52,0%	52,0%	52,0%	52,0%
Charges de personnel	42,50	41,91	44,06	45,76	46,85
% de la marge brute	59,2%	59,1%	58,4%	57,6%	56,8%
Charges externes	18,34	17,74	18,81	19,85	20,63
% de la marge brute	25,5%	25,0%	24,9%	25,0%	25,0%
Impôts et taxes	1,39	1,49	1,58	1,67	1,73
% de la marge brute	1,9%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Autres produits et charges d'exploitation	0,28	-0,33	-0,35	-0,10	-0,10
% de la marge brute	0,4%	-0,5%	-0,5%	-0,1%	-0,1%
Résultat des activités ordinaires	8,80	9,52	11,15	12,57	13,72
% évolution	-17,2%	8,2%	17,1%	12,7%	9,2%
% de la marge brute	12,3%	13,4%	14,8%	15,8%	16,6%
Résultat Opérationnel	-2,38	8,86	10,55	11,97	13,12
% de la marge brute	-3,3%	12,5%	14,0%	15,1%	15,9%
Résultat financier	-2,18	0,13	0,06	0,00	0,00
Résultat avant impôt	-4,57	8,99	10,61	11,97	13,12
Impôts	2,71	3,06	3,85	4,31	4,72
% Taux d'impôt effectif	NS	34,0%	36,3%	36,0%	36,0%
Résultat Net Part du Groupe	-7,27	2,45	6,76	7,66	8,40
% évolution	-222,9%	-133,7%	175,5%	13,4%	9,6%
% de la marge brute	-10,1%	3,5%	9,0%	9,7%	10,2%

Poursuite de la croissance organique en 2016 grâce à la montée en puissance du Digital et à la recovery de l'International

Poursuite de la progression du RAO

Baisse du RNPG en 2014 en raison principalement de la dépréciation de goodwill de POS Media pour 2,9 M€

*effet périmètre lié aux normes IFRS 10 & 11 à compter du 1 janvier 2014 mettant en équivalence POS Media et RMT

5.2 Bilan – principaux agrégats

Au 31/12 (M€)	2013	2014	2015	2016E	2017E
Ecart d'acquisition	79,72	76,43	76,88	76,88	76,88
Immobilisations incorporelles	2,93	2,93	2,99	3,34	3,69
Immobilisations corporelles	3,51	3,05	2,88	3,23	3,58
Immobilisations financières	1,13	3,31	3,50	3,67	3,85
BFR	-38,70	-41,43	-46,72	-48,51	-50,43
% de la marge brute	-53,9%	-58,4%	-61,9%	-61,1%	-61,1%
Dettes financières	15,38	15,35	14,49	13,00	10,00
Trésorerie et équivalents de trésorerie	41,56	46,55	55,26	60,80	65,24
Endettement net	-26,18	-31,21	-40,77	-47,80	-55,25

Fortes ressources en fonds de roulement

5.3 Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats

Au 31/12 (M€)	2013	2014	2015	2016E	2017E
CAF	6,40	7,25	8,20	9,10	9,89
Investissements	2,51	1,33	1,58	1,75	1,75
% de la marge brute	3,5%	1,9%	2,1%	2,2%	2,1%
Variation du BFR	-1,40	-2,73	-5,29	-1,79	-1,92
Flux de trésorerie d'exploitation net	5,29	8,65	11,91	9,14	10,06



5.4 Ratios financiers

Au 31/12 (M€)	2013	2014	2015	2016E	2017E
Bénéfice net par action corrigé	0,37	0,24	0,65	0,74	0,81
% évolution	-35,7%	-36,2%	175,5%	13,4%	9,6%
Capitalisation boursière	52,69	51,12	108,07	98,21	98,21
Valeur d'entreprise*	65,12	56,25	114,00	104,14	104,14
P/E	14,13	20,85	16,00	12,82	11,69
P/CF	0,57	0,65	0,73	0,81	0,88
Market to Book	0,77	0,74	1,45	1,20	1,08
VE / MB	0,91	0,79	1,51	1,31	1,26
VE / RAO	7,40	5,91	10,22	8,28	7,59
VE / ROC	9,84	6,35	10,81	8,70	7,93
RAO / MB	12,3%	13,4%	14,8%	15,8%	16,6%
ROP / CA	-3,3%	12,5%	14,0%	15,1%	15,9%
RN pg / MB	-10,1%	3,5%	9,0%	9,7%	10,2%
Gearing	-38,1%	-45,1%	-54,7%	-49,7%	-56,6%
Capitaux engagés	48,59	44,29	39,53	38,61	37,56
RCE	-10,5%	13,1%	16,9%	19,8%	22,4%
Rentabilité des Fonds Propres	-10,6%	3,5%	9,1%	9,3%	9,3%

*retraitée du fonds de roulement de l'activité Data

6 Avertissements importants

6.1 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.

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

Le détail des méthodes appliquées par Genesta Equity Research pour la détermination de ses objectifs de cours est disponible sur le site Internet www.genesta-finance.com

6.2 Détection de conflits d'intérêts potentiels

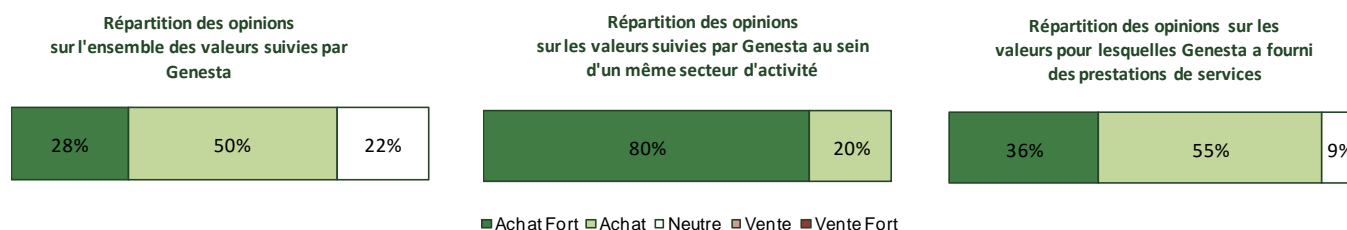
Participation de l'analyste, de Genesta et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de Genesta	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et Genesta	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et Genesta	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	Non	Non

En qualité de Conseiller en Investissements Financiers, membre de l'ACIFTE, 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'ACIFTE et des Procédures prévues par l'ACIFTE 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.

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

Date de 1 ^{ère} diffusion	Opinion	Objectif de cours
24 mars 2016	Etude Annuelle Achat	10,60 €
28 janvier 2016	Flash Valeur Achat	10,00 €
28 octobre 2015	Flash Valeur Achat	8,30 €
31 août 2015	Etude Semestrielle Achat Fort	8,00€
20 juillet 2015	Flash Valeur Achat Fort	7,50 €
23 avril 2015	Flash Valeur Achat Fort	7,50 €

6.4 Répartition des opinions



6.5 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.