

Date de première diffusion : 28 août 2020

HighCo

Une valeur qui retient toujours notre attention

Des chiffres S1 2020 naturellement impactés

Après avoir publié une MB S1 2020 de 40,4 M€, en baisse moins forte qu'attendu de -16,1 %, HighCo a présenté des résultats semestriels également en baisse et impactés par la crise sanitaire. Conformément aux attentes, le RAO ajusté s'établit à 7,03 M€ sur le semestre (vs. 12,72 M€ au S1 2019 et 17,62 M€ en FY 2019). La marge opérationnelle ajustée ressort ainsi en baisse de 900 pb à 17,4 %. Le ROC est quant à lui en repli moins important de -36,4 % à 7,63 M€, la société ayant suspendu ses plans d'attribution d'actions gratuites compte tenu du contexte. Après une charge de d'impôt de 2,78 M€, le RNPG publié ressort à 4,13 M€, soit un BNPA au S1 2020 de 0,20 € (en baisse de -36,5 % yoy).

Toujours des incertitudes pour la fin d'année

Lors de la présentation de ses résultats semestriels, le groupe est revenu sur ses perspectives à court terme. Le management anticipe ainsi 1/ un repli de la marge brute au S2 2020 supérieur à -5 %, 2/ une marge opérationnelle ajustée 2020 supérieure à 10 %, et 3/ une montée en puissance des activités digitales. Le groupe estime par ailleurs que les CAPEX de l'année se situeront entre 4 et 5 M€ (dont 3 M€ sont alloués aux réagencements des bureaux). Dans le but d'accélérer encore sa mutation digitale, qu'elle juge encore plus stratégique compte tenu des mutations observées pendant la période de confinement, HighCo indique par ailleurs poursuivre ses investissements en la matière, notamment au travers du lancement d'un start-up studio, et ce afin de favoriser la création d'entreprises par ses collaborateurs dans les métiers du data marketing notamment.

Un modèle économique éprouvé, même par temps de crise

Du haut de ses 30 années d'existence, HighCo semble bien armé pour faire face à cette crise sans précédent : bilan solide, business model éprouvé, positionnement en phase avec les enjeux du marché. Au-delà de cela, les données opérationnelles du groupe sont saines et HighCo parvient à maintenir un niveau de rentabilité nette de plus de 10 % malgré la baisse de son volume d'activité. En dépit du contexte, HighCo a effectivement fait preuve d'une certaine résilience, notamment grâce à ses activités digitales, qui ont beaucoup mieux résisté (repli limité de -9,4 % yoy). La société confirme ainsi qu'elle poursuivra ses efforts dans ce sens afin d'accentuer encore davantage son positionnement dans le Digital (priorité sera donnée à la digitalisation des coupons de réduction et des prospectus), tout en développant ses services autour de la Data.

Maintien de notre Opinion Achat Fort

Les résultats d'HighCo face aux incertitudes liées au contexte actuel démontrent encore la solidité du groupe et de son modèle. Nous maintenons nos estimations pour 2020, ainsi que notre Opinion Achat Fort, avec un TP de 6,55 €.

Raphaëlle POULAIN

Analyste Financier
rpoulain@genesta-finance.com
01.45.63.68.62

Opinion

1. Achat Fort

Cours (clôture au 26 août 2020) **4,47 €**
Objectif de cours **6,55 € (+46,6 %)**

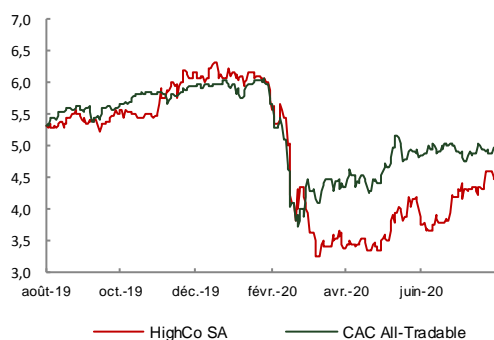
Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	HIGH.PA / HIGH:FP
Capitalisation boursière	100,2 M€
Valeur d'entreprise*	97,1 M€
Flottant	48,8 M€ (48,7 %)
Nombre d'actions	22 421 332
Volume quotidien	48 004 €
Taux de rotation du capital (1 an)	17,53%
Plus Haut (52 sem.)	6,30 €
Plus Bas (52 sem.)	3,25 €

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

Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	+6,7 %	-21,9 %	-15,7 %



Actionnariat

Flottant : 36,9 % ; WPP : 34,1 % ; GBP : 5,1 %
Autodétention : 8,1 % ; Management : 5,5 %

Agenda

MB T3 2020 publiée le 14 octobre 2020

Chiffres Clés

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
MB (M€)	87,6	95,2	82,7	88,8	95,5
Evolution (%)	6,5%	8,7%	-13,1%	7,4%	7,5%
RAO** (M€)	16,0	17,6	9,6	12,2	16,5
ROP (M€)	14,6	16,7	9,3	11,6	15,5
Marge sur RAO (%)	18,3%	18,5%	11,6%	13,7%	17,2%
RN pg ajusté (M€)	9,8	9,7	5,2	6,9	9,8
BPA ajusté	0,42	0,45	0,25	0,33	0,47

**avant AGA

Ratios

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
VE / MB	1,2	1,0	1,2	1,1	1,0
VE / RAO	6,3	5,5	10,1	8,0	5,9
VE / ROP	6,9	5,8	10,5	8,3	6,3
P / E ajusté	11,5	9,9	NA	14,7	10,5
Gearing (%)	-62%	-70%	-72%	-72%	-74%
Dettes nette/RAO	-3,3	-3,5	-7,0	-6,0	-5,0
RCE (%)	47,1%	68,2%	39,5%	51,6%	72,3%

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

Présentation de la société

Un acteur incontournable de la communication opérationnelle

HighCo est un acteur majeur des services marketing promotionnels en France et en Europe (principalement au Benelux), à destination des marques industrielles et des enseignes de la grande distribution. Le positionnement du groupe sur des prestations hors-média, sur le secteur de l'alimentaire, et 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 et la Data occupent aujourd'hui une place centrale dans la stratégie d'HighCo en représentant près de 56,2 % de son activité en 2019, et près de 60 % au S1 2020. 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 82,7 M€ pour 2020E (soit une baisse de -13,1 % yoy) et à 88,8 M€ pour 2021E. Notre anticipation de RAO, rapportée à la marge brute, ressort à 11,6 % en 2020E et à 13,7 % en 2021E. L'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources de 13,5 %, valorise le titre HighCo à 6,12 € par action.

Comparables

HighCo 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.
- Ad Pepper Media group : Créée en 1999, le groupe est un pionnier du marketing sur internet et s'est spécialisé dans le marketing à la performance.
- Artefact (ex-NetBooster) : agence globale en marketing digital spécialisée dans la Data.

L'approche par les multiples boursiers nous conduit à une valorisation de l'action HighCo de 7,43 €.

Nous avons choisi de surpondérer la valorisation par DCF (2/3) par rapport à celle des comparables (1/3). Notre objectif de cours ressort ainsi à 6,55 € 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)
- Impact COVID-19 pouvant induire des reports ou annulation de campagnes de la part des clients d'HighCo

Synthèse et Opinion

Des chiffres S1 2020 logiquement impactés

HighCo a présenté des résultats S1 2020 en baisse et logiquement impactés par la crise sanitaire :

- MB en baisse de -16,1 % à 40,42 M€ ;
- RAO de 7,0 M€, soit une marge opérationnelle de 17,4 %, en baisse de -44,7 % yoy.

Cependant, les informations communiquées par le management pour l'avenir ne nous semblent pas catastrophiques, loin de là : légère hausse de l'activité sur le mois de juin (+2,7 % yoy), mise en avant de l'offre digitale, confiance renouvelée des clients historiques. En outre, HighCo devrait demeurer largement bénéficiaire sur l'ensemble de l'exercice, sa solidité devant lui permettre de résister, voire de tirer son épingle du jeu face aux acteurs plus traditionnels.

Enjeux

Dans ce contexte de crise sanitaire et économique, le pari de la digitalisation d'HighCo porte déjà ses fruits. En effet, même si la croissance du groupe est obérée, HighCo dispose d'une stratégie et d'une offre digitale et mobile d'ores et déjà capable de répondre efficacement aux attentes des consommateurs et des marques. Conscient des bouleversements profonds et majeurs générés par cette crise sans précédent, et notamment au niveau du e-commerce alimentaire, HighCo souhaite accélérer sa mutation digitale en stimulant l'innovation avec la création de son start-up studio Retail Tech.

Opinion Achat Fort

HighCo a été fortement pénalisé par la crise depuis le début de l'année ; et malgré un certain rattrapage depuis le mois de juin, la valeur affiche toujours un retard par rapport aux principaux indices. Avec un objectif de cours de 6,55 €, le titre dispose d'une upside de +46,6 %. 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 2020 et perspectives FY 2020.....	9
2.1	Retour sur les résultats S1 2020	9
2.2	Perspectives 2020	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, qui vient de fêter ses 30 ans d'existence, propose des solutions de marketing promotionnel aux annonceurs, marques de grande consommation d'une part et enseignes de la grande distribution d'autre part. Les activités de la société se concentrent autour de 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

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

- les **webcoupons**, sur lesquels HighCo occupe la place de leader en Europe. Ces coupons de première génération tendent à être remplacés par le load-to-card et les m-coupons ;
- les coupons **load to card et drive** permettent de connecter le programme de fidélisation d'une marque avec différentes enseignes. Ces coupons de nouvelle génération connaissent toujours une forte croissance, qui devrait encore d'accentuer ;
- le **mobile**, avec les m-coupons, les push SMS et les notifications ;
- les **réseaux sociaux**, grâce à la prise de participation dans la société Milky. HighCo travaille notamment pour des clients comme Carrefour Voyages, Carrefour Drive, Clarins, ou encore le site eBay ;
- les **e-coupons** pour e-marchand.

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

LES SOLUTIONS IN-STORE

Les solutions digitales in-store du groupe sont :

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

Les solutions in-store papier restent, pour le moment, majoritaires malgré une place de plus en plus importante du Digital, qu'HighCo souhaite encore accentuer.

LES SOLUTIONS DE GESTION DEMATERIALISÉE

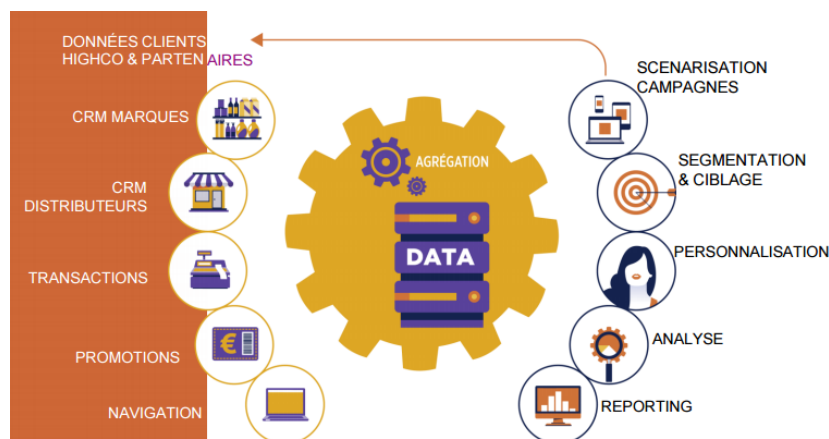
La gestion des datas tend de plus en plus à se dématérialiser, notamment sur le traitement dématérialisé des coupons et les opérations d'Offres De Remboursement digitales. Ainsi,

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

Aujourd'hui, la part du Digital dans les solutions DATA représente environ 40 %.

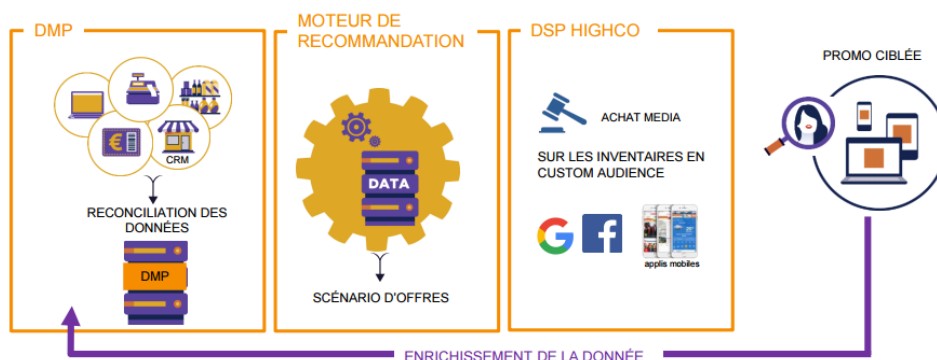
DES SOLUTIONS QUI S'ARTICULENT AUTOUR DE LA COLLECTE ET DE L'EXPLOITATION DE LA DATA

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.



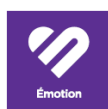
Source : HighCo

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, et notamment dans le secteur alimentaire. Ce positionnement ciblé permet à la société d'adresser un marché représentant la majeure partie des dépenses globales de communication, regroupant d'une part, les dépenses en communication des marques, et, d'autre part, les investissements publicitaires des enseignes de la grande distribution.

...QUI SE DIGITALISE À GRANDE VITESSE

Avec une part de marché toujours en hausse, le digital est aujourd'hui le premier vecteur de communication publicitaire en France, après avoir dépassé la presse et la TV. 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 *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 programmation sur mobile.

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

1.3 Un positionnement résolument Digital

UNE STRATÉGIE PROACTIVE DE DÉVELOPPEMENT 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 59,3 % de la marge brute totale au S1 2020 (56,2 % en 2019 FY et 54,8 % au S1 2019).

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 MARCHÉ

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 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.

UNE SOIF D'INNOVATION ACCENTUÉE PAR LA CRISE SANITAIRE

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

HighCo souhaite ainsi être partie prenante dans la digitalisation de l'émission et du traitement des coupons, ainsi que dans celle du prospectus papier. Dans cette perspective, HighCo a lancé, en début d'année 2020 « HighCo Venturi », un dispositif d'innovation Retail Tech. Ce dispositif a pour ambition de créer 3 à 5 start-ups dans les 5 prochaines années sur des sujets au cœur des problématiques du commerce, tout en permettant à HighCo de conserver ses jeunes talents. Plus particulièrement, il s'agit de donner aux salariés du groupe les moyens d'entreprendre en bénéficiant de l'appui des services centraux et du réseau de la société. À ce jour, le management indique que 7 dossiers ont été remontés par les collaborateurs.

2 Résultats S1 2020 et perspectives FY 2020

2.1 Retour sur les résultats S1 2020

UN DÉBUT D'ANNÉE LOGIQUEMENT IMPACTÉ PAR LA CRISE SANITAIRE

Le début de l'exercice 2020 a été logiquement marqué par la crise de la Covid-19, crise sans précédent, sanitaire, économique et sociale. L'épidémie a eu un impact significatif sur l'ensemble des clients de HighCo :

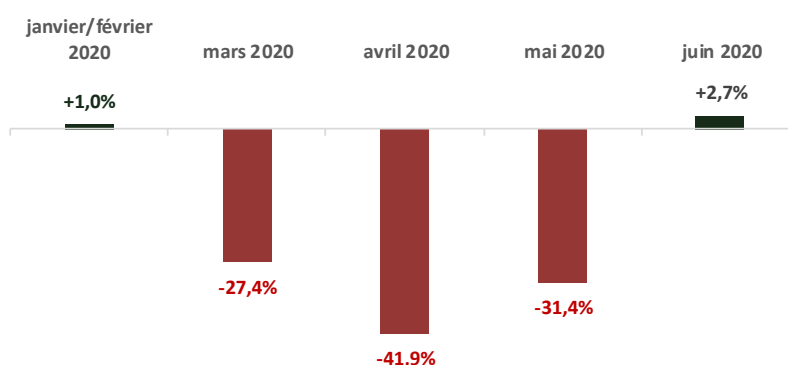
- Les grandes surfaces spécialisées (GSS) - environ 20 % des activités du Groupe, sont restées fermées pendant toute la durée du confinement entraînant un arrêt ou des reports des campagnes de communication ou d'activation in-store ;
- Les grandes surfaces alimentaires (GSA) et marques de grande consommation se sont quant à elles focalisées sur leurs fondamentaux (approvisionnement, logistique, gestion des ressources humaines en magasin). Pour HighCo, cela s'est traduit par 1/ une diminution des campagnes de communication et de promotion in-store et drive to store, et 2/ un développement des solutions digitales mobiles (applications mobiles et push SMS).

Au niveau des chiffres, HighCo a publié :

- un niveau de MB en retrait de -10,3 % à PCC à 20,79 M€ au T1 2020 ;
- une MB meilleure qu'attendu de 19,63 M€ en baisse de -21,6 % yoy au T2 2020.

À noter : après une baisse de -27,4 % au mois de mars, et malgré les fortes baisses enregistrées aux mois d'avril et de mai de respectivement de -41,9 % et de -31,4 %, le mois de juin a enregistré une hausse de +2,7 % et le mois de juillet a été stable.

Évolution de la MB mensuelle de mars 2020 à juin 2020



Source : HighCo

Au total, la MB du S1 2020 ressort à 40,42 M€, en repli de - 16,1 % yoy.

Sur la période, et sans grande surprise, le Digital a permis de limiter l'impact de la crise sanitaire sur les activités du groupe (baisse limitée de -9,4 % yoy pour une part de 63,9 % dans le total de la MB groupe).

Dans le détail, par zone géographique sur le semestre :

- La France (76,6 % de la MB totale) affiche une MB de 30,95 M€, en baisse de -14,8 % yoy. Cette zone a par ailleurs bénéficié d'un rebond de sa MB de +7,0 % au mois de juin 2020.
- L'International (23,4 % de la MB totale) est en repli plus tangible de -20,3 % à 9,47 M€, notamment en raison d'une baisse de -21,3 % au Bénélux.

Marge Brute de HighCo, en M€

MB en M€	2019 publié	2019 PCC	2020	Δ (en %)	Δ (en %) PCC
T1	23,17	23,17	20,79	-10,3 %	-10,3 %
T2	25,03	25,03	19,63	-21,6 %	-21,6 %
S1	48,20	48,20	40,42	-16,1 %	-16,1 %

Source : HighCo

MESURES ENGAGÉES FACE À LA CRISE

HighCo a mis en œuvre les différents dispositifs proposés par le gouvernement permettant une certaine atténuation de l'impact sur les charges opérationnelles et des décalages de décaissements de trésorerie (report de paiement des charges fiscales et sociales – 2,9 M€ sur la période, mise en place du chômage partiel pour environ 35 % de la masse salariale, soit 1,9 M€ sur la période).

La société a par ailleurs obtenu un prêt garanti par l'Etat à hauteur de 30 M€, et pour le moment non utilisé.

REPLI DU RÉSULTAT OPÉRATIONNEL

Comme anticipé lors de la publication de sa MB T2 2020, le Groupe enregistre un fort repli du RAO ajusté à 7,03 M€ (-44,7 % yoy) avec une marge opérationnelle ajustée de 17,4 % (vs RAO ajusté S1 2019 de 12,72 M€ et une marge opérationnelle ajustée S1 2019 de 26,4 %).

Les résultats d'HighCo sont évidemment impactés par la baisse de MB enregistrée au cours du semestre du fait de la crise, et ce malgré une baisse de -5,9 % du montant des charges d'exploitation qui ont notamment bénéficié des mesures de chômage partiel pour 1,9 M€.

Au niveau géographique, la France performe beaucoup mieux que l'International et affiche une marge opérationnelle de 20,9 %.

Rentabilité opérationnelle par zone géographique, en M€

	S1 2017	S1 2018 publié	S1 2019	S1 2020	% Var 2020 / 2019
MB	42,3	43,2	48,2	40,4	-16,1%
Dont France	30,0	31,5	36,3	31,0	-14,8%
Dont International	12,3	11,7	11,9	9,5	-20,3%
RAO	10,9	11,3	12,7	7,0	-44,7%
Dont France	9,9	10,2	11,1	6,5	-41,8%
Dont International	1,0	1,2	1,6	0,6	-65,4%
Marge Opérationnelle ajustée	25,7%	26,2%	26,4%	17,4%	-900 pb
Dont France	32,9%	32,3%	30,6%	20,9%	-970 pb
Dont International	8,2%	10,0%	13,4%	5,8%	-760 pb

Source : HighCo

Le résultat opérationnel courant ajusté, après comptabilisation de charges de restructuration stables de 0,18 M€ ressort à 7,63 M€, en baisse moins notable que le RAO (-36,4 % yoy) du fait d'une reprise de provision sur les plans d'actions gratuites (produit de 0,78 M€ vs. une charge de 0,55 M€ au S1 2019).

Après notamment un résultat financier de -0,14 M€, une charge d'impôts en baisse à 2,78 M€ (vs. 4,52 M€ au S1 2019), le résultat net part du groupe est en repli de -37,0 % à 4,13 M€ (vs. 6,56 M€ au S1 2019). Le résultat net part du groupe ajusté ressort quant à lui en baisse de -48,7 % à 3,57 M€.

Le BNPA ressort à 0,20 € par titre, en baisse de -36,5 % par rapport au S1 2019.

Compte de résultat simplifié S1 2020 de HighCo

en M€	S1 2018	S1 2019	S1 2020	en % de var. S1 2019	
Marge Brute	43,20	48,20	40,42	-16,1 %	Baisse de la MB, impactée par la crise sanitaire
Charges indirectes	31,88	35,48	33,39	-5,9 %	Des charges bénéficiant des mesures de chômage partiel
RAO ajusté	11,32	12,72	7,03	-44,7 %	RAO en baisse
<i>en % de la MB</i>	<i>26,2%</i>	<i>26,4%</i>	<i>17,4%</i>	<i>-900 pbs</i>	
Charges de restructuration	0,24	0,17	0,18	+5,9 %	
ROC ajusté	11,08	12,55	6,85	-45,4 %	
<i>en % de la MB</i>	<i>25,6%</i>	<i>26,0%</i>	<i>16,9%</i>	<i>-908 pbs</i>	Reprise de provisions sur les plans d'attribution d'actions gratuites
Coût des plans d'attribution d'actions gratuites	0,81	0,55	-0,78	ns	
ROP	10,27	12,00	7,63	-36,4 %	
<i>en % de la MB</i>	<i>23,8%</i>	<i>24,9%</i>	<i>18,9%</i>	<i>-601 pbs</i>	
Coût de l'endettement financier net & Autres pdts / charges financiers	-0,09	-0,24	-0,14	-41,7 %	
Impôt	-2,38	-4,52	-2,78	-38,5 %	
Quote-part des entreprises associées	0,15	0,04	0,04	+0,0 %	
Résultat net des activités arrêtées ou en cours de cession	-0,77	0,00	0,00	#DIV/0!	
RNPG	6,43	6,56	4,13	-37,0 %	Résultats globalement en baisse, mais rentabilité préservée sur le semestre avec une rentabilité nette de plus de 10%
<i>en % de la MB</i>	<i>14,9%</i>	<i>13,6%</i>	<i>10,2%</i>	<i>-338 pbs</i>	
RNPG ajusté	7,79	6,96	3,57	-48,7 %	
<i>en % de la MB</i>	<i>18,0%</i>	<i>14,4%</i>	<i>8,8%</i>	<i>-560 pbs</i>	

Source : HighCo

Dotée d'une situation financière solide, le cash net à fin juin 2020, hors PGE et ressource nette en fonds de roulement, est en hausse de +4,8 M€ par rapport à fin décembre 2019 à 8,0 M€ (dont 2,9 M€ liés aux décalages de paiements des charges fiscales et sociales). L'excédent net de trésorerie, incluant donc la ressource en fonds de roulement des activités DATA, s'établit à 71,5 M€ au 30 juin 2020 contre 62,5 M€ au 31 décembre 2019.

Au titre du S1 2020, le groupe a dégagé une CAF de 8,3 M€ (elle était de 15,2 M€ au S1 2019).

Après une variation positive du BFR (+4,2 M€), des CAPEX de 1,9 M€, la trésorerie nette du groupe ressort en hausse à 71,5 M€ au 30 juin 2020 (vs. 62,5 M€ au 31 décembre 2019). Elle est constituée d'une trésorerie brute de 106,5 M€ et d'une dette financière brute en hausse à 35,0 M€ incluant le PGE souscrit pour 30 M€.

2.2 Perspectives 2020

Dans le cadre de la publication de sa MB T2 2020, HighCo avait fait preuve de prudence en termes de guidance et tablait sur une marge opérationnelle ajustée S1 2020 de l'ordre de 17 %, qui s'est finalement établie à 17,4 %. Elle avait également indiqué anticiper un repli de ses activités supérieur à -5 % sur le S2 2020. Ce point a été confirmé par le management. La société a par ailleurs indiqué que la marge opérationnelle devrait être supérieure à 10 % sur l'ensemble de l'exercice.

HighCo prévoit par ailleurs des CAPEX en hausse et compris entre 4,0 et 5,0 M€ pour 2020, dont 3,0 M€ alloués au réaménagement des locaux de Paris et d'Aix. Comme déjà indiqué, le programme de rachat d'actions est suspendu.

Des ressources seront également allouées au start-up studio HighCo Venturi créé par le groupe.

2.3 Prévisions

Les suites de la crise devraient continuer d'impacter HighCo sur les prochains semestres. Un impact qui devrait affecter aussi bien la France que l'International, mais dans une moindre mesure. Le repli sera par ailleurs plus ou moins marqué en fonction des activités. Ainsi, les activités digitales et mobiles pourraient maintenir la tendance positive observée au cours des derniers mois.

Suite à cette publication, nous maintenons nos anticipations de MB pour 2020 à 82,7 M€, et maintenons nos objectifs de marge sur RAO à 11,6 % pour l'exercice.

Pour 2021, nous prévoyons une croissance prudente de ces principaux indicateurs, un retour proche de la « normale » étant prévu pour 2022.

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						2,60%

* Il convient de noter que les critères de taille de revenus comme de rentabilité opérationnelle sont appréciés par rapport à l'agrégat de marge brute de la société, indicateur opérationnel principal du groupe.

Par conséquent, sur la base d'un taux sans risque négatif de -0,1 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source : Agence France Trésor), d'une prime de marché de 9,3 %, d'un beta de la société de 1,18, d'une prime de risque Small Caps de 2,60 % et de l'endettement net négatif de la société au 30 juin 2020, le taux d'actualisation s'élève à 13,5 %.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
-0,1%	9,3%	1,18	2,6%	15,9%	0,0%	0%	28,0%	13,5%

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€) :

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029e
Marge Brute	95,2	82,7	88,8	95,5	96,5	97,5	98,4	99,4	100,4	101,4	102,4
Excédent brut d'exploitation	23,7	15,4	18,2	22,6	22,6	22,6	22,7	22,7	22,7	22,7	22,7
Impôt	5,8	3,2	4,0	5,4	6,2	6,3	6,5	6,6	6,7	6,8	7,0
Investissements	3,0	1,0	3,0	4,0	4,2	4,5	4,8	5,0	5,3	5,4	5,5
Variation de BFR		0,9	0,6	0,3	1,8	1,9	2,2	2,2	2,3	2,3	2,4
FCF opérationnels		10,4	10,7	12,9	10,4	10,0	9,2	8,8	8,4	8,1	7,8
FCF opérationnels actualisés		9,9	8,9	9,5	6,7	5,7	4,6	3,9	3,3	2,8	2,4

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		57,7	73,7%
Période 11-20 ans	2,0%	13,3	17,0%
Taux de croissance à l'infini	1,5%	7,3	9,3%
Total		78,3	100,0%
dont valeur terminale		20,6	26,3%

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de HighCo ressort à 78,3 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)	57,7
+ Valeur terminale actualisée	20,6
+ Titres financiers	0,6
+ Titres mis en équivalences	0,0
- Provisions	1,9
- Endettement financier net	-62,4
- Minoritaires	2,3
= Valeur des Capitaux Propres pdg	137,1
Nombre d'actions	22,421
Valeur par action	6,12

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 6,12 € soit un potentiel d'appréciation de la valeur selon cette méthode de +36,8 % par rapport au cours de clôture du 26 août 2020 de 4,47 €.

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

		Taux de croissance à l'infini				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
CMPC	12,5%	6,25	6,26	6,28	6,30	6,32
	13,0%	6,17	6,18	6,20	6,21	6,23
	13,5%	6,09	6,10	6,12	6,13	6,15
	14,0%	6,01	6,03	6,04	6,05	6,07
	14,5%	5,94	5,95	5,96	5,98	5,99

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

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

Auparavant intégrée à notre échantillon, la société Tessi a fait l'objet d'une offre publique de rachat et n'est plus suivie par aucun bureau d'analyse. Prismaflex n'est plus retenue, cette société ne disposant pas de consensus. En outre, malgré la comparabilité des activités, nous n'avons pas intégré à notre échantillon la société Media 6, celle-ci ne disposant pas non plus de consensus.

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

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

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

Artefact (ex-NetBooster) : Artefact est une agence globale en marketing digital spécialisée dans la Data. Le groupe, grâce à ses 800 collaborateurs dans 12 pays, propose des offres centrées sur 1/ le conseil en Data, 2/ le Data marketing, et 3/ l'activation digitale. Artefact dispose par ailleurs de deux plates-formes technologiques exclusives pour le Data Consulting et pour le Data Marketing.

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

	CA 19	CA 20	CA 21	EBE 19	EBE 20	EBE 21	REX 19	REX 20	REX 21	RN 19	RN 20	RN 21
Qwamplify	25,0	24,7	28,6	5,5	2,0	3,2	3,3	1,7	3,0	2,7	2,8	2,0
Cello Health plc	202,9	165,0	173,6	16,5	16,9	18,0	2,6	14,8	15,7	-1,1	NA	NA
4imprint Group plc	770,3	472,8	618,4	52,6	11,8	27,8	48,8	7,6	23,5	38,2	5,8	18,2
1000mercis SA	69,2	53,4	65,6	7,4	1,6	6,5	2,9	NA	NA	2,5	-1,5	2,4
Artefact SA	70,3	73,7	82,6	0,7	6,5	9,1	-7,3	2,7	5,2	-15,2	0,8	2,6
ad pepper media International N.V.	21,8	24,2	27,1	3,7	4,6	5,9	2,7	3,68	4,8	1,4	1,9	2,6

Source : Infront Analytics

	Capitalisation	Dettes nettes	Minoritaires	VE
Qwamplify	33,3	0,6	1,0	35,0
Cello Health plc	197,3	4,2	0,0	201,5
4imprint Group plc	653,4	-35,0	0,0	618,4
1000mercis SA	49,5	4,0	0,0	53,5
Artefact SA	74,5	9,8	0,0	84,3
ad pepper media International N.V.	71,8	-25,2	0,0	46,6

Source : Infront Analytics

3.2.2 Valorisation

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

	VE/CA 20	VE/CA 21	VE/EBE 20	VE/EBE 21	VE/REX 20	VE/REX 21	PE 20	PE 21
Qwamplify	1,4	1,2	NA	10,4	NA	11,3	11,3	16,2
Cello Health plc	1,2	1,2	11,9	11,2	13,6	12,8	NA	NA
4imprint Group plc	1,3	1,0	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1000mercis SA	1,0	0,8	NA	8,2	NA	NA	NA	21,0
Artefact SA	1,1	1,0	12,3	8,8	NA	15,4	NA	NA
ad pepper media International N.V.	1,9	1,7	10,2	7,9	12,7	9,7	NA	NA

1,3	1,3	1,1	11,5	9,3	13,1	12,3	11,3	18,6
1,3	1,3	1,1	11,9	8,8	13,1	12,1	11,3	18,6

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 20	MB 21	EBE 20	EBE 21	REX 20	REX 21	RN 20	RN 21
HighCo	82,7	88,8	15,4	18,2	9,3	11,6	4,8	6,3
Valorisation induite	168,1	160,3	235,7	228,7	181,3	202,7	54,0	117,2
	163,8	155,2	242,8	219,0	181,3	199,6	54,0	117,2
Valorisation moyenne / action	7,22		10,33		8,53		3,82	

*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 0,6 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	178,7	M€
Capitalisation non corrigée de la société	167,5	M€
Rapport des capitalisations	93,7%	
Prime / Décote à appliquer	-0,6%	

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne / action	7,17	10,26	8,48	3,79
Moyenne	7,43			

Ainsi, l'approche par la méthode des multiples boursiers de sociétés comparables nous amène à une fourchette de valorisation de 3,79 € – 10,26 €, et en moyenne à un prix par action de 7,43 €. Sur la base du cours de clôture de l'action HighCo au 26 août 2020 de 4,47 €, le titre présente selon cette approche un upside de +66,1 %.

3.2.3 Méthodologie de la décote

Compte tenu de la différence éventuelle entre la capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon de comparables retenus et celle de la société à évaluer, 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	2019	2020E	2021E	2022E
Marge brute	81,1	82,2	87,6	95,2	82,7	88,8	95,5
%évolution	7,5%	1,5%	6,5%	8,7%	-13,1%	7,4%	7,5%
%du CA	52,1%	55,1%	50,4%	54,2%	54,2%	50,4%	150,4%
Charges de personnel	43,5	44,7	49,7	53,5	50,2	52,6	53,6
%de la marge brute	53,7%	54,3%	56,8%	56,2%	60,7%	59,2%	56,1%
Autres charges et charges externes	18,7	22,6	19,9	16,8	16,1	16,9	17,7
%de la marge brute	23,1%	27,5%	22,7%	17,6%	19,4%	19,0%	18,5%
Impôts et taxes	1,3	1,3	1,1	1,3	1,1	1,2	1,2
%de la marge brute	1,6%	1,6%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Résultat des activités ordinaires (avant AGA)	14,1	14,9	16,0	17,6	9,6	12,2	16,5
%évolution	26,5%	5,3%	8,0%	9,9%	-45,4%	26,6%	35,2%
%de la marge brute	17,4%	18,1%	18,3%	18,5%	11,6%	13,7%	17,2%
Résultat Opérationnel (après AGA)	12,4	12,1	14,6	16,7	9,3	11,6	15,5
%de la marge brute	15,3%	14,7%	16,7%	17,5%	11,2%	13,1%	16,3%
Résultat financier	-0,1	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Résultat avant impôt	12,4	11,9	14,5	16,2	8,9	11,3	15,1
Impôts	4,7	-4,6	-3,9	-5,8	-3,2	-4,0	-5,4
%Taux d'impôt effectif	37,9%	-38,5%	-26,7%	-35,6%	-35,6%	-35,6%	-35,6%
Résultat Net Part du Groupe	1,1	7,1	8,6	9,3	4,8	6,3	8,8
%évolution	-83,7%	541,4%	21,3%	7,8%	-48,8%	31,8%	39,9%
%de la marge brute	1,4%	8,7%	9,9%	9,8%	5,8%	7,1%	9,2%
Résultat Net Part du Groupe ajusté*	8,6	8,5	9,8	9,7	5,2	6,9	9,8
%de la marge brute	10,7%	10,3%	11,1%	10,1%	6,3%	7,8%	10,3%

*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	2019	2020E	2021E	2022E
Ecarts d'acquisition	71,4	72,4	79,8	79,8	79,8	79,8	79,8
Immobilisations incorporelles	2,2	8,1	7,9	9,5	7,8	6,4	5,0
Immobilisations corporelles	2,8	2,5	2,6	2,8	2,3	1,9	1,6
Immobilisations financières	1,7	2,3	0,9	1,2	1,2	1,2	1,2
BFR	-55,7	-47,7	-51,9	-60,4	-59,5	-59,0	-58,7
%de la marge brute	-68,7%	-58,0%	-59,3%	-63,4%	-72,0%	-66,4%	-61,4%
Dettes financières	11,9	14,2	10,6	7,3	34,3	5,5	5,7
Trésorerie et équivalents de trésorerie	61,5	60,2	62,8	69,8	102,1	79,0	87,6
Endettement net	-49,6	-45,9	-52,2	-62,5	-67,8	-73,5	-81,9

4.3 Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats

Au 31/12 (M€)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
CAF	17,2	-10,3	14,6	17,3	11,4	13,6	17,0
Investissements	1,1	1,1	2,6	3,0	1,0	3,0	4,0
%de la marge brute	1,3%	1,3%	2,9%	3,2%	1,2%	3,4%	4,2%
Variation du BFR	-3,4	6,0	-5,3	-8,5	0,9	0,6	0,3
Flux de trésorerie d'exploitation net	13,0	-17,3	17,4	22,9	9,5	10,0	12,7

4.4 Ratios financiers

Au 31/12 (M€)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Bénéfice net par action corrigé	0,42	0,41	0,42	0,45	0,25	0,33	0,47
%évolution	35,5%	-2,4%	2,4%	7,1%	-44,4%	32,9%	41,9%
Capitalisation boursière	144,2	109,9	99,1	92,2	92,2	92,2	92,2
Valeur d'entreprise*	146,0	111,6	100,9	97,1	97,1	97,1	97,1
P/E ajusté	18,9	15,4	11,5	9,9	19,3	14,7	10,5
P/CF	0,77	-0,46	0,65	0,77	0,51	0,61	0,76
Market to Book	1,97	1,83	1,42	1,11	1,04	0,95	0,85
VE / MB	1,80	1,36	1,15	1,02	1,17	1,09	1,02
VE / RAO	10,35	7,52	6,29	5,51	10,09	7,97	5,90
VE / ROC	11,76	9,22	6,89	5,83	10,46	8,34	6,25
RAO / MB	17,4%	18,1%	18,3%	18,5%	11,6%	13,7%	17,2%
ROP / CA	15,3%	14,7%	16,7%	17,5%	11,2%	13,1%	16,3%
RN pg / MB	1,4%	8,7%	9,9%	9,8%	5,8%	7,1%	9,2%
Gearing	-67,7%	-58,0%	-61,5%	-69,9%	-71,6%	-72,4%	-73,5%
Capitaux engagés	22,39	37,67	39,30	32,88	31,54	30,32	28,94
RCE	34,5%	44,3%	47,1%	68,2%	39,5%	51,6%	72,3%
Rentabilité des Fonds Propres	11,8%	10,7%	11,5%	10,8%	5,5%	6,8%	8,8%

*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

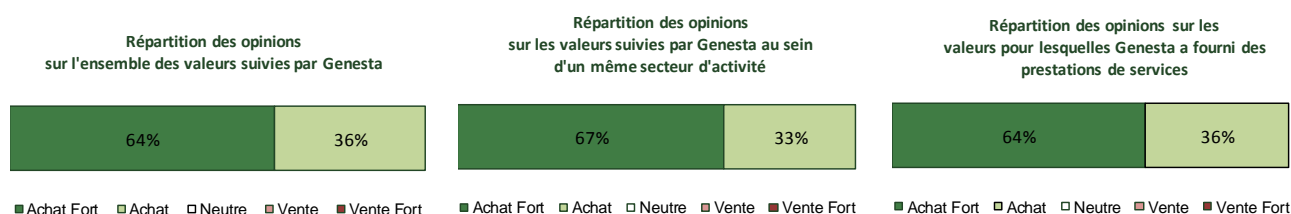
Participation de l'analyste, de Genesta et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de Genesta	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et Genesta	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et Genesta	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
28 août 2020	Étude Semestrielle Achat Fort	6,55 €
20 juillet 2020	Flash Valeur Achat Fort	6,45 €
23 avril 2020	Flash Valeur Suspendu / Covid-19	Suspendu / Covid-19
26 mars 2020	Flash Valeur Suspendu / Covid-19	Suspendu / Covid-19
23 janvier 2020	Flash Valeur Achat Fort	7,80 €
17 octobre 2019	Flash Valeur Achat Fort	7,80 €
29 août 2019	Étude Semestrielle Achat Fort	7,70 €

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.