

Date de première diffusion : 22 mars 2018

HighCo

Des niveaux de marge opérationnelle toujours à la hausse

Des résultats conformes aux attentes

Après avoir publié une marge brute 2017 de 82,24 M€, en croissance de +1,4 % yoy, HighCo a présenté des résultats FY conformes à nos attentes, avec un RAO ajusté 2017 de 14,85 M€, affichant une progression de +5,3 % yoy. La poursuite de la hausse de la rentabilité provient de nouveau de la bonne maîtrise des charges de structure. Le résultat opérationnel courant ajusté est également en hausse à 14,41 M€, soit +4,4 % yoy. Enfin, le résultat net part du groupe ajusté a été multiplié par 7 et s'établit à 7,12 M€ (BNPA de 0,41 € vs 0,38 € en 2016 PF ajusté du coût des actions gratuites et retraité des minoritaires High Connexion). Suite à ces bons résultats, la société indique vouloir proposer un dividende en hausse de +16,7 % au titre de l'exercice 2017 à 0,14 € par titre.

Des nouvelles guidances à la hausse pour 2018

Lors de la présentation de ses résultats, la société a dévoilé ses nouvelles guidances pour 2018. La société confirme ainsi des objectifs de croissance aussi bien de sa topline, avec un objectif de croissance de la marge brute supérieure à celle de 2017 de 1,4 % yoy, que de sa marge opérationnelle ajustée. Aucune indication précise n'est cependant donnée pour le volume de hausse de marge opérationnelle. En dépit du contexte difficile pour la grande distribution, et de la concurrence accrue sur les activités de Drive To Store, nous restons confiants sur les perspectives annoncées, qui restent atteignables compte tenu du profil solide d'HighCo, et de sa volonté réaffirmée d'accroître la digitalisation de ses activités.

Une priorité toujours portée sur le Digital

La progression des résultats d'HighCo valide la stratégie de digitalisation des activités. Et malgré la non atteinte des objectifs de digitalisation de 50 % des activités en 2017 (47,8 % en 2017), HighCo ambitionne toujours d'accroître la part du Digital dans ses activités, en s'appuyant sur 1/ la croissance de ses solutions 100 % digitales de Drive to Store, 2/ la poursuite de la digitalisation des solutions In-Store (dont la part du Digital est passée de 28,0 % en 2016 à 34,2 % en 2017). La société indique par ailleurs être susceptible de réaliser de nouvelles opérations de croissance externe dans le Digital, à l'image du rachat de la BDD Casino.

Opinion Achat Fort

Suite à cette publication, nous maintenons des estimations prudentes de marge brute et de rentabilité pour 2018 et 2019. Notre valorisation pour HighCo ressort inchangée à 7,10 € par titre, et nous maintenons notre Opinion Achat Fort sur la valeur.

Raphaëlle POULAIN

Analyste Financier
rpoulain@genesta-finance.com
01.45.63.68.62

| | |
|--------------------------------------|-------------------------|
| Opinion | 1. Achat Fort |
| Cours (clôture au 21 mars 18) | 4,81 € |
| Objectif de cours | 7,10 € (+47,6 %) |

Données boursières

| | |
|------------------------------------|-------------------|
| Code Reuters / Bloomberg | HIGH.PA / HIGH:FP |
| Capitalisation boursière | 107,8 M€ |
| Valeur d'entreprise* | 107,5 M€ |
| Flottant | 52,5 M€ (48,7 %) |
| Nombre d'actions | 22 421 332 |
| Volume quotidien | 132 250 € |
| Taux de rotation du capital (1 an) | 31,76% |
| Plus Haut (52 sem.) | 6,99 € |
| Plus Bas (52 sem.) | 4,30 € |

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

Performances

| | | | |
|----------|---------|--------|---------|
| Absolute | 1 mois | 6 mois | 12 mois |
| | +10,0 % | -3,4 % | -15,5 % |



Actionnariat

Flottant : 48,7 % ; WPP : 34,1 % ; GBP : 5,1 %
Autodétention : 7,8 % ; Management : 4,3 %

Agenda

MB T1 2018 publiés le 25 avril 2018

Chiffres Clés

| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| MB (M€) | 81,1 | 82,2 | 83,7 | 85,4 | 87,2 |
| Evolution (%) | 7,5% | 1,5% | 1,7% | 2,1% | 2,1% |
| RAO** (M€) | 14,1 | 14,8 | 15,4 | 15,8 | 16,3 |
| ROP (M€) | 12,4 | 12,1 | 13,6 | 14,0 | 14,5 |
| Marge op. (%) | 15,3% | 14,7% | 16,2% | 16,4% | 16,6% |
| RN pg ajusté (M€) | 8,7 | 8,5 | 10,1 | 10,4 | 10,7 |
| Marge nette (%) | 10,7% | 10,3% | 12,1% | 12,1% | 12,2% |
| BPA ajusté | 0,42 | 0,38 | 0,45 | 0,46 | 0,48 |

**avant AGA

Ratios

| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| VE / MB | 1,8 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 |
| VE / RAO | 10,3 | 7,4 | 7,1 | 7,0 | 6,7 |
| VE / ROP | 11,8 | 9,1 | 8,1 | 7,8 | 7,6 |
| P / E ajusté | 17,2 | 15,1 | 12,4 | 12,0 | 11,6 |
| Gearing (%) | -68% | -58% | -66% | -66% | -66% |
| Dette nette/RAO | -3,5 | -3,1 | -3,8 | -4,2 | -4,5 |
| RCE (%) | 34,5% | 18,5% | 28,6% | 30,9% | 33,6% |

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 des environnements de consommation et de dépenses publicitaires des annonceurs plus ou moins difficiles.

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 aux sites de Drive et 3/ les solutions DATA, sur le traitement des coupons, les odr et e-odr et les services aux distributeurs.

Le Digital au cœur de la stratégie

Le Digital occupe aujourd'hui une place centrale dans la stratégie d'HighCo en représentant en 2017 quasiment la moitié de l'activité. La volonté du groupe est de proposer à ses clients des offres dématérialisées permettant de maximiser le ROI des campagnes publicitaires. Les solutions de communication digitale proposées par le groupe sont aujourd'hui de plus en plus tournées vers le mobile et les réseaux sociaux, ces deux segments étant les plus dynamiques de la publicité. De plus, les solutions du groupe font aujourd'hui de plus en plus appel à la Data afin d'hyperpersonnaliser les messages publicitaires en les poussant au bon moment, au bon endroit, à la bonne personne et sur le bon support.

Méthode de valorisation

DCF

Suite à cette publication rassurante, nous maintenons des estimations de marge brute et de RAO raisonnables compte tenu du contexte de marché. Nos prévisions de marge brute s'élèvent ainsi à 83,7 M€ en 2018 et 85,4 M€ pour 2019. Notre anticipation de RAO, rapportée à la marge brute, ressort à 18,4 % en 2018 et à 18,5 % en 2019. L'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources de 9,09 %, valorise le titre HighCo à 7,88 € par action en tenant compte d'une ressource nette de trésorerie structurelle de 45,9 M€.

Comparables

Compte tenu de l'offre publique opérée sur Tessi, nous avons revu notre échantillon de comparables pour HighCo. Le groupe ne disposant pas réellement de concurrent direct présent sur l'ensemble de ses métiers, notre échantillon se compose de :

- Custom Solutions, spécialiste de la gestion des opérations promotionnelles ou de logistique promotionnelle.
- 1000mercis, agence de communication spécialisée dans les prestations de publicité et de marketing interactif
- Prismaflex, proposant des supports d'affichage de tout type.
- Communisis, agence de marketing dont l'objectif principal est de mieux connecter les marques aux consommateurs au travers d'une stratégie multi-canal.
- Cello Group, groupe anglais de marketing dont l'une de ses divisions (48 % de la marge brute) est spécialisée sur le marketing direct, le CRM et le CMS, et la communication des marques.

L'approche par les multiples boursiers nous conduit à une valorisation de l'action HighCo de 6,32 €.

Notre objectif de cours, résultant de la moyenne des résultats obtenus par les méthodes DCF et comparaison boursière, ressort inchangé à 7,10 € par action, soit un potentiel d'upside de +46,1 % au cours de clôture du 21 mars 2018.

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, atténuée par le rachat de leur BDD fin 2017, assurant une exclusivité à HighCo sur plusieurs années
- Positions à l'international faibles en dehors de la Belgique

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)

Synthèse et Opinion

Nouvelle hausse de la marge opérationnelle

HighCo a présenté des résultats FY 2017 conformes à nos attentes, en affichant une nouvelle progression de son RAO ajusté de +5,3 % yoy à 14,85 M€. La société affiche toujours des guidances en hausse, à la fois de sa topline, mais également de sa marge opérationnelle ajustée. Nous restons ainsi confiants dans les perspectives de croissance du groupe et dans sa capacité à s'adapter aux nouveaux enjeux de son marché.

Enjeux

HighCo a réitéré ses objectifs en matière de digitalisation, et notamment son souhait d'intensifier encore davantage son développement dans la data et le mobile qu'elle considère comme deux piliers majeurs en train de révolutionner le commerce. A l'instar de l'intégration réussie de CapitalData en 2016, puis du rachat, fin 2017, de la BDD Casino, la société envisage de poursuivre cette stratégie de digitalisation tout en axant son développement sur la maîtrise de la Data, et de son analyse.

Opinion maintenue à Achat Fort

Après une année 2016 record, marquée également par une croissance non anticipée du offline, HighCo a une fois de plus rassuré en publiant des résultats 2017 solides. La hausse du cours depuis cette publication en témoigne.

Après mise à jour de notre modèle de valorisation (mise à jour des données de marché, prise en compte des ressources nettes de trésorerie à fin décembre) notre objectif de cours ressort inchangé à 7,10 € par titre, et ce malgré des estimations prudentes, notamment en matière de croissance.

Nous conservons donc notre sentiment positif sur la valeur et maintenons notre Opinion Achat Fort sur la valeur.



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..... | 7 |
| 1.3 | Un positionnement unique en France et en Belgique | 8 |
| 2 | Résultats FY 2017 et Perspectives 2018 | 10 |
| 2.1 | Retour sur les résultats FY 2017 | 10 |
| 2.2 | Des guidances de marge brute et de marge sur RAO toujours à la hausse | 11 |
| 3 | Prévisions | 12 |
| 4 | Valorisation | 13 |
| 4.1 | DCF..... | 13 |
| 4.1.1 | Détermination du taux d'actualisation | 13 |
| 4.1.2 | Calcul de FCF opérationnels | 14 |
| 4.1.3 | Calcul de la valeur par action..... | 14 |
| 4.2 | Comparables..... | 15 |
| 4.2.1 | Choix des comparables..... | 15 |
| 4.2.2 | Valorisation..... | 16 |
| 4.2.3 | Méthodologie de la décote | 17 |
| 5 | Synthèse des comptes | 18 |
| 5.1 | Compte de résultats simplifié..... | 18 |
| 5.2 | Bilan – principaux agrégats | 18 |
| 5.3 | Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats..... | 18 |
| 5.4 | Ratios financiers | 19 |
| 6 | Avertissements importants..... | 20 |
| 6.1 | Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research | 20 |
| 6.2 | Détection de conflits d'intérêts potentiels | 20 |
| 6.3 | Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois..... | 20 |
| 6.4 | Répartition des opinions | 20 |
| 6.5 | Avertissement complémentaire | 21 |

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, notamment, 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 shoppers 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 DRIVE TO STORE 100 % DIGITALES – 20 % de la marge brute 2017

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

- les **webcoupons**, (40,5 millions de coupons émis en 2017) sur lesquels HighCo occupe la place de leader en Europe. Ces coupons de première génération sont cependant en perte de vitesse (-6 % en 2017) et tendent à être remplacés par le load-to-card et les m-coupons ;
- les coupons **load to card et drive** permettent de connecter le programme de fidélisation d'une marque ou d'une enseigne. Grâce à une opération lancée avec le site mavieencouleurs.fr de Cora, HighCo a notamment remportée le trophée LSA Cross-Canal 2016. Ces coupons de nouvelle génération connaissent actuellement une forte croissance et ont représenté près de 24,3 millions de coupons émis en 2017, soit une hausse de +33 % ;
- le **mobile**, avec les m-coupons, les push SMS et les notifications (671 millions envoyés au en 2017, soit une hausse de +17 % yoy en 2017) et l'application mobile Prixing ;
- les **réseaux sociaux**, grâce à la prise de participation dans la société Milky. HighCo travaille notamment pour des clients comme Carrefour Voyages, Carrefour Drive, Clarins, ou plus récemment avec le site eBay ;
- les **e-coupons** pour e-marchand grâce à une participation prise (19,6 %) en juillet 2014 dans une start-up (Yuzu) aux Etats-Unis (participation aujourd'hui portée à 32,9 %).

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

LES SOLUTIONS IN-STORE– 40 % de la marge brute 2017

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. Avec une offre désormais déployée sur 90 % du marché français (en valeur), HighCo est ainsi en mesure de toucher plus de 6,5 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 ;
- des **bornes coupons & media** dans les super et hyper Carrefour en Belgique (127 bornes installées à fin 2017) ;
- le **check-out**, l'émission de coupons ciblés en caisse. Sur cette activité, HighCo est notamment présent chez Auchan depuis 2013 et depuis 2014 chez Casino.

Les solutions in-store papier restent, pour le moment, majoritaires avec les **coupons linéaires** et les **médias classiques** (affichages en magasin). Le Digital occupe toutefois une place de plus en plus importante dans les activités In-Store de HighCo et a représenté 34,2 % de l'activité en 2017 (vs. 28,0 % en 2016 et 24,3 % en 2015).

LES SOLUTIONS DE GESTION DEMATERIALISEE – 40 % de la marge brute 2017

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 (Offre De Remboursement)** enregistre toujours une forte croissance, notamment grâce au Digital. En 2017, le nombre d'e-ORD a progressé de +26 % yoy, pour atteindre 631 opérations.

La part du Digital dans les solutions DATA progresse à nouveau pour atteindre 38,2 % à fin décembre 2017 (vs. 38,8 % en 2016).

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

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 via une DMP (Data Management Platform), un moteur de recommandation et une DSP (Demand Side Platform).



Source : HighCo

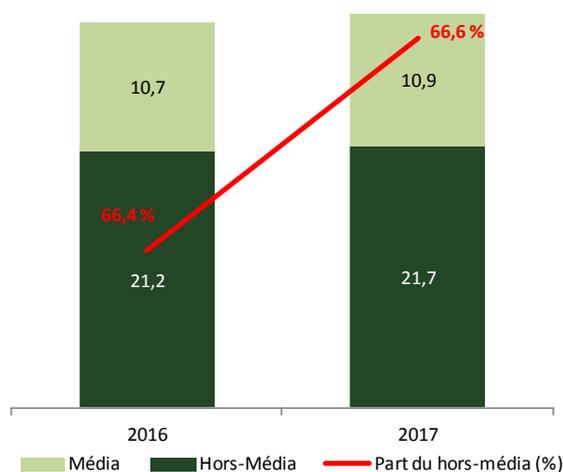
1.2 Un positionnement sur la communication promotionnelle hors-média qui se digitalise toujours davantage

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 la majeure partie 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 positionne sur les 2 secteurs qui captent la plus grande part des dépenses publicitaires, à savoir le marketing direct et la promotion.

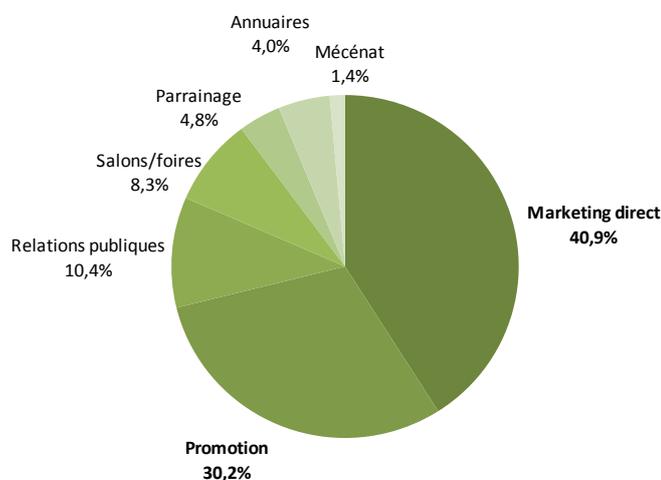
Pour rappel, les deux graphiques ci-après permettent d'apprécier le positionnement stratégique de HighCo, du fait de la part du hors-média dans les dépenses de communication totales des annonceurs, et des parts du marketing direct et de la promotion dans le hors-média.

Evolution des dépenses de communication média et hors-média en France, en milliards d'euros



Source : Irep – France Pub 2017

Ventilation des dépenses de communication hors-média par catégorie (hors medias propriétaires) en 2017



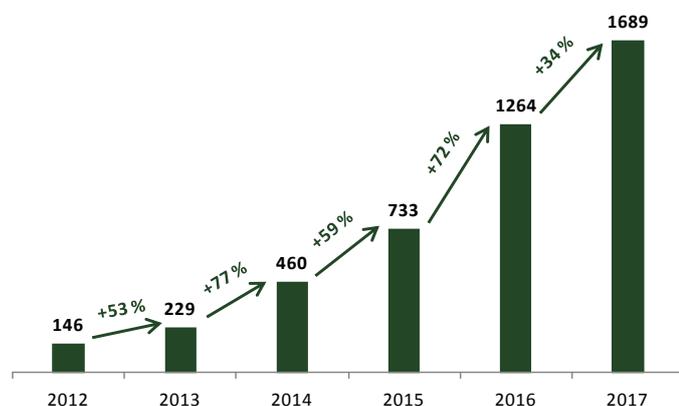
Source : Irep – France Pub 2017

...QUI SE DIGITALISE A GRANDE VITESSE

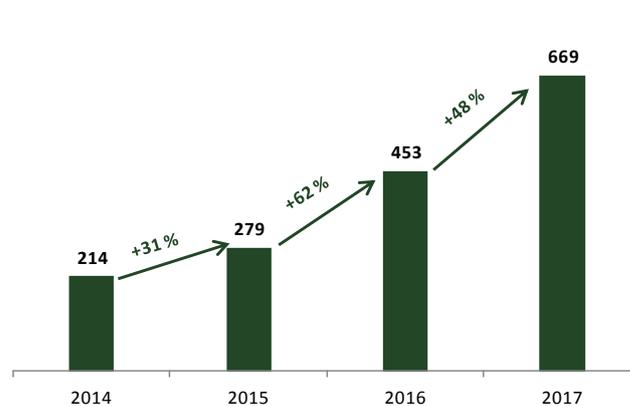
Bien qu'HighCo se positionne majoritairement sur la communication promotionnelle hors-média, la digitalisation des activités pousse désormais le groupe à être présent sur les principaux canaux digitaux que sont le mobile et les réseaux sociaux.

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

En France, les usages digitaux en matière de coupons de réduction sont bien adoptés par les consommateurs. Selon une étude conjointe menée par Nielsen et Catalina, 43 % d'entre eux jugent cette digitalisation comme une source de confort d'achat. En outre, la digitalisation de cette industrie permet une pénétration très forte chez les *millennials* (21-34 ans,) qui sont trois fois plus que leurs aînés de plus de 50 ans à utiliser des coupons digitaux.

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 en France et en Belgique

UNE STRATEGIE PROACTIVE DE DEVELOPPEMENT SUR LE DIGITAL

Afin d'accélérer sa mutation vers les activités Digitales, HighCo mène une stratégie de croissance externe dans l'univers du Digital depuis 2011. Ces 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**, 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 dans cette start-up basée aux Etats-Unis (32,9 %) 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.

- Acquisition, en 2017, de la **base de données anonymisée de 9 millions de cartes de fidélité Retailviz de Casino**. Cette acquisition, dans la droite ligne de la stratégie de renforcement dans le Digital, devrait permettre au groupe d'accélérer le déploiement de son offre web-to-store, dont l'objectif est de générer du trafic et des ventes en magasins. Ce nouvel actif permettra par ailleurs à CapitalData d'améliorer le ciblage de ses campagnes, et ce dans le respect de la réglementation relative aux données personnelles, anticipée par HighCo depuis plusieurs années.

Les activités Digitales ont représenté 47,8 % de la marge brute totale en 2017 (vs. 47,3 % au S1 2017 et 47,0 % en 2016). Le cap des 50 % de digitalisation n'a donc pas été franchi en année pleine, mais HighCo a indiqué avoir franchi son objectif de 50 % de digitalisation au T4 2017. Le nouvel objectif en la matière est de poursuivre sur cette tendance.

UNE ADAPTATION DES OFFRES AUX NOUVEAUX ENJEUX DE MARCHÉ

De nouvelles tendances importantes impactent les stratégies d'investissements des clients d'HighCo. De notre point de vue, HighCo semble bien positionnée pour répondre à ces enjeux, à savoir :

1. Le changement de physionomie de la grande distribution, avec notamment une mutation vers des plus petits formats, en même temps qu'une intensification des stratégies online.
 - » Ce contexte implique une adaptation des stratégies de création de trafic et d'activation, offres d'ores et déjà proposées par le groupe.
2. La mise en œuvre du projet de loi d'encadrement de la promotion.
 - » Cette tendance est à nouveau favorable à HighCo, capable de redonner une plus grande valeur ajoutée aux opérations de promotions, à l'image de l'opération de storytelling, imaginée pour les magasins BUT.
3. La relation commerciale change de main au profit non plus des marques et des enseignes, mais des consommateurs.
 - » Grâce à ses outils de ciblage et de personnalisation, HighCo est en mesure d'aider ses clients à recréer un lien leurs consommateurs, et ce manière précise de la collecte jusqu'à la diffusion.
4. Le phénomène du Phygital, soit la rencontre du digital avec le physique avec un important besoin d'homogénéisation des enseignes entre ces deux mondes.
 - » Cette tendance est également extrêmement favorable à HighCo, capable, de part son profil hybride, de créer des opérations end-to-end pour ses clients au travers de ses offres Drive To Store et In Store.

2 Résultats FY 2017 et Perspectives 2018

2.1 Retour sur les résultats FY 2017

UNE CROISSANCE MOINDRE APRES PLUSIEURS TRIMESTRES DE CROISSANCE A DEUX CHIFFRES

Sur l'ensemble de l'exercice, le groupe a affiché une croissance en ligne avec ses guidances 2017, avec in fine une progression de ses activités de +1,4 % yoy à PCC, soit une MB de 82,24 M€. Néanmoins, comme indiqué précédemment, la société n'est pas parvenue à franchir son objectif de 50 % de digitalisation de ses activités sur l'ensemble de l'année, et ce malgré la hausse de +4,1 % de ses activités digitales à 39,35 M€. Les activités offline accusent, quant à elles une baisse de -1 % à 42,89 M€.

Sur la période, la France reste le moteur de croissance du groupe (+4,7 % yoy à PCC, 71,6 % de la MB), alors que l'International, et notamment la Belgique, affiche une baisse de MB de -6,0 % yoy à PCC et représente 28,4 % de la MB globale.

Dans le détail sur l'ensemble de l'année, et par zone géographique :

- La France affiche une MB de 58,9 M€, en progression de +4,7 %, notamment expliquée par le développement des activités digitales IN STORE (progression toujours continue du modèle de Drive), ainsi que par les bonnes performances sur les activités digitales DATA.
- Comme attendu, l'International accuse une baisse de -6,0 % à PCC à 23,34 M€, traduisant la baisse du volume des coupons papier traités et le déclin des médias in-store offline. A noter cependant la bonne performance de la Belgique dans le Digital à +7,6 %. Pour ce qui concerne l'Europe du Sud, qui représente 1,2 % de la MB du groupe, la tendance observée au cours des précédents trimestres s'est inversée puisque la zone affiche une baisse de ses activités de -2,8 % à PCC.

Marge Brute de HighCo, en M€

| MB en M€ | 2016 | 2016 PCC | 2017 | Δ (en %) | Δ (en %) PCC |
|----------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| T1 | 19,51 | 19,56 | 20,38 | +4,5 % | +4,2 % |
| T2 | 21,76 | 21,76 | 21,90 | +0,7 % | +0,7 % |
| S1 | 41,27 | 41,32 | 42,28 | +2,5 % | +2,3 % |
| T3 | 19,13 | 19,13 | 19,16 | +0,2 % | +0,2 % |
| T4 | 20,66 | 20,66 | 20,80 | +0,6 % | +0,6 % |
| FY | 81,06 | 81,11 | 82,24 | +1,4 % | +1,4 % |

Source : HighCo

UNE CROISSANCE DU RAO SUPERIEURE A CELLE DE LA MARGE BRUTE

Une nouvelle fois, HighCo a affiché une progression de sa rentabilité sur l'ensemble de l'exercice 2017, avec un RAO en hausse de +5,3 % yoy à 14,85 M€. Cette appréciation de la rentabilité provient de la croissance d'activité mais également de la forte maîtrise des charges d'exploitation, permettant ainsi de dégager un effet levier positif.

Par zone géographique, l'évolution est beaucoup plus contrastée : le RAO ressort 1/ en France à 13,58 M€ (marge opérationnelle de 23,1 % vs. 21,7 % en 2016), en hausse significative de +11,4 % ; 2/ tandis qu'à l'International, il ressort en forte baisse à 1,27 M€ (marge opérationnelle de 5,4 % vs. 7,7 % en 2016). Ce résultat est cependant à relativiser au regard de l'allocation technique des charges de holding sur l'International.

Rentabilité opérationnelle par zone géographique, en M€

| | 2016 | 2017 | % Var |
|-------------------------------------|--------------|--------------|---------------|
| MB | 80,1 | 81,3 | 1,4% |
| Dont France | 56,3 | 58,9 | 4,7% |
| Dont International | 23,9 | 22,4 | -6,2% |
| RAO | 14,1 | 14,9 | 5,3% |
| Dont France | 12,2 | 13,6 | 11,4% |
| Dont International | 1,9 | 1,3 | -33,6% |
| Marge Opérationnelle ajustée | 17,4% | 18,1% | +70 pb |
| Dont France | 21,7% | 23,1% | +140 pb |
| Dont International | 7,7% | 5,4% | -230 pb |

Source : HighCo

Le résultat opérationnel courant ajusté, après comptabilisation des charges de restructuration (0,44 M€), ressort à 14,41 M€, en hausse de +4,4 % yoy. Pour ce qui concerne le résultat opérationnel courant, il ressort en baisse de -2,5 % à 12,10 € et est impacté par un coût des actions gratuites de 2,31 M€, niveau élevé qui devrait baisser dès 2018.

Après notamment une charge d'impôts de 4,6 M€, un résultat net des entreprises arrêtées ou en cours de cession de 0,15 M€ et une quote-part des entreprises associées de 0,23 M€, le résultat net part du groupe ajusté du coût net d'impôt des plans d'attribution d'actions gratuites ressort en légère baisse de -1,9 % à 8,49 M€. Le BNPA ajusté ressort, quant à lui, à 0,41 € par titre, en hausse de +7,0 % par rapport au BNPA 2016 ajusté et retraité du coût de minoritaires de High Connexion.

Compte de résultat simplifié 2017 de HighCo

| en M€ | 2016 | 2017 | en % de var. | |
|---|--------------|--------------|-----------------|---|
| Marge Brute | 81,1 | 82,2 | +1,4 % | ✓ |
| Charges indirectes | 67,0 | 67,4 | +0,6 % | |
| RAO ajusté | 14,1 | 14,9 | +5,3 % | ✓ |
| <i>en % de la MB</i> | <i>17,4%</i> | <i>18,1%</i> | <i>+70 pb</i> | |
| Charges de restructuration | 0,3 | 0,4 | - | |
| ROC ajusté (avant AGA) | 13,8 | 14,4 | +4,4 % | ✓ |
| <i>en % de la MB</i> | <i>17,0%</i> | <i>17,5%</i> | <i>+50 pb</i> | |
| Autres produits et charges opérationnels | - | - | - | |
| AGA | 1,4 | 2,3 | +65,0 % | ✓ |
| ROP | 12,4 | 12,1 | -2,5 % | ✓ |
| <i>en % de la MB</i> | <i>15,3%</i> | <i>14,7%</i> | - | |
| Résultat financier | -0,1 | -0,2 | - | |
| Impôt | 4,7 | 4,6 | -1,9 % | |
| Quote-part des entreprises associées | 0,1 | 0,2 | +109,1 % | |
| RN des activités arrêtées ou en cession | -6,7 | 0,2 | - | |
| RNPG | 1,1 | 7,1 | x7 | |
| <i>en % de la MB</i> | <i>1,4%</i> | <i>8,7%</i> | - | |
| RNPG ajusté | 8,7 | 8,5 | -1,9 % | ✓ |
| <i>en % de la MB</i> | <i>10,7%</i> | <i>10,3%</i> | - | |

✓ Marge Brute toujours en croissance malgré un effet de base défavorable

✓ Forte maîtrise de la structure de coûts permettant une hausse du RAO plus rapide que celle de la MB

✓ Amélioration du RAO portée par la France

✓ Hausse du coût des plans d'actions gratuites, qui devrait avoir atteint un point haut en 2017

✓ BNPA ajusté de 0,41 € par action en 2017

Source : HighCo

Sur l'exercice 2017, le groupe a dégagé une CAF de 11,36 M€. Après notamment une variation négative du BFR lié au gonflement momentanée du poste client (-6,01 M€), le paiement des dividendes (-3,86 M€), et les acquisitions, notamment la BDD de Casino (-3,3 M€), des CAPEX de 1 M€, la trésorerie nette du groupe ressort en baisse à 45,91 M€ au 31 décembre 2017 (vs. 49,6 M€ au 31 décembre 2016). Elle est constituée d'une trésorerie brute de 60,15 M€ et d'une dette financière brute en hausse de 2,37 M€ sur l'année à 14,24 M€.

Il est important de noter que la ressource en fonds de roulement d'exploitation ressort à 45,58 M€, notamment compte tenu des activités de clearing. L'endettement net propre du groupe est donc désormais négatif de -0,33 M€.

2.2 Des guidances de marge brute et de marge sur RAO toujours à la hausse

Lors de la présentation de ses résultats, la société a dévoilé ses nouvelles guidances pour 2018. La société confirme ainsi des objectifs de croissance aussi bien de sa topline, avec un objectif de croissance de la marge brute de minimum +1,4 % yoy, que de sa marge opérationnelle ajustée. Aucune indication précise n'est cependant donnée pour le volume de hausse de marge opérationnelle.

Concernant la digitalisation de ses activités, la société indique avoir toujours comme objectif d'accroître la part du Digital de son volume d'affaires. Cette digitalisation pourrait par ailleurs passer par des opérations d'acquisitions ou de prises de participation dans le Mobile ou la Data. La société indique qu'elle continue d'étudier bon nombre de dossiers, mais que les valorisations actuelles sont extrêmement élevées, et que ces opérations ne se feront pas à n'importe quel prix.

HighCo prévoit par ailleurs des CAPEX comprises entre 1 et 2 M€, des rachats d'actions propres compris entre 0,5 M€ et 1,0 M€.

En dépit du contexte difficile pour la grande distribution, et de la concurrence accrue sur les activités de Drive To Store, nous restons confiants sur les perspectives annoncées, qui restent atteignables compte tenu du profil solide d'HighCo, et de sa volonté réaffirmée d'accroître la digitalisation de ses activités.

3 Prévisions

Suite à la publication des résultats 2017 et aux guidances communiquées par la société, nous adoptons des prévisions prudentes 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 84,2 M€ en 2018 et à 85,4 M€ en 2019, soit des croissances respectives de +1,7 % yoy et +2,1 % yoy.

En termes de rentabilité, nous anticipons un RAO en hausse en 2018 à 18,4 % de la marge brute (vs. 18,1 % en 2017). Nous attendons ainsi un RAO 2018 de 15,4 M€ et de 15,8 M€ en 2019.

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 :

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

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 | | | | | | 0,60% |
| Taille de la MB* | | | | | | 0,60% |
| Rentabilité opérationnelle (ROP/MB)* | | | | | | 0,40% |
| Gearing | | | | | | 0,20% |
| Risque Client | | | | | | 0,40% |
| TOTAL | | | | | | 2,60% |

* 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 0,85 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source : Agence France Trésor), d'une prime de marché de 6,41 %, d'un beta de la société de 0,88, d'une prime de risque Small Caps de 2,60 % et de l'endettement net négatif de la société au 31 décembre 2017, le taux d'actualisation s'élève à 9,09 %.

| Taux sans risque | Prime de marché | Beta | Prime Small Caps | Coût du capital | Coût de la dette | Levier financier | Taux d'impôts | WACC |
|------------------|-----------------|------|------------------|-----------------|------------------|------------------|---------------|--------------|
| 0,85% | 6,41% | 0,88 | 2,6% | 9,09% | 0,0% | 0% | 28,0% | 9,09% |

Source : AFT, Fairness Finance, Market Risk Premia, Damodaran, estimations Genesta

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.

4.1.2 Calcul de FCF opérationnels

Compte tenu du taux d'actualisation retenu, nous obtenons le tableau de flux de trésorerie disponible suivant (en M€) :

| | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Marge Brute | 82,2 | 83,7 | 85,4 | 87,2 | 88,7 | 90,2 | 91,8 | 93,3 | 94,9 | 96,5 | 98,2 |
| Excédent brut d'exploitation | 14,8 | 15,7 | 16,4 | 16,9 | 17,0 | 17,1 | 17,2 | 17,3 | 17,4 | 17,5 | 17,6 |
| Impôt | 5,1 | 4,9 | 5,0 | 5,2 | 5,3 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,5 | 5,5 |
| Investissements | 1,1 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,6 | 1,7 | 1,8 | 1,9 | 2,0 | 2,1 | 2,3 |
| Variation de BFR | | -6,7 | -0,4 | -0,5 | -0,2 | -0,7 | -0,4 | -0,4 | -0,4 | -0,4 | -0,4 |
| FCF opérationnels | | 16,0 | 10,3 | 10,7 | 10,3 | 10,8 | 10,5 | 10,5 | 10,4 | 10,4 | 10,3 |
| FCF opérationnels actualisés | | 14,7 | 8,7 | 8,2 | 7,2 | 7,0 | 6,2 | 5,7 | 5,2 | 4,7 | 4,3 |

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 | | 71,9 | 54,6% |
| Période 11-20 ans | 2,0% | 30,4 | 23,1% |
| Taux de croissance à l'infini | 1,5% | 29,5 | 22,4% |
| Total | | 131,8 | 100,0% |
| dont valeur terminale | | 59,9 | 45,4% |

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de HighCo ressort à 113,8 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) | 71,9 |
| + Valeur terminale actualisée | 59,9 |
| + Titres financiers | 0,7 |
| + Titres mis en équivalences | 0,0 |
| - Provisions | 1,7 |
| - Endettement financier net | -45,9 |
| - Minoritaires | 0,0 |
| = Valeur des Capitaux Propres pdg | 176,7 |
| Nombre d'actions | 22,421 |
| Valeur par action | 7,88 |

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 7,88 € soit un potentiel d'appréciation de la valeur selon cette méthode de +63,9 % par rapport au cours de clôture du 21 mars 2018 de 4,81 €.

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 | 8,09% | 8,10 | 8,18 | 8,28 | 8,39 | 8,51 |
| | 8,59% | 7,90 | 7,98 | 8,07 | 8,18 | 8,30 |
| | 9,09% | 7,72 | 7,79 | 7,88 | 7,98 | 8,10 |
| | 9,59% | 7,54 | 7,61 | 7,70 | 7,79 | 7,90 |
| | 10,09% | 7,37 | 7,44 | 7,52 | 7,61 | 7,72 |

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 ; et 2/ approcher les différentes lignes de métier, dont la plus contributrice de marge brute pour HighCo, à savoir l'activité 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, côté sur Alternext, 1000mercis, Prismaflex International. Auparavant intégrée à notre échantillon, la société Tessi a fait l'objet d'une offre publique de rachat et n'est plus suivie par aucun bureau d'analyse. En outre, 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.

Nous avons également ajouté les sociétés suivantes cotées à Londres : Communisis et Cello Group.

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.

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.

Communisis : Communisis est une agence de marketing intégrée avec pour objectif principal de mieux connecter les marques aux consommateurs au travers d'une stratégie multi-canal (digital, presse, TV, réseaux sociaux, etc.).

Cello Group : Cello Group est un groupe anglais de marketing qui dispose de deux segments distincts d'activité : Cello Health, spécialisé dans le marketing et les études de marché à destination du secteur pharmaceutique et de la santé et Cello Signal (environ 50 % de la marge brute) : division spécialisée sur le marketing direct, le CRM et le CMS, la communication des marques et les études de marché.

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

| | CA 17 | CA 18 | CA 19 | EBE 17 | EBE 18 | EBE 19 | REX 17 | REX 18 | REX 19 | RN 17 | RN 18 | RN 19 |
|-----------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| Custom Solutions SA | 19,3 | 22,8 | 25,0 | 0,8 | 2,8 | 3,5 | 0,4 | 2,4 | 3,1 | -0,7 | 1,1 | 1,5 |
| 1000mercis SA | 58,7 | 66,2 | 76,3 | 12,5 | 14,1 | 16,5 | 9,7 | 11,2 | 13,5 | 6,3 | 7,6 | 9,3 |
| Prismaflex International SA | 55,0 | 64,2 | 69,0 | 4,5 | 5,9 | 6,5 | 2,7 | 4,2 | 4,7 | 1,8 | 2,0 | 2,2 |
| Communis plc | 422,8 | 431,0 | 434,4 | 33,9 | 35,8 | 36,9 | 23,4 | 24,5 | 25,7 | 13,2 | 14,2 | 15,4 |
| Cello Group plc | 193,2 | 201,9 | 203,4 | 15,3 | 16,6 | 17,0 | 13,1 | 14,3 | 14,7 | 4,9 | 8,3 | 9,5 |

Source : Infront Analytics

| | Capitalisation | Dettes nettes | Minoritaires | VE |
|-----------------------------|----------------|---------------|--------------|-------|
| Custom Solutions SA | 32,9 | -18,6 | 0,0 | 14,3 |
| 1000mercis SA | 113,5 | -15,2 | 0,0 | 98,3 |
| Prismaflex International SA | 22,0 | 8,7 | 0,0 | 30,8 |
| Communis plc | 154,4 | 24,7 | 0,0 | 179,1 |
| Cello Group plc | 144,7 | 6,0 | 0,0 | 150,6 |

Source : Infront Analytics

4.2.2 Valorisation

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

| | VE/CA 18 | VE/CA 19 | VE/ EBE 18 | VE/ EBE 19 | VE/REX 18 | VE/REX 19 | PE 18 | PE 19 |
|-----------------------------|----------|----------|------------|------------|-----------|-----------|-------|-------|
| Custom Solutions SA | 0,63 | 0,57 | 5,09 | 4,13 | 6,06 | 4,69 | 31,01 | 21,63 |
| 1000mercis SA | 1,49 | 1,29 | 6,97 | 5,96 | 8,81 | 7,30 | 14,97 | 12,25 |
| Prismaflex International SA | 0,48 | 0,45 | 5,22 | 4,74 | 7,28 | 6,58 | 11,26 | 10,10 |
| Communis plc | 0,42 | 0,41 | 5,01 | 4,86 | 7,32 | 6,98 | 10,89 | 10,00 |
| Cello Group plc | 0,75 | 0,74 | 9,10 | 8,86 | 10,57 | 10,24 | 17,52 | 15,29 |
| Moyenne | 0,75 | 0,69 | 6,28 | 5,71 | 8,01 | 7,16 | 17,13 | 13,86 |
| Médiane | 0,63 | 0,57 | 5,22 | 4,86 | 7,32 | 6,98 | 14,97 | 12,25 |

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 18 | MB 19 | EBE 18 | EBE 19 | REX 18 | REX 19 | RN 18 | RN 19 |
|-------------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| HighCo* | 83,7 | 85,4 | 15,7 | 16,4 | 15,0 | 15,4 | 10,1 | 10,4 |
| Valorisation induite | 108,7 | 105,0 | 144,5 | 139,5 | 165,8 | 156,2 | 172,9 | 143,7 |
| | 98,4 | 94,8 | 127,9 | 125,6 | 155,5 | 153,4 | 151,1 | 127,0 |
| Valorisation moyenne / action | 4,54 | | 5,99 | | 7,04 | | 6,63 | |

*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 prime 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 prime de taille de 4,5 % aux résultats évoqués précédemment.

| | | |
|---|--------------|----|
| Capitalisation moyenne des comparables | 93,5 | M€ |
| Capitalisation non corrigée de la société | 135,6 | M€ |
| Rapport des capitalisations | 145,1% | |
| Prime / Décote à appliquer | +4,5% | |

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

| | | | | |
|-------------------------------|-------------|------|------|------|
| Valorisation moyenne / action | 4,74 | 6,26 | 7,35 | 6,93 |
| Moyenne | 6,32 | | | |

Ainsi, l'approche par la méthode des multiples boursiers de sociétés comparables nous amène à une fourchette de valorisation de 4,74 € – 7,35 €, et en moyenne à un prix par action de 6,32 €. Sur la base du cours de clôture de l'action HighCo au 21 mars 2018 de 4,81 €, le titre présente selon cette approche un upside de +31,4 %.

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€) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Marge brute | 75,43 | 81,06 | 82,24 | 83,66 | 85,42 | 87,23 |
| %évolution | 6,4% | 7,5% | 1,5% | 1,7% | 2,1% | 2,1% |
| %du CA | 47,8% | 52,1% | 52,0% | 52,0% | 52,0% | 52,0% |
| Charges de personnel | 44,04 | 45,80 | 46,51 | 47,11 | 47,96 | 48,83 |
| %de la marge brute | 58,4% | 56,5% | 56,6% | 56,3% | 56,2% | 56,0% |
| Charges externes | 17,50 | 18,69 | 18,83 | 18,95 | 19,22 | 19,63 |
| %de la marge brute | 23,2% | 23,1% | 22,9% | 22,7% | 22,5% | 22,5% |
| Impôts et taxes | 1,19 | 1,30 | 1,48 | 1,42 | 1,37 | 1,40 |
| %de la marge brute | 1,6% | 1,6% | 1,8% | 1,7% | 1,6% | 1,6% |
| Autres produits et charges d'exploitation | -0,64 | -0,53 | -0,57 | -0,46 | -0,46 | -0,46 |
| %de la marge brute | -0,8% | -0,7% | -0,7% | -0,5% | -0,5% | -0,5% |
| Résultat des activités ordinaires (avant AGA) | 11,15 | 14,10 | 14,85 | 15,38 | 15,77 | 16,27 |
| %évolution | 17,2% | 26,5% | 5,3% | 3,6% | 2,5% | 3,2% |
| %de la marge brute | 14,8% | 17,4% | 18,1% | 18,4% | 18,5% | 18,7% |
| Résultat Opérationnel (après AGA) | 10,55 | 12,41 | 12,10 | 13,58 | 14,02 | 14,47 |
| %de la marge brute | 14,0% | 15,3% | 14,7% | 16,2% | 16,4% | 16,6% |
| Résultat financier | 0,06 | 0,75 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Résultat avant impôt | 10,61 | 13,17 | 12,10 | 13,58 | 14,02 | 14,47 |
| Impôts | 3,85 | 4,69 | 5,12 | 4,89 | 5,05 | 5,21 |
| %Taux d'impôt effectif | 36,3% | 35,6% | 42,4% | 36,0% | 36,0% | 36,0% |
| Résultat Net Part du Groupe | 6,82 | 1,89 | 7,12 | 8,69 | 8,97 | 9,26 |
| %évolution | 177,8% | -72,2% | 276,3% | 22,0% | 3,2% | 3,3% |
| %de la marge brute | 9,0% | 2,3% | 8,7% | 10,4% | 10,5% | 10,6% |
| Résultat Net Part du Groupe ajusté* | 6,82 | 8,65 | 8,49 | 10,09 | 10,37 | 10,66 |
| %de la marge brute | 9,0% | 10,7% | 10,3% | 12,1% | 12,1% | 12,2% |

*ajusté des AGA et du résultat net d'impôt des activités arrêtées ou en cours de cession

5.2 Bilan – principaux agrégats

| Au 31/12 (M€) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Ecarts d'acquisition | 76,88 | 71,38 | 72,39 | 72,39 | 72,39 | 72,39 |
| Immobilisations incorporelles | 2,99 | 2,19 | 8,13 | 7,94 | 7,67 | 7,39 |
| Immobilisations corporelles | 2,88 | 2,83 | 2,50 | 2,06 | 1,44 | 0,78 |
| Immobilisations financières | 3,50 | 1,71 | 2,33 | 2,33 | 2,33 | 2,33 |
| BFR | -52,31 | -55,71 | -47,67 | -54,35 | -54,80 | -55,28 |
| %de la marge brute | -69,4% | -68,7% | -58,0% | -65,0% | -64,2% | -63,4% |
| Dettes financières | 14,49 | 11,87 | 14,24 | 14,44 | 14,64 | 14,84 |
| Trésorerie et équivalents de trésorerie | 55,26 | 61,50 | 60,15 | 72,97 | 80,09 | 87,57 |
| Endettement net | -40,77 | -49,63 | -45,91 | -58,52 | -65,44 | -72,73 |

5.3 Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats

| Au 31/12 (M€) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020 ^E |
|--|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------------|
| CAF | 8,26 | 18,31 | 9,72 | 10,82 | 11,36 | 11,70 |
| Investissements | 1,58 | 1,08 | 1,06 | 1,50 | 1,50 | 1,50 |
| % de la marge brute | 2,1% | 1,3% | 1,3% | 1,8% | 1,8% | 1,7% |
| Variation du BFR | -5,26 | -3,40 | 8,04 | -6,68 | -0,45 | -0,47 |
| Flux de trésorerie d'exploitation net | 12,07 | 14,16 | 0,62 | 16,00 | 10,31 | 10,68 |

5.4 Ratios financiers

| Au 31/12 (M€) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Bénéfice net par action corrigé | 0,31 | 0,42 | 0,38 | 0,45 | 0,46 | 0,48 |
| %évolution | 19,2% | 35,5% | -9,8% | 18,8% | 2,8% | 2,8% |
| Capitalisation boursière | 108,07 | 144,17 | 102,24 | 102,24 | 102,24 | 102,24 |
| Valeur d'entreprise* | 114,00 | 145,95 | 104,02 | 104,02 | 104,02 | 104,02 |
| P/E ajusté | 15,85 | 17,18 | 14,35 | 11,76 | 11,40 | 11,04 |
| P/CF | 0,37 | 0,82 | 0,43 | 0,48 | 0,51 | 0,52 |
| Market to Book | 1,45 | 1,97 | 1,25 | 1,11 | 1,00 | 0,91 |
| VE / MB | 1,51 | 1,80 | 1,26 | 1,24 | 1,22 | 1,19 |
| VE / RAO | 10,22 | 10,35 | 7,01 | 6,76 | 6,60 | 6,39 |
| VE / ROC | 10,80 | 11,76 | 8,60 | 7,66 | 7,42 | 7,19 |
| RAO / MB | 14,8% | 17,4% | 18,1% | 18,4% | 18,5% | 18,7% |
| ROP / CA | 14,0% | 15,3% | 14,7% | 16,2% | 16,4% | 16,6% |
| RN pg / MB | 9,0% | 2,3% | 8,7% | 10,4% | 10,5% | 10,6% |
| Gearing | -54,7% | -67,7% | -58,0% | -65,6% | -65,7% | -65,9% |
| Capitaux engagés | 33,93 | 22,39 | 37,67 | 30,36 | 29,02 | 27,60 |
| RCE | 19,8% | 34,5% | 18,5% | 28,6% | 30,9% | 33,6% |
| Rentabilité des Fonds Propres | 9,2% | 11,8% | 10,7% | 11,3% | 10,4% | 9,7% |

*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

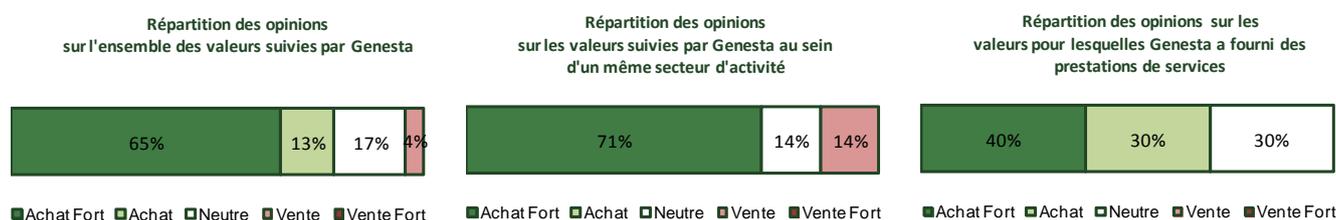
| Participation de l'analyste, de Genesta et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur | Participation de l'émetteur au capital de Genesta | Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et Genesta | Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et 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 |
|------------------------------------|---|-------------------|
| 22 mars 2018 | Etude Annuelle Achat Fort | 7,10 € |
| 25 janvier 2018 | Flash Valeur Achat Fort | 7,10 € |
| 19 octobre 2017 | Flash Valeur Achat Fort | 7,10 € |
| 1 ^{er} septembre 2017 | Etude Semestrielle Achat Fort | 7,20 € |
| 20 juillet 2017 | Flash Valeur Achat | 6,80 € |
| 27 avril 2017 | Flash Valeur Neutre | 7,10 € |

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.