

Date de première diffusion : 28 mars 2019

HighCo

Des résultats en croissance

Des résultats conformes aux attentes

Après avoir publié une MB FY 2018 de 87,57 M€, en croissance de +2,6 % à PCC, HighCo a présenté des résultats annuels de bonne facture et en ligne avec nos prévisions. Le RAO ajusté ressort à 16,04 M€ sur l'année, affichant ainsi une progression de +8,0 % yoy et permettant à HighCo d'extérioriser une marge opérationnelle ajustée de 18,3 %, en hausse de 20 pbs conformément aux guidances du groupe. La poursuite de la hausse de la rentabilité provient de nouveau de la bonne maîtrise des charges de structure, et ce malgré une moindre performance de la France en matière de marge opérationnelle marquée par une quote-part de frais de holding plus importante.

Le résultat opérationnel courant ajusté s'établit à 15,33 M€, marqué par une légère hausse des frais de restructuration. Enfin, le résultat net part du groupe ajusté affiche une croissance de +14,9 % à 9,75 M€ (BNPA ajusté dilué de 0,46 € vs 0,41 € en 2017).

Hausse à deux chiffres du dividende

Au vu de ces bons résultats, HighCo indique vouloir proposer un dividende par action à 0,16 € par titre, en hausse de plus de +14 %. Cela offre un rendement de l'ordre de 3 % par rapport au cours actuel.

Des guidances toujours positives pour 2019

Lors de la présentation de ses résultats annuels, la société a présenté ses guidances pour 2019, à savoir 1/ une croissance de la marge brute supérieure à 2,6 % tenant compte d'une poursuite de la hausse du Digital, et 2/ une légère hausse de la marge opérationnelle ajustée par rapport à celle de 2018 (pour mémoire de 18,3 %).

Nous sommes confiants dans ces perspectives compte tenu de la crédibilité et du savoir-faire du management quant au fait de délivrer des résultats en ligne avec ses objectifs fixés.

Opinion Achat Fort

Nous restons positifs sur la valeur qui est toujours sous-valorisée selon nous.

Pour 2019E, nous anticipons une hausse de la MB de 6,5 % yoy tenant compte de l'intégration d'Useradgents en année pleine. La marge sur RAO est anticipée à 18,4 % en 2019E puis 18,5 % en 2020E.

Notre TP est maintenu à 7,40 €. Nous conservons en conséquence notre Opinion Achat Fort sur la valeur.

Raphaëlle POULAIN

Analyste Financier
rpoulain@genesta-finance.com
01.45.63.68.62

Opinion

Cours (clôture au 27 mars 2019)

5,40 €

Objectif de cours

7,40 € (+37,0 %)

1. Achat Fort

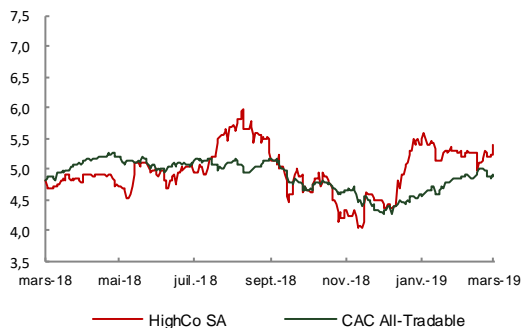
Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	HIGH.PA / HIGH:FP
Capitalisation boursière	121,1 M€
Valeur d'entreprise*	118,5 M€
Flottant	59,0 M€ (48,7 %)
Nombre d'actions	22 421 332
Volume quotidien	75 253 €
Taux de rotation du capital (1 an)	22,75%
Plus Haut (52 sem.)	5,97 €
Plus Bas (52 sem.)	4,05 €

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

Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	+1,7 %	+2,9 %	+11,9 %



Actionnariat

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

Agenda

MB T1 2019 publiée le 18 avril 2019

Chiffres Clés

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
MB (M€)	82,2	87,6	93,3	95,4	97,4
Evolution (%)	1,5%	6,5%	6,5%	2,2%	2,1%
RAO** (M€)	14,8	16,0	17,2	17,7	18,1
ROP (M€)	12,1	14,7	15,6	16,0	16,5
Marge sur RAO (%)	18,1%	18,3%	18,4%	18,5%	18,6%
RN pg ajusté (M€)	8,5	9,7	12,2	12,7	13,0
Marge nette (%)	10,3%	11,1%	13,1%	13,3%	13,3%
BPA ajusté	0,41	0,46	0,54	0,56	0,58

**avant AGA

Ratios

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
VE / MB	1,4	1,2	1,1	1,1	1,0
VE / RAO	7,5	6,3	5,9	5,7	5,6
VE / ROP	9,2	6,9	6,5	6,3	6,1
P / E ajusté	14,2	9,8	9,1	8,8	8,6
Gearing (%)	-58%	-62%	-60%	-61%	-62%
Dette nette/RAO	-3,1	-3,3	-3,4	-3,8	-4,2
RCE (%)	19,9%	27,5%	27,1%	27,8%	28,8%

Genesta dispose du statut de Conseiller en Investissements Financiers et est membre de la CNCIF (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 près de 53 % en 2018. 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.

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
- 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)

Méthode de valorisation

DCF

Nos prévisions de marge brute s'élèvent à 93,3 M€ en 2019E et à 95,4 M€ pour 2020E. Notre anticipation de RAO, rapportée à la marge brute, ressort à 18,4 % en 2019 et à 18,5 % en 2020. L'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources de 10,14 %, valorise le titre HighCo à 7,57 € par action, en tenant compte d'une ressource nette de trésorerie structurelle de 52,17 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 :

- Qwamplify (ex-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.
- Cello Group, groupe anglais de marketing dont l'une de ses divisions (40 % de la marge brute) est spécialisée sur le marketing direct, le CRM et le CMS, et la communication des marques.
- 4imprint, distributeur de produits promotionnels basé à Londres. Elle a des bureaux aux États-Unis, au Royaume-Uni, à Hong Kong et en Europe.

L'approche par les multiples boursiers nous conduit à une valorisation de l'action HighCo de 7,23 €.

Notre objectif de cours, résultant de la moyenne des résultats obtenus par les méthodes DCF et comparaison boursière, est maintenu à 7,40 € par action, soit un potentiel d'upside de +37,0 % par rapport au cours de clôture du 27 mars 2019.

Synthèse et Opinion

Nouvelle hausse de la marge opérationnelle

HighCo a présenté des résultats FY 2018 en hausse et de bonne facture, comme attendu. La société affiche une nouvelle progression de son RAO ajusté de +8,0 % yoy à 16,04 M€. La société affiche toujours des guidances en hausse, à la fois de sa topline, mais également, dans une moindre mesure 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

Avec désormais près de 53 % de ses activités dans le Digital (près de 55 % si l'on considère Useradgents en année pleine), HighCo poursuit sa stratégie en matière de digitalisation, et réitère notamment son souhait d'intensifier encore davantage son développement dans la Data qu'elle considère comme un pilier majeur en train de révolutionner le commerce. Après l'intégration à 100 % d'Useradgents, la Société réitère donc ses objectifs en matière d'acquisitions et de prises de participation dans ce domaine.

Opinion maintenue à Achat Fort

Après plusieurs semestres de hausse ininterrompue, HighCo continue de présenter des résultats solides. Cette publication offre un nouveau signal positif aux investisseurs. En outre, l'intégration à 100 % d'Useradgents conforte encore davantage les perspectives de croissance du groupe.

Après mise à jour de notre modèle de valorisation, notre objectif de cours est maintenu à 7,40 € par titre. HighCo dispose toujours selon nous d'un potentiel d'appréciation non négligeable. Opinion Achat Fort.



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 résolument Digital	8
2	Résultats FY 2018 et perspectives 2019.....	10
2.1	Retour sur les résultats FY 2018.....	10
2.2	Des guidances de marge brute et de marge sur RAO toujours à la hausse.....	12
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.

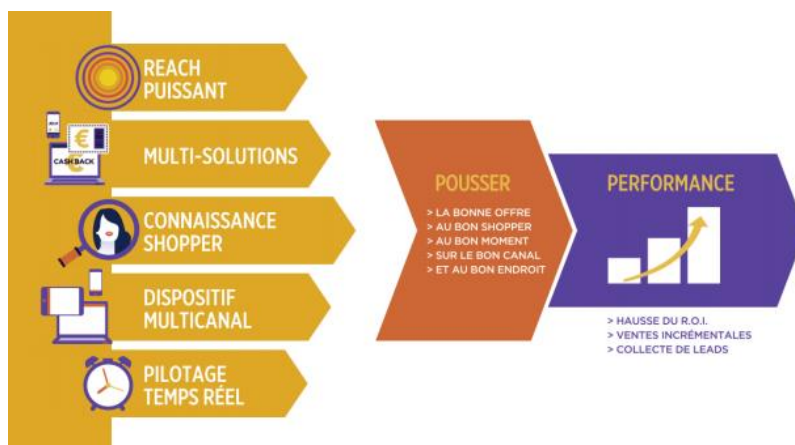
1.1 Offre du groupe

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 – (environ 20 % de la MB)

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

- les **webcoupons**, (45,1 millions de coupons émis en 2018 vs. 40,5 millions en 2017) sur lesquels HighCo occupe la place de leader en Europe. Ces coupons de première génération 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 avec différentes enseignes. Ces coupons de nouvelle génération connaissent toujours une forte croissance de +25 % yoy et ont représenté 30,1 millions de coupons en 2018 (24,3 millions de coupons avaient été émis en 2017) ;
- le **mobile**, avec les m-coupons, les push SMS et les notifications en hausse de +81 % sur l'année (1 215 millions envoyés en 2018 vs. 671 millions 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 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 – (environ 40 % de la MB)

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** (affichage en magasin). Le Digital occupe toutefois une place de plus en plus importante dans les activités In-Store de HighCo.

LES SOLUTIONS DE GESTION DEMATERIALISEE – (environ 40 % de la MB)

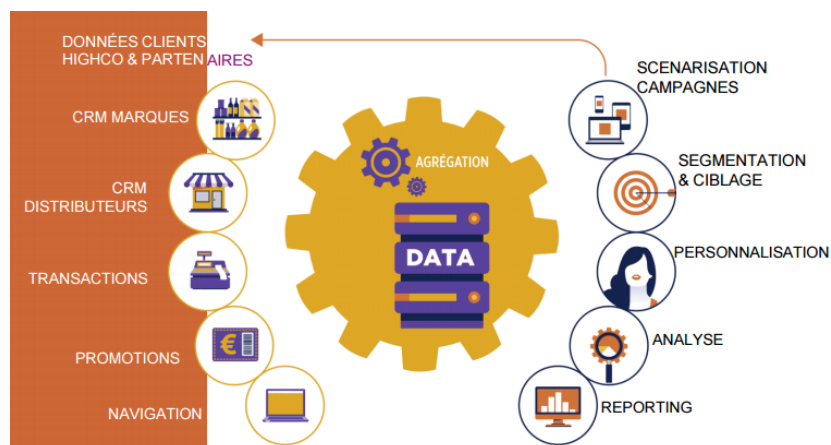
La gestion des datas tend de plus en plus à se dématérialiser, notamment sur le traitement dématérialisé des coupons et les opérations d'Offres De Remboursement digitales. Ainsi,

- 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 2018, le nombre d'e-ODR est toujours en hausse de +12 % yoy à 707 opérations (en 2017, le nombre d'e-ORD avait déjà progressé de +26 % yoy, pour atteindre 631 opérations).

Aujourd'hui, la part du Digital dans les solutions DATA représente environ 40 % (vs. 38,2 % en 2017 FY et 35,8 % en 2016 FY).

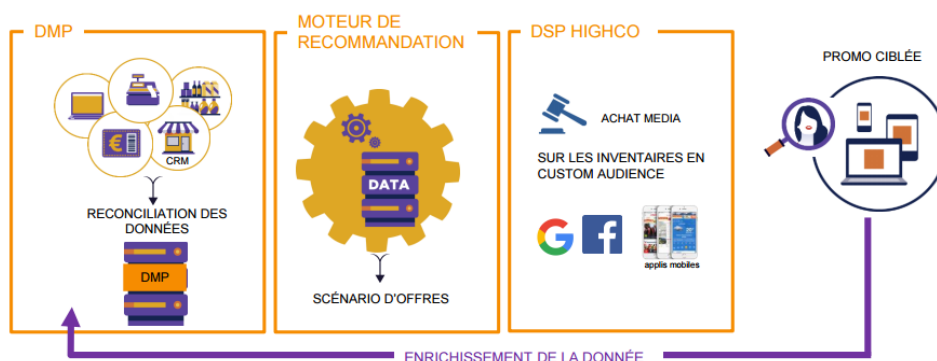
DES SOLUTIONS QUI S'ARTICULENT AUTOUR DE LA COLLECTE ET DE L'EXPLOITATION DE LA DATA

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

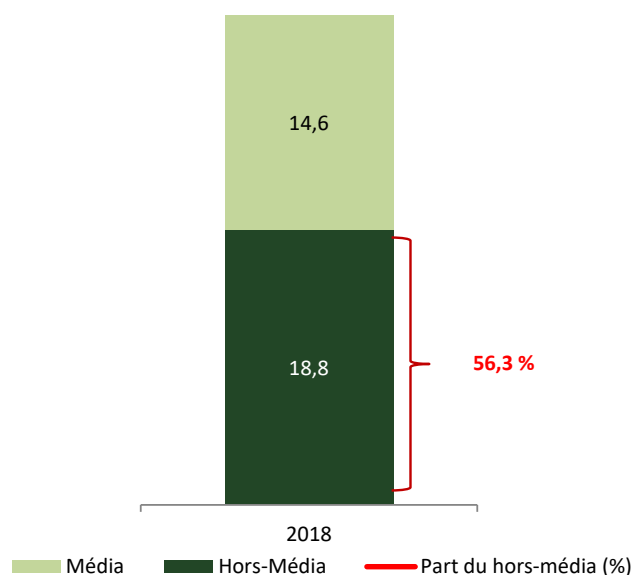
1.2 Un positionnement sur la communication promotionnelle hors-média qui se digitalise toujours davantage

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.

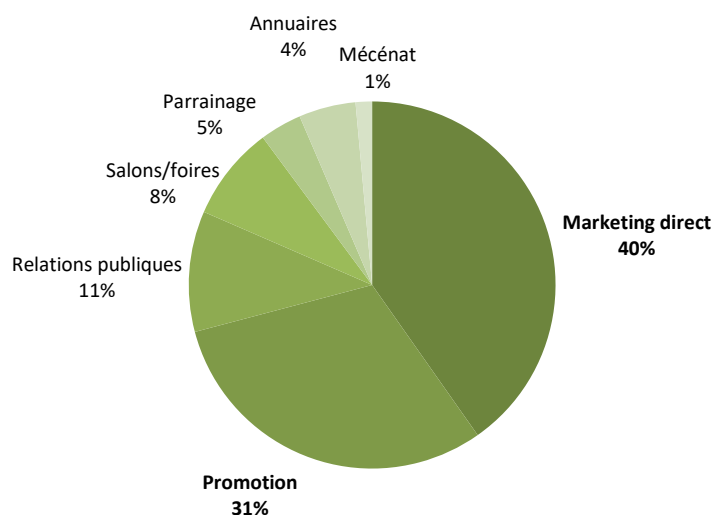
Pour rappel, les deux graphiques ci-après permettent d'apprécier le positionnement stratégique de HighCo, du fait de la part du hors-média dans les dépenses de communication totales des annonceurs, et des parts du marketing direct et de la promotion dans le hors-média.

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



Source : Irep – France Pub 2018

Ventilation des dépenses de communication hors-média par catégorie (hors medias propriétaires) en 2018



Source : Irep – France Pub 2018

...QUI SE DIGITALISE A GRANDE VITESSE

Avec une part de marché toujours en hausse, le digital est aujourd'hui le premier vecteur de communication publicitaire en France, après avoir dépassé la presse et la TV. En 2018, la croissance de la publicité sur Internet s'intensifie et a enregistré une hausse de +17,0 %. En phase avec ce mouvement de digitalisation, HighCo est présent sur les principaux canaux digitaux que sont le mobile et les réseaux sociaux, marchés les plus dynamiques du Digital. En effet, en ce qui concerne les usages, le mobile est désormais majoritaire puisque 50 % du temps passé sur internet se fait sur le mobile (68 % en comptant le temps passé sur tablettes). En outre, les recettes publicitaires sur mobile ont cru de +42 % en 2018.

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 *millenials* (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 programmation sur mobile.

Fort de ce constat, HighCo a renforcé son positionnement mobile avec l'acquisition récente d'Useradgents, agence spécialisée dans le mobile.

1.3 Un positionnement résolu Digital

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.
- Montée à 100 % du capital d'**Useradgents** en juillet 2018. Useradgents est une agence de conseil spécialisée en stratégie mobile. Avec cette acquisition, HighCo consolide ses positions dans le Digital et notamment dans le Mobile. La montée au capital d'Useradgents à 100 % devrait permettre de conforter de nombreuses synergies business et technologiques.

Les activités Digitales ont représenté 52,9 % de la marge brute totale 2018 (vs. 47,8 % en 2017). En considérant l'acquisition d'Useradgents en année pleine, le taux de digitalisation serait de 54,6 %.

Désormais, HighCo se veut expert en Data et en Communication, présent sur toute la chaîne de valeur de l'engagement client, soit depuis le premier contact jusqu'à la transaction.

UNE ADAPTATION DES OFFRES AUX NOUVEAUX ENJEUX DE MARCHE

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 de l'Omnicommerce, remplaçant progressivement le phygital, impliquant non seulement un important besoin d'homogénéisation des enseignes entre les deux mondes du physique et du digital, mais nécessitant surtout une présence des enseignes sur tous les canaux disponibles pour la vente :
 - » Cette tendance est également extrêmement favorable à HighCo, capable, de par 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 2018 et perspectives 2019

2.1 Retour sur les résultats FY 2018

UNE NOUVELLE ANNEE DE CROISSANCE DE +2,6 % A PCC

Sur l'ensemble de l'année, le groupe a affiché une croissance en ligne avec ses guidances, avec une progression de ses activités de +2,6 % à PCC, soit une MB de 87,7 M€. Cette bonne performance est toujours liée à la croissance des activités digitales, notamment en France, avec une croissance de +9,2 % à PCC à 46,3 M€. Le offline affiche quant à lui une baisse de -3,8 % à PCC à 41,3 M€.

Sur la période, la France reste le moteur de croissance du groupe (+4,4 % à PCC, 73,9 % de la MB), alors que l'International est en repli de -1,9 %, notamment en Belgique qui enregistre une baisse de -2,6 % de son activité.

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

- La France affiche une MB de 64,7 M€, en progression de +4,4 % à PCC, notamment expliquée par la croissance des solutions digitales de +9,2 % à 38,7 M€. L'acquisition d'Useradgents explique en partie cette bonne dynamique. Preuve de la forte digitalisation du groupe, les activités digitales représentent désormais près de 60 % de l'activité en France.
- Toujours en repli, l'International enregistre cependant une moindre baisse qu'aux périodes précédentes de -1,9 % à PCC à 22,9 M€. La Belgique est en effet toujours marquée par la baisse du volume des coupons papier traités et le déclin des médias in-store offline. Bien que beaucoup moins significative, l'activité de l'Europe du Sud est en croissance de +15,9 % sur l'année semestre à 1,1 M€ et représente 1,2 % de la MB groupe.

Marge Brute de HighCo, en M€

MB en M€	2017	2017 PCC	2018	Δ (en %)	Δ (en %) PCC
T1	20,38	20,38	20,73	+1,7 %	+1,7 %
T2	21,90	21,90	22,47	+2,6 %	+2,6 %
S1	42,28	42,28	43,20	+2,2 %	+2,2 %
T3	19,16	20,62	21,19	+10,6 %	+2,7 %
T4	20,80	22,41	23,19	+11,5 %	+3,5 %
FY	82,24	85,31	87,57	+6,5 %	+2,6 %

Source : HighCo

UNE CROISSANCE DU RAO TOUJOURS SUPERIEURE A CELLE DE LA MARGE BRUTE

Une nouvelle fois, HighCo a affiché une progression de sa rentabilité avec un RAO ajusté en hausse de +8,0 % yoy à 16,04 M€. Cette appréciation de la rentabilité provient de la croissance d'activité à périmètre constant, notamment en France mais également de l'intégration d'Useradgents à 100 % sur la seconde partie de l'année. Le management souligne à nouveau la bonne maîtrise de ses coûts.

Compte tenu d'une quote-part plus importante de frais de holding allouée à la France suite au changement de répartition de MB entre la France et l'International, le RAO en France ressort en croissance de +1,9 % à 13,8 M€. La marge opérationnelle ajustée ressort ainsi en baisse vs. 2017 à 21,4 %, soit un niveau équivalent à celui de 2016.

A l'International, le RAO ressort également en hausse, mais plus importante de +73,4 % à 2,2 M€ (marge opérationnelle de 9,6 % vs. 5,4 % en 2017).

Au global, la marge opérationnelle ressort en hausse de 20 pb yoy.

Rentabilité opérationnelle par zone géographique, en M€

	2016	2017	2018	% Var
MB	80,1	81,3	87,6	7,7%
Dont France	56,3	58,9	64,7	9,8%
Dont International	23,9	22,4	22,9	2,3%
RAO	14,1	14,9	16,0	8,0%
Dont France	12,2	13,6	13,8	1,9%
Dont International	1,9	1,3	2,2	73,4%
Marge Opérationnelle ajustée	17,4%	18,1%	18,3%	+20 pb
Dont France	21,7%	23,1%	21,4%	-170 pb
Dont International	7,7%	5,4%	9,6%	+420 pb

Source : HighCo

Le résultat opérationnel courant ajusté, après comptabilisation des charges de restructuration (0,71 M€), ressort à 15,33 M€, en hausse de +6,3 % yoy. Pour ce qui concerne le résultat opérationnel courant, il ressort en forte hausse de +16,6 % sous l'effet d'un coût des actions gratuites moins important par rapport à celui de 2017 (1,21 M€ en 2018 vs. 2,31 M€ en 2017).

Après notamment une charge d'impôts moins importante de 3,86 M€ du fait de l'enregistrement ponctuel d'un CIR élevé, un résultat net des entreprises arrêtées ou en cours de cession de -0,77 M€ lié à la dépréciation de Yuzu dans les comptes d'HighCo, et une quote-part des entreprises associées de 0,23 M€, le résultat net part du groupe ressort en hausse de +21,4 % à 8,64 M€. Le résultat net part du groupe ajusté ressort également en hausse de +14,9 % à 9,8 M€. Le BNPA ajusté ressort ainsi à 0,47 € par titre, en hausse de +14,5 % par rapport au BNPA 2017 ajusté de 0,41 € par action.

Compte de résultat simplifié 2018 de HighCo

en M€	2017	2018	en % de var.	
Marge Brute	82,2	87,6	+6,5 %	Marge Brute toujours en croissance (bonne activité en France et intégration à 100% d'Useradgents)
Charges indirectes	67,4	71,5	+6,1 %	
RAO ajusté	14,9	16,0	+8,0 %	Bonne maîtrise de la structure de coûts permettant une hausse du RAO plus rapide que celle de la MB
<i>en % de la MB</i>	18,1%	18,3%	+20 pbs	
Charges de restructuration	0,4	0,7	+61,4 %	Baisse du coût des plans d'actions gratuites en 2018, après avoir atteint un point haut en 2017
ROC ajusté (avant AGA)	14,4	15,3	+6,3 %	
<i>en % de la MB</i>	17,5%	17,5%	-	Impôts en baisse compte tenu de l'enregistrement d'un CIR élevé en 2018
Autres produits et charges opérationnels	-	0,5	-	
AGA	2,3	1,2	-47,6 %	Dépréciation de la participation dans Yuzu
ROP	12,1	14,7	+21,1 %	
<i>en % de la MB</i>	14,7%	16,7%	+196 pbs	
Résultat financier	-0,2	-0,2	+0,0 %	
Impôt	4,6	3,9	-16,1 %	
Quote-part des entreprises associées	0,2	0,2	+0,0 %	
RN des activités arrêtées ou en cession	0,2	-0,8	-	
RN	7,7	10,1	+30,8 %	
RNPG	7,1	8,6	+21,4 %	
<i>en % de la MB</i>	8,7%	9,9%	+115 pbs	
RNPG ajusté	8,5	9,8	+14,9 %	
<i>en % de la MB</i>	10,3%	11,1%	+75 pbs	

Source : HighCo

Au titre de l'exercice 2018, le groupe a dégagé une CAF élevée de 14,65 M€.

Après notamment une variation positive du BFR (+5,3 M€), le paiement des dividendes (-4,4 M€), et les acquisitions (-6,0 M€), des CAPEX de 2,6 M€, la trésorerie nette du groupe ressort en hausse à 52,17 M€ au 31 décembre 2018 (vs. 45,91 M€ au 31 décembre 2017). Elle est constituée d'une trésorerie brute de 62,78 M€ et d'une dette financière brute en hausse à 10,6 M€.

Il est important de noter que la ressource en fonds de roulement d'exploitation ressort à 51,20 M€, notamment compte tenu des activités de clearing. La société est donc en position de cash net à hauteur de 0,97 M€ (vs. 0,33 M€ à fin 2017).

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

Lors de la présentation de ses résultats annuels, la société a dévoilé ses guidances pour l'ensemble de l'exercice 2019.

Dans la même lignée que les exercices précédents, la société anticipe toujours une hausse de ses activités avec en particulier :

- Une hausse de sa MB 2019 supérieure à 2,6 % ;
- Une légère hausse de la marge opérationnelle ajustée par rapport à celles de 2018 qui s'est élevée à 18,3 %.

Concernant la digitalisation de ses activités, la société indique avoir toujours comme objectif d'accroître la part du Digital dans son volume d'affaires global. Pour mémoire, la part du Digital en 2018 était de 52,9 % (54,6 % en considérant Useradgents en année pleine).

HighCo prévoit par ailleurs des CAPEX en hausse et compris entre 2,5 et 3,5 M€, ainsi que des rachats d'actions propres compris entre 0,5 M€ et 1,0 M€, c'est-à-dire des niveaux comparables à ceux de 2018 de 0,66 M€.

Compte tenu du track record de la société, nous sommes confiants sur les perspectives annoncées, perspectives qui sont largement atteignables compte tenu du profil solide d'HighCo, et de sa volonté réaffirmée de poursuivre sa politique d'investissement dans le Digital et la Data.

3 Prévisions

Suite à cette publication, nous revoyons légèrement à la hausse nos prévisions de marge brute et maintenons nos anticipations de marge sur RAO.

Nos prévisions de marge brute (indicateur central de l'évolution des activités du groupe) pour les deux prochains exercices ressortent à 93,3 M€ en 2019 (croissance de +6,5 % yoy et de +2,6 % à PCC) et à 95,4 M€ en 2020 (croissance prudente de +2,2 %).

En termes de rentabilité, nous anticipons un RAO en hausse prudente en 2019 à 18,4 % de la marge brute (vs. 18,3 % en 2018). Nous attendons ainsi un RAO 2019 de 17,2 M€ et de 17,7 M€ en 2020.

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 0,62 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source : Agence France Trésor), d'une prime de marché de 7,86 %, 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 30 décembre 2018, le taux d'actualisation s'élève à 10,14 %.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
0,62%	7,86%	0,88	2,6%	10,14%	0,0%	0%	28,0%	10,14%

Sources : 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€) :

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Marge Brute	87,6	93,3	95,4	97,4	97,1	98,8	100,6	102,4	104,3	106,1	108,1
Excédent brut d'exploitation	16,8	18,2	18,6	19,1	18,6	18,6	18,7	18,7	18,7	18,8	18,8
Impôt	3,9	4,6	4,8	4,9	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1
Investissements	2,0	1,6	1,6	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3
Variation de BFR		0,8	-0,3	0,6	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4
FCF opérationnels		11,2	12,5	12,0	11,7	11,5	11,4	11,3	11,2	11,1	10,9
FCF opérationnels actualisés		10,2	10,4	9,1	8,0	7,1	6,4	5,8	5,2	4,7	4,2

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		71,1	58,2%
Période 11-20 ans	2,0%	28,0	22,9%
Taux de croissance à l'infini	1,5%	23,0	18,9%
Total		122,1	100,0%
dont valeur terminale		51,1	41,8%

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de HighCo ressort à 122,1 M€.

4.1.3 Calcul de la valeur par action

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

FCF actualisés (2018-2027)	69,6
+ Valeur terminale actualisée	52,0
+ Titres financiers	0,7
+ Titres mis en équivalences	0,0
- Provisions	1,7
- Endettement financier net	-52,2
- Minoritaires	3,1
= Valeur des Capitaux Propres pdg	169,7
Nombre d'actions	22,421
Valeur par action	7,57

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 7,57 € soit un potentiel d'appréciation de la valeur selon cette méthode de +40,2 % par rapport au cours de clôture du 27 mars 2019 de 5,40 €.

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%
CM/PC	9,14%	7,80	7,86	7,93	8,00	8,09
	9,64%	7,62	7,68	7,74	7,82	7,90
	10,14%	7,45	7,51	7,57	7,64	7,72
	10,64%	7,29	7,34	7,40	7,47	7,54
	11,14%	7,13	7,18	7,24	7,30	7,38

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 Qwamplify, côté sur Alternext, 1000mercis, Cello Group et 4imprint. 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. Prismaflex n'est plus retenue, cette société ne disposant pas non plus d'un consensus. 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.

Qwamplify (ex-Custom Solutions) : Qwamplify 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.

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 40 % de la marge brute) : division spécialisée sur le marketing direct, le CRM et le CMS, la communication des marques et les études de marché.

4imprint : Bien qu'un peu éloignés des activités d'HighCo, 4imprint plc évolue dans l'univers de la promotion en tant que distributeur de produits promotionnels. La société est basée à Londres et dispose de bureaux aux États-Unis, au Royaume-Uni, à Hong Kong et en Europe.

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

	CA 18	CA 19	CA 20	EBE 18	EBE 19	EBE 20	REX 18	REX 19	REX 20	RN 18	RN 19	RN 20
Qwamplify	23,7	25,0	26,9	3,1	3,9	4,2	2,2	3,5	3,8	-0,4	3,0	3,4
1000mercis SA	68,1	72,6	80,9	9,4	10,0	11,4	6,0	6,7	8,2	4,3	4,6	5,9
Cello Health plc	116,6	126,3	178,3	15,8	17,2	17,8	13,9	14,9	15,6	10,6	11,4	12,0
4imprint Group plc	626,5	730,7	803,4	41,4	49,6	56,0	38,5	46,0	52,6	30,8	36,8	40,8

Source : Infront Analytics

	Capitalisation	Dettes nettes	Minoritaires	VE
Qwamplify	28,3	-8,0	0,0	20,3
1000mercis SA	77,1	-11,7	0,0	65,4
Cello Health plc	151,6	-1,8	0,0	149,8
4imprint Group plc	760,7	-25,6	0,0	735,1

Source : Infront Analytics

4.2.2 Valorisation

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

	VE/CA 19	VE/CA 20	VE/EBE 19	VE/EBE 20	VE/REX 19	VE/REX 20	PE 19	PE 20
Qwamplify	0,8	0,8	5,2	4,8	5,8	5,3	9,4	8,3
1000mercis SA	0,9	0,8	6,5	5,7	9,8	8,0	16,7	13,1
Cello Health plc	1,2	0,8	8,7	8,4	10,0	9,6	13,2	12,6
4imprint Group plc	1,0	0,9	14,8	13,1	16,0	14,0	20,7	18,6
Moyenne	1,0	0,8	8,8	8,0	10,4	9,2	15,0	13,2
Médiane	1,0	0,8	7,6	7,1	9,9	8,8	15,0	12,8

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 19	MB 20	EBE 19	EBE 20	REX 19	REX 20	RN 19	RN 20
HighCo	87,6	93,3	16,8	18,2	15,3	16,7	9,7	12,2
Valorisation induite	134,6	126,4	197,4	195,0	208,3	203,2	146,3	160,5
	132,6	125,9	177,5	177,7	200,7	195,9	146,0	156,6
Valorisation moyenne / action	5,79		8,34		9,01		6,80	

*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 décote de taille de 3,4 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	254,4	M€
Capitalisation non corrigée de la société	167,8	M€
Rapport des capitalisations	65,9%	
Prime / Décote à appliquer	-3,4%	

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne / action	5,60	8,05	8,70	6,56
Moyenne	7,23			

Ainsi, l'approche par la méthode des multiples boursiers de sociétés comparables nous amène à une fourchette de valorisation de 5,60 € – 8,70 €, et en moyenne à un prix par action de 7,23 €. Sur la base du cours de clôture de l'action HighCo au 27 mars 2019 de 5,40 €, le titre présente selon cette approche un upside de +33,9 %.

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€)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Marge brute	81,1	82,2	87,6	93,3	95,4	97,4
%évolution	7,5%	1,5%	6,5%	6,5%	2,2%	2,1%
%du CA	52,1%	55,1%	50,4%	52,0%	52,0%	52,0%
Charges de personnel	45,8	47,6	49,6	51,6	52,5	53,6
%de la marge brute	56,5%	57,9%	56,6%	55,3%	55,1%	55,0%
Charges externes	18,7	19,4	20,6	21,8	22,6	23,1
%de la marge brute	23,1%	23,6%	23,5%	23,4%	23,7%	23,7%
Impôts et taxes	1,3	1,3	1,1	1,2	1,2	1,3
%de la marge brute	1,6%	1,6%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Autres produits et charges d'exploitation	-0,5	-0,2	0,5	-0,5	-0,4	-0,4
%de la marge brute	-0,7%	-0,3%	0,6%	-0,5%	-0,4%	-0,4%
Résultat des activités ordinaires (avant AGA)	14,1	14,8	16,0	17,2	17,7	18,1
%évolution	26,5%	5,3%	8,0%	7,1%	2,8%	2,5%
%de la marge brute	17,4%	18,1%	18,3%	18,4%	18,5%	18,6%
Résultat Opérationnel (après AGA)	12,4	12,1	14,7	15,6	16,0	16,5
%de la marge brute	15,3%	14,7%	16,7%	16,7%	16,8%	16,9%
Résultat financier	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Résultat avant impôt	12,4	11,9	14,5	15,4	15,9	16,3
Impôts	4,7	4,6	3,9	4,5	4,6	4,7
%Taux d'impôt effectif	37,9%	38,5%	26,6%	29,0%	29,0%	29,0%
Résultat Net Part du Groupe	1,1	7,7	10,1	10,9	11,3	11,6
%évolution	-83,7%	595,7%	30,9%	8,4%	2,8%	2,8%
%de la marge brute	1,4%	9,4%	11,5%	11,7%	11,8%	11,9%
Résultat Net Part du Groupe ajusté*	8,6	8,5	9,7	12,2	12,7	13,0
%de la marge brute	10,7%	10,3%	11,1%	13,1%	13,3%	13,3%

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

Résilience des résultats et capacité à maintenir une forte rentabilité dans le temps.

5.2 Bilan – principaux agrégats

Au 31/12 (M€)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Ecart d'acquisition	71,4	72,4	79,8	79,8	79,8	79,8
Immobilisations incorporelles	2,2	8,1	7,9	7,9	7,7	7,5
Immobilisations corporelles	2,8	2,5	2,6	2,8	2,3	1,7
Immobilisations financières	1,7	2,3	0,9	0,9	0,9	0,9
BFR	-55,7	-47,7	-51,9	-50,5	-49,6	-49,1
%de la marge brute	-68,7%	-58,0%	-59,2%	-54,1%	-52,0%	-50,4%
Dettes financières	11,9	14,2	10,6	10,8	11,0	11,2
Trésorerie et équivalents de trésorerie	61,5	60,2	62,8	69,2	77,7	86,9
Endettement net	-49,6	-45,9	-52,2	-58,4	-66,7	-75,7

5.3 Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats

Au 31/12 (M€)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
CAF	17,2	11,4	14,7	14,9	15,4	15,8
Investissements	1,1	1,1	2,6	3,0	2,0	2,0
%de la marge brute	1,3%	1,3%	2,9%	3,2%	2,1%	2,1%
Variation du BFR	-3,4	6,0	-5,3	1,4	0,9	0,5
Flux de trésorerie d'exploitation net	13,0	4,3	17,5	10,5	12,6	13,3

5.4 Ratios financiers

Au 31/12 (M€)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Bénéfice net par action corrigé	0,42	0,41	0,46	0,54	0,56	0,58
%évolution	35,5%	-2,4%	12,2%	18,3%	3,8%	2,5%
Capitalisation boursière	144,2	109,9	99,1	99,1	99,1	99,1
Valeur d'entreprise*	146,0	111,6	100,9	100,9	100,9	100,9
P/E ajusté	18,9	14,2	9,8	9,1	8,8	8,6
P/CF	0,77	0,51	0,65	0,66	0,69	0,70
Market to Book	1,97	1,34	1,08	0,96	0,85	0,77
VE / MB	1,80	1,36	1,15	1,08	1,06	1,04
VE / RAO	10,35	7,52	6,29	5,87	5,71	5,57
VE / ROC	11,76	9,23	6,88	6,47	6,30	6,13
RAO / MB	17,4%	18,1%	18,3%	18,4%	18,5%	18,6%
ROP / CA	15,3%	14,7%	16,7%	16,7%	16,8%	16,9%
RN pg / MB	1,4%	9,4%	11,5%	11,7%	11,8%	11,9%
Gearing	-67,7%	-58,0%	-61,5%	-60,2%	-60,8%	-61,7%
Capitaux engagés	22,39	37,67	39,30	41,00	41,09	40,77
RCE	34,5%	19,9%	27,5%	27,1%	27,8%	28,8%
Rentabilité des Fonds Propres	11,8%	10,7%	11,5%	12,6%	11,5%	10,6%

*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

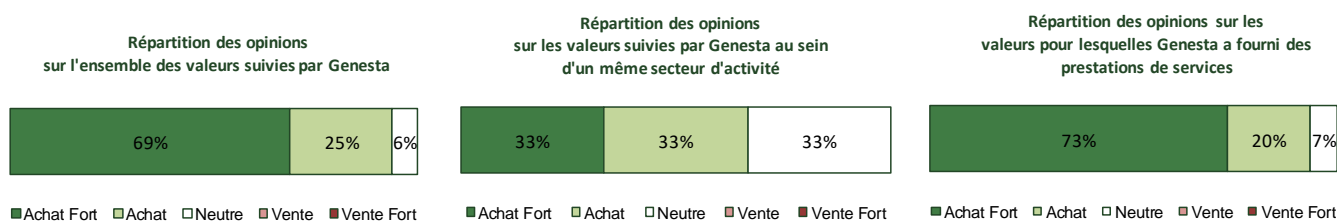
Participation de l'analyste, de Genesta et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de Genesta	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et Genesta	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et Genesta	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 la CNCIF, 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 la CNCIF et des Procédures prévues par la CNCIF 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
28 mars 2019	Etude Annuelle Achat Fort	7,40 €
24 janvier 2019	Flash Valeur Achat Fort	7,40 €
18 octobre 2018	Flash Valeur Achat Fort	7,40 €
31 août 2018	Etude Semestrielle Achat Fort	7,40 €
19 juillet 2018	Flash Valeur Achat Fort	7,20 €
9 juillet 2018	Flash Valeur Achat Fort	7,10 €
26 avril 2018	Flash Valeur Achat Fort	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.