

Date de première diffusion : 1^{er} septembre 2017

HighCo

Des niveaux de marge préservés

Des résultats conformes aux attentes

Au titre du S1 2017, HighCo a présenté des résultats conformes à nos attentes, avec un RAO S1 2017 de 10,9 M€, affichant une progression de +6,7 % yoy comparée au S1 2016 retraité. La poursuite de la hausse de la rentabilité provient notamment de la bonne maîtrise des charges de structure. Le résultat opérationnel courant, après charges de restructurations, est lui aussi en hausse à 10,8 M€ (+7,4 % yoy). Enfin, le résultat net part du groupe ajusté s'établit à 6,8 M€ (BNPA de 0,33 €).

Maintien des guidances révisées en juillet

Lors de la publication de sa marge brute semestrielle au mois de juillet, la société avait revu ses guidances à la baisse avec 1/ une croissance de la MB moins forte qu'anticipée sur 2017, mais 2/ une hausse identique de sa marge opérationnelle de 50 pbs. Nous pensons que la société sera en mesure d'atteindre ses objectifs et que la sanction subie par le cours de bourse d'HighCo depuis cette publication est démesurée.

Une priorité toujours portée sur le Digital

La progression des résultats d'HighCo valide la stratégie de digitalisation des activités et conduit à poursuivre la montée en puissance du Digital au sein des activités. Ainsi, après avoir représenté 47,3 % de l'activité du groupe au S1 2017, le groupe confirme son objectif de réaliser plus de 50 % de sa marge brute dans le Digital en 2017. Dans la réalisation de cet objectif, HighCo pourra s'appuyer sur 1/ la forte croissance de ses solutions 100 % digitales de Drive to Store, notamment grâce au data marketing, 2/ la poursuite de la digitalisation des solutions In-Store et 3/ les nouveaux services digitaux apportés aux distributeurs.

Opinion Achat Fort

Suite à cette publication, nous maintenons nos estimations de marge brute et de rentabilité pour 2017 et 2018. Notre valorisation pour HighCo ressort en hausse à 7,20 € par titre (vs. 6,80 € précédemment), notamment du fait : 1/ de la mise à jour des données de marché, 2/ de la prise en compte de la hausse des ressources de trésorerie du groupe, et 3/ de la revue de notre échantillon de comparables boursiers suite à l'offre publique opérée sur l'un de nos comparables historiques. Compte tenu de la baisse excessive du cours depuis le mois de juillet, nous pensons qu'il s'agit à nouveau d'un point d'entrée intéressant (upside de 32,2 %) et adoptons une Opinion Achat Fort sur la valeur.

Raphaëlle POULAIN

Analyste Financier
rpoulain@genesta-finance.com
01.45.63.68.62

Opinion	1. Achat Fort
Cours (clôture au 31 août 17)	5,45 €
Objectif de cours	7,20 € (+32,2 %)

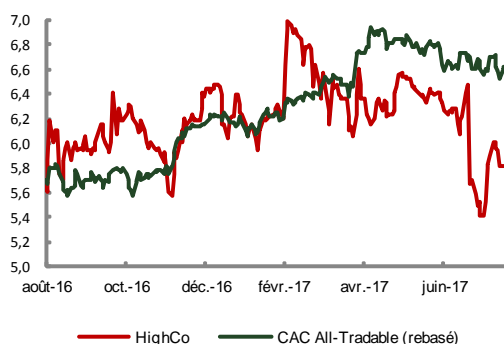
Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	HIGH.PA / HIGH:FP
Capitalisation boursière	122,2 M€
Valeur d'entreprise*	118,2 M€
Flottant	59,3 M€ (48,5 %)
Nombre d'actions	22 421 332
Volume quotidien	151 319 €
Taux de rotation du capital (1 an)	32,07%
Plus Haut (52 sem.)	6,99 €
Plus Bas (52 sem.)	5,41 €

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

Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	-1,1 %	-11,9 %	-4,0 %



Actionnariat

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

Agenda

MB T3 2017 publiée le 18 octobre 2017

Chiffres Clés

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
MB (M€)	75,4	81,1	82,2	84,8	87,8
Evolution (%)	6,4%	7,5%	1,4%	3,2%	3,5%
RAO** (M€)	11,2	14,1	14,8	15,4	16,3
ROP (M€)	10,6	12,4	13,0	13,6	14,5
Marge op. (%)	14,0%	15,3%	15,8%	16,1%	16,5%
RN pg ajusté (M€)	6,8	8,7	9,7	10,1	10,7
Marge nette (%)	9,0%	10,7%	11,8%	11,9%	12,2%
BPA ajusté	0,31	0,42	0,43	0,45	0,48

**avant AGA

Ratios

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
VE / MB	1,5	1,8	1,5	1,5	1,4
VE / RAO	10,2	10,3	8,4	8,0	7,6
VE / ROP	10,8	11,8	9,5	9,1	8,5
P / E ajusté	15,8	17,2	14,7	14,0	13,2
Gearing (%)	-55%	-68%	-62%	-61%	-59%
Dette nette/RAO	-3,7	-3,5	-3,5	-3,7	-3,8
RCE (%)	19,8%	34,5%	33,0%	33,8%	34,7%

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

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

Présentation de la société

Un acteur incontournable de la communication opérationnelle

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

Une offre en 3 axes

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

Le Digital au cœur de la stratégie

La Digital occupe aujourd'hui une place centrale dans la stratégie d'HighCo en représentant en 2016 quasiment la moitié de l'activité. La volonté du groupe est de proposer à ses clients des offres dématérialisées permettant de maximiser le ROI des campagnes publicitaires. Les solutions de communication digitale proposées par le groupe sont aujourd'hui de plus en plus tournées vers le mobile et les réseaux sociaux, ces deux segments étant les plus dynamiques de la publicité. De plus, les solutions du groupe font aujourd'hui de plus en plus appel à la Data afin d'hyperpersonnaliser les messages publicitaires en le poussant au bon moment, au bon endroit, à la bonne personne et sur le bon support.

Méthode de valorisation

DCF

Suite à cette publication, nous maintenons nos estimations de marge brute et de RAO. Nos prévisions de marge brute s'élèvent ainsi à 82,2 M€ en 2017 et 84,8 M€ pour 2018. Notre anticipation de RAO, rapportée à la marge brute, ressort à 18,0 % en 2017 et à 18,2 % en 2018. L'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources de 8,95 %, valorise le titre HighCo à 7,67 € par action en tenant compte d'une ressource nette de trésorerie structurelle à nouveau en hausse à 58,9 M€.

Comparables

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

- Custom Solutions, spécialiste de la gestion des opérations promotionnelles ou de logistique promotionnelle.
- 100mercis, agence de communication spécialisée dans les prestations de publicité et de marketing interactif
- Prismaflex, proposant des supports d'affichage de tout type.
- Communisis, agence de marketing dont l'objectif principal est de mieux connecter les marques aux consommateurs au travers d'une stratégie multi-canal.
- Cello Group, groupe anglais de marketing dont l'une de ses divisions (48 % de la marge brute) est spécialisée sur le marketing direct, le CRM et le CMS, et la communication des marques.

L'approche par les multiples boursiers nous conduit à une valorisation de l'action HighCo de 6,73 €.

Notre objectif de cours, résultant de la moyenne des résultats obtenus par les méthodes DCF et comparaison boursière, ressort en hausse à 7,20 € par action, soit un potentiel d'upside de +32,2 % au cours de clôture du 31 août 2017.

SWOT

Forces

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

Faiblesses

- Dépendance à hauteur de 15 % de la marge brute auprès du seul groupe Casino
- Positions à l'international faibles en dehors de la Belgique

Opportunités

- Dématérialisation croissante de la communication promotionnelle (solutions Webcoupon, m-coupon)
- Rationalisation des processus de traitement des coupons en France
- Devenir un acteur majeur de la digitalisation du secteur, notamment grâce à l'utilisation des datas collectées

Menaces

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

Synthèse et Opinion

Maintien des guidances révisées de juillet

Suite à la publication de la marge brute du T2 2017, le groupe a revu ses guidances. Dans le cadre de la publication de ses résultats semestriels, la société a maintenu ces guidances révisées, et a notamment réitéré son objectif de croissance de sa marge opérationnelle ajustée de 50 pbs, soit une marge de RAO au moins égale à 17,9 %.

Enjeux

HighCo a réitéré ses objectifs en matière de digitalisation, et notamment son souhait d'intensifier encore davantage son développement dans la data et le mobile qu'elle considère comme deux piliers majeurs en train de révolutionner le commerce. A l'instar de l'intégration réussie de CapitalData en 2016, la société envisage de poursuivre cette stratégie de digitalisation que ce soit au travers de l'acquisition de nouvelles start-up ou de l'embauche d'experts.

Opinion relevée à Achat Fort

Après une année 2016 record, marquée également par une croissance non anticipée du offline, la base de comparaison est élevée pour HighCo...

Nous conservons cependant un sentiment positif sur la valeur. Nous conservons nos estimations, notamment en matière de croissance. Après mise à jour de notre modèle de valorisation (mise à jour des données de marché, prise en compte des ressources nettes de trésorerie à fin juin) notre objectif de cours ressort en hausse à 7,20 € par titre (vs. 6,80 € précédemment). Compte tenu de la sanction sur le cours de bourse depuis le mois de juillet, sanction que nous jugeons excessive, nous pensons qu'il s'agit d'un bon point d'entrée. Nous adoptons une Opinion Achat Fort sur la valeur.



Sommaire

1	Présentation de la société.....	4
1.1	Offre du groupe	4
1.2	Un positionnement sur la communication promotionnelle hors-média qui se digitalise toujours davantage	7
1.3	Un positionnement unique en France et en Belgique	8
2	Résultats S1 2017 et perspectives FY 2017	10
2.1	Retour sur le premier semestre 2017	10
2.2	Maintien des guidances	11
3	Prévisions	12
4	Valorisation	13
4.1	DCF.....	13
4.1.1	Détermination du taux d'actualisation	13
4.1.2	Calcul de FCF opérationnels	14
4.1.3	Calcul de la valeur par action.....	14
4.2	Comparables.....	15
4.2.1	Choix des comparables.....	15
4.2.2	Valorisation.....	16
4.2.3	Méthodologie de la décote	17
5	Synthèse des comptes	18
5.1	Compte de résultats simplifié.....	18
5.2	Bilan – principaux agrégats	18
5.3	Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats.....	18
5.4	Ratios financiers	19
6	Avertissements importants.....	20
6.1	Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research.....	20
6.2	Détection de conflits d'intérêts potentiels	20
6.3	Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois.....	20
6.4	Répartition des opinions	20
6.5	Avertissement complémentaire	21

1 Présentation de la société

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

1.1 Offre du groupe

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



Source : HighCo

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



Source : HighCo

LES SOLUTIONS DRIVE TO STORE 100 % DIGITALES

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

- les **webcoupons**, (43,2 millions de coupons émis en 2016) sur lesquels HighCo occupe la place de leader en Europe. En 2014, le groupe a notamment débuté la commercialisation d'une solution de retargeting dans ce domaine en partenariat avec Criteo. Ces coupons de première génération sont cependant en perte de vitesse (-17 % yoy au 30 juin 2017) et tendent à être remplacés par le load-to-card et les m-coupons ;
- le **load to card** permet de connecter le programme de fidélisation d'une marque ou d'une enseigne. Grâce à une opération lancée avec le site mavieencouleurs.fr de Cora, HighCo a notamment remportée le trophée LSA Cross-Canal 2016. Ces coupons de nouvelle génération connaissent actuellement une forte croissance et ont représenté près de 10 millions de coupons émis au S1 2017, soit une hausse de +16 % ;
- le **mobile** (hausse de +19 % yoy de la MB en 2016), avec les m-coupons, les push SMS (309,3 millions envoyés au S1 2017, +8 % yoy) et l'application mobile Prixing. Sur le mobile, le groupe a lancé en 2016 une nouvelle offre, Store Locator SMS ;
- les **réseaux sociaux**, grâce à la prise de participation dans la société Milky (progression de la marge brute de +17 % yoy en 2016). En 2016, HighCo a notamment travaillé pour des clients comme Carrefour Voyages, Carrefour Drive ou Clarins. En outre la société annonce la conquête de nouveaux clients au S1 2017 avec notamment le site eBay ;
- les **e-coupons** pour e-marchand grâce à une participation prise (19,6 %) en juillet 2014 dans une start-up (Yuzu) aux Etats-Unis (participation aujourd'hui portée à 32,9 %).

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

LES SOLUTIONS IN-STORE

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 au S1 2017) ;
- le **check-out**, l'émission de coupons ciblés en caisse. Sur cette activité, HighCo est notamment présent chez Auchan depuis 2013 et depuis 2014 chez Casino.

Les solutions in-store papier restent, pour le moment, majoritaires avec les **coupons linéaires** et les **médias classiques** (affichages en magasin). L'émission de coupons papier étaient en légère hausse au cours de l'exercice 2016, cette hausse s'est poursuivie en France au S1 2017, tandis qu'HighCo a enregistré un repli de cette activité en Belgique sur le semestre.

Le Digital occupe toutefois une place de plus en plus importante dans les activités In-Store de HighCo et a représenté 33,0 % de l'activité à fin juin 2017 vs. 28,0 % en 2016 et 24,3 % en 2015.

LES SOLUTIONS DE GESTION DEMATERIALISEE

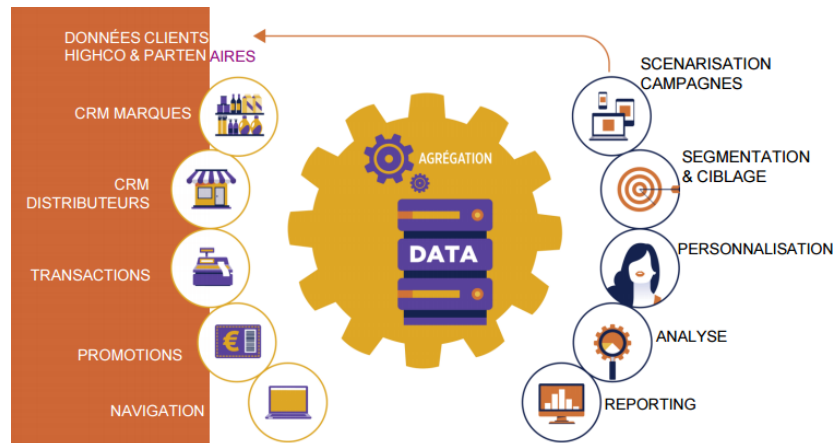
La gestion des datas tend de plus en plus à se dématérialiser, notamment sur le traitement dématérialisé des coupons et les opérations d'Offres De Remboursement digitales. Ainsi,

- la **gestion des coupons** (traitement dématérialisé des coupons) progresse sur la France grâce aux sites de e-commerce alimentaire ;
- la **gestion des ODR (ODR, Offre De Remboursement)** enregistre toujours une forte croissance, notamment grâce au Digital. En 2016, le nombre d'e-ORD a progressé de +74 %, pour atteindre 302 opérations. Cette bonne tendance s'est poursuivie au S1 2017 avec 305 e-ODR réalisées sur le semestre, ce qui représente une hausse de 26 % yoy.

La part du Digital dans les solutions DATA progresse pour atteindre 38,2 % à fin juin 2017 (vs. 36,3 % au 30 juin 2016).

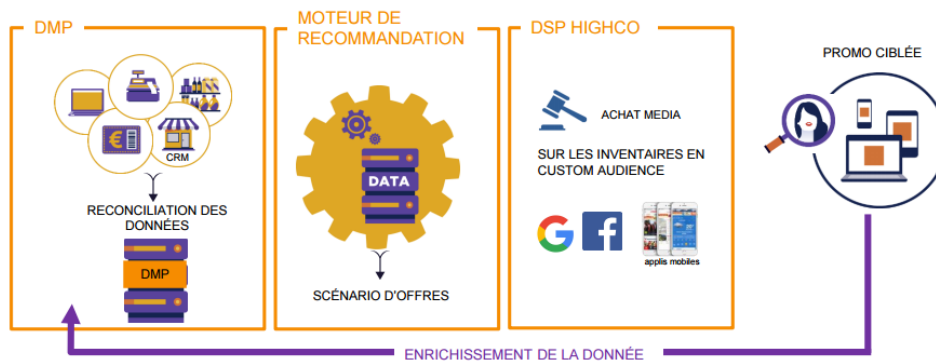
DES SOLUTIONS QUI S'ARTICULENT AUTOUR DE LA COLLECTE ET DE L'EXPLOITATION DE LA DATA

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



Source : HighCo

En février 2016, HighCo a procédé à une acquisition stratégique dans le traitement des datas grâce au rachat de 100 % des parts de la société Capitaldata. Le groupe s'est ainsi doté d'outils permettant d'automatiser et de très fortement personnaliser les messages marketing via une DMP (Data Management Platform), un moteur de recommandation et une DSP (Demand Side Platform).



Source : HighCo

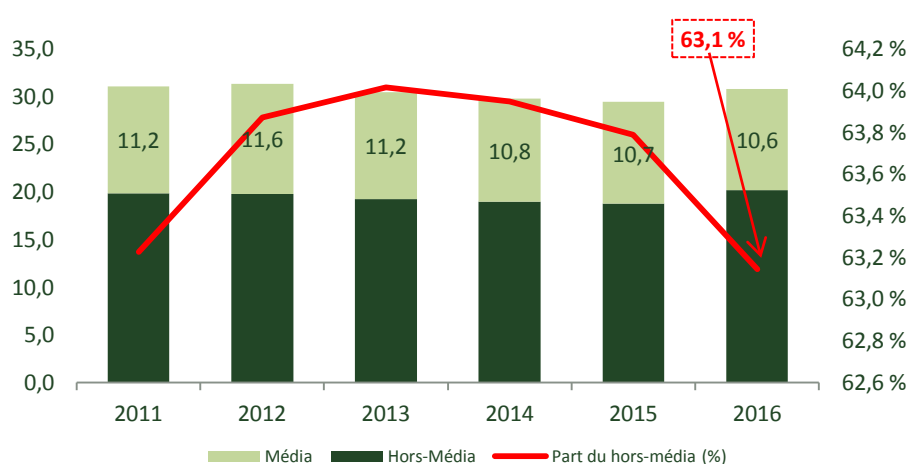
1.2 Un positionnement sur la communication promotionnelle hors-média qui se digitalise toujours davantage

UN POSITIONNEMENT SUR LA COMMUNICATION PROMOTIONNELLE HORS MEDIA...

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

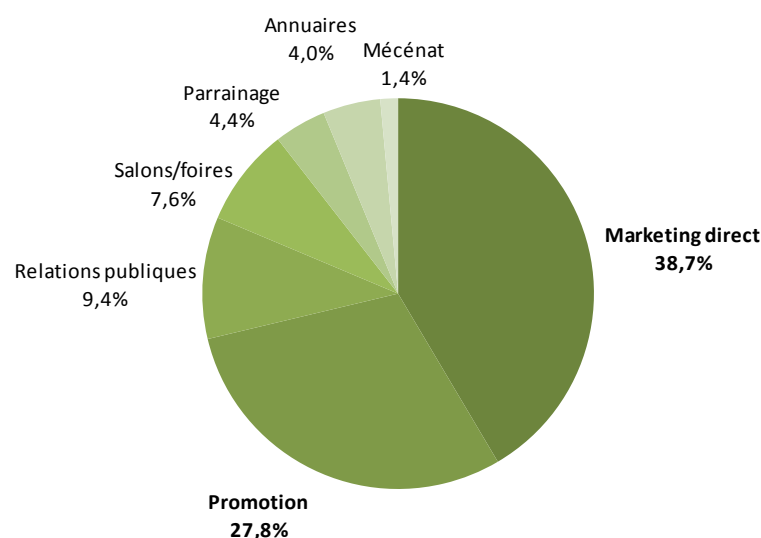
Pour rappel, les deux graphiques ci-après permettent d'apprécier le positionnement stratégique de HighCo, du fait de la part du hors-média dans les dépenses de communication totales des annonceurs, et des parts du marketing direct et de la promotion dans le hors-média.

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



Source : Irep – France Pub 2016

Ventilation des dépenses de communication hors-média par catégorie, en 2016



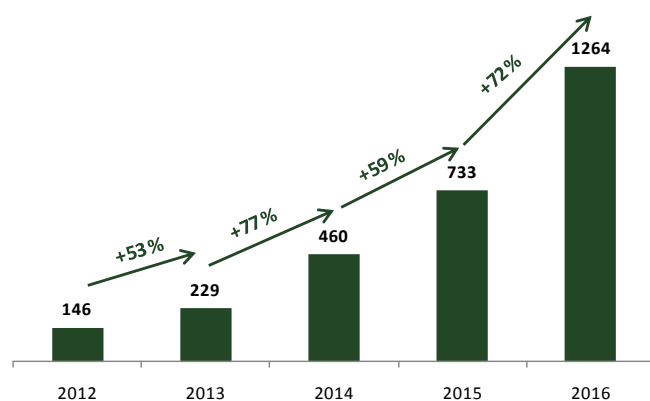
Source : Irep – France pub 2016

...QUI SE DIGITALISE A GRANDE VITESSE

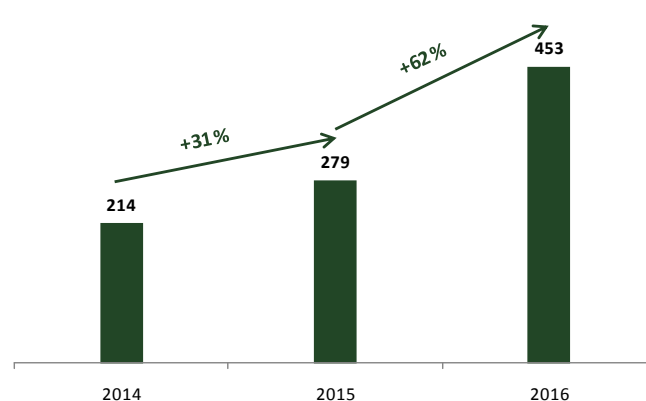
Bien qu'HighCo se positionne majoritairement sur la communication promotionnelle hors-média, la digitalisation des activités pousse désormais le groupe à être présent sur les principaux canaux digitaux que sont le mobile et les réseaux sociaux.

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

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



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



Source : SRI - PwC

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

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

1.3 Un positionnement unique en France et en Belgique

UNE STRATEGIE PROACTIVE DE DEVELOPPEMENT SUR LE DIGITAL

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

- **RC Medias**, un important acteur français des solutions Digitales Radio et Vidéo in-store. En faisant l'acquisition de la société fin 2011, HighCo a complété et renforcé sa présence sur les médias digitaux in-store ;
- **Pricing**, application mobile destinée à la comparaison de prix et au couponing. L'application, acquise début 2014, agrège une base de données forte de 2 millions de produits répartis sur 20 000 points de vente ;
- **Milky**, une agence de social media française spécialisée dans le marketing sur les réseaux sociaux. Cette acquisition permet désormais à HighCo d'intégrer le canal des réseaux sociaux, notamment pour ses activités de couponing ;
- **Yuzu**, prise de participation dans cette start-up basée aux Etats-Unis (32,9 %) et dont les activités se concentrent autour des e-coupons pour les webmarchands ;
- **Mobeye**, prise d'une petite participation dans la société dans le cadre des HighCo First Awards 2015. La société est spécialisée dans les solutions de veille in store collaborative ;
- **Capitaldata**, acquisition de 100 % des parts de la société spécialisée dans la collecte, la gestion, le traitement et l'exploitation des datas au travers d'une DMP. Grâce à un moteur de recommandation et des connecteurs cross canal, la société est en mesure de pousser de manière automatique des messages très personnalisés.

Les activités Digitales ont une nouvelle fois fortement progressé et ont représenté de 47,3 % de la marge brute au S1 2017 (vs. 42,0 % en 2015 et 47,0 % en 2016), la France ayant d'ores et déjà franchi le cap symbolique des 50 % d'activités digitales à fin 2016. Sur l'ensemble du groupe, HighCo s'attend à franchir son objectif de 50 % de digitalisation à fin 2017.

UN RECENTRAGE DES ACTIVITES SUR LES ZONES LES PLUS DIGITALISABLES

Après une première phase d'expansion internationale rapide mais mal maîtrisée entre 2000 et 2005, phase suite à laquelle le groupe a recentré ses activités en France et au Benelux, HighCo a cherché entre 2011 et 2015 à retrouver une envergure internationale en menant une stratégie d'acquisitions ciblées sur ses cœurs de métiers dans les pays européens, notamment ceux n'ayant pas encore atteint une certaine maturité dans les métiers du groupe.

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

Ces acquisitions n'ayant pas réussi à trouver leur place au sein du groupe HighCo et leur digitalisation étant encore trop lointaine, le groupe a décidé en 2016 de se séparer de MRM (fin 2016) et de POS Media (mars 2017) pour un montant global d'environ 4 M€.

HighCo entend ainsi concentrer ses efforts sur la poursuite de la Digitalisation en France et l'accélération de la Digitalisation en Belgique.

A court terme, le groupe ne compte pas reprendre sa stratégie d'Internationalisation. Toutefois, HighCo indique qu'à moyen terme il pourrait retenter de s'internationaliser mais avec une stratégie différente et, selon nous, beaucoup plus orientée vers les activités 100 % digitales.

2 Résultats S1 2017 et perspectives FY 2017

2.1 Retour sur les résultats du premier semestre 2017

UNE CROISSANCE MOINDRE APRES PLUSIEURS TRIMESTRES DE CROISSANCE A DEUX CHIFFRES

Sur le S1 2017, HighCo n'a affiché qu'une légère croissance de sa marge brute à PCC de +2,3 % pour atteindre 42,3 M€. Cette performance, moindre qu'attendue, fait suite à plusieurs hausses consécutives de la marge brute du groupe au cours des derniers trimestres impliquant une base de comparaison très élevée.

Le Digital a à nouveau été le moteur de croissance au cours du semestre avec une hausse de +6,2 % yoy à PCC. Le Offline est quant à lui en perte de vitesse à -0,9 %. Cette tendance sur le offline devrait se poursuivre compte tenu de la baisse structurelle des coupons papier.

Par zone géographique, la marge brute évolue de la manière suivante :

- Avec une marge brute de 29,98 M€, la France a poursuivi sur un rythme de croissance dynamique (+7,0 % yoy à PCC) et représente toujours plus de 70 % de la marge brute du groupe.
- l'International (12,30 M€, soit 29,1 % de la marge brute du groupe) accuse une baisse de -7,5 % à PCC, soit un niveau de baisse moins important que celui enregistré au T1 2017 qui s'établissait à -11,4 % yoy. Cette contreperformance est notamment imputable à la Belgique (-7,9 % à PCC), activités majoritairement offline, qui ont en particulier souffert de la baisse du volume des coupons papier traité et du déclin des médias in-store offline. Par ailleurs, la fusion du distributeur néerlandais Ahold avec Delhaize (2ème distributeur en Belgique) a impliqué un ralentissement des opérations promotionnelles du nouveau groupe, impactant davantage le volume d'activité d'HighCo en Belgique. Bien qu'encore modeste avec une marge brute de 0,6 M€, l'Europe du Sud affiche, quant à elle, une légère croissance de ses activités de 1,4 % à PCC.

Marge Brute de HighCo, en M€

MB en M€	2016	2016 PCC	2017	Δ (en %)	Δ (en %) PCC
T1	19,51	19,56	20,38	+4,5 %	+4,2 %
T2	21,76	21,76	21,90	+0,7 %	+0,7 %
S1	41,27	41,32	42,28	+2,5 %	+2,3 %

Source : HighCo

UNE CROISSANCE DU RAO SUPERIEURE A CELLE DE LA MARGE BRUTE

Une nouvelle fois, HighCo a affiché une progression de sa rentabilité sur le S1 2017, avec un RAO en hausse de +6,7 % yoy à 10,9 M€. Cette appréciation de la rentabilité provient de la croissance d'activité mais également de la forte maîtrise des charges d'exploitation, permettant ainsi de dégager un effet levier positif.

Par zone géographique, l'évolution est beaucoup plus contrastée : le RAO ressort 1/ en France à 9,9 M€ (marge opérationnelle de 32,9 % au S1 2017 vs. 29,5 % au S1 2016 retraité), en hausse significative de +19,5 % ; 2/ tandis qu'à l'International, il ressort en forte baisse à 1,0 M€ (marge opérationnelle de 8,2 % au S1 2017 vs. 14,6 % au S1 2016 retraité). Ce résultat est cependant à relativiser au regard de l'allocation technique des charges de holding (49 %) sur l'International.

Rentabilité opérationnelle par zone géographique, en M€

	S1 2016 <i>retraité</i>	S1 2017	% Var
MB	41,3	42,3	2,3%
Dont France	28,0	30,0	7,0%
Dont International	13,3	12,3	-7,5%
RAO	10,2	10,9	6,7%
Dont France	8,3	9,9	19,5%
Dont International	1,9	1,0	-48,0%
Marge Opérationnelle ajustée	24,7%	25,7%	+100 pb
Dont France	29,5%	32,9%	+340 pb
Dont International	14,6%	8,2%	-640 pb

Source : HighCo

Le résultat opérationnel courant, après comptabilisation des charges de restructuration (0,1 M€), ressort à 10,8 M€, en progression de +7,4 % yoy. Ainsi, et malgré le ralentissement de la croissance observé sur le semestre, HighCo est toujours en mesure de dégager un résultat opérationnel en croissance.

Après notamment une charge d'impôts de 3,5 M€, un résultat net des entreprises arrêtées ou en cours de cession de 0,17 M€ et une quote-part des entreprises associées quasi nulle, le résultat net part du groupe ajusté du coût net d'impôt des plans d'attribution d'actions gratuites et des résultats des activités arrêtées ou en cours de cession ressort en hausse de 12,8 % à 6,8 M€. Le BNPA ajusté ressort, quant à lui, à 0,33 € par titre.

Compte de résultat simplifié S1 2017 de HighCo

en M€	S1 2016 retraité *	S1 2017	en % de var.	
Marge Brute	41,27	42,28	+2,4 %	Moindre croissance de la Marge Brute après plusieurs semestres de hausse ininterrompue
Charges indirectes	31,07	31,40	+1,1 %	
RAO ajusté	10,20	10,88	+6,7 %	Forte maîtrise de la structure de coûts permettant une nouvelle hausse du RAO
<i>en % de la MB</i>	<i>24,7%</i>	<i>25,7%</i>	<i>+100 pbs</i>	
Charges de restructuration	0,16	0,10	-37,5 %	Amélioration du RAO portée essentiellement par la France (+53,0 % yoy) et l'International (+9,8 % yoy)
ROC ajusté	10,04	10,78	+7,4 %	
<i>en % de la MB</i>	<i>24,3%</i>	<i>25,5%</i>	<i>+115 pbs</i>	Coût d'attribution des actions gratuites
Autres produits et charges opérationnels	0,00	1,54	-	
ROP	10,04	9,24	-8,0 %	Finalisation de la cession de POS Media au cours du S1 2017
<i>en % de la MB</i>	<i>24,3%</i>	<i>21,9%</i>	<i>-250 pbs</i>	
Coût de l'endettement financier net	-0,04	-0,08	+100,0 %	BNPA ajusté de 0,33 € par action au S1 2017 (vs. 0,29 € par action au S1 2016)
Autres produits et charges financiers	-0,11	-0,01	-90,9 %	
Impôt	-3,67	-3,49	-4,9 %	
Quote-part des entreprises associées	-0,17	0,09	-152,9 %	
Résultat net des activités arrêtées ou en cours de cession	0,39	0,17	-56,4 %	
RNPG	6,42	5,93	-7,6 %	
<i>en % de la MB</i>	<i>15,6%</i>	<i>14,0%</i>	<i>-150 pbs</i>	
RNPG ajusté	6,03	6,80	+12,8 %	
<i>en % de la MB</i>	<i>14,6%</i>	<i>16,1%</i>	<i>+150 pbs</i>	

* Reclassement de la quote-part de résultat de la filiale MRM en activités arrêtées ou en cours de cession

Source : HighCo

Sur le S1 2017, le groupe a dégagé une CAF de 8,2 M€ accompagnée d'une ressource en fonds de roulement supplémentaire de 3,3 M€ et d'un produit de cession net de 1,4 M€. Après flux de Capex (0,7 M€), de dividendes distribués au titre de 2016 (2,5 M€) et rachats d'actions (0,3 M€), la trésorerie nette du groupe ressort en hausse à 58,9 M€ au 30 juin 2017 (vs. 49,6 M€ au 30 juin 2016). Elle est constituée d'une trésorerie brute de 69,4 M€ et d'une dette financière brute en baisse de 1,3 M€ sur le semestre à 10,5 M€.

Il est important de noter que la ressource en fonds de roulement d'exploitation ressort à 54,9 M€, notamment compte tenu des activités de clearing). L'endettement net propre du groupe est donc désormais négatif de -4,0 M€ (vs. un endettement net de 1,8 M€ au 31 décembre 2016).

2.2 Maintien des guidances

Lors de la présentation de ses résultats semestriels, HighCo a maintenu les guidances révisées du mois de juillet, avec notamment :

- 1/ une progression de la marge brute de plus de 1 % à PCC ;
- 2/ une croissance du RAO ajusté comprise entre +4,0 % et +6,0 % ;
- 3/ une hausse de la marge opérationnelle ajustée supérieure ou égale à 50 pbs (marge de RAO de 25,5 % en 2016).

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

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



3 Prévisions

Suite à la publication de ses résultats semestriels 2017, et conformément aux guidances confirmées par la société, nous conservons nos prévisions de marge brute et de RAO.

Nos prévisions de marge brute (indicateur central de l'évolution des activités du groupe) pour les deux prochains exercices ressortent ainsi à 82,2 M€ en 2017 et à 84,8 M€ en 2018.

En termes de rentabilité, nous anticipons un RAO en hausse en 2017 de 14,8 M€, représentant 18 % la marge brute du groupe (vs. 17,4 % en 2016). Pour 2018, notre prévision de RAO d'établit à 15,4 M€.

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 0,79 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source : Agence France Trésor), d'une prime de marché de 6,32 % (sources : Natixis Securities, estimation Genesta), d'un beta de la société de 0,88 (source : Damodaran), d'une prime de risque Small Caps de 2,60 % et de l'endettement net négatif de la société au 30 juin 2017, le taux d'actualisation s'élève à 8,95 %.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
0,79 %	6,32 %	0,88	2,60 %	8,95 %	NS	NS	NS	8,95 %

Source : AFT, Natixis Securities, 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€) :

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Marge Brute	81,062	82,186	84,784	87,786	89,015	90,262	91,525	92,807	94,106	95,423	96,759
Excédent brut d'exploitation	14,744	15,390	16,261	17,047	17,234	17,424	17,598	17,774	17,934	18,095	18,258
Impôt	4,688	4,682	4,908	5,220	6,018	6,064	6,103	6,142	6,173	6,210	6,247
Investissements	1,083	1,750	1,750	1,750	1,908	2,079	2,266	2,448	2,643	2,855	3,083
Variation de BFR		3,429	1,601	1,779	-0,052	-0,936	-0,190	0,072	-0,177	-0,173	-0,168
FCF opérationnels		5,529	8,002	8,298	9,361	10,217	9,419	9,112	9,295	9,203	9,096
FCF opérationnels actualisés		5,373	7,137	6,793	7,034	7,046	5,962	5,294	4,957	4,505	4,086

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		58,189	51,1%
Période 11-20 ans	2,0%	26,928	23,7%
Taux de croissance à l'infini	1,5%	28,734	25,2%
Total		113,850	100,0%
dont valeur terminale		55,661	48,9%

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de HighCo ressort à 113,85 M€.

4.1.3 Calcul de la valeur par action

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

FCF actualisés (2015-2025)	58,189
+ Valeur terminale actualisée	55,661
+ Titres financiers	0,937
+ Titres mis en équivalences	0,000
- Provisions	1,650
- Endettement financier net	-58,880
- Minoritaires	0,000
= Valeur des Capitaux Propres pg	172,017
Nombre d'actions	22,421
Valeur par action	7,67

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 7,67 € soit un potentiel d'appréciation de la valeur selon cette méthode de +40,8 % par rapport au cours de clôture du 31 août 2017 de 5,45 €.

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

		Taux de croissance à l'infini				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
CMPC	7,95%	7,83	7,91	8,00	8,11	8,24
	8,45%	7,66	7,74	7,83	7,94	8,06
	8,95%	7,51	7,59	7,67	7,77	7,89
	9,45%	7,36	7,43	7,52	7,61	7,72
	9,95%	7,22	7,29	7,37	7,46	7,56

4.2 Comparables

4.2.1 Choix des comparables

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

Dans cette perspective, notre échantillon de comparables est composé de Custom Solutions, récemment coté sur Alternext, 1000mercis, Prismaflex International. Auparavant intégrée à notre échantillon, la société Tessi a fait l'objet d'une offre publique de rachat et n'est plus suivie par aucun bureau d'analyse. En outre, malgré la comparabilité des activités, nous n'avons pas intégré à notre échantillon les sociétés Media 6 et CRM Company Group, celles-ci ne disposant pas de consensus.

Nous avons également ajouté dans le cadre de cette publication les sociétés suivantes cotées à Londres : Communisis et Cello Group.

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

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

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

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

Cello Group : Cello Group est un groupe anglais de marketing qui dispose de deux segments distincts d'activité : Cello Health (52% de la marge brute 2016), spécialisé dans le marketing et les études de marché à destination du secteur pharmaceutique et de la santé et Cello Signal (48 % de la marge brute 2016) : division spécialisée sur le marketing direct, le CRM et le CMS, la communication des marques et les études de marché.

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

	CA 17	CA 18	CA 19	EBE 17	EBE 18	EBE 19	REX 17	REX 18	REX 19	RN 17	RN 18	RN 19
Custom Solutions SA	22,300	24,200	26,500	2,100	2,700	3,400	1,600	2,300	2,900	-0,300	0,700	1,100
1000mercis SA	62,100	72,400	85,300	12,900	15,200	18,500	10,200	12,400	15,700	6,700	9,400	11,600
Prismaflex International SA	57,284	62,488	65,678	5,075	6,257	6,679	3,278	4,700	5,065	2,157	3,959	3,834
Communis plc	408,965	418,201	434,716	33,628	34,769	36,181	22,165	23,034	NA	NA	NA	NA
Cello Group plc	188,891	194,324	199,485	14,885	15,755	16,189	12,767	13,688	NA	6,936	7,932	NA

Source : Infionals

	Capitalisation	Dettes nettes	Minoritaires	VE
Custom Solutions SA	28,512	-18,582	0,000	9,930
1000mercis SA	156,968	-15,188	0,000	141,780
Prismaflex International SA	18,012	8,745	0,000	26,757
Communis plc	126,342	24,720	0,000	151,062
Cello Group plc	141,386	5,950	0,000	147,336

Source : Infionals

4.2.2 Valorisation

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

	VE/CA 17	VE/CA 18	VE/ EBE 17	VE/ EBE 18	VE/REX 17	VE/REX 18	PE 17	PE 18
Custom Solutions SA	0,45	0,41	4,73	3,68	6,21	4,32	NS	NS
1000mercis SA	NS	1,94	10,20	8,75	12,66	10,58	NS	16,70
Prismaflex International SA	0,47	0,43	5,27	4,28	8,16	5,69	8,35	4,55
Communis plc	0,37	0,36	4,49	4,34	6,82	6,56	NA	NA
Cello Group plc	0,78	0,76	9,90	9,35	11,54	10,76	20,38	17,83
Moyenne	0,52	0,78	6,92	6,08	9,08	7,58	14,37	13,02
Médiane	0,46	0,43	5,27	4,34	8,16	6,56	14,37	16,70

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 17	MB 18	EBE 17	EBE 18	REX 17	REX 18	RN 17	RN 18
HighCo*	84,519	87,471	15,390	16,261	14,407	15,032	9,724	10,125
Valorisation induite	102,393	127,105	165,301	157,702	189,593	172,812	139,701	131,871
	97,386	96,282	139,976	129,477	176,424	157,412	139,701	169,070
Valorisation moyenne / action	4,72		6,61		7,76		6,47	

*estimations avant AGA

Compte tenu de la différence entre la capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon de comparables retenu et celle de HighCo, nous appliquons une prime de taille, sur la base du modèle de Eric-Eugène Grena, présenté dans la note méthodologique ci-après, afin d'obtenir une valorisation plus pertinente du titre.

Appliquée à HighCo, cette méthode nous amène à mettre en œuvre une prime de taille de 5,4 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	94,2	M€
Capitalisation non corrigée de la société	144,4	M€
Rapport des capitalisations	153,2%	
Prime / Décote à appliquer	+ 5,4%	

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne / action	4,97	6,96	8,18	6,82
Moyenne	6,73			

Ainsi, l'approche par la méthode des multiples boursiers de sociétés comparables nous amène à une fourchette de valorisation de 4,97 € – 8,18 €, et en moyenne à un prix par action de 6,73 €. Sur la base du cours de clôture de l'action HighCo au 31 août 2017 de 5,45 €, le titre présente selon cette approche un upside de +23,6 %.

4.2.3 Méthodologie de la décote

Compte tenu de la différence éventuelle entre la capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon de comparables retenus et celle de la société à évaluer, Genesta applique une décote ou une prime, inspirée du modèle de Eric-Eugène Grena, afin d'obtenir une valorisation plus pertinente de la société.

Les travaux menés par Eric-Eugène Grena – membre de la SFAF, ancien responsable du bureau d'analyse financière de BNP Paribas et directeur associé de Clinvest – ont montré le risque qu'il existe à appliquer la méthode d'évaluation par les comparables boursiers sans tenir compte de l'existence d'écarts parfois non négligeables entre la taille de la société évaluée et celle des sociétés retenues comme référentiel boursier.

Il semble donc important de procéder à une correction en calculant, le cas échéant une décote ou une prime à appliquer à la société évaluée. L'étude réalisée sur un échantillon probant a révélé une décroissance des P/E avec la taille des sociétés de l'échantillon et que la correction à pratiquer doit être du même ordre de grandeur.

La démarche que Genesta adopte consiste à :

- 1) Calculer le rapport entre la capitalisation boursière de la société à évaluer et la capitalisation boursière moyenne du groupe de comparables ;
- 2) Appliquer, selon le ratio obtenu, la décote ou la prime selon l'abaque défini par les travaux d'Eric-Eugène Grena en prenant soin de pratiquer une extrapolation linéaire entre chaque palier ;
- 3) Impacter cette décote ou cette prime sur la valorisation de la société concernée et ainsi affiner la pertinence de la valorisation par les comparables.

Rapport des capitalisations	Ajustement à appliquer	
<2%	-40%	} Décote
2%	-34%	
5%	-26%	
10%	-20%	
20%	-14%	
30%	-10%	
40%	-7%	
50%	-5%	
60%	-4%	
80%	-2%	
100%	0%	} Prime
120%	2%	
140%	4%	
150%	5%	
160%	7%	
170%	10%	
180%	14%	
190%	20%	
195%	26%	
198%	34%	
>198%	40%	

5 Synthèse des comptes

5.1 Compte de résultats simplifié

Au 31/12 (M€)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Marge brute*	70,89	75,43	81,06	82,19	84,78	87,79
%évolution	-1,3%	6,4%	7,5%	1,4%	3,2%	3,5%
%du CA	54,6%	47,8%	52,1%	52,0%	52,0%	52,0%
Charges de personnel	41,85	44,04	45,80	46,51	47,62	49,20
%de la marge brute	59,0%	58,4%	56,5%	56,6%	56,2%	56,0%
Charges externes	17,16	17,50	18,69	18,49	19,08	19,66
%de la marge brute	24,2%	23,2%	23,1%	22,5%	22,5%	22,4%
Impôts et taxes	1,48	1,19	1,30	1,23	1,27	1,32
%de la marge brute	2,1%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%
Autres produits et charges d'exploitation	-0,33	-0,64	-0,53	-0,56	-0,56	-0,56
%de la marge brute	-0,5%	-0,8%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,6%
Résultat des activités ordinaires (avant AGA)	9,51	11,15	14,10	14,81	15,43	16,30
%évolution	8,1%	17,2%	26,5%	5,0%	4,2%	5,6%
%de la marge brute	13,4%	14,8%	17,4%	18,0%	18,2%	18,6%
Résultat Opérationnel (après AGA)	8,86	10,55	12,41	13,01	13,63	14,50
%de la marge brute	12,5%	14,0%	15,3%	15,8%	16,1%	16,5%
Résultat financier	0,13	0,06	0,75	0,00	0,00	0,00
Résultat avant impôt	8,99	10,61	13,17	13,01	13,63	14,50
Impôts	3,06	3,85	4,69	4,68	4,91	5,22
%Taux d'impôt effectif	34,0%	36,3%	35,6%	36,0%	36,0%	36,0%
Résultat Net Part du Groupe	2,45	6,82	1,89	8,32	8,72	9,28
%évolution	-133,8%	177,8%	-72,2%	339,7%	4,8%	6,4%
%de la marge brute	3,5%	9,0%	2,3%	10,1%	10,3%	10,6%
Résultat Net Part du Groupe ajusté**	2,45	6,82	8,65	9,72	10,12	10,68
%de la marge brute	3,5%	9,0%	10,7%	11,8%	11,9%	12,2%

Poursuite de la croissance organique en 2017 grâce à la montée en puissance du Digital en France et en Belgique

Poursuite de la progression du RAO

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

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

5.2 Bilan – principaux agrégats

Au 31/12 (M€)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Ecart d'acquisition	76,43	76,88	71,38	71,38	71,38	71,38
Immobilisations incorporelles	2,93	2,99	2,19	2,00	1,65	1,33
Immobilisations corporelles	3,05	2,88	2,83	2,39	1,77	1,21
Immobilisations financières	3,31	3,50	1,71	1,71	1,71	1,71
BFR	-47,06	-52,31	-55,71	-52,29	-50,68	-48,91
%de la marge brute	-66,4%	-69,4%	-68,7%	-63,6%	-59,8%	-55,7%
Dettes financières	15,35	14,49	11,87	12,07	12,27	12,47
Trésorerie et équivalents de trésorerie	46,55	55,26	61,50	63,83	68,65	73,75
Endettement net	-31,21	-40,77	-49,63	-51,76	-56,38	-61,28

Fortes ressources en fonds de roulement

5.3 Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats

Au 31/12 (M€)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
CAF	7,24	8,26	18,31	10,71	11,35	11,83
Investissements	1,33	1,58	1,08	1,75	1,75	1,75
%de la marge brute	1,9%	2,1%	1,3%	2,1%	2,1%	2,0%
Variation du BFR	0,00	-5,26	-3,40	3,43	1,60	1,78
Flux de trésorerie d'exploitation net	-1,33	12,07	14,16	5,53	8,00	8,30

5.4 Ratios financiers

Au 31/12 (M€)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Bénéfice net par action corrigé	0,26	0,31	0,42	0,43	0,45	0,48
%évolution	-29,7%	19,2%	35,5%	3,3%	4,1%	5,5%
Capitalisation boursière	51,12	108,07	144,17	122,20	122,20	122,20
Valeur d'entreprise*	56,25	114,00	145,95	123,98	123,98	123,98
P/E ajusté	20,83	15,85	17,18	14,68	14,01	13,17
P/CF	0,32	0,37	0,82	0,48	0,51	0,53
Market to Book	0,74	1,45	1,97	1,47	1,31	1,18
VE / MB	0,79	1,51	1,80	1,51	1,46	1,41
VE / RAO	5,91	10,22	10,35	8,37	8,03	7,61
VE / ROC	6,35	10,80	11,76	9,53	9,09	8,55
RAO / MB	13,4%	14,8%	17,4%	18,0%	18,2%	18,6%
ROP / CA	12,5%	14,0%	15,3%	15,8%	16,1%	16,5%
RN pg / MB	3,5%	9,0%	2,3%	10,1%	10,3%	10,6%
Gearing	-45,1%	-54,7%	-67,7%	-62,4%	-60,5%	-59,0%
Capitaux engagés	38,66	33,93	22,39	25,19	25,82	26,73
RCE	15,0%	19,8%	34,5%	33,0%	33,8%	34,7%
Rentabilité des Fonds Propres	3,5%	9,2%	11,8%	11,7%	10,9%	10,3%

*retraitée du fonds de roulement de l'activité Data

6 Avertissements importants

6.1 Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research

Les opinions mentionnées par Genesta Equity Research traduisent la performance absolue attendue, à un horizon compris entre 6 et 12 mois, pour chaque valeur considérée, et ce, en monnaie locale.

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

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

6.2 Détection de conflits d'intérêts potentiels

Participation de l'analyste, de Genesta et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de Genesta	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et Genesta	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et Genesta	Rémunération de Genesta par l'émetteur au titre de l'établissement de la présente analyse financière	Rémunération de Genesta par l'émetteur au titre d'autres prestations que l'établissement de la présente analyse financière	Communication de l'analyse financière à l'émetteur préalablement à sa diffusion
Non	Non	Non	Non	Oui	Non	Non

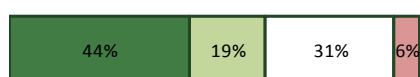
En qualité de Conseiller en Investissements Financiers, membre de l'ACIFTE, Genesta se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par cette association pour son fonctionnement interne, en particulier dans le respect du Code de Bonne Conduite défini par l'ACIFTE et des Procédures prévues par l'ACIFTE en matière de gestion des conflits d'intérêts. Des procédures internes à Genesta définissent par ailleurs certains aspects complémentaires au fonctionnement des activités d'analyse financière. Des informations supplémentaires peuvent être obtenues sur simple demande écrite adressée à la société Genesta quant à ces règles de fonctionnement.

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

Date de 1 ^{ère} diffusion	Opinion	Objectif de cours
1 ^{er} septembre 2017	Etude Semestrielle Achat Fort	7,20 €
20 juillet 2017	Flash Valeur Achat	6,80 €
27 avril 2017	Flash Valeur Neutre	7,10 €
27 mars 2017	Etude Annuelle Neutre	7,00 €
25 janvier 2017	Flash Valeur Neutre	6,60 €
20 octobre 2016	Flash Valeur Neutre	6,70 €

6.4 Répartition des opinions

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



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

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



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

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



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

6.5 Avertissement complémentaire

Les informations présentées dans les pages précédentes restent partielles. Elles ne peuvent être considérées comme ayant une valeur contractuelle.

Cette publication a été rédigée par Genesta et est délivrée à titre informatif. Elle ne constitue en aucun cas un ordre d'achat ou de vente de la (les) valeur(s) mobilière(s) qui y est (sont) mentionnée(s). Elle est destinée aux investisseurs professionnels et ne constitue en aucun cas une décision d'investissement. De ce fait, ni Genesta, ni ses dirigeants, ni ses employés ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Les informations, estimations et commentaires exprimés dans cette étude proviennent de sources jugées dignes de foi. Toutefois, Genesta n'en garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité, ni la fiabilité. Ainsi, sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants, ni de ses employés, ne pourrait être engagée d'aucune manière à ce titre. Les opinions, appréciations, estimations et prévisions contenues dans cette publication reflètent le jugement de Genesta à la date mentionnée en première page du document, et peuvent ultérieurement faire l'objet de modifications ou d'abandons sans préavis, ni notification.

Cette publication ne peut être diffusée auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme 'personnes autorisées ou exemptées' selon le 'Financial Services Act 1986' du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du 'Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997' peuvent avoir accès à la publication ci-présente. Celle-ci ne saurait être distribuée ou communiquée, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. La (les) valeur(s) mobilière(s) faisant l'objet de cette publication n'a (n'ont) pas été enregistrée(s) auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer cette étude à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que Genesta ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, cette publication pourra être réalisée par Genesta de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

Cette publication reste la propriété de Genesta et ne peut être reproduite ou diffusée sans autorisation préalable de Genesta.