

Date de première diffusion : 30 août 2021

HighCo

Un beau premier semestre !

Hausse de la rentabilité au S1 2021

Après avoir publié une MB S1 2021 de 37,80 M€, en progression de +5,1 % grâce à un rebond plus marqué qu'attendu au T2 2021, HighCo a présenté des résultats semestriels en nette hausse yoy.

Cette croissance d'activité, alliée à une bonne maîtrise des charges, permet à HighCo d'afficher un RAO ajusté à 9,50 M€ sur le semestre (vs. 7,65 M€ au S1 2020 retraité de la cession de HighCo Shelf Service). Par rapport au S1 2020 retraité, la marge opérationnelle ajustée ressort ainsi en augmentation de 380 pbs à 25,1 %. Le ROC ajusté est également en hausse de +24,2 % à 9,28 M€. Après une charge d'impôt stable de 2,72 M€, le RNPG ajusté ressort à 5,87 M€, soit un BNPA au S1 2021 de 0,28 € en hausse de +38,0 % par rapport au S1 2020 retraité.

Poursuite de la stratégie d'innovation

Très attentif aux bouleversements du marché du retail et aux nouveaux modes de consommation, HighCo poursuit sa stratégie d'innovation matérialisée par le lancement, il y a 18 mois, de son start-up studio HighCo Venturi (qui compte actuellement une quarantaine de collaborateurs). Trois projets sont aujourd'hui lancés : 1/ HighCo Nifty : le coupon de réduction Mobile universel, 2/ HighCo Coupon [AI] : le e-coupon intelligent, et 3/ HighCo Flowcart : le prospectus dématérialisé. De nouveaux projets sont également en cours d'étude. Au global, le groupe prévoit un plan d'investissement de 10 M€ pour le lancement de 5 start-up, dont 4 M€ d'OPEX uniquement sur l'exercice 2021 (2 M€ ayant déjà été investis sur le S1 2021).

Guidances

Lors de la présentation de ses résultats semestriels, le groupe est revenu sur ses perspectives à court terme, et notamment en termes de guidances. Le management anticipe ainsi 1/ une légère croissance de sa MB au S2 2021, et 2/ une forte hausse de la marge opérationnelle ajustée 2021, supérieure à 19 %, (vs. supérieure à 17 % initialement). Il est également à noter que les initiatives lancées au travers d'HighCo Venturi ne seront pas contributrices en MB en 2021, mais qu'elles devraient commencer à contribuer à compter de 2022 pour avoir une incidence sur la croissance à compter de 2023.

Tenant compte de ces éléments, nous revoyons légèrement à la baisse nos anticipations en termes de CA et rehaussons nos niveaux de marge opérationnelle pour 2021 et les prochains exercices.

Opinion Achat avec un Target Price de 7,50 €

Nous restons confiants dans la solidité du business model d'HighCo et de ses équipes. Compte tenu de la hausse du cours, nous adoptons une Opinion Achat avec un TP relevé à 7,50 € (vs. 7,35 € antérieurement).

Raphaëlle POULAIN

Analyste Financier
rpoulain@genesta-finance.com
01.45.63.68.62

Opinion

Cours (clôture au 26 août 2021)

Objectif de cours

2. Achat

6,08 €

7,50 € (+23,3 %)

Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	HIGH.PA / HIGH.FP
Capitalisation boursière	136,3 M€
Valeur d'entreprise*	133,2 M€
Flottant	66,4 M€ (48,7 %)
Nombre d'actions	22 421 332
Volume quotidien	56 548 €
Taux de rotation du capital (1 an)	15,18 %
Plus Haut (52 sem.)	5,98 €
Plus Bas (52 sem.)	4,21 €

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

Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	+8,2 %	+12,2 %	+36,0 %



Actionnariat

Flottant : 36,5 % ; WPP : 34,1 % ; Eximium : 10,3 %
Autodét : 8 % ; Management : 6 % ; GBP : 5,1 %

Agenda

MB T3 2021 publiée le 20 octobre 2021

Chiffres Clés

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
MB (M€)	95,2	74,2	77,0	80,2	83,7
Evolution (%)	8,7%	-22,1%	3,8%	4,1%	4,4%
RAO** (M€)	17,6	12,2	14,6	15,3	16,0
ROP (M€)	16,7	12,2	13,8	14,5	14,5
Marge sur RAO (%)	18,5%	16,4%	19,0%	19,1%	19,1%
RN pg ajusté (M€)	9,7	5,8	8,3	8,7	9,1
BPA ajusté	0,45	0,28	0,40	0,41	0,43

**avant AGA

Ratios

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
VE / MB	1,4	1,8	1,7	1,7	1,6
VE / RAO	7,6	10,9	9,1	8,7	8,3
VE / ROP	8,0	10,9	9,6	9,2	9,2
P / E ajusté	14,6	25,1	16,8	16,0	16,7
Gearing (%)	-70%	-84%	-84%	-79%	-74%
Dettes nette/RAO	-3,5	-6,3	-5,7	-5,6	-5,5
RCE (%)	68,4%	64,1%	92,3%	98,0%	96,3%

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

Expert en data marketing et en communication

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

Une offre en 4 axes

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

Le Digital au cœur de la stratégie

Le Digital et la Data occupent aujourd'hui une place centrale dans la stratégie d'HighCo en représentant plus de 67 % de son activité en 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 77 M€ pour 2021E (soit une hausse de +3,8 %) et à 80,2 M€ pour 2022E. Notre anticipation de RAO, rapportée à la marge brute, ressort à 19,0 % en 2021E et à 19,1 % en 2022E. L'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources de 10,3 %, valorise le titre HighCo à 6,94 € 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.
- 4imprint, distributeur de produits promotionnels basé à Londres. Elle a des bureaux aux États-Unis, au Royaume-Uni, à Hong Kong et en Europe.
- 1000mercis (Numberly), agence de communication spécialisée dans les prestations de publicité et de marketing interactif.
- Artefact (ex-NetBooster) : agence globale en marketing digital spécialisée dans la Data.
- 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.

L'approche par les multiples boursiers nous conduit à une valorisation de l'action HighCo de 8,61 €.

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 7,50 € 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 et 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 annulations de campagnes de la part des clients d'HighCo

Synthèse et Opinion

Un bon premier semestre 2021

HighCo a présenté de solides résultats au S1 2021 avec :

- Une progression de +5,1 % de la MB ;
- Une progression de la marge opérationnelle ajustée de 380 pbs qui représente 25,1 % de la MB au S1 2021.

Enjeux : accélération de l'innovation au sein du groupe

Dans ce contexte de crise sanitaire et économique sans précédent, le pari de la digitalisation, engagé il y a plusieurs années déjà, est gagnant. En effet, 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. Le groupe s'engage en outre encore davantage pour accompagner ses clients dans la digitalisation de leur marketing, sujet de plus en plus stratégique. Il est en effet devenu encore plus important pour les marques et les distributeurs de renouer avec leurs consommateurs, de leur offrir une expérience shopping digitale fluide et personnalisée. Conscient des bouleversements profonds et majeurs générés par cette crise, HighCo continue d'innover, notamment au travers de son start-up studio HighCo Venturi. Au global, le groupe prévoit un plan d'investissement de 10 M€ pour le lancement de 5 start-up d'ici 2025. A ce jour, 3 start-up ont déjà vu le jour : 1/ HighCo Nifty : le coupon de réduction Mobile universel, 2/ HighCo Coupon [AI] : le e-coupon intelligent, et 3/ HighCo Flowcart : le prospectus dématérialisé.

Opinion Achat Fort

Compte tenu de l'ajustement des guidances de la part du management, nous avons revu nos projections en termes 1/ de MB (revue légèrement à la baisse) et 2/ de marge opérationnelle (revue à la hausse).

Opinion Achat sur la valeur : avec un objectif de cours remonté à 7,50 €, le titre dispose encore d'un upside de +23,3 %.



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 2021 et perspectives FY 2021.....	9
2.1	Retour sur les résultats S1 2021.....	9
2.2	Perspectives 2021.....	10
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

Fort d'une expérience de plus de 30 années, HighCo propose des solutions de marketing promotionnel aux annonceurs, marques de grande consommation d'une part et enseignes de la grande distribution d'autre part. Les activités de la société se concentrent autour de quatre expertises couvrant toute la chaîne d'engagement client :

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

1.1 Offre du groupe

Expert en data marketing et en communication, le groupe a développé de nombreuses solutions permettant de cibler et de guider les consommateurs dans leurs actes d'achats au travers des solutions de ciblage in-store et to store issues, notamment, 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, écrans, tablettes et smartphones), la connaissance (collecte, traitement et utilisation des datas), le temps réel (capacité à pousser une offre en temps réel) et le multi solutions (cash-back, jeux concours,...).



Source : HighCo

LES SOLUTIONS DRIVE TO STORE 100 % DIGITALES

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

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

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

LES SOLUTIONS IN-STORE

Les solutions digitales in-store du groupe sont :

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

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

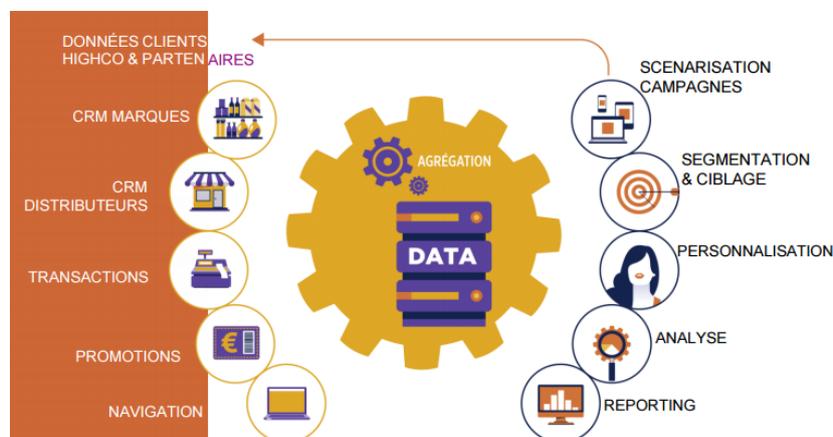
LES SOLUTIONS DE GESTION DEMATERIALISEE

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

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

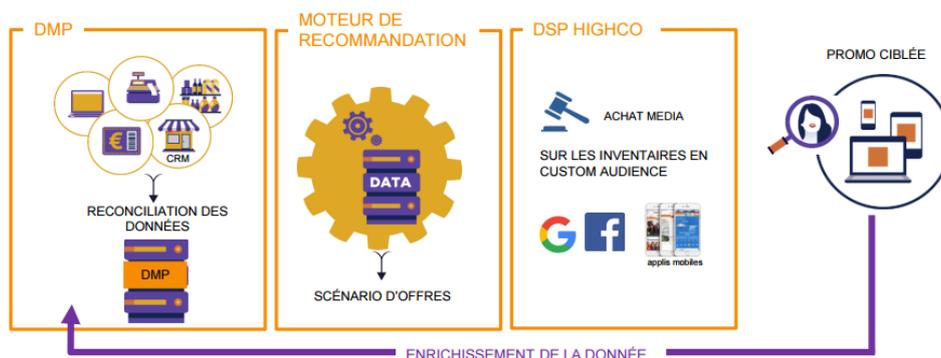
DES SOLUTIONS QUI S'ARTICULENT AUTOUR DE LA COLLECTE ET DE L'EXPLOITATION DE LA DATA

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



Source : HighCo

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



Source : HighCo

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



- **Stratégie Marketing** (plateforme de marque, stratégie de communication, engagement réseaux sociaux et stratégie média) ;



- **Expérience Clients** (design de services, sms et push notifications, applications mobiles et sites web, programmes de fidélisation) ;



- **Data Marketing** (collecte & analyse de données, moteurs de ciblage et personnalisation, algorithmes prédictifs (intelligence artificielle), technologies « RGPD Compliant ») ;



- **Campagnes d'Activation** (mécaniques promotionnelles, diffusion multicanale, logistique & merchandising, gestion opérationnelle & clearing coupons).

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

UN POSITIONNEMENT SUR LA COMMUNICATION PROMOTIONNELLE HORS MEDIA...

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

...QUI SE DIGITALISE À GRANDE VITESSE

Avec une part de marché toujours en hausse, le digital est aujourd'hui le premier vecteur de communication publicitaire en France, après avoir dépassé la presse et la TV, et représente à ce jour 55,2 % des investissements en France (source : MAGNA décembre 2020). 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 resté majoritaire, et voit même sa part de marché s'accroître en 2020 par rapport au desktop.

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 programmatique sur mobile.

Anticipant cette tendance de fond, HighCo avait renforcé son positionnement mobile dès mi 2018 avec l'acquisition 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.

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

Les activités **Digitales** représentent désormais **64,3 % de la marge brute totale du S1 2021** en hausse de 1,5 % à PCC par rapport au S1 2020.

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

UNE SOIF D'INNOVATION ACCENTUEE PAR LA CRISE SANITAIRE

L'épidémie de la Covid-19 n'a pas que des impacts sanitaires ou économiques, elle a également bouleversé les modes et les habitudes de consommations, avec notamment une hausse spectaculaire du e-commerce, et notamment du e-commerce alimentaire. Prenant conscience de l'accélération de cette tendance, HighCo veut également accélérer 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-up 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.

Ce start-up studio devrait ainsi permettre à HighCo :

- **D'anticiper les évolutions du commerce** en s'appuyant sur les nouveaux usages des consommateurs (poursuite de la croissance du Drive sous tous ses formats, montée en puissance des market places, développement du « quick commerce » et des « dark stores », développement des réseaux sociaux en tant que nouveau canal de shopping, etc.).
- **D'accompagner ses clients**, en leur proposant de nouvelles solutions digitales.
- **De construire l'avenir** du groupe grâce à de nouveaux relais de croissance.

HighCo Venturi bénéficiera ainsi d'investissements de 10 M€ d'ici 2023, avec l'objectif de développer 5 start-up d'ici 2025. Pour 2021, l'investissement en OPEX sera de 4 M€, dont 2 M€ déjà investis au S1.

À ce jour, 3 start-up ont été lancées :

- **HIGHCO NIFTY** : coupon de réduction mobile universel, accepté aux caisses de tous les points de ventes et traité de façon 100% dématérialisée. Cette plateforme est d'ores et déjà en test auprès de 30 pharmacies de la région parisienne, l'objectif étant de toucher 3.000 pharmacies d'ici fin 2021 et 18.000 d'ici fin 2023.
- **HIGHCO COUPON [AI]** : 1^{ère} plateforme de couponing mobile intelligent, elle doit permettre aux marques de piloter la stratégie d'activation de leurs consommateurs et de maîtriser la générosité de leurs campagnes. Cette plateforme a d'ores et déjà été présentée à des marques de la grande consommation, ainsi qu'à certains distributeurs.
- **HIGHCO FLOWCART** : prospectus dématérialisé notamment destiné aux e-retailers alimentaires : création de campagnes promotionnelles simplifiées en mode SaaS, avec un pilotage possible au niveau national ou local, création automatisée de bannières.

2 Résultats S1 2021 et perspectives FY 2021

2.1 Retour sur les résultats S1 2021

UN S1 2021 EN CROISSANCE

La MB du S1 2021 ressort à 37,80 M€ en hausse de +5,1 % à PCC (pour mémoire la société avait enregistré à périmètre comparable une MB de 35,98 M€ au S1 2020, période largement marquée par le premier confinement).

Dans le détail par trimestre, la MB T1 2021 était ressortie en hausse de +2,2 % à PCC à 18,59 M€, représentant une hausse de +2,2 % à PCC, alors que la MB T2 2021 s'est établit à 19,21 M€, représentant une hausse de +8,1 % à PCC, soit une hausse en haut de la fourchette annoncée par le management.

Sur le semestre, le Digital est en hausse de +1,5 % notamment tiré par la croissance des activités Mobile (+7,3 %). Il représente 64,3 % des activités du groupe.

Par zone géographique et sur le semestre :

- La France, qui représente toujours près de 86 % de l'activité globale du groupe, est en hausse de +4,9 % à PCC sur le semestre avec une MB de 32,5 M€. La part des activités digitales sur la zone est de 64,7 %.
- L'International enregistre également une hausse de sa MB sur le semestre de +5,9 % à 5,3 M€. Cette zone a enregistré un fort dynamisme au T2 2021 de +27,8 % notamment du fait d'un effet de base favorable en Belgique (pour rappel, le rebond en Belgique a été enregistré au mois de juillet 2020, soit plus tardivement qu'en France). En outre en Belgique, le Digital est en hausse de +7,4 % sur le semestre et représente désormais une part de 57,7 % des activités. Les activités espagnoles et italiennes, 100 % digitales, représentent quant à elles 0,57 M€ et enregistrent une croissance de +2,7 %.

Marge Brute de HighCo, en M€

MB en M€	2020 PCC retraité	2021	Δ (en %)
T1	18,19	18,59	+2,2 %
T2	17,78	19,21	+8,1 %
S1	35,98	37,80	+5,1 %

Source : HighCo

FORTE HAUSSE DU RESULTAT OPERATIONNEL

Comme anticipé lors de la publication de sa MB T2 2021, le Groupe enregistre une hausse de sa rentabilité sur le semestre. Cette progression est toutefois au-dessus de nos estimates.

En effet, la croissance de ses activités alliées à la bonne maîtrise des charges permet à HighCo d'enregistrer un RAO ajusté à 9,50 M€ (soit une hausse de +24,1 % vs. le S1 2020 retraité) avec une marge opérationnelle ajustée de 25,1 %, niveau historiquement élevé et ce d'autant plus si l'on considère que la société avait bénéficié de mesures de chômage partiel au S1 2020. Au niveau géographique, la France enregistre une hausse de son RAO ajusté de +25,4 % à 8,03 M€, et l'International est également en progression de +17,5 % à 1,47 M€.

Rentabilité opérationnelle par zone géographique, en M€

	S1 2020 retraité	S1 2021	% Var 2021 / 2020
MB	36,0	37,8	5,1%
Dont France	31,0	32,5	4,9%
Dont International	5,0	5,3	5,9%
RAO	7,0	7,0	0,0%
Dont France	6,4	8,0	25,4%
Dont International	1,3	1,5	17,5%
Marge Opérationnelle ajustée	21,3%	25,1%	+380 pb
Dont France	20,7%	24,7%	+400 pb
Dont International	24,9%	27,6%	+270 pb

Source : HighCo

Le résultat opérationnel courant ajusté, après comptabilisation de charges de restructuration stables de 0,22 M€ (vs. 0,18 M€ au S1 2020) ressort à 9,28 M€, en hausse de +24,2 %.

Après notamment un résultat financier de -0,16 M€, une charge d'impôts stable à 2,72 M€ (vs. 2,76 M€ au S1 2020 retraité), le résultat net part du groupe est en progression de +42,6 % à 5,89 M€ (vs. 4,13 M€ au S1 2020 retraité). Le résultat net part du groupe ajusté ressort quant à lui en hausse de +38,5 % à 5,87 M€.

Le BNPA ajusté ressort à 0,28 € par titre, en hausse de +38,0 % par rapport au S1 2020 retraité.

Compte de résultat simplifié S1 2021 de HighCo

en M€	S1 2020 retraité	S1 2021	% Var 2021 / 2020 retraité	
Marge Brute	35,98	37,80	+5,1 %	Haussée de la MB en France et à l'International
Charges indirectes	28,32	28,30	-0,1 %	Maîtrise des charges
RAO ajusté	7,65	9,50	+24,1 %	Forte hausse du RAO sur toutes les zones géographiques
<i>en % de la MB</i>	<i>21,3%</i>	<i>25,1%</i>	<i>+380 pbs</i>	
Charges de restructuration	0,18	0,22	+22,5 %	
ROC ajusté	7,48	9,28	+24,2 %	
<i>en % de la MB</i>	<i>20,8%</i>	<i>24,6%</i>	<i>+378 pbs</i>	Reprise de provisions sur les plans d'attribution d'actions gratuites en 2020
Coût des plans d'attribution d'actions gratuites	-0,78	0,00	ns	
ROP	8,25	9,28	+12,5 %	
<i>en % de la MB</i>	<i>22,9%</i>	<i>24,6%</i>	<i>+163 pbs</i>	Baisse du taux effectif de l'impôt
Coût de l'endettement financier net & Autres pdts / charges financiers	-0,13	-0,16	+23,1 %	
Impôt	-2,76	-2,72	-1,4 %	
Quote-part des entreprises associées	0,05	0,10	ns	
Résultat net des activités arrêtées ou en cours de cession	-0,67	0,02	ns	
RNPG	4,13	5,89	+42,6 %	
<i>en % de la MB</i>	<i>11,5%</i>	<i>15,6%</i>	<i>+410 pbs</i>	Forte progression de la rentabilité
RNPG ajusté	4,24	5,87	+38,5 %	
<i>en % de la MB</i>	<i>11,8%</i>	<i>15,5%</i>	<i>+375 pbs</i>	

Note : S1 2020 retraité de la cession des activités de Shelf Service

Source : HighCo

Toujours dotée d'une situation financière solide, le cash net à fin juin 2021, hors ressource nette en fonds de roulement de 50,89 M€, s'établit à 11,14 M€ (en baisse de 2,3 M€ par rapport à la situation au 31 décembre 2020). L'excédent net de trésorerie, incluant donc la ressource en fonds de roulement des activités DATA, s'établit à 62,03 M€ au 30 juin 2021 contre 76,96 M€ au 31 décembre 2020.

Pour rappel, et comme indiqué dans nos précédentes publications, HighCo a procédé au remboursement intégral et par anticipation de son PGE de 30 M€ au mois de janvier 2021.

Au titre du S1 2021, le groupe a dégagé une CAF de 8,04 M€, montant quasiment identique à celui enregistré au titre du S1 2020. Après notamment une variation du BFR (-12,64 M€), le paiement des dividendes (-8,54 M€), et des CAPEX de 0,9 M€, la trésorerie nette du groupe ressort en baisse à 62,03 M€ au 30 juin 2021. Elle est constituée d'une trésorerie brute de 64,29 M€ et d'une dette financière brute de 2,26 M€.

2.2 Perspectives 2021

Dans le cadre de la publication de sa MB T2 2021, HighCo avait fait preuve de prudence en termes de guidance et tablait sur une marge opérationnelle ajustée 2021 supérieure à 17 %. Au titre du S1 2021, elle s'est établie à 25,1 %, et le management, dans le cadre de sa dernière publication, a donc revu ses guidances de rentabilité à la hausse avec une marge opérationnelle désormais visée pour 2021 comme devant être supérieure à 19 %.

En termes de MB, le management indique que le S2 2021 ne devrait enregistrer qu'une légère croissance.

Nous revoyons donc notre modèle et nos estimations en intégrant ces informations.



2.3 Prévisions

Au niveau de la topline, nous ajustons nos prévisions à la baisse pour l'exercice en cours et les suivants.

Notre prévision de MB pour 2021 s'établit donc à 77 M€. Nous restons prudents sur les prochains exercices avec des taux de croissance de la MB respectivement de +4,1 % pour 2022 et +4,4 % pour 2023.

Compte tenu de la bonne surprise au niveau de la marge opérationnelle enregistrée au S1 2021 et de la revue des guidances de la part du management, nous revoyons à la hausse nos prévisions de marge sur RAO à +19,0 % pour 2021 et à +19,1 % pour 2022 et 2023.

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 :

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

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

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

Les critères sont appréciés de la façon suivante :

Critère	Echelle de notation				
	++	+	=	-	--
Gouvernance d'entreprise 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 -0,03 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source : Agence France Trésor), d'une prime de marché de 6,8 %, d'un beta de la société de 1,13, d'une prime de risque Small Caps de 2,60 % et de l'endettement net négatif de la société au 30 juin 2021, le taux d'actualisation s'élève à 10,3 %.

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%	6,8%	1,13	2,6%	10,3%	0,0%	0%	28,0%	10,3%

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€) :

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Marge Brute	74,2	77,0	80,2	83,7	85,4	87,1	88,8	90,6	92,4	94,2	96,1
Excédent brut d'exploitation	19,6	19,2	20,1	20,3	20,3	20,3	20,3	20,3	20,3	20,3	20,3
Impôt	4,2	4,4	4,6	4,6	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8
Investissements	3,0	4,0	4,0	5,0	5,2	5,3	5,5	5,6	5,8	6,0	6,1
Variation de BFR		-4,9	0,8	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9
FCF opérationnels		15,7	10,8	9,6	9,0	8,8	8,5	8,3	8,1	7,8	7,5
FCF opérationnels actualisés		15,0	9,3	7,5	6,4	5,7	5,0	4,4	3,9	3,4	3,0

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		63,7	64,2%
Période 11-20 ans	2,0%	19,1	19,3%
Taux de croissance à l'infini	1,5%	16,4	16,5%
Total		99,2	100,0%
dont valeur terminale		35,5	35,8%

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de HighCo ressort à 99,2 M€.

3.1.3 Calcul de la valeur par action

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

FCF actualisés	63,7
+ Valeur terminale actualisée	35,5
+ Titres financiers	0,6
+ Titres mis en équivalences	0,0
- Provisions	2,6
- Endettement financier net	-62,0
- Minoritaires	3,6
= Valeur des Capitaux Propres pdg	155,6
Nombre d'actions	22,421
Valeur par action	6,94

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 6,94 € soit un potentiel d'appréciation de la valeur selon cette méthode de +14,2 % par rapport au cours de clôture du 26 août 2021 de 6,08 €.

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%
CMP/C	9,3%	7,09	7,13	7,18	7,23	7,29
	9,8%	6,97	7,01	7,06	7,11	7,16
	10,3%	6,86	6,90	6,94	6,99	7,04
	10,8%	6,75	6,79	6,83	6,88	6,93
	11,3%	6,65	6,68	6,72	6,77	6,82

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

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 20	CA 21	CA 22	EBE 20	EBE 21	EBE 22	REX 20	REX 21	REX 22	RN 20	RN 21	RN 22
Qwamplify	31,3	33,4	35,1	6,0	6,6	7,6	5,4	6,0	6,6	3,5	4,0	4,5
4imprint Group plc	658,4	722,5	844,7	26,1	39,4	51,7	21,3	34,8	47,8	15,1	27,2	37,5
1000mercis SA	58,5	63,7	71,4	1,8	6,3	NA	-2,7	2,0	NA	-3,1	2,0	NA
Artefact SA	87,0	100,1	115,2	18,7	22,5	27,5	14,7	18,4	23,3	9,4	12,0	15,5
ad pepper media International N.V.	29,0	29,5	32,4	8,0	9,5	10,2	6,9	7,9	8,9	3,9	4,7	5,3

Source : Infront Analytics

	Capitalisation	Dettes nettes	Minoritaires	VE
Qwamplify	53,7	-7,2	0,7	47,2
4imprint Group plc	945,7	-21,7	0,0	923,9
1000mercis SA	42,9	4,0	0,0	46,8
Artefact SA	255,1	9,8	0,0	264,9
ad pepper media International N.V.	121,8	-25,2	0,0	96,5

Source : Infront Analytics

3.2.2 Valorisation

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

	VE/CA 21	VE/CA 22	VE/EBE 21	VE/EBE 22	VE/REX 21	VE/REX 22	PE 21	PE 22
Qwamplify	1,4	1,3	7,1	6,2	7,9	7,1	13,4	12,1
4imprint Group plc	1,3	1,1	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1000mercis SA	0,7	0,7	7,4	NA	23,4	NA	21,1	NA
Artefact SA	2,6	2,3	11,8	9,6	14,4	11,4	21,2	16,5
ad pepper media International N.V.	3,3	3,0	10,2	9,5	12,2	10,8	26,1	22,8
Moyenne	1,9	1,7	9,1	8,4	14,5	9,8	20,5	17,1
Médiane	1,4	1,3	8,8	9,5	13,3	10,8	21,1	16,5

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 21	MB 22	EBE 21	EBE 22	REX 21	REX 22	RN 21	RN 22
HighCo	77,0	80,2	19,2	20,1	13,8	14,5	7,6	8,0
Valorisation induite	203,6	194,0	235,5	229,4	260,4	201,4	155,4	136,3
	168,5	167,5	229,3	250,5	244,2	216,3	160,6	131,4
Valorisation moyenne / action	8,18		10,53		10,28		6,51	

*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 3,0 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	283,8	M€
Capitalisation non corrigée de la société	199,0	M€
Rapport des capitalisations	70,1%	
Prime / Décote à appliquer	-3,0%	

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne / action	7,94	10,22	9,98	6,31
Moyenne	8,61			

Ainsi, l'approche par la méthode des multiples boursiers de sociétés comparables nous amène à une fourchette de valorisation de 6,31 € – 10,22 €, et en moyenne à un prix par action de 8,61 €. Sur la base du cours de clôture de l'action HighCo au 26 août 2020 de 6,08 €, le titre présente selon cette approche un upside de +41,6 %.

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€)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Marge brute	82,2	87,6	95,2	74,2	77,0	80,2	83,7
% évolution	1,5%	6,5%	8,7%	-22,1%	3,8%	4,1%	4,4%
% du CA	55,1%	50,4%	54,2%	54,3%	54,3%	54,3%	54,3%
Charges de personnel	44,7	49,7	53,5	41,6	42,4	43,9	46,1
% de la marge brute	54,3%	56,8%	56,2%	56,1%	55,1%	54,8%	55,1%
Autres charges et charges externes	22,6	19,9	16,8	11,7	14,1	14,8	15,8
% de la marge brute	27,5%	22,7%	17,6%	15,8%	18,3%	18,4%	18,9%
Impôts et taxes	1,3	1,1	1,3	1,2	1,3	1,4	1,4
% de la marge brute	1,6%	1,3%	1,3%	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%
Résultat des activités ordinaires (avant AGA)	14,9	16,0	17,6	12,2	14,6	15,3	16,0
% évolution	5,3%	8,0%	9,9%	-30,9%	20,2%	4,5%	4,5%
% de la marge brute	18,1%	18,3%	18,5%	16,4%	19,0%	19,1%	19,1%
Résultat Opérationnel (après AGA)	12,1	14,6	16,7	12,2	13,8	14,5	14,5
% de la marge brute	14,7%	16,7%	17,5%	16,4%	18,0%	18,1%	17,3%
Résultat financier	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,7	-0,8	-0,8
Résultat avant impôt	11,9	14,5	16,2	11,7	13,1	13,7	13,7
Impôts	-4,6	-3,9	-5,8	-4,2	-4,4	-4,6	-4,6
% Taux d'impôt effectif	-38,5%	-26,7%	-35,6%	-36,2%	-33,5%	-33,5%	-33,5%
Résultat Net Part du Groupe	7,1	8,6	9,3	4,3	7,6	8,0	8,0
% évolution	54,4%	21,3%	7,8%	-54,2%	77,8%	4,9%	-0,2%
% de la marge brute	8,7%	9,9%	9,8%	5,8%	9,9%	9,9%	9,5%
Résultat Net Part du Groupe ajusté*	8,5	9,8	9,7	5,8	8,4	8,8	9,5
% de la marge brute	10,3%	11,1%	10,1%	7,8%	10,9%	10,9%	11,3%

*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€)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Ecart d'acquisition	72,4	79,8	79,8	79,8	79,8	79,8	79,8
Immobilisations incorporelles	8,1	7,9	9,5	5,8	5,0	4,1	3,3
Immobilisations corporelles	2,5	2,6	2,8	2,8	2,7	2,5	2,4
Immobilisations financières	2,3	0,9	1,2	0,8	0,8	0,8	0,8
BFR	-47,7	-51,9	-60,5	-63,6	-68,5	-67,7	-66,6
% de la marge brute	-58,0%	-59,3%	-63,5%	-85,7%	-88,9%	-84,4%	-79,5%
Dettes financières	14,2	10,6	7,3	34,7	5,9	6,1	6,3
Trésorerie et équivalents de trésorerie	60,2	62,8	69,8	111,6	90,1	92,6	94,5
Endettement net	-45,9	-52,2	-62,5	-77,0	-84,2	-86,5	-88,2

4.3 Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats

Au 31/12 (M€)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
CAF	-10,3	14,6	17,3	16,2	13,1	13,7	14,7
Investissements	1,1	2,6	3,0	3,0	4,0	4,0	5,0
% de la marge brute	1,3%	2,9%	3,2%	4,0%	5,2%	5,0%	6,0%
Variation du BFR	6,0	-5,3	-8,6	-3,1	-4,9	0,8	1,2
Flux de trésorerie d'exploitation net	-17,3	17,4	23,0	16,4	14,0	9,0	8,5

4.4 Ratios financiers

Au 31/12 (M€)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Bénéfice net par action corrigé	0,41	0,42	0,45	0,28	0,40	0,42	0,45
% évolution	-2,4%	2,4%	7,1%	-38,9%	45,5%	4,5%	7,8%
Capitalisation boursière	109,9	99,1	136,3	107,4	126,4	126,4	126,4
Valeur d'entreprise*	111,6	100,9	133,2	133,2	133,2	133,2	133,2
P/E ajusté	15,4	11,5	14,6	25,1	16,6	15,9	15,9
P/CF	-0,46	0,65	0,77	0,72	0,59	0,61	0,65
Market to Book	1,83	1,42	1,64	1,27	1,45	1,39	-2,73
VE / MB	1,36	1,15	1,40	1,80	1,73	1,66	1,59
VE / RAO	7,52	6,29	7,56	10,94	9,10	8,71	8,33
VE / ROC	9,22	6,89	8,00	10,94	9,63	9,19	9,20
RAO / MB	18,1%	18,3%	18,5%	16,4%	19,0%	19,1%	19,1%
ROP / CA	14,7%	16,7%	17,5%	16,4%	18,0%	18,1%	17,3%
RN pg / MB	8,7%	9,9%	9,8%	5,8%	9,9%	9,9%	9,5%
Gearing	-58,0%	-61,5%	-69,9%	-83,6%	-83,9%	-79,2%	-74,3%
Capitaux engagés	37,67	39,30	32,78	25,62	19,77	19,48	19,79
RCE	44,3%	47,1%	68,4%	64,1%	92,3%	98,0%	96,3%
Rentabilité des Fonds Propres	10,7%	11,5%	10,8%	6,3%	8,4%	8,0%	8,0%

*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
30 août 2021	Étude Semestrielle Achat	7,50 €
21 juillet 2021	Flash Valeur Achat Fort	7,35 €
22 avril 2021	Flash Valeur Achat Fort	7,35 €
25 mars 2021	Étude Annuelle Achat Fort	7,35 €
21 janvier 2021	Flash Valeur Achat Fort	7,00 €
02 novembre 2020	Flash Valeur Achat Fort	6,80 €
15 octobre 2020	Flash Valeur Achat Fort	6,80 €

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 États-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.