

Date de première diffusion : 5 septembre 2016

HighCo

Des performances S1 2016 de premier plan

Accélération de la croissance et de la rentabilité

Au titre du S1 2016, HighCo a présenté des résultats de grande qualité, supérieurs à nos attentes, avec un RAO S1 2016 de 10,5 M€, affichant une progression de +41,1 % yoy comparée au S1 2015. La poursuite et l'accélération de la hausse de la rentabilité provient conjointement de la très bonne dynamique d'activité (+14,8 % yoy à PCC) et de la très forte maîtrise des charges de structure. Le résultat opérationnel courant, après charges de restructurations en diminution à 0,2 M€, ressort à 10,3 M€ (+43,4 % yoy). Enfin, le résultat net part du groupe s'établit à 6,4 M€ (BNPA de 0,62 €).

Nouvelle hausse des guidances !

Compte tenu des très bons résultats S1 2016, HighCo est une nouvelle fois en mesure de revoir à la hausse ses guidances 2016. Le groupe attend désormais une croissance de sa marge brute d'au minimum +8,0 % à PCC en 2016 (vs. +6,0 % yoy précédemment) accompagnée d'une hausse du RAO d'au moins +20,0 % (vs. +10 % yoy précédemment, soit une marge de RAO supérieure à 16,0 %). Au vu des résultats S1 2016, nous estimons que le groupe devrait atteindre sans mal ces objectifs.

Une priorité toujours portée sur le Digital

La progression des résultats d'HighCo valide la stratégie de digitalisation des activités et conduit à poursuivre la montée en puissance du Digital au sein des activités. Ainsi, après avoir représenté 44,7 % de l'activité du groupe au S1 2016, le groupe confirme sa volonté de réaliser plus de 50 % de sa marge brute dans le Digital en 2017. 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.

AGA et augmentation du nombre d'actions

Afin de fidéliser ses collaborateurs, HighCo a mis en place un plan d'incentive visant à attribuer 650 000 actions gratuites au profit des dirigeants, managers et certains salariés. Cette AGA sera réalisée entièrement sur la base des actions auto-détenues. HighCo a également procédé à une augmentation de capital par incorporation des réserves effectuée sous la forme d'une attribution gratuite d'actions, le nombre d'actions étant ainsi multiplié exactement par 2.

Opinion Achat maintenue

Suite à cette bonne publication, nous rehaussons nos estimations de marge brute et de rentabilité. La valorisation de HighCo ressort désormais à 6,60 € par titre (vs. 5,65 € 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 1 septembre 16)	5,85 €
Objectif de cours	6,60 € (+12,7 %)

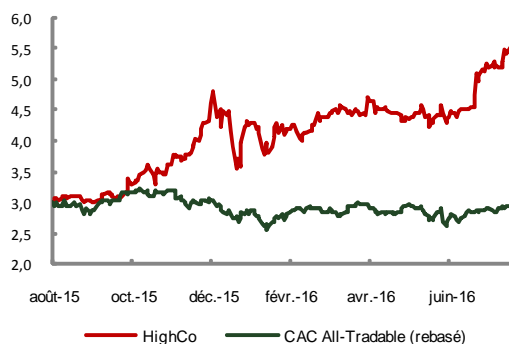
Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	HIGH.PA / HIGH:FP
Capitalisation boursière	131,2 M€
Valeur d'entreprise*	137,1 M€
Flottant	63,0 M€ (48 %)
Nombre d'actions	22 421 332
Volume quotidien	52 828 €
Taux de rotation du capital (1 an)	10,43%
Plus Haut (52 sem.)	5,58 €
Plus Bas (52 sem.)	2,98 €

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

Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	+8,4 %	+35,6 %	+88,7 %



Actionnariat

Flottant : 48,0 % ; WPP : 34,1 % ; Autodétention : 8,1 % ;
GBP : 5,1 % ; Managers et actionnariat salarié : 4,7 %

Agenda

Marge brute T3 2016 publiée le 19 octobre 2016

Chiffres Clés**

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
MB (M€)	70,9	75,4	82,6	85,6	88,6
Evolution (%)	-1,3%	6,4%	9,6%	3,7%	3,4%
RAO (M€)	9,5	11,2	14,0	14,9	15,7
ROP (M€)	8,9	10,5	13,4	14,3	15,1
Marge op. (%)	12,5%	14,0%	16,2%	16,7%	17,1%
RN pg (M€)	2,5	6,8	8,6	9,1	10,3
Marge nette (%)	3,5%	9,0%	10,3%	10,7%	11,7%
BPA	0,24	0,65	0,82	0,88	1,00

**estimations avant plans d'attribution gratuite d'actions

Ratios

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
VE / MB	0,8	1,5	1,7	1,6	1,5
VE / RAO	5,9	10,2	9,8	9,2	8,7
VE / ROP	6,3	10,8	10,3	9,6	9,1
P / E	20,9	16,0	15,3	14,3	12,7
Gearing (%)	-45%	-55%	-54%	-62%	-63%
Dette nette/RAO	-3,3	-3,7	-3,7	-4,1	-4,3
RCE (%)	13,1%	17,0%	23,0%	25,2%	26,4%

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).

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, notamment grâce à l'utilisation des datas collectées

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)

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 82,6 M€ en 2016 et nous anticipons pour 2017 une marge brute de 85,6 M€. Notre anticipation de RAO, rapportée à la marge brute, ressort à 16,9 % en 2016 et à 17,4 % en 2017 (vs. 14,8 % en 2015). L'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources de 10,3 %, valorise le titre HighCo à 6,85 € 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 6,34 €.

Notre objectif de cours, résultant de la moyenne des résultats obtenus par les méthodes DCF et comparaison boursière, ressort à 6,60 € par action, soit un potentiel d'upside de +12,7 % au cours de clôture du 1 septembre 2016.

Synthèse et Opinion

Nouvelle hausse des guidances !

Compte tenu des très bons résultats S1 2016, HighCo est une nouvelle fois en mesure de revoir à la hausse ses guidances 2016. Le groupe attend désormais une croissance de sa marge brute d'au minimum +8,0 % à PCC en 2016 (vs. +6,0 % yoy précédemment) accompagnée d'une hausse du RAO d'au moins +20,0 % (vs. +10 % yoy précédemment, soit une marge de RAO supérieure à 16,0 %). Au vu des résultats S1 2016, nous estimons que le groupe devrait atteindre sans mal ces objectifs.

Une priorité toujours portée sur le Digital

La progression des résultats d'HighCo valide la stratégie de digitalisation des activités et conduit à poursuivre la montée en puissance du Digital au sein des activités. Ainsi, après avoir représenté 44,7 % de l'activité du groupe au S1 2016, le groupe confirme sa volonté de réaliser plus de 50 % de sa marge brute dans le Digital en 2017. 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.

AGA et augmentation du nombre d'actions

Afin de fidéliser ses collaborateurs, HighCo a mis en place un plan d'incentive visant à attribuer 650 000 actions gratuites au profit des dirigeants, managers et certains salariés. Cette AGA sera réalisée entièrement sur la base des actions auto-détenues. HighCo a également procédé à une augmentation de capital par incorporation des réserves effectuée sous la forme d'une attribution gratuite d'actions, le nombre d'actions étant ainsi multiplié exactement par 2.

Opinion Achat maintenue

Suite à cette bonne publication, nous rehaussons nos estimations de marge brute et de rentabilité. La valorisation de HighCo ressort désormais à 6,60 € par titre (vs. 5,65 € précédemment). Nous maintenons notre Opinion Achat.



Sommaire

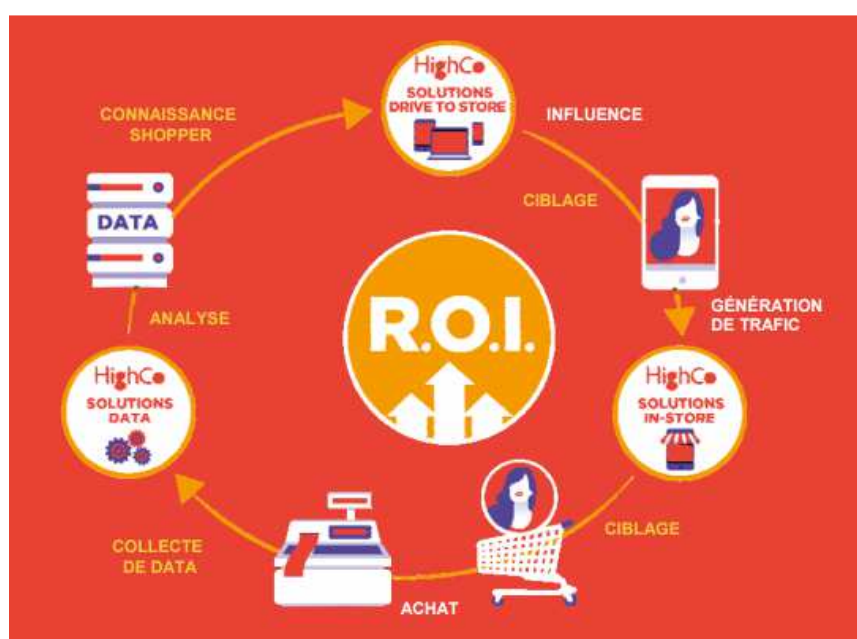
1	Présentation de la société.....	4
1.1	Offre du groupe.....	4
1.2	Un positionnement sur la communication promotionnelle hors-média qui se digitalise toujours davantage	6
1.3	Un positionnement unique sur la scène européenne	7
2	Résultats S1 2016 et perspectives FY 2016.....	9
2.1	Retour sur le premier semestre 2016	9
2.2	Une nouvelle hausse des guidances	10
2.3	Incentive et retour à l'actionnaire	10
3	Prévisions	11
3.1	Marge brute et rentabilité	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 (23,9 millions de coupons émis au S1 2016) 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 +12 % yoy au S1 2016). Au S1 2016, HighCo a notamment travaillé pour des clients comme Carrefour Voyages ou Clarins ;
- le **mobile** (hausse de +33 % yoy de la MB au S1 2016), avec les m-coupons, les push SMS (285,6 millions envoyés au S1 2016, +92 % yoy) et l'application mobile Prixing. Sur le mobile, le groupe a lancé au S1 2016 une nouvelle offre, Store Locator SMS ;
- 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 Bonne Maman), mêlant les applications shopping, les campagnes display sur les sites partenaires, les newsletters et l'emailing.

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** (légère hausse de l'activité au S1 2016) et les **médias classiques** (affichages en magasin). Le Digital occupe lui une place de plus en plus importante dans les activités In-Store de HighCo et a représenté 23,6 % de l'activité au S1 2016 (vs. 19,6 % au S1 2015).

LES SOLUTIONS DE GESTION DEMATERIALISEE

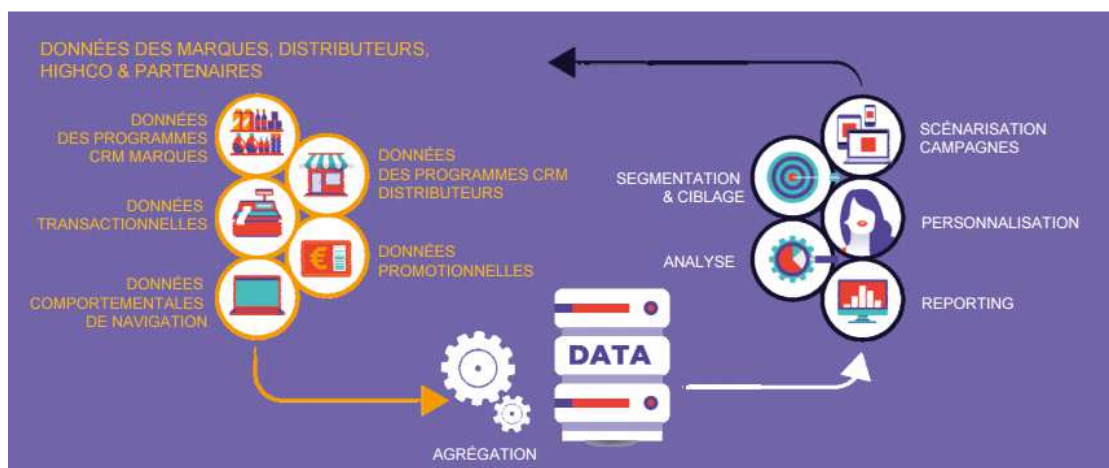
La gestion des datas tend de plus en plus à se dématérialiser, notamment sur le traitement dématérialisé des coupons et les opérations d'Offres De Remboursement digitales. Ainsi,

- 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. Au S1 2016, le nombre d'e-ORD a progressé de +68 %, pour atteindre 134 opérations.

La part du Digital dans les solutions DATA progresse pour atteindre 35,3 % au S1 2016 (vs. 33,1 % au S1 2015).

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.

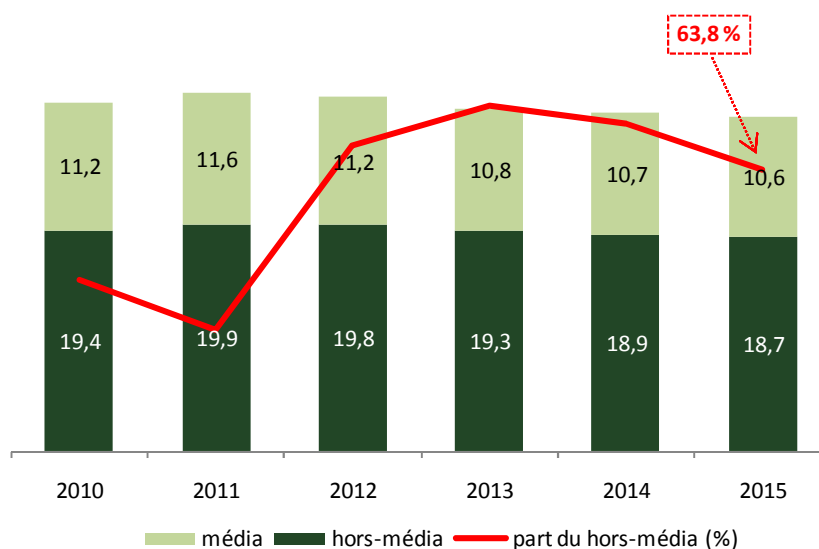
1.2 Un positionnement sur la communication promotionnelle hors-média qui se digitalise toujours davantage

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.

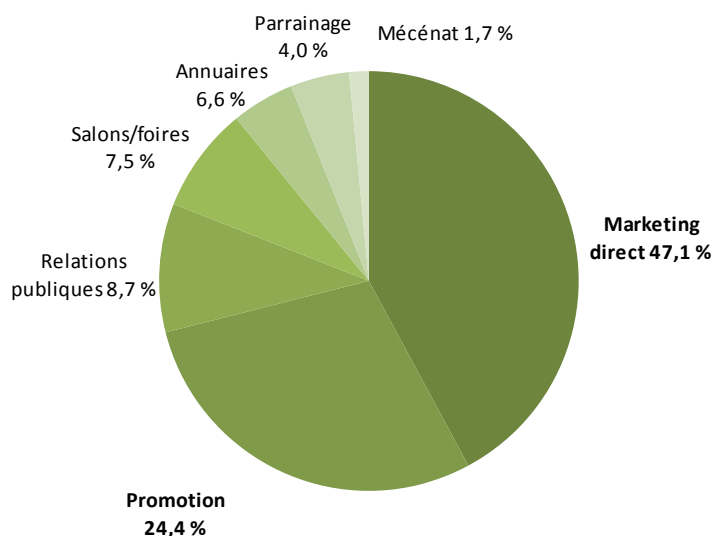
Pour rappel, les deux graphiques ci-après permettent d’apprécier le positionnement stratégique de HighCo, du fait de la part du hors-média dans les dépenses de communication totales des annonceurs, et des parts du marketing direct et de la promotion dans le hors-média.

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



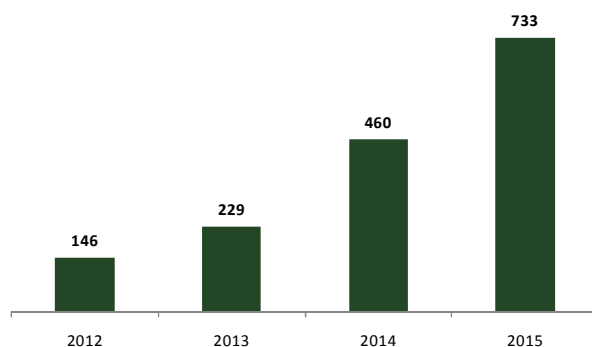
Source : Irep – France pub 2015

...QUI SE DIGITALISE A GRANDE VITESSE

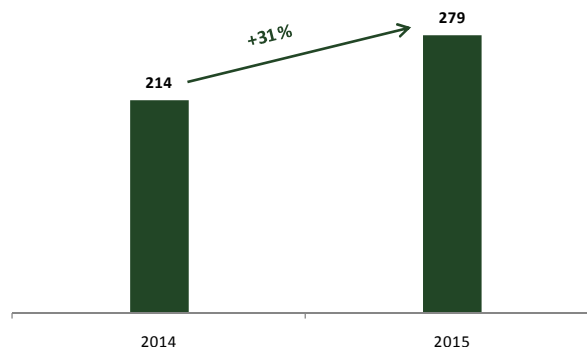
Bien qu'HighCo se positionne majoritairement sur la communication promotionnelle hors-média, la digitalisation des activités pousse désormais le groupe à être présent sur les principaux canaux digitaux que sont le mobile et les réseaux sociaux.

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 programmation 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 au S1 2016 plus de 44,7 % de la marge brute (vs. 41,0 % en 2015), la France ayant d'ores et déjà franchi le cap symbolique des 50 % d'activités digitales (54,2 % au S1 2016). 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).

Toutefois, la stratégie est aujourd'hui clairement orientée vers la Digitalisation des activités, l'accélération de la stratégie d'Internationalisation devant intervenir, selon nous, une fois que les objectifs digitaux seront atteints.

2 Résultats S1 2016 et perspectives FY 2016

2.1 Retour sur le premier semestre 2016

UNE CROISSANCE QUI ACCELERE UNE NOUVELLE FOIS

Sur le S1 2016, HighCo a une nouvelle fois été en mesure d'accélérer sa croissance en affichant une hausse de sa marge brute de +14,8 % yoy à PCC, à 43,0 M€. Le Digital s'impose de nouveau comme le moteur de la croissance d'HighCo (+32,0 % yoy, 44,7 % de la MB) mais le Offline n'est pas en reste avec une hausse de +3,9 % yoy sur la période (grâce notamment à l'International). Par zone géographique :

- la France, qui a représenté 54,2 % de la MB au S1, a marqué une progression de +19,5 % yoy sur la période, croissance tirée par le Digital (+39,8 %), et plus particulièrement par le Drive to Store ;
- l'International a poursuivi sa recovery en progressant de +6,9 % yoy à PCC sur le S1, notamment grâce à la Belgique (+7,4 % yoy au S1), principal contributeur de l'International. Les autres pays (Espagne, Italie et Royaume-Uni) sont également en croissance au global, avec toutefois une sous performance du Royaume-Uni qui a affiché une activité quasi stable sur la période.

Marge Brute de HighCo, en M€

MB en M€	2015	2016	Δ (en %)	Δ (en %) à PCC
T1	17,8	20,4	+14,4%	+14,1 %
T2	19,4	22,6	+16,0 %	+15,4 %
S1	37,3	43,0	+15,2 %	+14,8 %

Source : HighCo

UNE CROISSANCE DU RAO DE PLUS DE +40 % SUR LA PREMIERE PARTIE D'EXERCICE

HighCo a affiché une remarquable progression de sa rentabilité sur le S1 2016, avec un RAO en hausse de +41,0 % yoy, à 10,5 M€. Cette nouvelle appréciation de la rentabilité provient conjointement de la croissance d'activité et de la forte maîtrise des charges d'exploitation, permettant ainsi de dégager un effet levier très positif.

Par zone géographique, le RAO ressort 1/ en France à 8,3 M€ (marge opérationnelle de 29,1 % au S1 2016 vs. 23,3 % au S1 2015), en hausse significative de +53,0 % et 2/ à l'International à 2,3 M€ (marge opérationnelle de 15,1 % au S1 2016 vs. 14,6 % au S1 2015).

Le résultat opérationnel, après comptabilisation de charges de restructuration en baisse (0,2 M€), ressort à 10,3 M€, en progression de +43,5 % yoy. Il est intéressant de noter que le résultat opérationnel du S1 2016 est quasiment équivalent à celui dégagé sur l'ensemble de l'exercice 2015.

Après une charge d'impôts de 3,7 M€ et une quote-part des entreprises associées quasi nulle, le résultat net part du groupe ressort en très nette hausse à 6,4 M€ (+40,2 % yoy par rapport au rnpj ajusté du S1 2015). Le BNPA ressort, quant à lui, à 0,62 € par titre.

Compte de résultat simplifié S1 2016 de HighCo

en M€	S1 2015	S1 2016	en % de var.	
Marge Brute	37,3	43,0	+15,2 %	Marge Brute tirée par le Digital et la recovery de l'International
Charges indirectes	29,8	32,4	+8,8 %	
RAO	7,5	10,5	+41,0 %	Forte maîtrise de la structure de coûts permettant une hausse significative du RAO
<i>en % de la MB</i>	<i>20,0%</i>	<i>24,5%</i>	<i>+450 pb</i>	
Charges de restructuration	0,3	0,2	-	Amélioration du RAO portée par la France (+53,0 % yoy) et l'International (+9,8 % yoy)
ROC	7,2	10,3	+43,5 %	
<i>en % de la MB</i>	<i>19,3%</i>	<i>24,1%</i>	<i>+480 pb</i>	
Autres produits et charges opérationnels	0,1	0,0	-	Retour à l'équilibre en Europe Centrale avec POS Media
ROP	7,3	10,3	+42,1 %	
<i>en % de la MB</i>	<i>19,5%</i>	<i>24,1%</i>	-	BNPA de 0,62 € par action au S1 2016
Autres produits et charges financiers	0,2	-0,1	-	
Impôt	2,5	3,7	+49,2 %	
Quote-part des entreprises associées	-0,3	0,0	-	
RNPG	4,6	6,4	+40,2 %	
<i>en % de la MB</i>	<i>12,3%</i>	<i>14,9%</i>	-	

Source : HighCo

Sur le S1 2016, le groupe a dégagé une CAF de 7,3 M€ accompagnée d'une ressource en fonds de roulement supplémentaire de 11,3 M€. Après flux de Capex (0,7 M€), d'acquisitions et earn-out (1,8 M€), dividendes au titre de 2015 (2,0 M€) et rachats d'actions (0,4 M€), la trésorerie nette du groupe ressort à 54,3 M€ au 30 juin 2016 (vs. 40,8 M€ au 30 juin 2015). Elle est constituée d'une dette financière brute de 13,7 M€ et d'une trésorerie brute de 67,5 M€. Il est important de noter que la ressource en fonds de roulement d'exploitation ressort à 58,0 M€ (activités de clearing notamment). L'endettement net propre du groupe ressort ainsi à 3,8 M€ (vs. 5,9 M€ au 31 décembre 2015).

2.2 Une nouvelle hausse des guidances

Lors de la présentation des résultats semestriels, HighCo a une nouvelle fois revu à la hausse ses guidances, avec notamment 1/ comme annoncé en juillet, une progression de la marge brute d'au moins +8,0 % yoy à PCC pour 2016 (au lieu de +6,0 % yoy à PCC initialement), 2/ une croissance du RAO (avant AGA) d'au moins +20 % yoy à la place de +10 % yoy, soit un RAO 2016 au minimum de 13,4 M€, 3/ une marge de RAO avant AGA en progression d'au moins +120 pb (marge de RAO de 14,8 % en 2015) et 4/ un BNPA, avant AGA, en hausse au minimum de +20 % yoy (BNPA 2015 de 0,65 €).

Les autres guidances restent inchangées, avec des CAPEX prévus entre 1,5 M€ et 2,0 M€, des rachats d'actions propres compris entre 0,5 M€ et 1,0 M€.

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

2.3 Incentive et retour à l'actionnaire

Afin de fidéliser ses collaborateurs, HighCo a mis en place un plan d'incentive visant à attribuer 650 000 actions gratuites au profit des dirigeants, managers et certains salariés (conditions d'acquisitions basées sur des performances annuelles et de présence 2016 -2020). Cette AGA, dont le coût est estimé aux alentours de 1,4 M€, sera réalisée entièrement sur la base des actions auto-détenues, il n'y a donc aucune dilution.

Afin de récompenser la fidélité des actionnaires, HighCo a également procédé à une augmentation de capital par incorporations des réserves, effectuée sous la forme d'une attribution gratuite d'actions (1 pour 1). Cette augmentation du nombre de titres devrait permettre d'augmenter la liquidité du titre, le nombre d'actions étant ainsi multiplié exactement par 2.



3 Prévisions

3.1 Marge brute et rentabilité

Suite à la publication des résultats S1 2016 et aux nouvelles guidances communiquées par la société, nous rehaussons 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 82,6 M€ en 2016 et à 85,6 M€ en 2017, le groupe prévoyant notamment une croissance de +8,0 % à PCC au minimum en 2016.

En termes de rentabilité, nous anticipons un RAO en hausse en 2016 à 16,9 % de la marge brute (vs. 14,8 % en 2015), le groupe anticipant une hausse d'au moins +20,0 % du RAO sur l'ensemble de l'exercice. Nous attendons ainsi un RAO 2016 de 14,0 M€ et de 14,9 M€ en 2017.

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 :

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

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'entreprise¹	4	3	2	1	0
Liquidité²	[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 Client³	[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 0,23 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source : Agence France Trésor), d'une prime de marché de 7,89 % (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 10,37 %.

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
0,23 %	7,89 %	0,88	3,20 %	10,37%	NS	NS	NS	10,37 %

Source : AFT, Natixis Securities, Damodaran, estimations Genesta

4.1.2 Calcul de FCF opérationnels

Avec un taux d'actualisation de 10,37 %, nous obtenons le tableau de flux de trésorerie disponible suivant (en M€) :

	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Marge Brute	75,425	82,630	85,649	88,590	90,362	92,169	94,012	95,893	97,811	98,789	100,271
Excédent brut d'exploitation	11,921	14,852	15,829	16,723	16,890	17,059	17,230	17,402	17,576	17,752	17,894
Impôt	3,056	3,852	4,811	5,146	6,051	6,098	6,148	6,198	6,248	6,298	6,335
Investissements	1,580	1,750	1,750	1,750	1,890	2,041	2,204	2,381	2,571	2,777	2,999
Variation de BFR		-3,774	-1,845	-1,798	-1,083	-1,104	-1,127	-1,149	-1,172	-0,598	-0,906
FCF opérationnels		13,024	11,113	11,625	10,032	10,025	10,004	9,972	9,929	9,274	9,465
FCF opérationnels actualisés		12,510	9,671	9,165	7,166	6,488	5,866	5,298	4,779	4,044	3,740

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		68,728	60,8%
Période 11-20 ans	2,0%	23,871	21,1%
Taux de croissance à l'infini	1,5%	20,365	18,0%
Total		112,964	100,0%
dont valeur terminale		44,236	37,6%

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de HighCo ressort à 112,964 M€.

4.1.3 Calcul de la valeur par action

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

FCF actualisés (2015-2025)	68,728
+ Valeur terminale actualisée	44,236
+ 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	22,421
Valeur par action	6,85

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 6,85 € soit un potentiel d'appréciation de la valeur selon cette méthode de +17,0 % par rapport au cours de clôture du 1 septembre 2016 de 5,85 €.

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%
CMP/C	9,37%	7,02	7,08	7,13	7,20	7,27
	9,87%	6,88	6,93	6,99	7,05	7,12
	10,37%	6,75	6,79	6,85	6,91	6,97
	10,87%	6,62	6,66	6,71	6,77	6,83
	11,37%	6,49	6,53	6,58	6,64	6,70

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 15	CA 16	CA 17	EBE 15	EBE 16	EBE 17	REX 15	REX 16	REX 17	RN 15	RN 16	RN 17
Custom Solutions SA	18,494	18,500	19,100	1,623	1,800	1,800	2,081	1,400	1,500	0,512	0,100	0,500
Tessi SA	289,977	405,300	440,200	50,841	72,600	77,900	40,952	58,400	62,500	22,985	36,447	39,300
1000mercis SA	52,661	61,600	71,200	12,325	14,100	16,300	9,445	10,800	13,000	5,586	7,000	8,600
Prismaflex International SA	50,531	48,800	51,000	2,205	2,100	2,600	0,580	0,700	1,100	-0,624	0,000	0,400

Source : Infinaicals au 02/09/2016

	Capitalisation	Dettes nettes	Minoritaires	VE
Custom Solutions SA	26,357	-19,325	0,695	7,727
Tessi SA	391,395	-172,742	0,000	218,653
1000mercis SA	127,573	-12,390	0,000	115,183
Prismaflex International SA	7,541	7,500	0,000	15,041

Source : Infinaicals au 02/09/2016

4.2.2 Valorisation

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

	VE/CA 16	VE/CA 17	VE/ EBE 16	VE/ EBE 17	VE/REX 16	VE/REX 17	PE 16	PE 17
Custom Solutions SA	0,42	0,40	4,29	4,29	5,52	5,15	NS	NS
Tessi SA	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS
1000mercis SA	1,87	1,62	8,17	7,07	10,67	8,86	18,22	14,83
Prismaflex International SA	0,31	0,29	7,16	5,79	21,49	13,67	NS	18,85
Moyenne	0,87	0,77	6,54	5,71	12,56	9,23	18,22	16,84
Médiane	0,42	0,40	7,16	5,79	10,67	8,86	18,22	16,84

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 16	MB 17	EBE 16	EBE 17	REX 16	REX 17	RN 16	RN 17
HighCo*	82,630	85,649	14,852	15,829	13,363	14,294	8,552	9,148
Valorisation induite	112,214	106,873	137,872	131,177	208,518	172,633	155,860	154,093
Valorisation moyenne / action	4,12	75,366	147,098	132,292	183,232	167,369	155,860	154,093
			6,12		8,16		6,91	

*estimations avant AGA

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 0,3 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	138,2	M€
Capitalisation non corrigée de la société	141,9	M€
Rapport des capitalisations	102,6 %	
Décote à appliquer	0,3 %	

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne / action	4,13	6,13	8,18	6,93
Moyenne	6,34			

Ainsi, l'approche par la méthode des multiples boursiers de sociétés comparables nous amène à une fourchette de valorisation de 4,13 € – 8,18 €, et en moyenne à un prix par action de 6,34 €. Sur la base du cours de clôture de l'action HighCo au 1 septembre 2016 de 5,85 €, le titre présente selon cette approche un upside de +8,4 %.

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*	2018E*
Marge brute**	71,81	70,89	75,43	82,63	85,65	88,59
%évolution	0,2%	-1,3%	6,4%	9,6%	3,7%	3,4%
%du CA	54,0%	52,0%	52,0%	52,0%	52,0%	52,0%
Charges de personnel	42,50	41,91	44,06	45,68	46,22	46,36
%de la marge brute	59,2%	59,1%	58,4%	55,3%	54,0%	52,3%
Charges externes	18,34	17,74	18,81	22,06	23,90	26,05
%de la marge brute	25,5%	25,0%	24,9%	26,7%	27,9%	29,4%
Impôts et taxes	1,39	1,49	1,58	1,74	1,80	1,86
%de la marge brute	1,9%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Autres produits et charges d'exploitation	0,28	-0,33	-0,35	0,30	0,70	1,00
%de la marge brute	0,4%	-0,5%	-0,5%	0,4%	0,8%	1,1%
Résultat des activités ordinaires	8,80	9,52	11,15	13,96	14,89	15,74
%évolution	-17,2%	8,2%	17,1%	25,2%	6,7%	5,7%
%de la marge brute	12,3%	13,4%	14,8%	16,9%	17,4%	17,8%
Résultat Opérationnel	-2,38	8,86	10,55	13,36	14,29	15,14
%de la marge brute	-3,3%	12,5%	14,0%	16,2%	16,7%	17,1%
Résultat financier	-2,18	0,13	0,06	0,00	0,00	0,00
Résultat avant impôt	-4,57	8,99	10,61	13,36	14,29	16,14
Impôts	2,71	3,06	3,85	4,81	5,15	5,81
%Taux d'impôt effectif	NS	34,0%	36,3%	36,0%	36,0%	36,0%
Résultat Net Part du Groupe	-7,27	2,45	6,76	8,55	9,15	10,33
%évolution	-222,9%	-133,7%	175,5%	26,6%	7,0%	12,9%
%de la marge brute	-10,1%	3,5%	9,0%	10,3%	10,7%	11,7%

*estimations avant AGA

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

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

5.2 Bilan – principaux agrégats

Au 31/12 (M€)	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Ecart d'acquisition	79,72	76,43	76,88	77,57	77,57	77,57
Immobilisations incorporelles	2,93	2,93	2,92	3,27	3,62	3,97
Immobilisations corporelles	3,51	3,05	2,88	3,23	3,58	3,93
Immobilisations financières	1,13	3,31	3,50	3,67	3,85	4,02
BFR	-38,70	-41,43	-46,72	-50,50	-52,34	-54,14
%de la marge brute	-53,9%	-58,4%	-61,9%	-61,1%	-61,1%	-61,1%
Dettes financières	15,38	15,35	14,49	13,00	10,00	10,00
Trésorerie et équivalents de trésorerie	41,56	46,55	55,26	64,72	70,89	77,24
Endettement net	-26,18	-31,21	-40,77	-51,72	-60,89	-67,24

Fortes ressources en fonds de roulement

5.3 Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats

Au 31/12 (M€)	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
CAF	6,40	7,25	8,20	10,04	10,68	11,91
Investissements	2,51	1,33	1,58	1,75	1,75	1,75
%de la marge brute	3,5%	1,9%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%
Variation du BFR	-1,40	-2,73	-5,29	-3,77	-1,84	-1,80
Flux de trésorerie d'exploitation net	5,29	8,65	11,91	12,07	10,78	11,96

5.4 Ratios financiers

Au 31/12 (M€)	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Bénéfice net par action corrigé	0,37	0,24	0,65	0,82	0,88	1,00
%évolution	-35,1%	-36,2%	175,5%	26,6%	7,0%	12,9%
Capitalisation boursière	52,69	51,12	108,07	131,16	131,16	131,16
Valeur d'entreprise*	65,12	56,25	114,00	137,09	137,09	137,09
P/E	14,13	20,85	16,00	15,34	14,34	12,69
P/CF	0,29	0,32	0,37	0,45	0,48	0,53
Market to Book	0,77	0,74	1,45	1,58	1,42	1,28
VE / MB	0,91	0,79	1,51	1,66	1,60	1,55
VE / RAO	7,40	5,91	10,22	9,82	9,20	8,71
VE / ROC	9,84	6,35	10,81	10,26	9,59	9,05
RAO / MB	12,3%	13,4%	14,8%	16,9%	17,4%	17,8%
ROP / CA	-3,3%	12,5%	14,0%	16,2%	16,7%	17,1%
RN pg / MB	-10,1%	3,5%	9,0%	10,3%	10,7%	11,7%
Gearing	-38,1%	-45,1%	-54,7%	-53,8%	-61,7%	-62,6%
Capitaux engagés	48,59	44,29	39,46	37,25	36,28	35,35
RCE	-10,5%	13,1%	17,0%	23,0%	25,2%	26,4%
Rentabilité des Fonds Propres	-10,6%	3,5%	9,1%	10,3%	9,9%	10,1%

*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

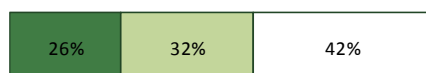
En qualité de Conseiller en Investissements Financiers, membre de l'ACIFTE, Genesta se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par cette association pour son fonctionnement interne, en particulier dans le respect du Code de Bonne Conduite défini par l'ACIFTE et des Procédures 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
5 septembre 2016	Etude Semestrielle Achat	6,60 € (x2 du nombre d'actions)
20 juillet 2016	Flash Valeur Achat	11,30 €
27 avril 2016	Flash Valeur Achat	11,00 €
24 mars 2016	Etude Annuelle Achat	10,60 €
28 janvier 2016	Flash Valeur Achat	10,00 €
28 octobre 2015	Flash Valeur Achat	8,30 €

6.4 Répartition des opinions

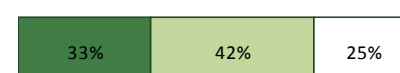
Répartition des opinions sur l'ensemble des valeurs suivies par Genesta



Répartition des opinions sur les valeurs suivies par Genesta au sein d'un même secteur d'activité



Répartition des opinions sur les valeurs pour lesquelles Genesta a fourni des prestations de services



■ Achat Fort ■ Achat □ Neutre ■ Vente ■ Vente Fort

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.