

Date de première diffusion : 29 août 2019

HighCo

Toujours au rendez-vous

Une belle rentabilité au S1 2019

Après avoir publié une MB S1 2019 de 48,20 M€, en croissance de +11,6 % yoy et de +3,5 % à PCC, HighCo a présenté de bons résultats semestriels, en ligne avec nos prévisions. HighCo démontre une nouvelle fois la pertinence de son modèle, avec un RAO ajusté de 12,72 M€ sur le semestre (vs. 11,32 M€ au S1 2018 et 16,04 M€ en FY 2018). La marge opérationnelle ajustée ressort ainsi en hausse de 20 pb à 26,4 %, conformément aux guidances du Groupe. La poursuite de la hausse de la rentabilité provient de nouveau de la bonne maîtrise des charges de structure (en hausse de 11,3 %), mais également de la bonne performance des activités digitales.

Traditionnellement plus fort sur la première partie de l'année, le résultat opérationnel courant ajusté s'établit à 12,55 M€ au 30 juin 2019 (vs. 11,08 M€ au S1 2018), et ce également du fait d'une légère baisse des frais de restructuration sur la période. Ajusté du coût des actions gratuites, également en baisse, le ROC est également en progression de +16,9 % à 12,00 M€. Enfin, en raison d'un effet de base défavorable lié à l'enregistrement ponctuel d'un CIR au S1 2018, le RNPG n'affiche qu'une légère croissance de +2,0 % à 6,56 M€ (BNPA dilué de 0,31 €). Le RNPG ajusté est quant à lui en baisse de -10,7 % par rapport au S1 2018 qui intégrait le retraitement de la dépréciation Yuzu dans les comptes d'HighCo.

Des objectifs de croissance et de rentabilité maintenus pour 2019

Lors de la présentation de ses résultats semestriels, le groupe est revenu sur ses perspectives à court et moyen termes confirmant les bonnes nouvelles annoncées au mois de juillet dernier. Le management anticipe ainsi 1/ une poursuite de l'accélération de sa croissance avec une hausse anticipée de sa MB supérieure à +3,7 %, tenant notamment compte d'une poursuite de la hausse du Digital, et 2/ une légère hausse de la marge opérationnelle ajustée par rapport à celle de 2018 (pour mémoire de 18,3 %). Le groupe estime par ailleurs que les CAPEX de l'année se situeront autour de 3 M€, et que le coût des actions gratuites sera proche de 1 M€.

Maintien de nos estimations et de notre Opinion Achat Fort

Au fil des ans, HighCo a su évoluer et s'adapter à son environnement. Aujourd'hui, à l'ère de la digitalisation, nous pensons qu'HighCo dispose de solides atouts pour devenir un acteur majeur de la communication et de la Data, position qui pourrait être renforcée via l'acquisition de start-up spécialisées dans le domaine. La société indique cependant que de telles acquisitions ne se feront pas à n'importe quel prix.

Confiants dans la valeur, nous revoisons à la marge nos estimations de MB à court et moyen termes. Malgré ses excellents fondamentaux, la société reste, selon nous, valorisée bien en-deçà de sa valeur, c'est pourquoi nous maintenons notre Opinion Achat Fort, avec un TP de 7,70 €.

Raphaëlle POULAIN

Analyste Financier
rpoulain@genesta-finance.com
01.45.63.68.62

Opinion **1. Achat Fort**
Cours (clôture au 28 août 2019) **5,26 €**
Objectif de cours **7,70 € (+46,4 %)**

Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	HIGH.PA / HIGH:FP
Capitalisation boursière	117,9 M€
Valeur d'entreprise*	117,0 M€
Flottant	57,4 M€ (48,7 %)
Nombre d'actions	22 421 332
Volume quotidien	44 257 €
Taux de rotation du capital (1 an)	13,73%
Plus Haut (52 sem.)	5,97 €
Plus Bas (52 sem.)	4,05 €

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

Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	-4,7 %	+0,0 %	-8,0 %



Actionnariat

Flottant : 38 % ; WPP : 34,1 % ; GBP : 5,1 %
Autodétention : 7,7 % ; Management : 4,8 %

Agenda

MB T3 2019 publiée le 16 octobre 2019

Chiffres Clés

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
MB (M€)	82,2	87,6	94,4	96,5	98,6
Evolution (%)	1,5%	6,5%	7,8%	2,2%	2,1%
RAO** (M€)	14,9	16,0	17,4	17,9	18,5
ROP (M€)	12,1	14,6	16,5	17,5	18,2
Marge sur RAO (%)	18,1%	18,3%	18,4%	18,5%	18,8%
RN pg ajusté (M€)	8,5	9,8	10,2	10,5	10,8
BPA ajusté	0,41	0,46	0,49	0,50	0,52

**avant AGA

Ratios

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
VE / MB	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2
VE / RAO	7,5	6,3	6,7	6,5	6,3
VE / ROP	9,2	6,9	7,1	6,7	6,4
P / E ajusté	15,4	11,5	12,2	11,2	10,7
Gearing (%)	-58%	-62%	-59%	-59%	-59%
Dettes nette/RAO	-3,1	-3,3	-3,2	-3,5	-3,7
RCE (%)	44,3%	47,1%	55,2%	58,6%	61,6%

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 notamment sur un marché français dynamique en matière d'opérations promotionnelles, lui a permis, dans une certaine mesure, de résister à des environnements de consommation et de dépenses publicitaires des annonceurs plus ou moins difficiles.

Une offre en 3 axes

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

Le Digital au cœur de la stratégie

Le Digital occupe aujourd'hui une place centrale dans la stratégie d'HighCo en représentant près de 53 % de son activité en 2018, et 54,8 % au S1 2019. Expert en data marketing, les solutions de communication digitale proposées par le groupe sont aujourd'hui de plus en plus tournées vers le mobile et les réseaux sociaux, deux segments extrêmement dynamiques. Les solutions du groupe font ainsi aujourd'hui de plus en plus appel à la Data afin d'hyperpersonnaliser les messages publicitaires en les poussant au bon moment, au bon endroit, à la bonne personne et sur le bon support.

Méthode de valorisation

DCF

Nos prévisions de marge brute s'élèvent à 94,4 M€ en 2019E et à 96,5 M€ pour 2020E. Notre anticipation de RAO, rapportée à la marge brute, ressort à 18,4 % en 2019 et à 18,5 % en 2020. L'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources de 9,82 %, valorise le titre HighCo à 7,60 € par action, en tenant compte d'une ressource nette de trésorerie structurelle de 60,23 M€.

Comparables

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

- Qwamplify (ex-Custom Solutions), spécialiste de la gestion des opérations promotionnelles ou de logistique promotionnelle.
- 1000mercis, agence de communication spécialisée dans les prestations de publicité et de marketing interactif.
- Cello Group, groupe anglais de marketing dont l'une de ses divisions (40 % de la marge brute) est spécialisée sur le marketing direct, le CRM et le CMS, et la communication des marques.
- 4imprint, distributeur de produits promotionnels basé à Londres. Elle a des bureaux aux États-Unis, au Royaume-Uni, à Hong Kong et en Europe.

L'approche par les multiples boursiers nous conduit à une valorisation de l'action HighCo de 7,81 €.

Notre objectif de cours, résultant de la moyenne des résultats obtenus par les méthodes DCF et comparaison boursière, est maintenu à 7,70 € par action.

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)

Synthèse et Opinion

Nouvelle hausse de la marge opérationnelle

HighCo a présenté des résultats S1 2019 solides et conformes aux attentes. La société affiche une nouvelle progression de son RAO ajusté de +12,4 % yoy à 12,72 M€. Après une revue de ses objectifs de croissance de la MB FY2019 au mois de juillet, les guidances de la société sont maintenues pour l'exercice en cours, avec une hausse à la fois de sa topline (supérieure à +3,7 % à PCC) mais également dans une moindre mesure de sa marge opérationnelle ajustée. Nous restons ainsi confiants dans les perspectives de croissance du groupe et dans sa capacité à s'adapter aux nouveaux enjeux de son marché.

Enjeux

Avec désormais près de 55 % de ses activités dans le Digital au S1 2019, HighCo poursuit sa stratégie en matière de digitalisation, et réitère notamment son souhait d'intensifier encore davantage son développement dans la Data qu'elle considère comme un pilier majeur en train de révolutionner le commerce. La digitalisation et la data constituent ainsi les deux axes majeurs que l'entreprise souhaite mettre au cœur de sa stratégie, dans un contexte où le commerce se complexifie toujours plus avec des consommateurs toujours plus exigeants.

Opinion maintenue à Achat Fort

Désormais acteur référent en data marketing et en communication, HighCo a su démontrer son expertise, et ce depuis près de 30 ans. Malgré tout, le cours de bourse ne traduit toujours pas la valeur intrinsèque de la société. Avec un TP de 7,70 € et un cours de bourse qui ne décolle pas, le titre offre un potentiel d'appréciation significatif de +46,5 % par rapport au cours de clôture du 28 août 2019.

Nous réitérons notre Opinion Achat Fort.



Sommaire

1	Présentation de la société.....	4
1.1	Offre du groupe.....	4
1.2	Un positionnement sur la communication promotionnelle hors-média qui se digitalise toujours davantage	7
1.3	Un positionnement résolument Digital	7
2	Résultats S1 2019 et perspectives FY 2019.....	9
2.1	Retour sur les résultats S1 2019	9
2.2	Des guidances de marge brute et de marge sur RAO toujours à la hausse.....	11
2.3	Prévisions	11
3	Valorisation	12
3.1	DCF	12
3.1.1	Détermination du taux d'actualisation	12
3.1.2	Calcul de FCF opérationnels.....	13
3.1.3	Calcul de la valeur par action	13
3.2	Comparables	14
3.2.1	Choix des comparables	14
3.2.2	Valorisation	15
3.2.3	Méthodologie de la décote.....	16
4	Synthèse des comptes	17
4.1	Compte de résultats simplifié	17
4.2	Bilan – principaux agrégats	17
4.3	Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats.....	17
4.4	Ratios financiers.....	18
5	Avertissements importants.....	19
5.1	Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research.....	19
5.2	Détection de conflits d'intérêts potentiels	19
5.3	Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois	19
5.4	Répartition des opinions	19
5.5	Avertissement complémentaire	20

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 trois principaux pôles dédiés aux solutions marketing pour le retail avec 1/ des solutions Drive To Store, 2/ des solutions In-Store et 3 / des solutions de gestion de la Data.

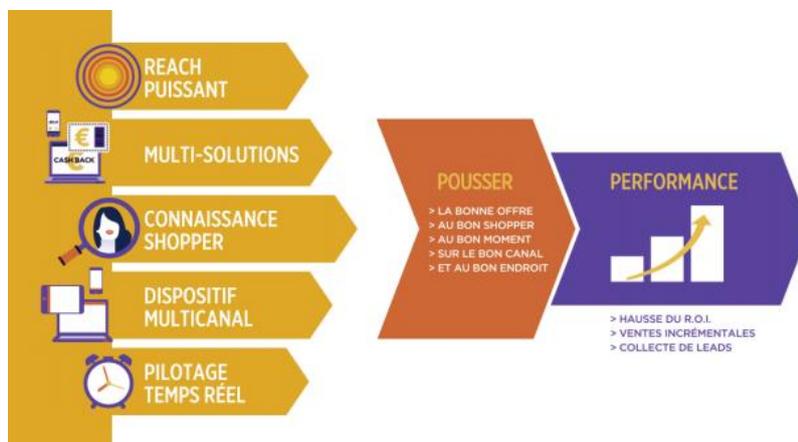
1.1 Offre du groupe

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



Source : HighCo

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



Source : HighCo

LES SOLUTIONS DRIVE TO STORE 100 % DIGITALES – (environ 20 % de la MB)

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

- les **webcoupons**, (45,1 millions de coupons émis en 2018 vs. 40,5 millions en 2017) sur lesquels HighCo occupe la place de leader en Europe. Ces coupons de première génération tendent à être remplacés par le load-to-card et les m-coupons ;
- les coupons **load to card et drive** permettent de connecter le programme de fidélisation d'une marque avec différentes enseignes. Ces coupons de nouvelle génération connaissent toujours une forte croissance de +25 % yoy et ont représenté 30,1 millions de coupons en 2018 (24,3 millions de coupons avaient été émis en 2017) ;
- le **mobile**, avec les m-coupons, les push SMS et les notifications en hausse de +81 % sur l'année (1 215 millions envoyés en 2018 vs. 671 millions en 2017) ;
- les **réseaux sociaux**, grâce à la prise de participation dans la société Milky. HighCo travaille notamment pour des clients comme Carrefour Voyages, Carrefour Drive, Clarins, ou encore le site eBay ;
- les **e-coupons** pour e-marchand.

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

LES SOLUTIONS IN-STORE – (environ 40 % de la MB)

Les solutions digitales in-store du groupe sont :

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

Les solutions in-store papier restent, pour le moment, majoritaires malgré une place de plus en plus importante du Digital.

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

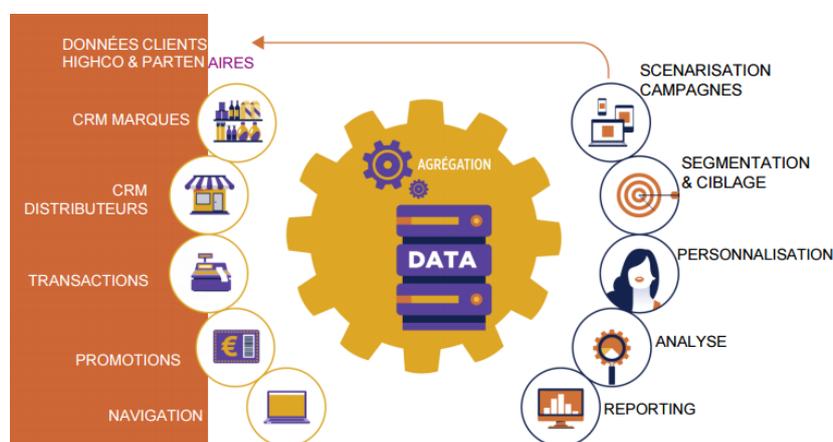
La gestion des datas tend de plus en plus à se dématérialiser, notamment sur le traitement dématérialisé des coupons et les opérations d'Offres De Remboursement digitales. Ainsi,

- la **gestion des coupons** (traitement dématérialisé des coupons) progresse sur la France grâce aux sites de e-commerce alimentaire ;
- la **gestion des ODR (Offre De Remboursement)** enregistre toujours une forte croissance, notamment grâce au Digital. En 2018, le nombre d'e-ODR est toujours en hausse de +12 % yoy à 707 opérations (en 2017, le nombre d'e-ORD avait déjà progressé de +26 % yoy, pour atteindre 631 opérations).

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

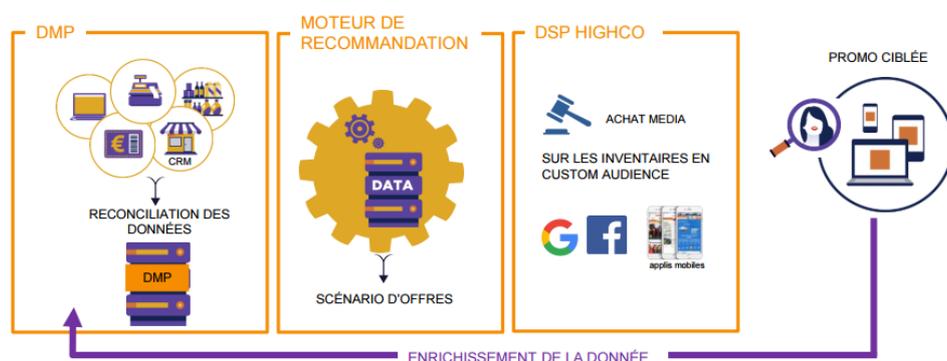
DES SOLUTIONS QUI S'ARTICULENT AUTOUR DE LA COLLECTE ET DE L'EXPLOITATION DE LA DATA

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



Source : HighCo

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



Source : HighCo

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

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

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

UN POSITIONNEMENT SUR LA COMMUNICATION PROMOTIONNELLE HORS MEDIA...

HighCo est historiquement positionné sur la communication promotionnelle hors-média des grandes enseignes de la distribution 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.

...QUI SE DIGITALISE A GRANDE VITESSE

Avec une part de marché toujours en hausse, le digital est aujourd'hui le premier vecteur de communication publicitaire en France, après avoir dépassé la presse et la TV. En 2018, la croissance de la publicité sur Internet s'intensifie et a enregistré une hausse de +17,0 %. En phase avec ce mouvement de digitalisation, HighCo est présent sur les principaux canaux digitaux que sont le mobile et les réseaux sociaux, marchés les plus dynamiques du Digital. En effet, en ce qui concerne les usages, le mobile est désormais majoritaire puisque 50 % du temps passé sur internet se fait sur le mobile (68 % en comptant le temps passé sur tablettes). En outre, les recettes publicitaires sur mobile ont cru de +42 % en 2018. Enfin, en ce qui concerne les usages, le mobile continue également sa croissance puisque 37 % des transactions on-line sont désormais enregistrées via ce canal.

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

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

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

1.3 Un positionnement résolument Digital

UNE STRATEGIE PROACTIVE DE DEVELOPPEMENT SUR LE DIGITAL

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

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

- Acquisition, en 2017, de la **base de données anonymisée de 9 millions de cartes de fidélité 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 ainsi représenté 54,8 % de la marge brute totale au S1 2019 (52,9 % en 2018 FY et 54,6 % en considérant l'acquisition d'Useradgents en année pleine).

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

UNE ADAPTATION DES OFFRES AUX NOUVEAUX ENJEUX DE MARCHE

De nouvelles tendances importantes impactent les stratégies d'investissements des clients d'HighCo. De notre point de vue, HighCo semble bien positionné 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 loi n'a eu, pour le moment, que peu d'impact sur les activités d'HighCo, les marques et les retailers s'étant reporté sur des opérations de promotion, les coupons de réduction, le gaming ou encore des opérations à prime.
3. La relation commerciale change de main au profit non plus des marques et des enseignes, mais des consommateurs.
 - » Grâce à ses outils de ciblage et de personnalisation, HighCo est en mesure d'aider ses clients à recréer un lien leurs consommateurs, et ce manière précise de la collecte jusqu'à la diffusion.
4. Le phénomène de l'Omnicommerce, remplaçant progressivement le phygital, impliquant non seulement un important besoin d'homogénéisation des enseignes entre les deux mondes du physique et du digital, mais nécessitant surtout une présence des enseignes sur tous les canaux disponibles pour la vente.
 - » Cette tendance est également extrêmement favorable à HighCo, capable, de par son profil hybride, de créer des opérations end-to-end pour ses clients au travers de ses offres Drive To Store et In Store.

2 Résultats S1 2019 et perspectives FY 2019

2.1 Retour sur les résultats S1 2019

ACCELERATION DE LA CROISSANCE AU T2 2019

Poursuivant la bonne trajectoire du T1 2019, HighCo a publié en juillet dernier une MB T2 2019 de 25,03 M€, représentant une hausse de +11,4 % à données publiées et de + 3,9 % à PCC (i.e. intégrant l'impact de l'acquisition à 100 % d'Useradgents). Au total, sur le S1 2019, la MB ressort à 48,20 M€ en hausse de +3,5 % à PCC.

Le Digital est à nouveau le principal levier de développement d'HighCo et représente désormais 54,8 % de la MB du semestre (+8,7 % à PCC à 26,43 M€), alors que le Offline poursuit une trajectoire légèrement baissière (-2,2 % sur le semestre à PCC).

Dans le détail, par zone géographique sur le semestre :

- La France affiche une MB de 36,33 M€, en progression de +4,2 % à PCC. Cette bonne performance est totalement imputable aux activités digitales qui affichent une croissance de +9,4 %, alors que le Offline accuse une baisse de -3,1 % à PCC.
- l'International affiche une hausse plus tangible qu'au cours des périodes passées, soit +1,4 % à PCC sur le semestre (11,87 M€ de MB) avec une activité en Belgique en hausse de +1,5 % à PCC, soutenue par des activités digitales en hausse de +5,8 %, et des activités en Europe du Sud en léger retrait de -0,7 % à PCC (0,55 M€ de MB).

Autre fait marquant est la poursuite de la bonne dynamique de la marge brute digitale au S1 2019, qui affiche une hausse de +8,7 % à PCC.

Marge Brute de HighCo, en M€

MB en M€	2018	2018 PCC	2019	Δ (en %)	Δ (en %) PCC
T1	20,73	22,48	23,17	+11,8 %	+3,1 %
T2	22,47	24,09	25,03	+11,4 %	+3,9 %
S1	43,19	46,58	48,20	+11,6 %	+3,5 %

Source : HighCo

PROGRESSION DES RESULTATS OPERATIONNELS

Une nouvelle fois, HighCo a affiché une belle progression de sa rentabilité avec un RAO ajusté en hausse de +12,4 % à 12,72 M€ sur le semestre. Cette appréciation de la rentabilité provient à la fois 1/ de la bonne dynamique des activités digitales et de l'intégration d'Useradgents, et 2/ d'une bonne maîtrise des charges.

Après allocation des quotes-parts respectives de frais de siège entre la France et l'International, le RAO en France ressort en croissance de +9,7 % à 11,13 M€. La marge opérationnelle ajustée ressort ainsi à 30,6 %, en baisse de -160 pb par rapport au 30 juin 2018.

A l'International, le RAO ressort quant à elle en hausse, de +35,9 % à 1,59 M€ (avec une marge opérationnelle en hausse 340 pb vs. le S1 2018).

Au global, la marge opérationnelle ressort en hausse de 20 pb yoy à 26,4 %.

Rentabilité opérationnelle par zone géographique, en M€

	S1 2017	S1 2018 publié	S1 2019	% Var 2019 / 2018 publié
MB	42,3	43,2	48,2	11,6%
Dont France	30,0	31,5	36,3	15,5%
Dont International	12,3	11,7	11,9	1,4%
RAO	10,9	11,3	12,7	12,4%
Dont France	9,9	10,2	11,1	9,7%
Dont International	1,0	1,2	1,6	35,9%
Marge Opérationnelle ajustée	25,7%	26,2%	26,4%	+20 pb
Dont France	32,9%	32,3%	30,6%	-160 pb
Dont International	8,2%	10,0%	13,4%	+340 pb

Source : HighCo

Le résultat opérationnel courant ajusté, après comptabilisation de charges de restructuration en baisse (0,17 M€), ressort à 12,55 M€, en hausse de +13,2 % yoy. Pour ce qui concerne le résultat opérationnel, il ressort également en forte hausse de +16,9 % sous l'effet d'un coût des actions gratuites moins important par rapport à celui du S1 2018 (0,55 M€ au S1 2019 vs. 0,82 M€ au S1 2018).

Après notamment un résultat financier de -0,24 M€ qui intègre l'impact de la mise en application d'IFRS 16, une charge d'impôts plus importante de 4,52 M€ (effet de base défavorable du fait de l'enregistrement ponctuel d'un CIR élevé comptabilisé au S1 2018), une quote-part des entreprises associées de 0,04 M€, le résultat net part du groupe ressort en légère hausse de +2,0 % à 6,56 M€. Le résultat net part du groupe ajusté ressort quant à lui en baisse de -10,7 % à 6,96 M€, l'enregistrement de la dépréciation liée à Yuzu au S1 2018 ayant entraîné un effet de base défavorable pour l'exercice en cours.

Le BNPA ressort à 0,31 € par titre, en légère progression de +1,5 % par rapport au S1 2018.

Compte de résultat simplifié S1 2019 de HighCo

en M€	S1 2017	S1 2018	S1 2019	en % de var. S1 2018	
Marge Brute	42,28	43,20	48,20	+11,6 %	✓ Accélération de la hausse de la MB
Charges indirectes	31,40	31,88	35,48	+11,3 %	✓ Maîtrise de la structure de coûts
RAO ajusté	10,88	11,32	12,72	+12,4 %	✓ Amélioration du RAO portée par la Digitalisation, notamment en France.
<i>en % de la MB</i>	25,7%	26,2%	26,4%	+20 pbs	
Charges de restructuration	0,10	0,24	0,17	-29,2 %	
ROC ajusté	10,78	11,08	12,55	+13,3 %	
<i>en % de la MB</i>	25,5%	25,6%	26,0%	+39 pbs	
Coût des plans d'attribution d'actions gratuites	1,54	0,81	0,55	-32,1 %	✓ Baisse du coût des actions gratuites
ROP	9,24	10,27	12,00	+16,9 %	
<i>en % de la MB</i>	21,9%	23,8%	24,9%	+112 pbs	
Coût de l'endettement financier net & Autres pdts / charges financiers	-0,08	-0,09	-0,24	+166,7 %	✓ Hausse des charges d'intérêt liée à l'entrée en vigueur de la norme IFRS 16 sur les contrats de location
Impôt	-3,49	-2,38	-4,52	+89,9 %	✓ Hausse des impôts liée à l'enregistrement ponctuel, en 2018, d'un CIR
Quote-part des entreprises associées	0,09	0,15	0,04	-73,3 %	
Résultat net des activités arrêtées ou en cours de cession	0,17	-0,77	0,00	-100,0 %	
RNPG	5,94	6,43	6,56	+2,0 %	
<i>en % de la MB</i>	14,0%	14,9%	13,6%	-127 pbs	
RNPG ajusté	6,80	7,79	6,96	-10,7 %	
<i>en % de la MB</i>	16,1%	18,0%	14,4%	-359 pbs	✓ BNPA de 0,31 € par action au S1 2019 en hausse de +1,5% vs. le S1 2018

Source : HighCo

Au titre du S1 2019, le groupe a dégagé une CAF élevée de 15,18 M€, hors impacts liés à l'application de la norme IFRS 16.

Après notamment une variation positive du BFR (+6,2 M€), le paiement des dividendes (-5,3 M€), des CAPEX limités de 1,3 M€, la trésorerie nette du groupe ressort en hausse à 60,23 M€ au 30 juin 2019 (vs. 52,17 M€ au 31 décembre 2018). Elle est constituée d'une trésorerie brute de 69,00 M€ et d'une dette financière brute en hausse à 8,77 M€.

Il est important de noter que la ressource en fonds de roulement d'exploitation ressort à 57,38 M€, notamment compte tenu des activités de clearing. La société est donc en position de cash net à hauteur de 2,85 M€ (vs. 0,97 M€ à fin 2018).

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

Au vu des bons résultats présentés au T2 2019, HighCo avait revu légèrement à la hausse ses prévisions de MB pour l'ensemble de l'exercice 2019. Ces guidances ont été confirmées au cours de la présentation de ses résultats semestriels, à savoir :

- Une hausse de sa MB 2019 supérieure à 3,7 % PCC ;
- Une légère hausse de la marge opérationnelle ajustée par rapport à celles de 2018 qui s'est élevée à 18,3 %.

Concernant la digitalisation de ses activités, la société indique avoir toujours comme objectif d'accroître la part du Digital dans son volume d'affaires global. Pour mémoire, la part du Digital en 2018 était de 52,9 % (54,6 % en considérant Useradgents en année pleine), et elle s'est établit à 54,8 % au S1 2019.

HighCo prévoit par ailleurs des CAPEX en hausse et compris entre 2,5 et 3,5 M€ pour 2019, ainsi que des rachats d'actions propres compris proche de 1,0 M€.

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

2.3 Prévisions

Suite à cette publication, nous relevons à la marge nos anticipations de MB pour 2019, et maintenons nos objectifs de marge sur RAO.

Nos prévisions de marge brute (indicateur central de l'évolution des activités du groupe) pour les deux prochains exercices ressortent ainsi à 94,4 M€ en 2019 (croissance de +7,8 % yoy et de +3,8 % à PCC) et à 96,5 M€ en 2020 (croissance prudente de +2,2 %).

En termes de rentabilité, nous anticipons un RAO en hausse prudente en 2019 à 18,4 % de la marge brute (vs. 18,3 % en 2018). Nous attendons ainsi un RAO 2019 de 17,4 M€ et de 17,9 M€ en 2020.

3 Valorisation

3.1 DCF

3.1.1 Détermination du taux d'actualisation

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

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

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						2,80%

* 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 négatif de -0,03 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source : Agence France Trésor), d'une prime de marché de 8,01 %, 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 2019, le taux d'actualisation s'élève à 9,82 %.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
-0,03%	8,01%	0,88	2,8%	9,82%	0,0%	0%	28,0%	9,82%

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

¹ La qualité de la gouvernance d'entreprise est évaluée selon les quatre critères suivants : séparation des fonctions de Présidence et de Direction Générale ou fonctionnement sur la base d'un Conseil de Surveillance et d'un Directoire ; présence de membres indépendants au sein du Conseil d'Administration ou du Conseil de Surveillance ; présence de censeurs ou d'organes de contrôle ; existence de comités spécialisés.

² Taux de rotation du capital au cours d'une année.

³ Part de la marge brute représentée par les 5 clients les plus importants.

3.1.2 Calcul de FCF opérationnels

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

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Marge Brute	87,6	94,4	96,5	98,6	100,6	102,6	104,6	106,7	108,9	111,0	113,3
Excédent brut d'exploitation	16,8	18,9	20,0	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8	20,9	20,9	20,9
Impôt	3,9	4,7	4,8	5,0	7,1	7,1	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2
Investissements	2,6	3,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Variation de BFR		1,7	0,9	0,5	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1
FCF opérationnels		9,5	12,3	13,3	10,1	10,0	9,9	9,8	9,7	9,6	9,5
FCF opérationnels actualisés		8,8	10,3	10,2	7,1	6,4	5,7	5,2	4,7	4,2	3,8

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		66,4	58,1%
Période 11-20 ans	2,0%	25,5	22,3%
Taux de croissance à l'infini	1,5%	22,4	19,6%
Total		114,2	100,0%
dont valeur terminale		47,9	41,9%

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de HighCo ressort à 114,2 M€.

3.1.3 Calcul de la valeur par action

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

FCF actualisés (2019-2028)	66,4
+ Valeur terminale actualisée	47,9
+ Titres financiers	0,6
+ Titres mis en équivalences	0,0
- Provisions	1,8
- Endettement financier net	-60,2
- Minoritaires	2,9
= Valeur des Capitaux Propres pdg	170,3
Nombre d'actions	22,421
Valeur par action	7,60

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 7,60 € soit un potentiel d'appréciation de la valeur selon cette méthode de +44,4 % par rapport au cours de clôture du 28 août 2019 de 5,26 €.

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%
CMP/C	8,82%	7,79	7,85	7,92	8,00	8,08
	9,32%	7,63	7,69	7,76	7,83	7,91
	9,82%	7,48	7,54	7,60	7,67	7,74
	10,32%	7,33	7,39	7,45	7,51	7,59
	10,82%	7,19	7,24	7,30	7,36	7,44

3.2 Comparables

3.2.1 Choix des comparables

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

Dans cette perspective, notre échantillon de comparables est composé de Qwamplify, côté sur Euronext Growth, 1000mercis, Cello Group et 4imprint. Auparavant intégrée à notre échantillon, la société Tessi a fait l'objet d'une offre publique de rachat et n'est plus suivie par aucun bureau d'analyse. Prismaflex n'est plus retenue, cette société ne disposant pas non plus d'un consensus. En outre, malgré la comparabilité des activités, nous n'avons pas intégré à notre échantillon les sociétés Media 6 et CRM Company Group, celles-ci ne disposant pas de consensus.

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

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

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

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

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

	CA 18	CA 19	CA 20	EBE 18	EBE 19	EBE 20	REX 18	REX 19	REX 20	RN 18	RN 19	RN 20
Qwamplify	23,7	25,5	27,6	5,3	4,3	4,7	1,7	4,1	4,5	-0,4	3,0	3,8
1000mercis SA	68,1	75,4	84,0	9,7	10,9	12,1	6,2	7,0	8,3	4,2	4,9	6,0
Cello Health plc	184,2	190,2	199,7	12,0	16,9	18,2	9,7	12,6	14,3	7,4	11,1	12,2
4imprint Group plc	645,5	764,9	847,8	42,3	52,4	58,8	39,4	48,2	54,6	30,8	36,8	40,8

Source : Infront Analytics

	Capitalisation	Dette nette	Minoritaires	VE
Qwamplify	31,3	1,9	0,7	33,9
1000mercis SA	69,7	0,6	0,0	70,3
Cello Health plc	149,3	-7,1	0,0	142,2
4imprint Group plc	871,2	-24,0	0,0	847,1

Source : Infront Analytics

3.2.2 Valorisation

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

	VE/CA 19	VE/CA 20	VE/EBE 19	VE/EBE 20	VE/REX 19	VE/REX 20	PE 19	PE 20
Qwamplify	1,3	1,2	7,9	7,2	8,3	7,5	10,4	8,2
1000mercis SA	0,9	0,8	6,4	5,8	10,0	8,5	14,2	11,6
Cello Health plc	0,7	0,7	8,4	7,8	11,3	10,0	13,5	12,2
4imprint Group plc	1,1	1,0	16,2	14,4	NS	15,5	23,7	21,3
Moyenne	1,0	0,9	9,7	8,8	9,9	10,4	15,4	13,4
Médiane	1,0	0,9	8,2	7,5	10,0	9,2	13,8	11,9

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

	MB 19	MB 20	EBE 19	EBE 20	REX 19	REX 20	RN 19	RN 20
HighCo	94,4	96,5	18,9	20,0	16,5	17,5	8,9	9,7
Valorisation induite	154,3	148,3	241,4	233,5	219,8	238,6	137,9	129,8
	153,4	145,7	211,6	207,6	222,8	218,3	123,6	115,9
Valorisation moyenne / action	6,71		9,97		10,03		5,66	

*estimations avant AGA

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

Appliquée à HighCo, cette méthode nous amène à mettre en œuvre une décote de taille de 3,5 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	280,3	M€
Capitalisation non corrigée de la société	181,4	M€
Rapport des capitalisations	64,7%	
Prime / Décote à appliquer	-3,5%	

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne / action	6,47	9,62	9,68	5,46
Moyenne	7,81			

Ainsi, l'approche par la méthode des multiples boursiers de sociétés comparables nous amène à une fourchette de valorisation de 5,46 € – 9,68 €, et en moyenne à un prix par action de 7,81 €. Sur la base du cours de clôture de l'action HighCo au 28 août 2019 de 5,26 €, le titre présente selon cette approche un upside de +48,4 %.

3.2.3 Méthodologie de la décote

Compte tenu de la différence éventuelle entre la capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon de comparables retenus et celle de la société à évaluer, 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%	

4 Synthèse des comptes

4.1 Compte de résultats simplifié

Au 31/12 (M€)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Marge brute	81,1	82,2	87,6	94,4	96,5	98,6
%évolution	7,5%	1,5%	6,5%	7,8%	2,2%	2,1%
%du CA	52,1%	55,1%	50,4%	52,0%	50,4%	50,4%
Charges de personnel	43,5	44,7	49,7	48,9	49,7	50,8
%de la marge brute	53,7%	54,3%	56,8%	51,8%	51,5%	51,5%
Autres charges et charges externes	18,7	22,6	19,9	25,4	25,5	25,8
%de la marge brute	23,1%	27,5%	22,7%	26,9%	26,5%	26,2%
Impôts et taxes	1,3	1,3	1,1	1,3	1,3	1,3
%de la marge brute	1,6%	1,6%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Résultat des activités ordinaires (avant AGA)	14,1	14,9	16,0	17,4	17,9	18,5
%évolution	26,5%	5,3%	8,0%	8,5%	2,9%	3,3%
%de la marge brute	17,4%	18,1%	18,3%	18,4%	18,5%	18,8%
Résultat Opérationnel (après AGA)	12,4	12,1	14,6	16,5	17,5	18,2
%de la marge brute	15,3%	14,7%	16,7%	17,5%	18,1%	18,5%
Résultat financier	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Résultat avant impôt	12,4	11,9	14,5	16,4	17,4	18,0
Impôts	4,7	-4,6	-3,9	-6,2	-6,6	-6,9
%Taux d'impôt effectif	37,9%	-38,5%	-26,7%	-38,0%	-38,0%	-38,0%
Résultat Net Part du Groupe	1,1	7,1	8,6	8,9	9,7	10,1
%évolution	-83,7%	541,4%	21,3%	3,3%	8,9%	4,4%
%de la marge brute	1,4%	8,7%	9,9%	9,5%	10,1%	10,3%
Résultat Net Part du Groupe ajusté*	8,6	8,5	9,8	10,2	10,5	10,8
%de la marge brute	10,7%	10,3%	11,1%	10,8%	10,9%	11,0%

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

4.2 Bilan – principaux agrégats

Au 31/12 (M€)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Ecarts d'acquisition	71,4	72,4	79,8	79,8	79,8	79,8
Immobilisations incorporelles	2,2	8,1	7,9	7,9	7,6	7,3
Immobilisations corporelles	2,8	2,5	2,6	2,7	2,1	1,4
Immobilisations financières	1,7	2,3	0,9	0,9	0,9	0,9
BFR	-55,7	-47,7	-51,9	-50,2	-49,3	-48,8
%de la marge brute	-68,7%	-58,0%	-59,3%	-53,2%	-51,1%	-49,5%
Dettes financières	11,9	14,2	10,6	10,8	11,0	11,2
Trésorerie et équivalents de trésorerie	61,5	60,2	62,8	66,8	73,1	80,2
Endettement net	-49,6	-45,9	-52,2	-56,0	-62,1	-69,0

4.3 Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats

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

4.4 Ratios financiers

Au 31/12 (M€)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Bénéfice net par action corrigé	0,42	0,41	0,46	0,49	0,50	0,52
%évolution	35,5%	-2,4%	12,2%	5,8%	2,8%	3,1%
Capitalisation boursière	144,2	109,9	99,1	108,9	108,9	108,9
Valeur d'entreprise*	146,0	111,6	100,9	117,0	117,0	117,0
P/E ajusté	18,9	15,4	11,5	12,2	11,2	10,7
P/CF	0,77	-0,46	0,65	0,57	0,59	0,61
Market to Book	1,97	1,83	1,42	1,32	1,14	0,99
VE / MB	1,80	1,36	1,15	1,24	1,21	1,19
VE / RAO	10,35	7,52	6,29	6,72	6,53	6,32
VE / ROC	11,76	9,22	6,89	7,09	6,68	6,43
RAO / MB	17,4%	18,1%	18,3%	18,4%	18,5%	18,8%
ROP / CA	15,3%	14,7%	16,7%	17,5%	18,1%	18,5%
RN pg / MB	1,4%	8,7%	9,9%	9,5%	10,1%	10,3%
Gearing	-67,7%	-58,0%	-61,5%	-58,9%	-58,9%	-59,3%
Capitaux engagés	22,39	37,67	39,30	41,16	41,14	40,70
RCE	34,5%	44,3%	47,1%	55,2%	58,6%	61,6%
Rentabilité des Fonds Propres	11,8%	10,7%	11,5%	10,8%	10,0%	9,3%

*retraitée du fonds de roulement de l'activité Data

5 Avertissements importants

5.1 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

5.2 Détection de conflits d'intérêts potentiels

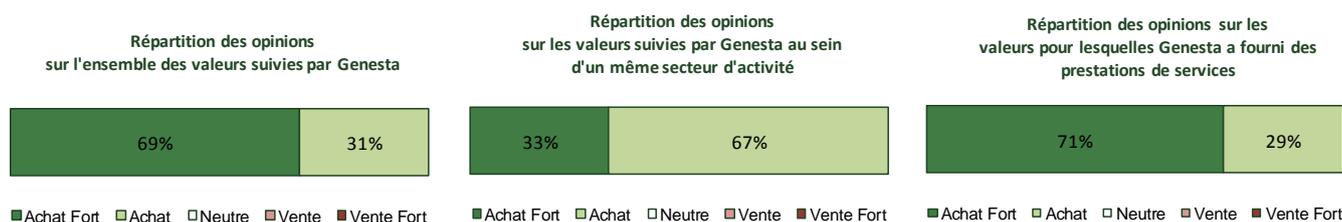
Participation de l'analyste, de Genesta et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de Genesta	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et Genesta	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et Genesta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

5.3 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
29 août 2019	Etude Semestrielle Achat Fort	7,70 €
18 juillet 2019	Flash Valeur Achat Fort	7,70 €
23 avril 2019	Flash Valeur Achat Fort	7,40 €
28 mars 2019	Etude Annuelle Achat Fort	7,40 €
24 janvier 2019	Flash Valeur Achat Fort	7,40 €
18 octobre 2018	Flash Valeur Achat Fort	7,40 €

5.4 Répartition des opinions



5.5 Avertissement complémentaire

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

Cette publication a été rédigée par 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.