

HighCo

2021 : croissance et rentabilité !

Belle performance opérationnelle

Après avoir publié une MB FY 2021 en ligne avec nos prévisions à 76,52 M€, en hausse de +3,2 % à PCC, HighCo a dévoilé des résultats annuels en ligne avec nos attentes avec un RAO ajusté de 15,54 M€, en hausse de +27,6 %, traduisant une bonne maîtrise des coûts. Cette belle performance opérationnelle est très marquée en France, zone dans laquelle le RAO ajusté ressort en hausse de +34,1 %.

Compte tenu de charges de restructuration stables, le ROC s'établit à 14,82 M€ en hausse de +21,7 % à PCC. Après une charge d'impôt de 4,29 M€ (stable vs. 2020), le RNPG ajusté ressort à 8,71 M€, et le RNPG publié à 11,19 M€, soit un BNPA 2021 ajusté de 0,42 € en progression de +51,4 % vs. 2020.

Pour l'exercice 2022, HighCo a annoncé 1/ une légère croissance de sa MB (compte tenu notamment d'une décroissance anticipée sur ses activités d'agence suite à la perte du client Aldi) ; et 2/ une progression d'environ 50 pbs de sa marge sur RAO. Cette guidance est en ligne avec nos estimations.

Poursuite des investissements dans l'innovation

HighCo, après avoir réussi sa mutation digitale, continue d'accompagner la transformation du commerce en poursuivant sa stratégie d'innovation et proposant de nouvelles offres et solutions à ses clients : 1/ digitalisation des coupons de réduction avec HighCo Nifty et HighCo Coupon[AI] ; 2/ développement d'applications de e-commerce et de m-commerce ; 3/ développement de son savoir-faire dans le Mobile en mettant à profit la force des réseaux sociaux (live-shopping, influenceurs) ; et 4/ initiatives fortes autour du Web3, des NFT et des metavers, à l'image de la prestation immersive gérée pour le site du Printemps.

Ainsi, que ce soit en direct ou au travers de son start-up studio HighCo Venturi, le groupe prévoit un plan d'investissement ambitieux pour 2022, avec des OPEX supérieurs à 4 M€, et des CAPEX compris entre 2 et 3 M€, afin d'être en mesure de capter la croissance future liée à l'accélération de la transformation du commerce.

Nouvelle hausse du dividende et création de valeur pour les actionnaires

Au titre de l'exercice 2020, HighCo avait distribué un dividende en hausse de +68,8 % à 0,27 € par action. Poursuivant dans cette volonté d'associer plus fortement ses actionnaires à la réussite de l'entreprise, HighCo va à nouveau proposer un dividende en forte hausse qui devrait s'élever à 0,32 € par action, se traduisant par un yield attractif de 5,6 %.

Parallèlement, le groupe annonce qu'il va procéder à la réduction d'environ 8 % de son capital par annulation d'actions auto-détenues, ce qui devrait entraîner une relation mécanique de 8,7 % pour les actionnaires.

Maintien de notre Opinion Achat Fort

Suite à cette publication conforme à nos attentes et traduisant une fois de plus la capacité d'HighCo à performer et délivrer, nous réitérons notre confiance dans la valeur. Les bonnes nouvelles relatives à la hausse du dividende ainsi que la réduction de capital annoncée devraient par ailleurs stimuler le cours de bourse d'HighCo, ce qui serait bien mérité !

Notre Opinion Achat Fort maintenue avec un objectif de cours en hausse à 8,00 € (vs 7,80 € précédemment).

Raphaëlle POULAIN

Analyste Financier
raphaëlle.poulain@inextenso-finance.fr
+33 1 41 09 44 72

Opinion **1. Achat Fort**
Cours (clôture 23/03/2022) **5,56 €**
Objectif de cours **8,00 € (+44,0 %)**

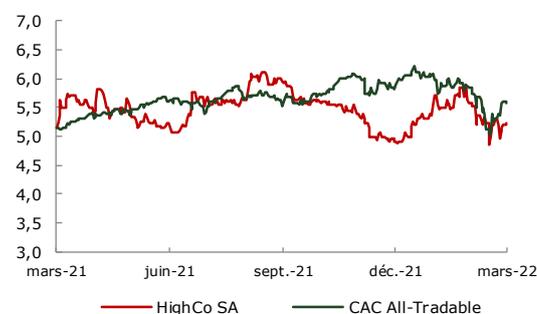
Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	HIGH.PA / HIGH:FP
Capitalisation boursière	124,7 M€
Valeur d'entreprise*	106,7 M€
Flottant	45,9 M€ (36,8 %)
Nombre d'actions	22 421 332
Volume quotidien	57 107 €
Taux de rotation du capital (1 an)	16,77%
Plus Haut (52 sem.)	6,10 €
Plus Bas (52 sem.)	4,86 €

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

Performances

Absolue	1 mois	6 mois	12 mois
	-6,1 %	-12,1 %	+1,6 %



Actionariat

Flottant : 36,8 % ; WPP : 34,1 % ; Eximium : 10,3 %
Autodét : 8,5 % ; Management : 5,1 % ; GBP : 5,1 %

Agenda

MB T1 2022 publiée le 26 avril 2022

Chiffres Clés

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
MB (M€)	74,2	76,5	77,6	79,9	82,5
Evolution (%)	-22,1%	3,2%	1,4%	3,0%	3,3%
RAO** (M€)	12,2	15,5	16,1	16,7	17,4
ROP (M€)	12,2	17,3	15,3	15,7	16,0
Marge sur RAO (%)	16,4%	20,3%	20,8%	20,9%	21,1%
RN pg ajusté (M€)	5,8	8,7	9,0	9,2	9,8
BPA ajusté	0,28	0,42	0,43	0,44	0,46

**avant AGA

Ratios

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
VE / MB	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3
VE / RAO	8,8	6,9	6,6	6,4	6,1
VE / ROP	8,8	6,2	7,0	6,8	6,7
P / E ajusté	25,1	10,0	13,9	13,8	13,6
Gearing (%)	-84%	-76%	-74%	-72%	-71%
Dette nette/RAO	-6,3	-4,7	-4,9	-5,0	-5,1
RCE (%)	64,1%	73,9%	69,8%	75,3%	80,5%

Voir avertissements importants en fin de document. Pour plus d'informations sur In Extenso Financement & Marché et ses procédures internes, se référer au site Internet www.genesta-finance.com

Présentation de la société

Expert en data marketing et en communication

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 notamment sur un marché français dynamique 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 4 axes

L'offre d'HighCo s'appuie sur 4 expertises complémentaires couvrant toute la chaîne d'engagement du consommateur depuis le premier contact jusqu'à la transaction, à savoir 1/ la stratégie marketing, 2/ l'expérience clients, 3/ le Data Marketing, et 4/ les campagnes d'activation. Pour ce faire, High Co propose des solutions Drive to Store 100 % digitales (intégrant les activités de marketing mobile, les réseaux sociaux, les opérations « multicanal » et les solutions de big data), les solutions In-Store, avec le couponing (papier et dématérialisé), et les solutions DATA (traitement des coupons, les odr et e-odr, et services aux distributeurs).

Le Digital au cœur de la stratégie

Le Digital et la Data occupent aujourd'hui une place centrale dans la stratégie d'HighCo en représentant les 2/3 de son activité en 2021. Expert en data marketing, les solutions de communication digitale proposées par le groupe sont aujourd'hui de plus en plus tournées vers le mobile et les réseaux sociaux, deux segments extrêmement dynamiques. Les solutions du groupe font ainsi 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

Nos prévisions de marge brute s'élèvent à 77,6 M€ pour 2022E (soit une hausse conservatrice de 1,4 % yoy) et à 79,9 M€ pour 2023E. Notre anticipation de RAO, rapportée à la marge brute, ressort à 20,8 % en 2022E et à 20,9 % en 2023E. L'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources à 10,6 %, valorise le titre HighCo à 8,06 € par action.

Comparables

HighCo ne dispose pas de concurrent direct présent sur l'ensemble de ses métiers. Notre échantillon se compose de :

- Qwamplify, spécialiste de la gestion des opérations promotionnelles ou de logistique promotionnelle.
- 4imprint, distributeur de produits promotionnels basé à Londres.
- 1000mercis, agence de communication spécialisée dans les prestations de publicité et de marketing interactif.
- Ad Pepper Media group : groupe pionnier du marketing internet spécialisé dans le marketing à la performance.
- Bilendi : leader européen de la collecte de données pour les études de marché et l'engagement des clients.
- Solocal : spécialiste de la présence relationnelle et de la publicité digitale. Il est un partenaire de référence des entreprises locales, des grandes enseignes à réseaux et des collectivités.

L'approche par les multiples boursiers nous conduit à une valorisation de l'action HighCo de 7,90 €.

Nous avons choisi de surpondérer la valorisation par DCF (2/3) par rapport à celle des comparables (1/3), gardant à l'esprit une approche fondamentale.

Notre objectif de cours ressort ainsi à 8,00 € par action (vs. 7,80 € précédemment).

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 communication des enseignes de la distribution
- Influence de WPP au capital (34,1 % du capital)
- Impact Covid-19 pouvant induire des reports ou annulations de campagnes

Synthèse et Opinion

2021 : croissance de la MB et hausse de la marge sur RAO

HighCo a présenté des résultats FY 2021 de bonne facture :

- Une MB en hausse de +3,2 % à PCC à 76,52 M€ ;
- Un RAO ajusté de 15,54 M€ en hausse de +27,6 % à PCC, soit une marge opérationnelle de 20,3 %.

Pour 2022, le management indique que la MB sera en plus faible croissance compte tenu d'une décroissance anticipée sur ses activités 1/ d'agence et 2/ de promotion et traitement des temps forts des enseignes (effet Covid).

Enjeux : accélération de l'innovation

Dans un contexte encore marqué par la crise de la Covid-19, et récemment par la guerre en Ukraine, HighCo a fait preuve d'une forte résilience et affiche désormais à nouveau des résultats en croissance. Depuis plusieurs années déjà, HighCo n'a cessé de développer des outils digitaux en phase avec les attentes du marché et des consommateurs afin d'accompagner au mieux la digitalisation des marques et enseignes. Conscient des évolutions majeures que connaît le commerce (e-commerce, m-commerce, social-commerce et maintenant développement du Web3), le groupe dispose des moyens opérationnels et financiers nécessaires permettant la mise en œuvre d'une politique d'innovation ambitieuse qui lui permettra de capter la future croissance liée à ces développements.

Opinion Achat Fort

Nous conservons notre opinion Achat Fort avec un objectif de cours rehaussé à 8,00 €. En outre, la hausse du dividende, en même temps que la relation consécutive à l'annulation d'actions auto-détenues devraient stimuler le cours de bourse dans les prochains mois. A moyen terme, nous pensons qu'HighCo dispose des moyens nécessaires pour capter les opportunités liées aux mutations du commerce.

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	7
2	Résultats FY 2021 et perspectives 2022	9
2.1	Retour sur les résultats FY 2021	9
2.2	Perspectives 2022	11
2.3	Prévisions	11
3	Valorisation	12
3.1	DCF	12
3.1.1	Détermination du taux d'actualisation	12
3.1.2	Calcul de FCF opérationnels	13
3.1.3	Calcul de la valeur par action	13
3.2	Comparables	14
3.2.1	Choix des comparables	14
3.2.2	Valorisation	15
3.2.3	Méthodologie de la décote	16
4	Synthèse des comptes	17
4.1	Compte de résultats simplifié	17
4.2	Bilan – principaux agrégats	17
4.3	Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats	17
4.4	Ratios financiers	18
5	Avertissements importants	19
5.1	Définition des opinions et objectifs de cours	19
5.2	Détection de conflits d'intérêts potentiels	19
5.3	Historique sur les 12 derniers mois des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur	19
5.4	Répartition des opinions	19
5.5	Avertissement complémentaire	20

1 Présentation de la société

Fort d'une expérience de plus de 30 années, HighCo propose 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 quatre expertises couvrant toute la chaîne d'engagement client :

- la Stratégie Marketing (plateforme de marque, stratégie de communication, engagement réseaux sociaux et stratégie média) ;
- l'Expérience Clients (design de services, sms et push notifications, applications mobiles et sites web, programmes de fidélisation) ;
- le Data Marketing (collecte & analyse de données, moteurs de ciblage et personnalisation, algorithmes prédictifs - intelligence artificielle, technologies « RGPD Compliant ») ;
- les campagnes d'activation (mécaniques promotionnelles, diffusion multicanale, logistique & merchandising, gestion opérationnelle & clearing coupons).

1.1 Offre du groupe

Expert en data marketing et en communication, 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, et d'analyser leur comportement 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

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

- les **webcoupons**, 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, qui devrait encore d'accentuer ;
- le **mobile**, avec les m-coupons, les push SMS et les notifications ;
- 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 encore 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

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 ;
- 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 malgré une place de plus en plus importante du Digital, qu'HighCo souhaite encore accentuer.

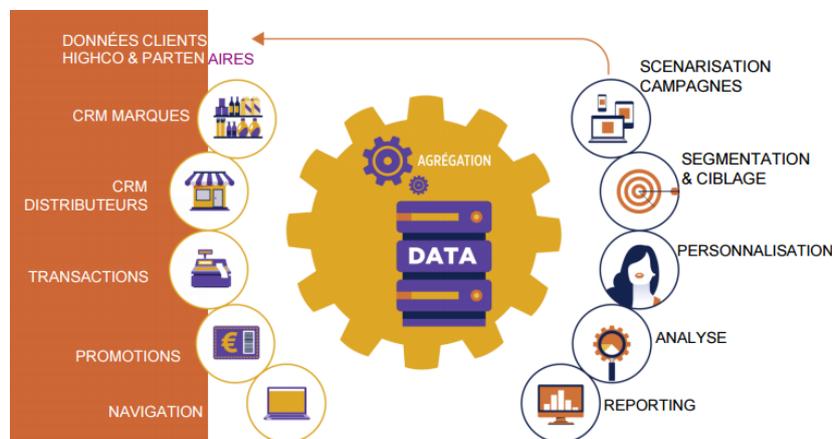
LES SOLUTIONS DE GESTION DEMATERIALISEE

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

- la **gestion des coupons** (traitement dématérialisé des coupons) progresse sur la France grâce aux sites de e-commerce alimentaire. Cette tendance à la dématérialisation devrait par ailleurs prendre un nouvel essor si l'on se réfère aux comportements consommateurs observés lors de la période de confinement. En effet, le e-commerce alimentaire en France a vu sa part de marché passer de 5,7 % en 2019 à 9,5 % pendant le confinement avec 7 % de nouveaux utilisateurs dont 500.000 retraités.
- la **gestion des ODR (Offre De Remboursement)** enregistre toujours une forte croissance, notamment grâce au Digital.

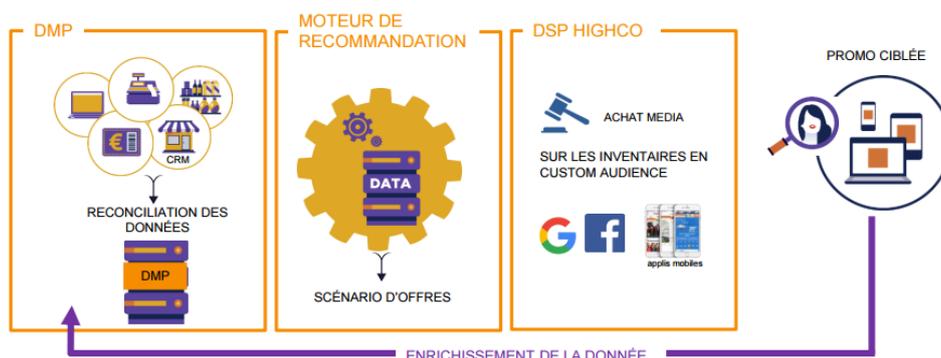
DES SOLUTIONS QUI S'ARTICULENT AUTOUR DE LA COLLECTE ET DE L'EXPLOITATION DE LA DATA

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 avait 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

HighCo dispose désormais de 4 expertises complémentaires et couvrant toute la chaîne d'engagement client, depuis le premier contact jusqu'à la transaction :



- **Stratégie Marketing** (plateforme de marque, stratégie de communication, engagement réseaux sociaux et stratégie média) ;
- **Expérience Clients** (design de services, sms et push notifications, applications mobiles et sites web, programmes de fidélisation) ;
- **Data Marketing** (collecte & analyse de données, moteurs de ciblage et personnalisation, algorithmes prédictifs (intelligence artificielle), technologies « RGPD Compliant ») ;
- **Campagnes d'Activation** (mécaniques promotionnelles, diffusion multicanale, logistique & merchandising, gestion opérationnelle & clearing coupons).

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, et notamment dans le secteur 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.

Par ailleurs, le champ d'intervention d'HighCo auprès des enseignes de la grande distribution devrait lui profiter dans les années à venir puisque les secteurs de la distribution et de l'alimentation sont parmi ceux qui connaissent une nette augmentation de leurs dépenses, avec des hausses respectives de +56 % et +42 % en 2021.

...QUI SE DIGITALISE À 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, et représente à ce jour la majorité des investissements en France. Ce mouvement s'est même accru avec la crise sanitaire, et le digital apparaît désormais comme un véritable accélérateur de croissance pour les entreprises. 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 reste majoritaire, et voit même sa part de marché s'accroître par rapport au desktop depuis 2020.

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 $\frac{3}{4}$ 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 dans le Mobile depuis 2018 avec l'acquisition d'Useradgents, agence spécialisée dans le mobile.

La transformation du commerce continue par ailleurs à s'accélérer, et ce y compris dans le secteur alimentaire. Dans ce contexte, HighCo poursuit ses initiatives avec pour objectif de mettre à profit son expérience ainsi que son leadership européen en matière de coupons afin de rester le partenaire privilégié et responsable des marques et de retailers.

1.3 Un positionnement résolument 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. ;
- **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 %) ;
- **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 Retailvz 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.

Parallèlement, en septembre 2020, HighCo a procédé à la **cession de ses activités in-store en Belgique et au Luxembourg** au travers de sa filiale **HighCo Shelf Service SA**. Cette filiale, qui comptait 123 collaborateurs à fin septembre 2020, avait enregistré une MB de 12,5 M€ en 2019 pour une contribution au RAO consolidé très légèrement bénéficiaire. Au titre de l'exercice 2020, cette filiale a dû enregistrer une MB d'environ 10,5 M€ (en baisse de -16,3 % vs 2019).

Les activités **Digitales** ont ainsi représenté **66,9 % de la marge brute totale 2021**.

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 SOIF D'INNOVATION ACCENTUEE PAR LA CRISE SANITAIRE

L'épidémie de la Covid-19 n'a pas que des impacts sanitaires ou économiques, elle a également bouleversé les modes et les habitudes de consommations, avec notamment une hausse spectaculaire du e-commerce, et notamment du e-commerce alimentaire. Prenant conscience de l'accélération de cette tendance, HighCo veut également accélérer et poursuivre sa mutation digitale en accompagnant les acteurs du commerce et en répondant aux attentes fortes des consommateurs en la matière.

Lors de la présentation des résultats annuels 2021, le management a de nouveau insisté sur sa politique d'innovation, basée sur ces constats d'une transformation rapide du commerce avec une omnicanalité désormais réelle entre le in-store, le e-commerce, le m-commerce, le social commerce, et désormais le v-commerce (Web3, NFT et Métavers).



C'est dans cette perspective qu'HighCo a lancé, début 2020, « HighCo Venturi », un dispositif d'innovation Retail Tech. Ce dispositif a pour ambition de créer 3 à 5 start-ups sur des sujets au cœur des problématiques du commerce, tout en permettant à HighCo de conserver ses jeunes talents. Plus particulièrement, il s'agit de donner aux salariés du groupe les moyens d'entreprendre en bénéficiant de l'appui des services centraux et du réseau de la société.

En près de deux ans, 3 nouvelles offres ont été lancées et commencent à trouver leur marché :

- **HIGHCO NIFTY** : coupon de réduction mobile universel, accepté aux caisses de tous les points de ventes et traité de façon 100% dématérialisée. Bien qu'ayant pris un peu de retard dans son déploiement compte tenu du contexte Covid qui a demandé une forte implication du secteur avec les campagnes de tests, la plateforme devrait être déployée auprès de 2.600 pharmacies d'ici la fin du printemps 2022. L'objectif initial était de toucher 18.000 pharmacies d'ici fin 2023. HighCo indique par ailleurs qu'elle est en discussion avancées avec l'ensemble des retailers français.
- **HIGHCO SMART COUPON** : 1^{ère} plateforme de couponing mobile intelligent, elle doit permettre aux marques de piloter la stratégie d'activation de leurs consommateurs et de maîtriser la générosité de leurs campagnes. Cette plateforme est désormais déployée et a été présentée à des marques de la grande consommation, ainsi qu'à certains distributeurs. Le pipe commercial est encourageant selon HighCo.
- **HIGHCO CAPITAL DATA** : encore en développement, cette plateforme SaaS est notamment destinée aux e-retailers alimentaires. En s'appuyant sur l'analyse des datas, elle doit leur permettre de digitaliser leur communication commerciale & promotionnelle.

Les OPEX liés à ces investissements ont représenté 4 M€ en 2021, financés sur ressources propres. Un budget identique est envisagé pour l'exercice en cours.

2 Résultats FY 2021 et perspectives 2022

2.1 Retour sur les résultats FY 2021

RETOUR À LA CROISSANCE DES ACTIVITES

L'année 2021 a été marquée par un redressement des activités du groupe après un exercice 2020 impacté par la crise de la Covid-19.

Sur l'ensemble de 2021, la MB FY ressort à 76,52 M€ en hausse de +3,2 % à PCC, avec :

- Un volume d'affaires dans le Digital de 51,2 M€, en hausse de +2,6% et qui représentent toujours les 2/3 de la MB. Au sein de ce pôle, les activités Mobile restent en effet toujours bien orientées (hausse de +6,8 % yoy), tout comme les coupons qui affichent une hausse de leur volume à +14 % grâce 1/ à leur traitement dématérialisé et 2/ à la forte hausse des coupons digitaux émis sur le Drive qui affichent une croissance de +27 % sur l'exercice.
- et une bonne tenue des activités offline (base de comparaison favorable vs. 2020 compte tenu du contexte Covid), qui représentent une MB de 25,3 M€, soit une hausse de +4,5 % sur l'année.

Par zone géographique :

- la France, avec 66,4 M€ de MB, affiche une croissance de +3,3 %. Les activités digitales y sont en croissance de +2,4 % et leur part représente 67,4 % de l'activité. Les activités offline sont également en hausse de +5,1 % bénéficiant d'un effet de base favorable compte tenu du contexte Covid en 2020.
- Malgré un T4 en repli de -7,0 % du fait notamment d'une moindre performance des activités offline, les activités à l'International sont tout de même en croissance de +2,3 % sur l'ensemble de l'exercice 2021 et représentent 10,1 M€ de MB. Cette hausse d'activité se retrouve aussi bien en Belgique (+2,1 %), où les volumes de coupons traités sont également en hausse, que dans les autres pays d'Europe du Sud (+4,3 %). Les activités digitales affichent une croissance de +3,3 % yoy et représentent 63,1 % de la MB de la zone.

Marge Brute de HighCo, en M€

MB en M€	2020 PCC	2021	Δ (en %)
T1	18,19	18,59	+2,2 %
T2	17,78	19,21	+8,1 %
S1	35,98	37,80	+5,1 %
T3	18,52	18,72	+1,1 %
T4	19,67	20,00	+1,7 %
FY	74,16	76,52	+3,2 %

Source : HighCo

HAUSSE DE LA RENTABILITE CONFORME AUX ATTENTES

HighCo enregistre un RAO ajusté 2021 de 15,54 M€, en croissance de +27,6 % yoy et conforme aux attentes (15,34 M€ initialement estimés). Cette forte progression du résultat opérationnel est le fruit de la hausse d'activité mais également de la bonne maîtrise des coûts. En effet, la base de coût du groupe est en baisse de 1 M€, et ce malgré un investissement de 4 M€ en OPEX sur HighCo Venturi.

Pour rappel lors de la publication de sa MB FY 2021, HighCo avait communiqué au marché sur une hausse de ses guidances en la matière, anticipant alors une marge opérationnelle ajustée passant de supérieure à 19 % à supérieure à 20 %.

Au global, la marge opérationnelle s'établit à 20,3 % pour l'exercice 2021, soit un niveau historiquement élevé et supérieur à celui affiché en 2020 (16,4 %), mais également avant crise en 2019 (18,5 %).

Sur le plan géographique, la France a surperformé en termes de rentabilité avec une croissance du RAO ajusté de +34,1 % à 13,42 M€. La marge opérationnelle sur la zone ressort en forte hausse à 20,2 %.

À l'international, le RAO ajusté est en légère baisse et se traduit par une légère baisse de la rentabilité de 110 pbs à 21,1 %.

Rentabilité opérationnelle par zone géographique, en M€

	2020 PCC	2021	% Var
MB	74,2	76,5	3,2%
Dont France	64,3	66,5	3,3%
Dont International	9,8	10,1	2,3%
RAO	12,2	15,5	27,6%
Dont France	10,0	13,4	34,1%
Dont International	2,2	2,1	-2,5%
Marge Opérationnelle ajustée	16,4%	20,3%	+390 pb
Dont France	15,6%	20,2%	+460 pb
Dont International	22,1%	21,1%	-110 pb

Source : HighCo

Le résultat opérationnel courant ajusté, après comptabilisation de charges de restructuration stables à 0,71 M€ (versus 0,78 M€ en 2020), ressort en forte hausse à 14,82 M€ (+21,7 %).

Notons qu'HighCo enregistre un produit opérationnel de 2,46 M€ lié à la réévaluation à la juste valeur du complément de prix comptabilisé lors de l'acquisition d'Useradgents en 2018. Il convient de préciser à ce sujet que malgré une croissance des activités d'Useradgents depuis 2018, le plan d'affaires initialement prévu n'a pas pu être réalisé compte tenu du contexte sanitaire. Tenant compte de ce produit, le résultat opérationnel s'établit lui aussi en forte hausse de +41,9 % à 17,28 M€.

Après notamment 1/ un résultat financier de -0,30 M€ ; et 2/ une charge d'impôts stable à 4,29 M€ (vs. 4,24 M€ en 2020) compte tenu d'une baisse de la CVAE, mais également du taux d'IS, le résultat net part du groupe ajusté ressort en hausse de +50,9 % à 8,71 M€ (vs. 5,77 M€ en 2020).

Le résultat net part du groupe publié affiche également une forte hausse pour s'établir à 11,19 M€.

Le BNPA ressort ainsi en croissance de +51,4 % vs. 2020 à 0,42 € par titre.

Compte de résultat simplifié FY 2021 de HighCo

en M€	2020 PCC	2021	en % de var.	
Marge Brute	74,2	76,5	+3,2 %	Retour à la croissance des activités
Charges indirectes	62,0	61,0	-1,6 %	
RAO ajusté	12,2	15,5	+27,6 %	Bonne maîtrise des charges : forte hausse de la marge opérationnelle
<i>en % de la MB</i>	16,4%	20,3%	+388 pbs	
Charges de restructuration	0,8	0,7	-9,0 %	Réévaluation du complément de prix d'Useradgents
ROC ajusté (avant AGA)	11,4	14,8	+30,1 %	
<i>en % de la MB</i>	15,4%	19,4%	+401 pbs	
Autres produits et charges opérationnels	0,0	2,5	NA	Baisse du taux d'impôt effectif à 29,6% (vs. 36,2%) compte tenu de la baisse de la CVAE et du taux d'IS
AGA	-0,8	0,0	-100,0 %	
ROP	12,2	17,3	+41,9 %	Hausse du RNPG permettant une hausse du retour à l'actionnaire
<i>en % de la MB</i>	16,4%	22,6%	+616 pbs	
Résultat financier	-0,5	-0,3	-36,2 %	
Impôt	4,2	-4,3	-201,2 %	
Quote-part des entreprises associées	0,2	0,2	+43,8 %	
RN des activités arrêtées ou en cession	-2,1	0,0	-101,0 %	
RN	5,6	12,9	+132,3 %	
RNPG	4,3	11,2	+162,1 %	
<i>en % de la MB</i>	5,8%	14,6%	+887 pbs	
RNPG ajusté	5,8	8,7	+51,0 %	
<i>en % de la MB</i>	7,8%	11,4%	+360 pbs	

Source : HighCo

Dotée d'une situation financière solide, le cash net à fin décembre 2021, hors ressource nette en fonds de roulement, est en hausse tangible de +4,5 M€ par rapport à fin décembre 2020 à 17,92 M€. L'excédent net de trésorerie, incluant la ressource en fonds de roulement des activités DATA, s'établit à 73,71 M€ au 31 décembre 2021 contre 76,96 M€ au 31 décembre 2020.

Au titre de l'exercice 2021, le groupe a dégagé une forte CAF de 18,48 M€, en hausse de +13,6 %.

La trésorerie nette du groupe ressort en légère baisse de -3,25 M€ à 73,71 M€ au 31 décembre 2021, quasiment uniquement constituée de trésorerie, HighCo n'étant plus endettée.

Enfin compte tenu des performances financières de 2021 jugées comme solides, HighCo indique qu'il sera proposé un dividende de 0,32 € par action lors de la prochaine assemblée générale, soit une progression de +18,5 % par rapport au dividende distribué au titre de l'exercice 2020. Signe de confiance dans l'avenir, cette forte hausse du dividende pour la deuxième année consécutive est de nature à stimuler le cours de la valeur et marque le passage vers une politique de rendement plus attrayante sur le titre.

Parallèlement, il sera proposé à la prochaine assemblée générale une réduction de capital par annulation des actions auto-détenues. Aussi, cette réduction de capital devrait concerner 1,79 M de titres (8% du capital social), induisant naturellement une relation des actionnaires et du BNPA qui ressortirait alors à 0,46 € (vs. 0,42 €).

2.2 Perspectives 2022

Lors de cette même présentation de ses résultats annuels 2021, la société a dévoilé ses guidances pour l'ensemble de l'exercice 2022.

Compte tenu de la résilience du modèle, nous sommes confiants sur les perspectives annoncées, atteignables selon nous compte tenu du profil solide d'HighCo. Nos estimations sont en ligne avec la guidance.

En dépit du contexte toujours complexe de crise sanitaire, et désormais de la crise ukrainienne la société anticipe :

- Une croissance mesurée de ses activités (décroissance attendue 1/ des activités d'agence suite à la perte d'un appel d'offres avec Aldi, et 2/ des activités de promotion et de temps forts en enseignes) ;
- une progression de la marge opérationnelle ajustée de 50 pbs.

Aucune guidance n'a été extériorisée concernant la part du Digital dans son volume d'affaires global. Cependant, nous estimons que la part du Digital devrait a minima se maintenir, voire s'accroître si l'on considère les initiatives prises en matière de développement au sein du start-up studio.

HighCo prévoit en outre des CAPEX compris entre 2,0 et 3,0 M€, et des OPEX dans le start-up studio HighCo Venturi supérieurs à 4,0 M€.

Au niveau M&A, la société indique que des opérations d'acquisitions ou de prises de participation pourraient être envisagées en France.

Compte tenu de la résilience du modèle de la société, nous sommes confiants sur les perspectives annoncées, perspectives qui sont, selon nous, largement atteignables compte tenu du profil solide d'HighCo.

2.3 Prévisions

Suite à cette publication, nous anticipons une MB en faible progression pour 2022 à 77,6 M€, avec un objectif de marge sur RAO 2021 à 20,8 % (+50 pbs).

Pour 2023, nous prévoyons une croissance de la MB de +3,0 % par rapport à 2022 à 79,9 M€ et une marge sur RAO 2023 à 20,9 %.

3 Valorisation

3.1 DCF

3.1.1 Détermination du taux d'actualisation

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

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

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

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

Les critères sont appréciés de la façon suivante :

Critère	Echelle de notation				
	++	+	=	-	--
Gouvernance d'entreprise¹	4	3	2	1	0
Liquidité²	[66 % ; 100 %]	[33 % ; 66 %]	[15 % ; 33 %]	[5 % ; 15 %]	[0 % ; 5 %]
Taille de la marge brute (M €)	[150 ; +∞[	[100 ; 150[	[50 ; 100[	[25 ; 50[	[0 ; 25[
Rentabilité opérationnelle	[25 % ; 100 %]	[15 % ; 25 %]	[8 % ; 15 %]	[3 % ; 8 %]	[0 % ; 3 %]
Gearing	] -∞ % ; -15 %]	] -15 % ; 15 %]	] 15 % ; 50 %]	] 50 % ; 80 %]	] 80 % ; +∞ %]
Risque Client³	[0 % ; 10 %]	] 10 % ; 20 %]	] 20 % ; 30 %]	] 30 % ; 40 %]	] 40 % ; 100 %]

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

	++	+	=	-	--	Prime Small Caps
Gouvernance d'entreprise						0,40%
Liquidité						0,60%
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 0,4 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source : Agence France Trésor), d'une prime de marché de 6,7 %, d'un beta de la société de 1,13, d'une prime de risque Small Caps de 2,60 % et de l'endettement net négatif de la société au 31 décembre 2021, le taux d'actualisation s'élève à 10,6 %.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
0,4%	6,7%	1,13	2,6%	10,58%	0,0%	0%	28,0%	10,58%

Sources : AFT, Fairness Finance, Market Risk Premia, Damodaran, estimations In Extenso

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.

3.1.2 Calcul de FCF opérationnels

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

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Marge Brute	76,5	77,6	77,6	82,5	83,8	85,0	86,3	87,6	88,9	90,2	91,6
Excédent brut d'exploitation	22,5	23,0	23,5	23,8	23,8	23,8	23,7	23,7	23,6	23,6	23,5
Impôt	4,3	4,4	4,5	4,6	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,0	5,0
Investissements	1,1	2,5	3,0	3,5	4,1	4,7	5,5	6,3	7,4	8,5	9,9
Variation de BFR		1,4	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
FCF opérationnels		14,8	15,1	15,0	13,9	13,3	12,5	11,6	10,5	9,3	8,0
FCF opérationnels actualisés		13,4	12,4	11,1	9,3	8,0	6,8	5,7	4,7	3,8	2,9

Source : estimations In Extenso

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		78,2	70,3%
Période 11-20 ans	1,7%	18,9	17,0%
Taux de croissance à l'infini	1,5%	14,1	12,7%
Total		111,2	100,0%
dont valeur terminale		33,0	29,7%

Source : estimations In Extenso

Ainsi, la valorisation d'entreprise de HighCo ressort à 85,8 M€.

3.1.3 Calcul de la valeur par action

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

FCF actualisés (2022-2031)	78,2
+ Valeur terminale actualisée	33,0
+ Titres financiers	0,6
+ Titres mis en équivalences	0,0
- Provisions	2,4
- Endettement financier net	-73,7
- Minoritaires	2,4
= Valeur des Capitaux Propres pdg	180,7
Nombre d'actions	22,421
Valeur par action	8,06

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 8,06 € soit un potentiel d'appréciation de la valeur selon cette méthode de +44,9 % par rapport au cours de clôture du 23 mars 2021 de 5,56 €.

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

		Taux de croissance à l'infini				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
CMPC	9,6%	8,26	8,30	8,33	8,38	8,43
	10,1%	8,12	8,16	8,19	8,23	8,28
	10,6%	7,99	8,02	8,06	8,10	8,14
	11,1%	7,86	7,89	7,93	7,96	8,01
	11,6%	7,74	7,77	7,80	7,84	7,88

3.2 Comparables

3.2.1 Choix des comparables

Leader sur les marchés français et belge du couponing, du clearing, et de la Data, 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 apprécier à la fois le positionnement fort de HighCo sur les marchés du couponing et du clearing français, mais également ses activités d'expert en data marketing et communication.

Dans cette perspective, notre échantillon de comparables est composé de Qwamplify, côté sur Euronext Growth, 4imprint, 1000mercis, Ad Pepper Media group, Bilendi et Solocal.

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 de consensus. En outre, malgré la comparabilité des activités, nous n'avons pas intégré à notre échantillon la société Media 6, celle-ci ne disposant pas non plus 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.

4imprint : Bien qu'un peu éloigné 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.

1000mercis : 1000mercis / Numberly 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.

Ad Pepper Media group : Créée en 1999, le groupe est un pionnier du marketing sur internet. Présente en Europe, la société compte aujourd'hui 200 collaborateurs et s'est spécialisée dans le marketing à la performance.

Bilendi : Fondé en 1999, le groupe Bilendi (ex-Maximiles) est devenu un leader européen de la collecte de données pour les études de marché et l'engagement des clients. La société compte plus de 200 employés répartis dans 14 bureaux situés en France, au Royaume-Uni, en Allemagne, en Suisse, en Espagne, en Italie, au Maroc, au Danemark, en Suède, en Finlande, en Belgique et à l'Île Maurice.

Solocal : acteur français de premier plan du marketing digital, Solocal est un partenaire de référence de toutes les entreprises locales, que ce soit des ETI, TPE, PME, mais également des grandes enseignes à réseaux ou des collectivités. Solocal offre à ses clients différents services digitaux (présence relationnelle, sites internet et sites de e-commerces, publicité digitale) pilotables en toute autonomie via l'app Solocal Manager, et ce grâce à ses medias propriétaires qui représentent 21 millions de VU/mois (PagesJaunes et Mappy notamment).

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

	CA 21	CA 22	CA 23	EBE 21	EBE 22	EBE 23	REX 21	REX 22	REX 23	RN 21	RN 22	RN 23
Qwamplify	31,0	32,2	34,2	5,5	5,9	6,3	5,9	5,5	5,9	3,5	4,1	4,5
4imprint Group plc	692,7	819,6	910,0	31,4	42,4	54,7	27,0	37,3	49,6	19,9	27,8	36,3
1000mercis SA	68,9	72,5	78,3	5,5	6,5	7,7	0,9	1,8	2,9	NA	NA	NA
ad pepper media International N.V.	27,6	30,7	33,9	4,4	5,5	7,2	3,2	4,3	5,9	1,5	2,3	3,2
Bilendi SA	43,6	62,9	70,1	9,2	13,4	15,6	5,3	8,3	9,9	3,9	5,6	6,4
Solocal Group	428,0	430,2	441,6	121,5	122,1	130,8	71,3	68,4	76,4	16,6	33,6	42,9

Source : Infront Analytics

	Capitalisation	Dette nette	Minoritaires	VE
Qwamplify	39,7	-7,2	0,7	33,1
4imprint Group plc	961,1	-21,7	0,0	939,4
1000mercis SA	66,7	-3,0	0,0	63,7
ad pepper media International N.V.	81,3	-23,4	0,0	57,9
Bilendi SA	113,9	-5,8	0,3	108,4
Solocal Group	165,9	269,6	0,0	435,5

Source : Infront Analytics

3.2.2 Valorisation

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

	VE/CA 22	VE/CA 23	VE/EBE 22	VE/EBE 23	VE/REX 22	VE/REX 23	PE 22	PE 23
Qwamplify	1,0	1,0	5,6	5,3	6,0	5,6	9,7	8,9
4imprint Group plc	1,1	1,0	NA	17,2	NA	18,9	NA	NA
1000mercis SA	0,9	0,8	9,8	8,3	NA	NA	NA	NA
ad pepper media International N.V.	1,9	1,7	10,4	8,1	13,3	9,8	NA	NA
Bilendi SA	1,7	1,5	8,1	6,9	13,1	11,0	20,3	17,8
Solocal Group	1,0	1,0	3,6	3,3	6,4	5,7	4,9	3,9
Moyenne	1,3	1,2	7,5	8,2	9,7	10,2	11,6	10,2
Médiane	1,1	1,0	8,1	7,5	9,8	9,8	9,7	8,9

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 22	MB 23	EBE 22	EBE 23	REX 22	REX 23	RN 22	RN 23
HighCo	77,6	79,9	23,0	23,5	15,3	15,7	9,0	9,0
Valorisation induite	170,6	165,3	243,7	263,6	220,1	231,7	104,5	84,9
	155,7	152,0	256,8	248,1	220,7	224,7	86,7	80,6
Valorisation moyenne / action	7,18		11,29		10,00		3,98	

*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 2,4 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	238,1	M€
Capitalisation non corrigée de la société	181,5	M€
Rapport des capitalisations	76,2%	
Prime / Décote à appliquer	-2,4%	

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne / action	7,01	11,02	9,77	3,88
Moyenne	7,90			

Ainsi, l'approche par la méthode des multiples bousiers de sociétés comparables nous amène à une fourchette de valorisation de 3,88 € – 11,02 €, et en moyenne à un prix par action de 7,90 €. Sur la base du cours de clôture de l'action HighCo au 23 mars 2022 de 5,56 €, le titre présente selon cette approche un upside de +42,1 %.

3.2.3 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, In Extenso 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 In Extenso 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%	

4 Synthèse des comptes

4.1 Compte de résultats simplifié

Au 31/12 (M€)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Marge brute	87,6	95,2	74,2	76,5	77,6	79,9	82,5
% évolution	6,5%	8,7%	-22,1%	3,2%	1,4%	3,0%	3,3%
% du CA	50,4%	54,2%	54,3%	55,7%	55,7%	55,7%	55,7%
Charges de personnel	49,7	53,5	41,6	42,8	43,9	45,1	46,4
% de la marge brute	56,8%	56,2%	56,1%	55,9%	56,5%	56,4%	56,3%
Autres charges et charges externes	19,9	16,8	11,7	9,9	9,5	9,8	10,4
% de la marge brute	22,7%	17,6%	15,8%	13,0%	12,2%	12,3%	12,6%
Impôts et taxes	1,1	1,3	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3
% de la marge brute	1,3%	1,3%	1,6%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%
Résultat des activités ordinaires (avant AGA)	16,0	17,6	12,2	15,5	16,1	16,7	17,4
% évolution	8,0%	9,9%	-30,9%	27,5%	3,8%	3,8%	3,9%
% de la marge brute	18,3%	18,5%	16,4%	20,3%	20,8%	20,9%	21,1%
Résultat Opérationnel (après AGA)	14,6	16,7	12,2	17,3	15,3	15,7	16,0
% de la marge brute	16,7%	17,5%	16,4%	22,6%	19,7%	19,7%	19,4%
Résultat financier	-0,2	-0,4	-0,5	-0,3	-0,5	-0,7	-0,8
Résultat avant impôt	14,5	16,2	11,7	17,0	14,8	15,0	15,2
Impôts	-3,9	-5,8	-4,2	-4,3	-4,4	-4,5	-4,6
% Taux d'impôt effectif	-26,7%	-35,6%	-36,2%	-25,3%	-29,5%	-30,0%	-30,0%
Résultat Net Part du Groupe	8,6	9,3	4,3	11,2	9,0	9,0	9,2
% évolution	21,3%	7,8%	-54,2%	162,1%	-19,9%	0,8%	1,2%
% de la marge brute	9,9%	9,8%	5,8%	14,6%	11,6%	11,3%	11,1%
Résultat Net Part du Groupe ajusté*	9,8	9,7	5,8	8,7	9,0	9,2	9,8
% de la marge brute	11,1%	10,1%	7,8%	11,4%	11,6%	11,6%	11,8%

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

4.2 Bilan – principaux agrégats

Au 31/12 (M€)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Ecart d'acquisition	79,8	79,8	79,8	79,8	79,8	79,8	79,8
Immobilisations incorporelles	7,9	9,5	5,8	2,4	0,6	-1,1	-2,8
Immobilisations corporelles	2,6	2,8	2,8	2,7	2,2	1,7	1,2
Immobilisations financières	0,9	1,2	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9
BFR	-51,9	-60,5	-63,6	-56,6	-55,3	-54,4	-53,7
% de la marge brute	-59,3%	-63,5%	-85,7%	-74,0%	-71,2%	-68,0%	-65,0%
Dettes financières	10,6	7,3	34,7	0,0	-1,0	-2,0	-3,0
Trésorerie et équivalents de trésorerie	62,8	69,8	111,6	73,7	77,3	81,2	85,3
Endettement net	-52,2	-62,5	-77,0	-73,7	-78,3	-83,2	-88,3

4.3 Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats

Au 31/12 (M€)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
CAF	14,6	17,3	16,2	18,3	16,9	17,3	17,8
Investissements	2,6	3,0	3,0	1,1	2,5	3,0	3,5
% de la marge brute	2,9%	3,2%	4,0%	1,4%	3,2%	3,8%	4,2%
Variation du BFR	-5,3	-8,6	-3,1	7,0	1,4	0,9	0,7
Flux de trésorerie d'exploitation net	17,4	23,0	16,4	10,3	13,0	13,4	13,6

4.4 Ratios financiers

Au 31/12 (M€)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Bénéfice net par action corrigé	0,42	0,45	0,28	0,42	0,43	0,44	0,46
% évolution	2,4%	7,1%	-38,9%	51,0%	2,9%	3,1%	5,5%
Capitalisation boursière	99,1	136,3	107,4	112,1	124,7	124,7	124,7
Valeur d'entreprise*	100,9	106,7	106,7	106,7	106,7	106,7	106,7
P/E ajusté	11,5	14,6	25,1	10,0	13,9	13,8	13,6
P/CF	0,65	0,77	0,72	0,82	0,75	0,77	0,79
Market to Book	1,42	1,64	1,27	1,29	1,39	1,34	1,28
VE / MB	1,15	1,12	1,44	1,39	1,38	1,34	1,29
VE / RAO	6,29	6,06	8,76	6,87	6,62	6,38	6,14
VE / ROC	6,89	6,41	8,76	6,18	6,97	6,79	6,68
RAO / MB	18,3%	18,5%	16,4%	20,3%	20,8%	20,9%	21,1%
ROP / CA	16,7%	17,5%	16,4%	22,6%	19,7%	19,7%	19,4%
RN pg / MB	9,9%	9,8%	5,8%	14,6%	11,6%	11,3%	11,1%
Gearing	-61,5%	-69,9%	-83,6%	-76,3%	-74,2%	-72,5%	-70,9%
Capitaux engagés	39,30	32,78	25,62	29,19	28,22	26,90	25,53
RCE	47,1%	68,4%	64,1%	73,9%	69,8%	75,3%	80,5%
Rentabilité des Fonds Propres	11,5%	10,8%	6,3%	9,0%	8,5%	8,1%	7,8%

*retraitée du fonds de roulement de l'activité Data

5 Avertissements importants

5.1 Définition des opinions et objectifs de cours

Les opinions mentionnées par In Extenso Financement & Marché 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 In Extenso Financement & Marché pour la détermination de ses objectifs de cours est disponible sur le site Internet www.genesta-finance.com.

5.2 Détection de conflits d'intérêts potentiels

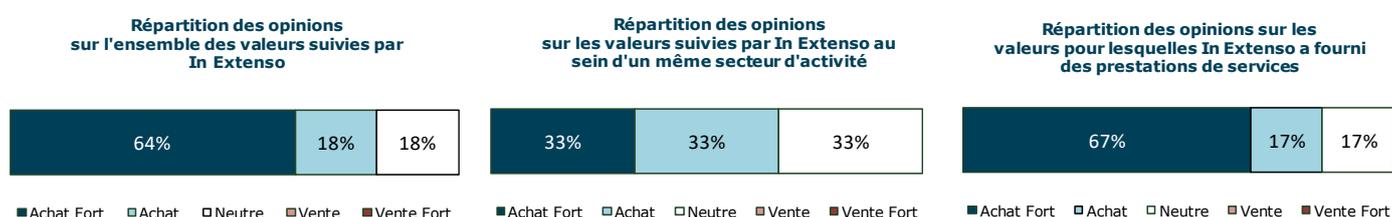
Participation de l'analyste, de In Extenso et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de In Extenso	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et In Extenso	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et In Extenso	Rémunération de In Extenso par l'émetteur au titre de l'établissement de la présente analyse financière	Rémunération de In Extenso 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 d'Analyste Financier Indépendant au sens du Règlement Général de l'AMF, In Extenso se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par la profession, en particulier dans le respect des best practices et en matière de gestion des conflits d'intérêts. Des procédures spécifiques strictes définissent le fonctionnement interne des activités d'analyse financière au sein de In Extenso. Des informations supplémentaires peuvent être obtenues sur simple demande écrite adressée à la société In Extenso quant à ces règles de fonctionnement.

5.3 Historique sur les 12 derniers mois des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur

Date de 1 ^{ère} diffusion	Opinion	Objectif de cours
24 mars 2022	Étude Annuelle Achat Fort	8,00 €
20 janvier 2022	Flash Valeur Achat Fort	7,80 €
21 octobre 2021	Flash Valeur Achat Fort	7,50 €
30 août 2021	Étude Semestrielle Achat	7,50 €
21 juillet 2021	Flash Valeur Achat Fort	7,35 €
22 avril 2021	Flash Valeur Achat Fort	7,35 €

5.4 Répartition des opinions



5.5 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 In Extenso 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 In Extenso Financement & Marché, 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, In Extenso Financement & Marché 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 In Extenso Financement & Marché 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 In Extenso Financement & Marché 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 In Extenso Financement & Marché de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

Cette publication reste la propriété de In Extenso Financement & Marché et ne peut être reproduite ou diffusée sans autorisation préalable de In Extenso Financement & Marché.