

Date de première diffusion : 31 août 2018

# HighCo

## Des résultats en croissance

### Des résultats conformes aux attentes

Après avoir publié une MB S1 2018 de 43,2 M€, en croissance de +2,2 % yoy, HighCo a présenté des résultats semestriels conformes à nos attentes et de bonne facture, avec un RAO ajusté de 11,32 M€ sur le semestre, affichant ainsi une progression de +4,1 % yoy. La poursuite de la hausse de la rentabilité provient de nouveau de la bonne maîtrise des charges de structure, et ce malgré une moindre performance de la France en matière de marge opérationnelle marquée par une quote-part de frais de holding plus importante. Le résultat opérationnel courant ajusté s'établit à 11,08 M€, marqué par une légère hausse des frais de restructuration. Enfin, le résultat net part du groupe ajusté affiche une croissance de +14,5 % à 7,79 M€ (BNPA ajusté de 0,37 € vs 0,33 € au S1 2017).

### Croissance dans le Mobile

Le 6 juillet dernier, HighCo a annoncé la montée à 100 % du capital de la société Useradgents, auparavant détenue à 49 %. Cette agence de conseil spécialisée en stratégie mobile a réalisé une marge brute de 5,6 M€ en 2017, et anticipe une croissance à deux chiffres pour 2018. Cette acquisition va dans le sens de la stratégie de digitalisation d'HighCo, et devrait porter ses fruits dès le S2 2018. Elle permet également au groupe d'accroître ses compétences dans le Mobile, l'un des segments les plus porteurs de la publicité digitale, avec désormais près de la moitié des connexions internet réalisées au travers de ce device.

### Maintien des guidances 2018

Lors de la présentation de ses résultats semestriels, la société a réitéré ses guidances pour 2018, à savoir 1/ une croissance de la marge brute supérieure à 1,4 %, 2/ une hausse de la marge opérationnelle par rapport à celle de 2017 (pour mémoire de 18,1 %), et une hausse de la part du Digital dans son mix d'activité.

En dépit du contexte difficile pour la grande distribution, de la concurrence accrue sur les activités de Drive To Store, de l'omniprésence déstabilisante des GAFAs, nous sommes extrêmement confiants sur les perspectives annoncées, qui restent largement atteignables.

### Opinion Achat Fort

Suite à cette publication, nous maintenons nos estimations de marge brute et de rentabilité pour 2018 et 2019. La mise à jour de notre modèle suite à ce communiqué nous amène à augmenter notre TP à 7,40 € vs. 7,20 € précédemment. Nous réitérons en conséquence notre Opinion Achat Fort sur la valeur.

### Raphaëlle POULAIN

Analyste Financier  
rpoulain@genesta-finance.com  
01.45.63.68.62

<b>Opinion</b>	<b>1. Achat Fort</b>
<b>Cours (clôture au 30 août 2018)</b>	<b>5,75 €</b>
<b>Objectif de cours</b>	<b>7,40 € (+28,8 %)</b>

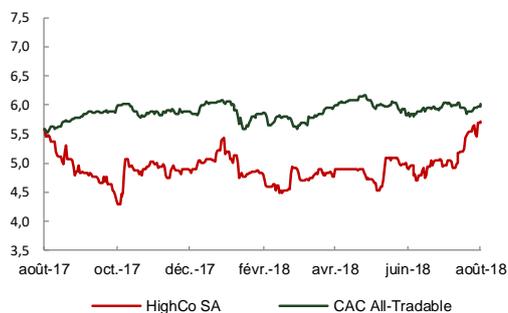
#### Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	HIGH.PA / HIGH.FP
Capitalisation boursière	128,9 M€
Valeur d'entreprise*	126,4 M€
Flottant	62,8 M€ (48,7 %)
Nombre d'actions	22 421 332
Volume quotidien	48 046 €
Taux de rotation du capital (1 an)	13,64%
Plus Haut (52 sem.)	5,72 €
Plus Bas (52 sem.)	4,30 €

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

#### Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	+15,4 %	+18,7 %	+2,1 %



#### Actionnariat

Flottant : 48,7 % ; WPP : 34,1 % ; GBP : 5,1 %  
Autodétention : 7,9 % ; Management : 4,3 %

#### Agenda

MB T3 publiée le 17 octobre 2018

#### Chiffres Clés

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
MB (M€)	81,1	82,2	86,6	91,9	93,9
Evolution (%)	7,5%	1,5%	5,3%	6,1%	2,2%
RAO** (M€)	14,1	14,8	15,9	17,0	17,4
ROP (M€)	12,4	12,1	13,9	14,9	15,2
Marge sur RAO (%)	17,4%	18,1%	18,4%	18,5%	18,5%
RN pg ajusté (M€)	8,6	8,5	10,3	11,0	11,4
Marge nette (%)	10,7%	10,3%	11,9%	12,0%	12,2%
BPA ajusté	0,42	0,38	0,46	0,49	0,51

\*\*avant AGA

#### Ratios

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
VE / MB	1,8	1,6	1,5	1,4	1,4
VE / RAO	10,3	8,8	8,2	7,7	7,5
VE / ROP	11,8	10,8	9,4	8,8	8,6
P / E ajusté	18,9	16,7	14,5	13,5	13,2
Gearing (%)	-68%	-58%	-58%	-60%	-62%
Dette nette/RAO	-3,5	-3,1	-3,3	-3,5	-4,0
RCE (%)	34,5%	19,9%	23,6%	25,3%	26,7%

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](http://www.genesta-finance.com)

## Présentation de la société

### Un acteur incontournable de la communication opérationnelle

HighCo est un acteur majeur des services marketing promotionnels en France et en Europe (principalement au Benelux), à destination des marques industrielles et des enseignes de la grande distribution. Le positionnement du groupe sur des prestations hors-média, sur le secteur de l'alimentaire, et sur des marchés français et belge dynamiques en matière d'opérations promotionnelles, lui a permis, dans une certaine mesure, de résister à des environnements de consommation et de dépenses publicitaires des annonceurs plus ou moins difficiles.

### Une offre en 3 axes

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

### Le Digital au cœur de la stratégie

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

## SWOT

### Forces

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

### Faiblesses

- Dépendance à hauteur de 15 % de la marge brute auprès du seul groupe Casino, atténuée par le rachat de leur BDD fin 2017, assurant une exclusivité à HighCo sur plusieurs années
- Positions à l'international faibles en dehors de la Belgique

### Opportunités

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

### Menaces

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

## Méthode de valorisation

### DCF

Suite à cette publication rassurante, nous maintenons des estimations de marge brute et de RAO raisonnables compte tenu du contexte de marché. Nos prévisions de marge brute s'élèvent ainsi à 86,6 M€ en 2018 et à 91,9 M€ pour 2019. Notre anticipation de RAO, rapportée à la marge brute, ressort à 18,4 % en 2018 et à 18,5 % en 2019. L'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources de 9,44 %, valorise le titre HighCo à 7,98 € par action en tenant compte d'une ressource nette de trésorerie structurelle de 51,44 M€.

### Comparables

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

- Qwamplify (ex-Custom Solutions), spécialiste de la gestion des opérations promotionnelles ou de logistique promotionnelle.
- 1000mercis, agence de communication spécialisée dans les prestations de publicité et de marketing interactif.
- 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 (40 % 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 6,83 €.

Notre objectif de cours, résultant de la moyenne des résultats obtenus par les méthodes DCF et comparaison boursière, ressort en hausse à 7,40 € par action, soit un potentiel d'upside de +28,8 % au cours de clôture du 30 août 2018.

## Synthèse et Opinion

### Nouvelle hausse de la marge opérationnelle

HighCo a présenté des résultats S1 2018 en hausse, comme attendu. La société affiche une nouvelle progression de son RAO ajusté de +4,1 % yoy à 11,32 M€. La société affiche toujours des guidances en hausse, à la fois de sa topline, mais également de sa marge opérationnelle ajustée. Nous restons ainsi confiants dans les perspectives de croissance du groupe et dans sa capacité à s'adapter aux nouveaux enjeux de son marché.

### Enjeux

HighCo a réitéré ses objectifs en matière de digitalisation, et notamment son souhait d'intensifier encore davantage son développement dans la data et le mobile qu'elle considère comme deux piliers majeurs en train de révolutionner le commerce. A l'instar de l'intégration réussie de CapitalData en 2016, puis du rachat, fin 2017, de la BDD Casino, la société a annoncé, courant juillet, sa montée à 100 % du capital de l'agence mobile Useradgents. Cette acquisition devrait permettre à la société d'asseoir son développement dans le mobile, tout en renforçant les différentes offres du groupe. La société indique en outre vouloir poursuivre sa stratégie d'investissement dans le Digital.

### Opinion maintenue à Achat Fort

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

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

## Sommaire

---

1	Présentation de la société.....	4
1.1	Offre du groupe.....	4
1.2	Un positionnement sur la communication promotionnelle hors-média qui se digitalise toujours davantage.....	7
1.3	Un positionnement unique en France et en Belgique .....	8
2	Résultats S1 2018 et perspectives 2019 .....	10
2.1	Retour sur les résultats S1 2018 .....	10
2.2	Des guidances de marge brute et de marge sur RAO toujours à la hausse .....	12
3	Prévisions .....	12
4	Valorisation .....	13
4.1	DCF .....	13
4.1.1	Détermination du taux d'actualisation .....	13
4.1.2	Calcul de FCF opérationnels .....	14
4.1.3	Calcul de la valeur par action .....	14
4.2	Comparables .....	15
4.2.1	Choix des comparables .....	15
4.2.2	Valorisation .....	16
4.2.3	Méthodologie de la décote.....	17
5	Synthèse des comptes .....	18
5.1	Compte de résultats simplifié .....	18
5.2	Bilan – principaux agrégats .....	18
5.3	Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats.....	18
5.4	Ratios financiers.....	19
6	Avertissements importants.....	20
6.1	Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research.....	20
6.2	Détection de conflits d'intérêts potentiels .....	20
6.3	Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois .....	20
6.4	Répartition des opinions .....	20
6.5	Avertissement complémentaire .....	21

## 1 Présentation de la société

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

### 1.1 Offre du groupe

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



Source : HighCo

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



Source : HighCo

### LES SOLUTIONS DRIVE TO STORE 100 % DIGITALES – (20 % de la MB en FY 2017)

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

- les **webcoupons**, (40,5 millions de coupons émis en 2017) sur lesquels HighCo occupe la place de leader en Europe. Ces coupons de première génération 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 actuellement une forte croissance et ont représenté près de 15,1 millions de coupons au S1 2018, soit une hausse de +54 % (24,3 millions de coupons avaient été émis en 2017) ;
- le **mobile**, avec les m-coupons, les push SMS et les notifications (683 millions envoyés au S1 2018 vs. 671 millions envoyés en 2017) et l'application mobile Prixing ;
- les **réseaux sociaux**, grâce à la prise de participation dans la société Milky. HighCo travaille notamment pour des clients comme Carrefour Voyages, Carrefour Drive, Clarins, ou plus récemment avec le site eBay ;
- les **e-coupons** pour e-marchand.

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

### LES SOLUTIONS IN-STORE – (40 % de la MB en FY 2017)

Les solutions digitales in-store du groupe sont :

- le **Drive**, avec la commercialisation d'espaces publicitaires sur les sites de Drive des groupe Auchan, Carrefour, Intermarché, Casino et Chrondrive. Avec une offre désormais déployée sur 90 % du marché français (en valeur), HighCo est ainsi en mesure de toucher plus de 6,5 millions de visiteurs uniques par mois via des offres de Display, de couponing et de jeux, permettant de répondre aux attentes des principales marques ;
- la **radio et digital signage**, pour la communication sonore en magasin ;
- des **bornes coupons & media** dans les super et hyper Carrefour en Belgique (127 bornes installées à fin 2017) ;
- le **check-out**, l'émission de coupons ciblés en caisse. Sur cette activité, HighCo est notamment présent chez Auchan depuis 2013 et depuis 2014 chez Casino.

Les solutions in-store papier restent, pour le moment, majoritaires avec les **coupons linéaires** et les **médias classiques** (affichages en magasin). Le Digital occupe toutefois une place de plus en plus importante dans les activités In-Store de HighCo et a représenté 34,0 % de l'activité au S1 2018.

### LES SOLUTIONS DE GESTION DEMATERIALISEE – (40 % de la MB en FY 2017)

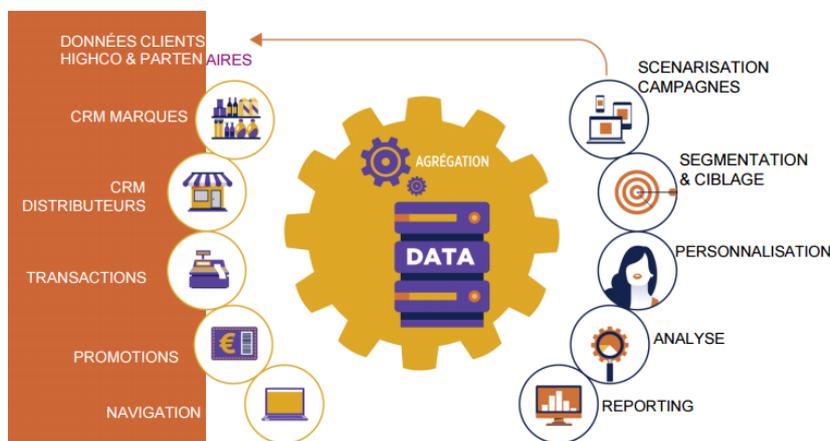
La gestion des datas tend de plus en plus à se dématérialiser, notamment sur le traitement dématérialisé des coupons et les opérations d'Offres De Remboursement digitales. Ainsi,

- la **gestion des coupons** (traitement dématérialisé des coupons) progresse sur la France grâce aux sites de e-commerce alimentaire ;
- la **gestion des ODR (Offre De Remboursement)** enregistre toujours une forte croissance, notamment grâce au Digital. Au S1 2018, le nombre d'e-ODR est toujours en hausse de +28 % yoy à 389 opérations (en 2017, le nombre d'e-ORD avait déjà progressé de +26 % yoy, pour atteindre 631 opérations).

La part du Digital dans les solutions DATA progresse à nouveau pour atteindre 40 % à fin juin 2018 (vs. 38,2 % en 2017 FY et 35,8 % en 2016 FY).

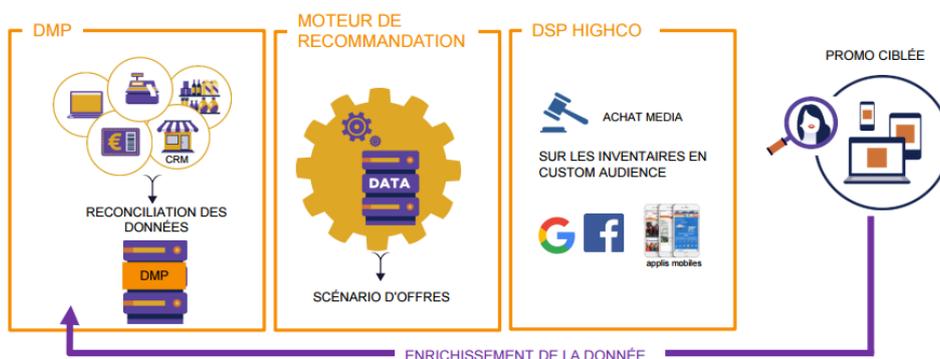
**DES SOLUTIONS QUI S'ARTICULENT AUTOUR DE LA COLLECTE ET DE L'EXPLOITATION DE LA DATA**

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



Source : HighCo

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



Source : HighCo

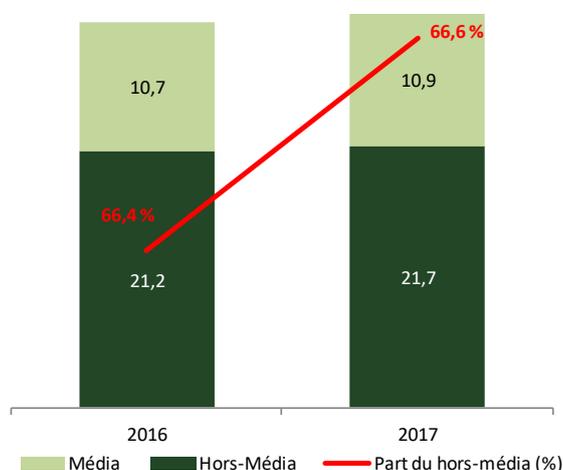
## 1.2 Un positionnement sur la communication promotionnelle hors-média qui se digitalise toujours davantage

### UN POSITIONNEMENT SUR LA COMMUNICATION PROMOTIONNELLE HORS MEDIA...

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

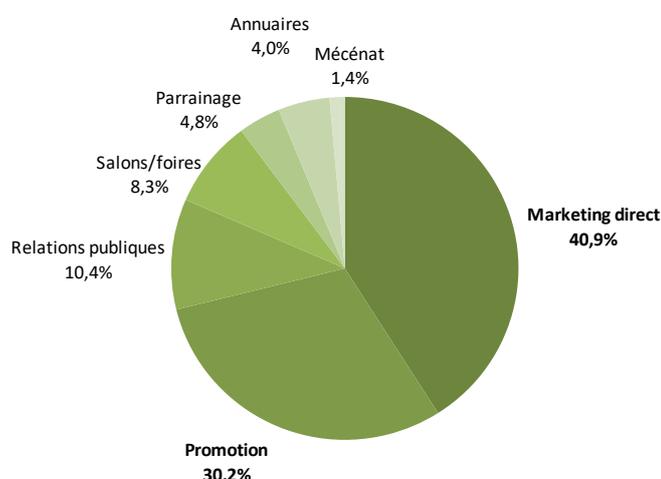
Pour rappel, les deux graphiques ci-après permettent d'apprécier le positionnement stratégique de HighCo, du fait de la part du hors-média dans les dépenses de communication totales des annonceurs, et des parts du marketing direct et de la promotion dans le hors-média.

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



Source : Irep – France Pub 2017

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

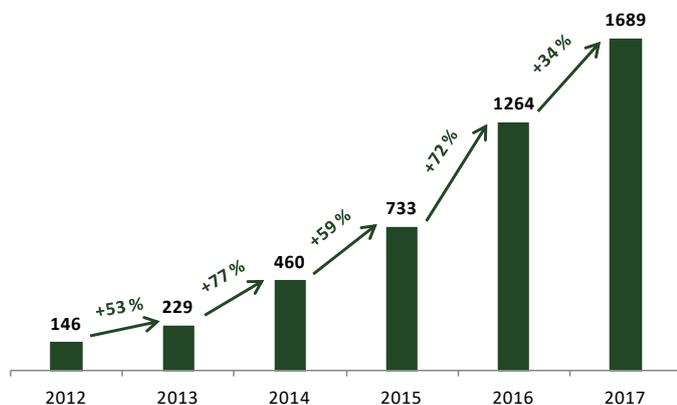


Source : Irep – France Pub 2017

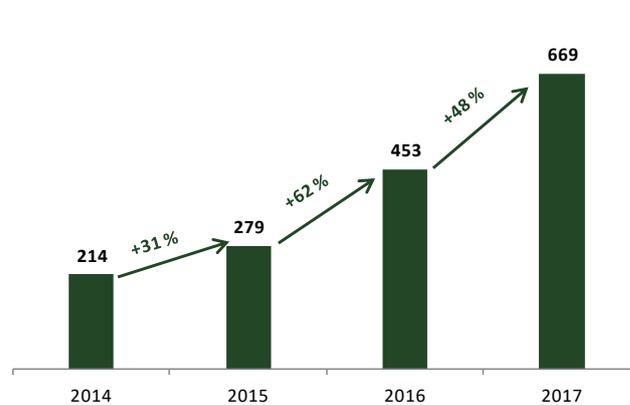
### ...QUI SE DIGITALISE A GRANDE VITESSE

Avec une part de marché de 37,6 %, le digital est aujourd'hui le premier vecteur de communication publicitaire en France, après avoir dépassé la presse et la TV. En 2017, la croissance de la publicité sur Internet a ainsi enregistré une hausse de +12,0 %. En phase avec ce mouvement de digitalisation, HighCo est présent sur les principaux canaux digitaux que sont le mobile et les réseaux sociaux, marchés les plus dynamiques du Digital.

**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.

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

## 1.3 Un positionnement unique en France et en Belgique

### UNE STRATEGIE PROACTIVE DE DEVELOPPEMENT SUR LE DIGITAL

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

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



- **Capitaldata**, acquisition de 100 % des parts de la société spécialisée dans la collecte, la gestion, le traitement et l'exploitation des datas au travers d'une DMP. Grâce à un moteur de recommandation et des connecteurs cross canal, la société est en mesure de pousser de manière automatique des messages très personnalisés.
- Acquisition, en 2017, de la **base de données anonymisée de 9 millions de cartes de fidélité Retailviz de Casino**. Cette acquisition, dans la droite ligne de la stratégie de renforcement dans le Digital, devrait permettre au groupe d'accélérer le déploiement de son offre web-to-store, dont l'objectif est de générer du trafic et des ventes en magasins. Ce nouvel actif permettra par ailleurs à CapitalData d'améliorer le ciblage de ses campagnes, et ce dans le respect de la réglementation relative aux données personnelles, anticipée par HighCo depuis plusieurs années.
- Montée à 100 % du capital d'**Useradgents** en juillet 2018. Useradgents est une agence de conseil spécialisée en stratégie mobile. Avec cette acquisition, HighCo consolide ses positions dans le Digital et notamment dans le Mobile. La montée au capital d'Useradgents à 100 % devrait permettre de conforter de nombreuses synergies business et technologiques.

Les activités Digitales ont représenté 48,6 % de la marge brute totale au S1 2018 (vs. 47,8 % en 2017 et 47,3 % au S1 2017). Le cap des 50 % de digitalisation n'est donc toujours pas franchi, mais la tendance est toujours à la hausse, conformément aux guidances de la société. L'acquisition à 100 % d'Useradgents devrait par ailleurs encore conforter l'atteinte de cet objectif.

### UNE ADAPTATION DES OFFRES AUX NOUVEAUX ENJEUX DE MARCHE

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

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

## 2 Résultats S1 2018 et perspectives 2019

### 2.1 Retour sur les résultats S1 2018

#### UN SEMESTRE EN CROISSANCE DE +2,2 % A PCC

Sur l'ensemble du semestre, le groupe a affiché une croissance en ligne avec ses guidances, avec une progression de ses activités de +2,2 % yoy à PCC, soit une MB de 43,2 M€. Cette bonne performance est toujours liée à la croissance des activités digitales, notamment en France, avec une croissance de +5,1 % à PCC à 21,0 M€. Sur le semestre le offline résiste en enregistrant une baisse contenue de -0,5 % à 22,2 M€ du fait de nombreuses opérations promotionnelles réalisées au T2 2018.

Sur la période, la France reste le moteur de croissance du groupe (+5,0 % yoy à PCC, 72,9 % de la MB), alors que l'International, et notamment la Belgique, semble se redresser en affichant un repli moins marqué au T2 2018.

Dans le détail sur le semestre, et par zone géographique :

- La France affiche une MB de 31,5 M€, en progression de +5,0 % yoy, notamment expliquée par les bonnes performances des solutions digitales qui affichent une hausse de +6,8 % sur la période.
- L'International enregistre une moindre baisse qu'aux périodes précédentes de -4,9 % à PCC à 11,7 M€. En effet, au T2 2018, la Belgique a enregistré une baisse plus mesurée de ses activités de -1,0 % vs. une baisse de -8,9 % au T1 2018. Cependant, en dépit de la relativement bonne performance des activités digitales en Belgique, la baisse du volume des coupons papier traités et le déclin des médias in-store offline n'ont pas pu être compensés. L'Europe du Sud est quant à elle en repli de -6,4 % sur le semestre à 0,56 M€.

#### Marge Brute de HighCo, en M€

MB en M€	2017	2018	Δ (en %)
T1	20,38	20,73	+1,7 %
T2	21,90	22,47	+2,6 %
S1	42,28	43,20	+2,2 %

Source : HighCo

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

Une nouvelle fois, HighCo a affiché une progression de sa rentabilité sur la première partie de l'exercice 2018, avec un RAO ajusté en hausse de +4,1 % yoy à 11,32 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 plus contrastée :

- En France, le RAO ressort à 10,2 M€, en hausse de 2,8 % yoy, mais traduisant une baisse de 70 pb de la marge opérationnelle à 32,2 % (vs. 32,9 % au S1 2017). Ce résultat est cependant à relativiser au regard d'une quote-part plus importante de frais de holding allouée à la France suite au changement de répartition de MB entre la France et l'International.
- A l'International, le RAO ressort également en hausse, mais plus importante de 16,1 % à 1,2 M€ (marge opérationnelle de 10,0 % vs. 8,2 % au S1 2017).

Au global, la marge opérationnelle ressort en hausse de 50 pb yoy.

**Rentabilité opérationnelle par zone géographique, en M€**

	S1 2017	S1 2018	% Var
<b>MB</b>	<b>42,3</b>	<b>43,2</b>	<b>2,2%</b>
Dont France	30,0	31,5	5,1%
Dont International	12,3	11,7	-4,8%
<b>RAO</b>	<b>10,9</b>	<b>10,9</b>	<b>4,0%</b>
Dont France	9,9	10,2	2,8%
Dont International	1,0	1,2	16,1%
<b>Marge Opérationnelle ajustée</b>	<b>25,7%</b>	<b>26,2%</b>	<b>+50 pb</b>
Dont France	32,9%	32,2%	-70 pb
Dont International	8,2%	10,0%	+180 pb

Source : HighCo

Le résultat opérationnel courant ajusté, après comptabilisation des charges de restructuration (0,24 M€), ressort à 11,08 M€, en hausse de +2,8 % yoy. Pour ce qui concerne le résultat opérationnel courant, il ressort en forte hausse de +11,1 % sous l'effet d'un coût des actions gratuites moins important par rapport à celui du S1 2017 (0,91 M€ au S1 2018 vs. 1,54 M€ au S2 2018).

Après notamment une charge d'impôts moins importante de 2,4 M€ du fait de l'enregistrement ponctuel d'un CIR élevé, un résultat net des entreprises arrêtées ou en cours de cession de -0,77 M€ liée à la dépréciation de Yuzu dans les comptes d'HighCo, et une quote-part des entreprises associées de 0,15 M€, le résultat net part du groupe ajusté du coût net d'impôt des plans d'attribution d'actions gratuites ressort en hausse de +14,5 % à 7,79 M€. Le BNPA ajusté ressort, quant à lui, à 0,37 € par titre, en hausse de +15,1 % par rapport au BNPA S1 2017 ajusté de 0,33 € par action.

**Compte de résultat simplifié S1 2018 de HighCo**

en M€	S1 2017	S1 2018	en % de var.	
<b>Marge Brute</b>	<b>42,28</b>	<b>43,20</b>	<b>+2,2 %</b>	✓ Hausse de la MB
Charges indirectes	31,40	31,88	+1,5 %	✓ Maîtrise de la structure de coûts
<b>RAO ajusté</b>	<b>10,88</b>	<b>11,32</b>	<b>+4,0 %</b>	✓ Amélioration du RAO portée par la France (+2,8 % yoy) et l'International (+16,0 % yoy)
<i>en % de la MB</i>	25,7%	26,2%	+47 pbs	
Charges de restructuration	0,10	0,24	+140,0 %	
<b>ROC ajusté</b>	<b>10,78</b>	<b>11,08</b>	<b>+2,8 %</b>	
<i>en % de la MB</i>	25,5%	25,6%	+15 pbs	
Coût des plans d'attribution d'actions gratuites	1,54	0,81	-47,4 %	✓ Baisse du coût des actions gratuites
<b>ROP</b>	<b>9,24</b>	<b>10,27</b>	<b>+11,1 %</b>	
<i>en % de la MB</i>	21,9%	23,8%	+195 pbs	
Coût de l'endettement financier net	-0,08	-0,09	+12,5 %	
Autres produits et charges financiers	-0,01	0,00	-100,0 %	✓ Baisse de la charge d'impôt du fait de l'enregistrement ponctuel d'un CIR élevé
Impôt	-3,49	-2,38	-31,8 %	
Quote-part des entreprises associées	0,09	0,15	+66,7 %	
Résultat net des activités arrêtées ou en cours de cession	0,17	-0,77	n.a.	✓ Dépréciation intégrale de la participation Yuzu, acquise en 2014
<b>RNPG</b>	<b>5,93</b>	<b>6,43</b>	<b>+8,4 %</b>	
<i>en % de la MB</i>	14,0%	14,9%	+86 pbs	
<b>RNPG ajusté</b>	<b>6,80</b>	<b>7,79</b>	<b>+14,6 %</b>	✓ BNPA ajusté de 0,37 € par action au S1 2018 (vs. 0,34 € par action au S1 2017)
<i>en % de la MB</i>	16,1%	18,0%	+195 pbs	

Source : HighCo

Au titre du S1 2018, le groupe a dégagé une CAF élevée de 10,29 M€.

Après notamment une variation positive du BFR (+3,3 M€), le paiement des dividendes (-4,4 M€), et les acquisitions (-2,2 M€), des CAPEX de 1 M€, la trésorerie nette du groupe ressort en hausse à 51,44 M€ au 30 juin 2018 (vs. 45,91 M€ au 31 décembre 2017). Elle est constituée d'une trésorerie brute de 63,9 M€ et d'une dette financière brute en hausse à 12,5 M€.

Il est important de noter que la ressource en fonds de roulement d'exploitation ressort à 48,90 M€, notamment compte tenu des activités de clearing. L'endettement net propre du groupe est donc négatif de -2,54 M€, en hausse de 2,21 M€ par rapport au 31 décembre 2017.

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

---

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

Concernant la digitalisation de ses activités, la société indique avoir toujours comme objectif d'accroître la part du Digital de son volume d'affaires. Cet objectif devrait être aisément rempli du fait de la montée au capital d'Useradgents, qui sera consolidée par intégration globale à partir du S2 2018. La société indique ainsi que si la société avait été consolidée dès le début de l'exercice, la part du Digital dans la MB du groupe aurait été de 52,2 % au S1 2018.

HighCo prévoit par ailleurs des CAPEX en légère hausse et compris entre 1,5 et 2,5 M€, ainsi que des rachats d'actions propres compris entre 0,5 M€ et 1,0 M€.

En dépit du contexte difficile pour la grande distribution, des évolutions et changements marquant le commerce (évolution des comportements consommateurs, omniprésence des GAFAs, etc), nous restons confiants sur les perspectives annoncées, qui restent atteignables compte tenu du profil solide d'HighCo, et de sa volonté réaffirmée d'accroître la digitalisation de ses activités.

## 3 Prévisions

---

Suite à la publication de ces résultats semestriels, nous maintenons 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 à 86,6 M€ en 2018 et à 91,9 M€ en 2019, soit des croissances respectives de +5,3 % yoy et +6,1 % yoy. En 2018, la croissance de la marge brute sera notamment tirée par l'intégration à 100 % de Useradgents à compter du S2. En 2019, HighCo bénéficiera de l'effet plein de cette intégration.

En termes de rentabilité, nous anticipons un RAO en hausse en 2018 à 18,4 % de la marge brute (vs. 18,1 % en 2017). Nous attendons ainsi un RAO 2018 de 15,9 M€ et de 17,0 M€ en 2019.

## 4 Valorisation

### 4.1 DCF

#### 4.1.1 Détermination du taux d'actualisation

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

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

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

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

Les critères sont appréciés de la façon suivante :

Critère	Echelle de notation				
	++	+	=	-	--
Gouvernance d'entreprise <sup>1</sup>	4	3	2	1	0
Liquidité <sup>2</sup>	[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 <sup>3</sup>	[0 % ; 10 %]	] 10 % ; 20 %]	] 20 % ; 30 %]	] 30 % ; 40 %]	] 40 % ; 100 %]

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

	++	+	=	-	--	Prime Small Caps
Gouvernance d'entreprise						0,40%
Liquidité						0,80%
Taille de la MB*						0,60%
Rentabilité opérationnelle (ROP/MB)*						0,40%
Gearing						0,20%
Risque Client						0,40%
<b>TOTAL</b>						<b>2,80%</b>

\* 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 0,67 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source : Agence France Trésor), d'une prime de marché de 6,79 %, d'un beta de la société de 0,88, d'une prime de risque Small Caps de 2,80 % et de l'endettement net négatif de la société au 30 juin 2018, le taux d'actualisation s'élève à 9,44 %.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
0,67%	6,79%	0,88	2,80%	9,44%	0,0%	0%	28,0%	<b>9,44%</b>

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

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Taux de rotation du capital au cours d'une année.

<sup>3</sup> Part de la marge brute représentée par les 5 clients les plus importants.

## 4.1.2 Calcul de FCF opérationnels

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

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Marge Brute	82,2	86,6	91,9	93,9	95,7	97,5	99,3	101,2	103,1	105,1	107,1
Excédent brut d'exploitation	13,7	16,0	17,1	17,2	17,4	17,5	17,7	17,9	18,1	18,3	18,4
Impôt	4,6	5,0	5,4	5,5	5,5	5,6	5,6	5,7	5,8	5,8	5,9
Investissements	1,1	2,0	1,5	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	2,3
Variation de BFR		0,1	0,7	-0,7	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
FCF opérationnels		8,9	9,6	10,9	11,1	11,2	11,2	11,3	11,3	11,3	11,3
FCF opérationnels actualisés		8,4	8,2	8,6	8,0	7,3	6,7	6,2	5,6	5,2	4,7

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		69,0	52,4%
Période 11-20 ans	<b>2,0%</b>	32,0	24,3%
Taux de croissance à l'infini	<b>1,5%</b>	30,6	23,2%
<b>Total</b>		<b>131,6</b>	<b>100,0%</b>
<b>dont valeur terminale</b>		<b>62,6</b>	<b>47,6%</b>

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de HighCo ressort à 131,6 M€.

## 4.1.3 Calcul de la valeur par action

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

FCF actualisés (2018-2027)	69,0
+ Valeur terminale actualisée	62,6
+ Titres financiers	0,7
+ Titres mis en équivalences	0,0
- Provisions	1,7
- Endettement financier net	-51,4
- Minoritaires	3,1
= Valeur des Capitaux Propres pdg	178,9
Nombre d'actions	22,421
<b>Valeur par action</b>	<b>7,98</b>

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 7,98 € soit un potentiel d'appréciation de la valeur selon cette méthode de +38,8 % par rapport au cours de clôture du 30 août 2018 de 5,75 €.

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

		Taux de croissance à l'infini				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
CM/PC	8,44%	8,19	8,28	8,37	8,48	8,61
	8,94%	8,00	8,08	8,17	<b>8,28</b>	8,39
	9,44%	7,82	7,89	<b>7,98</b>	8,08	8,19
	9,94%	7,64	<b>7,71</b>	7,80	7,89	8,00
	10,44%	7,47	7,54	7,62	7,71	7,81

## 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 équivalent en termes de développement du marketing direct ; et 2/ approcher les différentes lignes de métier, dont la plus contributrice de marge brute pour HighCo, à savoir l'activité Store, en utilisant des comparables présents sur les métiers de PLV ou d'affichage en magasins.

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

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

**Qwamplify (ex-Custom Solutions) :** Qwamplify est un spécialiste des services marketing, en particulier à travers ses offres de gestion des opérations promotionnelles ou de logistique promotionnelle.

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

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

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

**Cello Group :** Cello Group est un groupe anglais de marketing qui dispose de deux segments distincts d'activité : Cello Health, spécialisé dans le marketing et les études de marché à destination du secteur pharmaceutique et de la santé et Cello Signal (environ 40 % de la marge brute) : division spécialisée sur le marketing direct, le CRM et le CMS, la communication des marques et les études de marché.

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
Qwamplify	19,3	23,1	25,2	0,9	2,8	3,3	0,5	2,3	3,0	-0,7	0,6	1,5
1000mercis SA	58,7	66,2	76,3	11,1	11,1	12,8	8,2	11,2	13,5	5,3	5,3	6,6
Prismaflex International SA	54,8	64,0	69,0	5,3	5,9	6,5	3,8	4,3	4,7	2,2	2,0	2,2
Communis plc	422,8	414,8	423,1	31,4	33,8	35,1	20,7	23,6	24,9	13,2	15,9	17,1
Cello Group plc	190,4	192,5	201,2	9,9	16,0	17,0	7,5	14,0	14,9	4,8	NA	NA

Source : Infront Analytics

	Capitalisation	Dettes nettes	Minoritaires	VE
Qwamplify	31,7	-8,0	0,0	23,6
1000mercis SA	86,0	-11,7	0,0	74,3
Prismaflex International SA	24,8	4,6	0,0	29,4
Communis plc	127,2	27,3	0,0	154,5
Cello Group plc	153,9	-1,8	0,0	152,1

Source : Infront Analytics

## 4.2.2 Valorisation

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

	VE/CA 18	VE/CA 19	VE/ EBE 18	VE/ EBE 19	VE/REX 18	VE/REX 19	PE 18	PE 19
Qwamplify	1,0	0,9	8,4	7,2	10,3	7,9	NA	20,6
1000mercis SA	1,1	1,0	6,7	5,8	6,7	5,5	16,1	13,0
Prismaflex International SA	0,5	0,4	5,0	4,5	6,8	6,3	12,4	11,3
Communis plc	0,4	0,4	4,6	4,4	6,5	6,2	8,0	7,4
Cello Group plc	0,8	0,8	9,5	8,9	10,9	10,2	NA	NA
Moyenne	0,8	0,7	6,8	6,2	8,2	7,2	12,2	13,1
Médiane	0,8	0,8	6,7	5,8	6,8	6,3	12,4	12,1

Le tableau ci-après montre les valorisations induites (en M€) pour HighCo en fonction des multiples appliqués sur la base des valorisations actuelles affichées par les sociétés de l'échantillon.

	MB 18	MB 19	EBE 18	EBE 19	REX 18	REX 19	RN 18	RN 19
HighCo*	86,6	91,9	16,0	17,1	15,3	16,4	10,3	11,0
Valorisation induite	113,6	111,9	158,0	154,0	174,3	166,5	125,3	144,1
	116,8	117,8	155,9	147,4	152,9	150,8	127,5	133,8
Valorisation moyenne / action	5,13		6,86		7,19		5,92	

\*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 8,8 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	84,7	M€
Capitalisation non corrigée de la société	140,7	M€
Rapport des capitalisations	166,1%	
<b>Prime / Décote à appliquer</b>	<b>+8,8%</b>	

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne / action	5,58	7,47	7,82	6,44
Moyenne	<b>6,83</b>			

Ainsi, l'approche par la méthode des multiples boursiers de sociétés comparables nous amène à une fourchette de valorisation de 5,58 € – 7,82 €, et en moyenne à un prix par action de 6,83 €. Sur la base du cours de clôture de l'action HighCo au 30 août 2018 de 5,75 €, le titre présente selon cette approche un upside de +18,7 %.

### 4.2.3 Méthodologie de la décote

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

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

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

La démarche que Genesta adopte consiste à :

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

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

## 5 Synthèse des comptes

### 5.1 Compte de résultats simplifié

Au 31/12 (M€)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>Marge brute</b>	<b>75,4</b>	<b>81,1</b>	<b>82,2</b>	<b>86,6</b>	<b>91,9</b>	<b>93,9</b>
% évolution	6,4%	7,5%	1,5%	5,3%	6,1%	2,2%
% du CA	47,8%	52,1%	55,1%	52,0%	52,0%	52,0%
<b>Charges de personnel</b>	<b>44,0</b>	<b>45,8</b>	<b>47,6</b>	<b>48,0</b>	<b>50,6</b>	<b>52,1</b>
% de la marge brute	58,4%	56,5%	57,9%	55,5%	55,1%	55,5%
<b>Charges externes</b>	<b>17,5</b>	<b>18,7</b>	<b>19,4</b>	<b>20,6</b>	<b>22,2</b>	<b>22,6</b>
% de la marge brute	23,2%	23,1%	23,6%	23,8%	24,2%	24,1%
<b>Impôts et taxes</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>
% de la marge brute	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%
<b>Autres produits et charges d'exploitation</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,6</b>
% de la marge brute	-0,8%	-0,7%	-0,3%	-0,6%	-0,5%	-0,6%
<b>Résultat des activités ordinaires (avant AGA)</b>	<b>11,2</b>	<b>14,1</b>	<b>14,8</b>	<b>15,9</b>	<b>17,0</b>	<b>17,4</b>
% évolution	17,2%	26,5%	5,3%	7,2%	6,8%	2,2%
% de la marge brute	14,8%	17,4%	18,1%	18,4%	18,5%	18,5%
<b>Résultat Opérationnel (après AGA)</b>	<b>10,6</b>	<b>12,4</b>	<b>12,1</b>	<b>13,9</b>	<b>14,9</b>	<b>15,2</b>
% de la marge brute	14,0%	15,3%	14,7%	16,1%	16,2%	16,2%
<b>Résultat financier</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Résultat avant impôt</b>	<b>10,6</b>	<b>12,4</b>	<b>11,9</b>	<b>13,9</b>	<b>14,9</b>	<b>15,2</b>
<b>Impôts</b>	<b>3,9</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>	<b>5,0</b>	<b>5,4</b>	<b>5,5</b>
% Taux d'impôt effectif	36,3%	37,9%	38,5%	36,0%	36,0%	36,0%
<b>Résultat Net Part du Groupe</b>	<b>6,8</b>	<b>1,1</b>	<b>7,7</b>	<b>8,9</b>	<b>9,5</b>	<b>9,7</b>
% évolution	177,8%	-83,7%	595,7%	15,2%	7,2%	2,2%
% de la marge brute	9,0%	1,4%	9,4%	10,3%	10,4%	10,4%
<b>Résultat Net Part du Groupe ajusté*</b>	<b>6,8</b>	<b>8,6</b>	<b>8,5</b>	<b>10,3</b>	<b>11,0</b>	<b>11,4</b>
% de la marge brute	9,0%	10,7%	10,3%	11,9%	12,0%	12,2%

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

### 5.2 Bilan – principaux agrégats

Au 31/12 (M€)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>Ecart d'acquisition</b>	<b>76,9</b>	<b>71,4</b>	<b>72,4</b>	<b>72,4</b>	<b>72,4</b>	<b>72,4</b>
<b>Immobilisations incorporelles</b>	<b>3,0</b>	<b>2,2</b>	<b>8,1</b>	<b>8,1</b>	<b>7,9</b>	<b>7,7</b>
<b>Immobilisations corporelles</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>
<b>Immobilisations financières</b>	<b>3,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>
<b>BFR</b>	<b>-52,3</b>	<b>-55,7</b>	<b>-47,7</b>	<b>-47,5</b>	<b>-46,9</b>	<b>-47,6</b>
% de la marge brute	-69,4%	-68,7%	-58,0%	-54,9%	-51,0%	-50,7%
<b>Dettes financières</b>	<b>14,5</b>	<b>11,9</b>	<b>14,2</b>	<b>14,4</b>	<b>14,6</b>	<b>14,8</b>
<b>Trésorerie et équivalents de trésorerie</b>	<b>55,3</b>	<b>61,5</b>	<b>60,2</b>	<b>66,7</b>	<b>74,6</b>	<b>84,1</b>
<b>Endettement net</b>	<b>-40,8</b>	<b>-49,6</b>	<b>-45,9</b>	<b>-52,3</b>	<b>-60,0</b>	<b>-69,2</b>

### 5.3 Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats

Au 31/12 (M€)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>CAF</b>	<b>8,3</b>	<b>17,2</b>	<b>11,4</b>	<b>12,4</b>	<b>13,2</b>	<b>13,4</b>
<b>Investissements</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>
% de la marge brute	2,1%	1,3%	1,3%	2,3%	1,6%	1,6%
<b>Variation du BFR</b>	<b>-5,3</b>	<b>-3,4</b>	<b>6,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,7</b>
<b>Flux de trésorerie d'exploitation net</b>	<b>12,1</b>	<b>13,0</b>	<b>4,3</b>	<b>10,3</b>	<b>11,1</b>	<b>12,6</b>

## 5.4 Ratios financiers

Au 31/12 (M€)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>Bénéfice net par action corrigé</b>	<b>0,31</b>	<b>0,42</b>	<b>0,38</b>	<b>0,46</b>	<b>0,49</b>	<b>0,51</b>
% évolution	19,2%	35,5%	-9,8%	21,3%	7,2%	3,7%
<b>Capitalisation boursière</b>	<b>108,1</b>	<b>144,2</b>	<b>128,3</b>	<b>128,3</b>	<b>128,3</b>	<b>128,3</b>
Valeur d'entreprise*	114,0	146,0	130,0	130,0	130,0	130,0
<b>P/E ajusté</b>	<b>15,8</b>	<b>18,9</b>	<b>16,6</b>	<b>14,4</b>	<b>13,5</b>	<b>13,2</b>
P/CF	0,37	0,77	0,51	0,55	0,59	0,60
Market to Book	1,45	1,97	1,57	1,39	1,24	1,12
<b>VE / MB</b>	<b>1,51</b>	<b>1,80</b>	<b>1,58</b>	<b>1,50</b>	<b>1,42</b>	<b>1,39</b>
<b>VE / RAO</b>	<b>10,22</b>	<b>10,35</b>	<b>8,76</b>	<b>8,17</b>	<b>7,65</b>	<b>7,49</b>
<b>VE / ROC</b>	<b>10,80</b>	<b>11,76</b>	<b>10,74</b>	<b>9,35</b>	<b>8,73</b>	<b>8,54</b>
<b>RAO / MB</b>	<b>14,8%</b>	<b>17,4%</b>	<b>18,1%</b>	<b>18,4%</b>	<b>18,5%</b>	<b>18,5%</b>
<b>ROP / CA</b>	<b>14,0%</b>	<b>15,3%</b>	<b>14,7%</b>	<b>16,1%</b>	<b>16,2%</b>	<b>16,2%</b>
<b>RN pg / MB</b>	<b>9,0%</b>	<b>1,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>
<b>Gearing</b>	<b>-54,7%</b>	<b>-67,7%</b>	<b>-58,0%</b>	<b>-58,5%</b>	<b>-59,7%</b>	<b>-61,9%</b>
<b>Capitaux engagés</b>	<b>33,93</b>	<b>22,39</b>	<b>37,67</b>	<b>37,69</b>	<b>37,65</b>	<b>36,44</b>
<b>RCE</b>	<b>19,8%</b>	<b>34,5%</b>	<b>19,9%</b>	<b>23,6%</b>	<b>25,3%</b>	<b>26,7%</b>
<b>Rentabilité des Fonds Propres</b>	<b>9,2%</b>	<b>11,8%</b>	<b>10,7%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,0%</b>	<b>10,2%</b>

\*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.

<b>1. Achat fort</b>	Le titre devrait réaliser une performance absolue supérieure à +25 %
<b>2. Achat</b>	Le titre devrait réaliser une performance absolue comprise entre +10 % et +25 %
<b>3. Neutre</b>	Le titre devrait évoluer entre +10 % et -10 %
<b>4. Vente</b>	Le titre devrait réaliser une contre performance absolue comprise entre -10 % et -25 %
<b>5. Vente fort</b>	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](http://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 <sup>ère</sup> diffusion	Opinion	Objectif de cours
31 août 2018	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>7,40 €</b>
19 juillet 2018	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>7,20 €</b>
9 juillet 2018	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>7,10 €</b>
26 avril 2018	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>7,10 €</b>
22 mars 2018	Etude Annuelle <b>Achat Fort</b>	<b>7,10 €</b>
25 janvier 2018	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>7,10 €</b>
19 octobre 2017	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>7,10 €</b>

### 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.