

Date de première diffusion : 26 août 2022

HighCo

Un S1 2022 conforme aux attentes

Nouvelle progression de la rentabilité

Après avoir publié une MB S1 2022 en croissance de +1,3 % et en ligne avec nos prévisions à 38,31 M€, HighCo a présenté des résultats semestriels de bonne facture et conformes à nos attentes. Le RAO ajusté ressort ainsi à 9,97 M€, en hausse de +4,9 %, traduisant toujours la bonne maîtrise des coûts par le groupe. La progression de la rentabilité est surtout marquée en France, zone qui affiche une hausse de +10,4 % de son résultat opérationnel à 8,86 M€ vs. 8,03 M€ au S1 2021. A l'International, la marge opérationnelle est en repli de -24,5 % du fait de la baisse du volume de coupons traités notamment. Compte tenu de charges de restructuration en hausse sur le semestre, le ROC s'établit à 9,36 M€ en légère hausse de +0,8 % à PCC. Après une charge d'impôt de 2,49 M€ (en baisse de -8,5 % vs. le S1 2021), le RNPG ajusté ressort à 5,91 M€, tout comme le RNPG publié, soit un BNPA ajusté sur le semestre de 0,29 € en progression de +2 % yoy.

Confirmation des guidances 2022

Le groupe confirme ses guidances pour l'ensemble de l'exercice 2022, à savoir 1/ une légère croissance de sa MB (compte tenu notamment d'une décroissance anticipée sur ses activités d'agence suite à la perte du client Aldi) ; et 2/ une progression d'environ 50 pbs de sa marge sur RAO. Cette guidance est en ligne avec nos estimations.

Innovation et investissements

Au travers de son start-up studio HighCo Venturi, HighCo entend faire émerger, incuber et lancer les solutions d'innovation RetailTech pour accompagner les marques et les retailers dans leurs actions de promotion, actions qui deviennent d'ailleurs encore plus stratégiques dans le contexte inflationniste actuel. Pour 2022, le groupe a prévu un plan d'investissement ambitieux avec des OPEX supérieurs à 4 M€, et des CAPEX compris entre 1 et 2 M€.

Depuis le début de l'année, HighCo a d'ores et déjà annoncé 1/ une première prise de participation pour un montant de 0,5 M€ représentant 1/3 du capital dans la toute première plateforme en mode SaaS, « Unipromo », permettant aux acteurs de la Grande Distribution une visualisation et une gestion centralisée des promotions, tout en répondant à leurs contraintes réglementaires ; et 2/ une prise de participation de 65 % au capital de la plateforme FDBK, spécialisée dans la mise en relation entre particuliers et influenceurs, et ce pour un montant de 0,65 M€.

En complément des développements déjà anticipés sur des sujets prometteurs comme le coupon Mobile universel, la plateformes SaaS de gestion des campagnes de couponing, ou encore le web3, HighCo continue de poser les jalons de sa croissance future dans le Digital.

Maintien de notre Opinion Achat Fort avec un TP inchangé à 8,10 €

Suite à cette publication conforme à nos attentes et traduisant une fois de plus la capacité d'HighCo à performer et délivrer, nous réitérons notre confiance dans la valeur. Le titre reste effectivement faiblement valorisé par rapport aux autres sociétés du secteur, et la décote nous semble injustifiée. Opinion Achat Fort maintenue avec un objectif de cours inchangé à 8,10 €.

Raphaëlle POULAIN

Analyste Financier
raphaëlle.poulain@inextenso-finance.fr
+33 1 41 09 44 72

Opinion	1. Achat Fort
Cours (clôture 24/08/22)	4,94 €
Objectif de cours	8,10 € (+63,9 %)

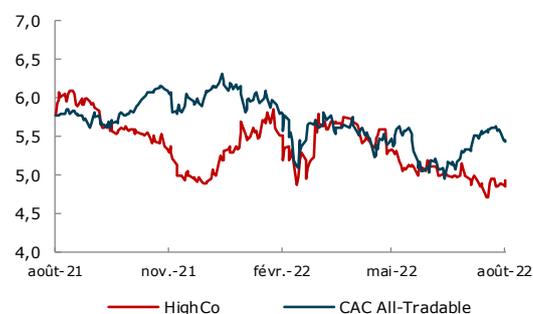
Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	HIGH.PA / HIGH:FP
Capitalisation boursière	101,0 M€
Valeur d'entreprise*	85,7 M€
Flottant	37,2 M€ (36,8 %)
Nombre d'actions	20 455 402
Volume quotidien	43 057 €
Taux de rotation du capital (1 an)	11,12%
Plus Haut (52 sem.)	6,18 €
Plus Bas (52 sem.)	4,63 €

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

Performances

Absolue	1 mois	6 mois	12 mois
	-2,0 %	-11,9 %	-14,5 %



Actionnariat

Flottant : 41,1 % ; WPP : 37,4 % ; Eximium : 11,3 %
Management : 4,4 % ; GBP : 5,4 %

Agenda

MB T3 2022 publiée le 19 octobre 2022

Chiffres Clés

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
MB (M€)	74,2	76,5	77,6	79,9	82,5
Evolution (%)	-22,1%	3,2%	1,4%	3,0%	3,3%
RAO** (M€)	12,2	15,5	16,1	16,7	17,4
ROP (M€)	12,2	17,3	15,3	15,7	16,0
Marge sur RAO (%)	16,4%	20,3%	20,8%	20,9%	21,1%
RN pg ajusté (M€)	5,8	8,7	9,0	9,3	10,0
BPA ajusté	0,28	0,42	0,43	0,45	0,48

**avant AGA

Ratios

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
VE / MB	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1
VE / RAO	7,4	5,8	5,6	5,4	5,2
VE / ROP	7,4	5,2	5,9	5,7	5,6
P / E ajusté	25,1	10,0	11,3	11,1	10,8
Gearing (%)	-84%	-76%	-75%	-73%	-72%
Dette nette/RAO	-6,3	-4,7	-4,9	-5,0	-5,2
RCE (%)	64,1%	73,9%	70,2%	75,4%	79,6%

Voir avertissements importants en fin de document. Pour plus d'informations sur In Extenso Financement & Marché et ses procédures internes, se référer au site Internet <https://finance.inextenso.fr/debt-equity-advisory>

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, HighCo propose des solutions Drive to Store 100 % digitales (intégrant les activités de marketing mobile, les réseaux sociaux, les opérations « multicanales » 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 les 2/3 de son activité en 2021. 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.

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

Opportunités

- Dématérialisation croissante de la communication promotionnelle
- 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
- Contexte inflationniste favorable pour les opérations de promotion

Menaces

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

Méthode de valorisation

DCF

Nos prévisions de marge brute s'élèvent à 77,6 M€ pour 2022E (soit une hausse conservatrice de 1,4 % yoy) et à 79,9 M€ pour 2023E. Notre anticipation de RAO, rapportée à la marge brute, ressort à 20,8 % en 2022E et à 20,9 % en 2023E. L'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources à 12,4 %, valorise le titre HighCo à 8,18 € par action.

Comparables

HighCo ne dispose pas de concurrent direct présent sur l'ensemble de ses métiers. Notre échantillon se compose de :

- Qwamplify, spécialiste de la gestion des opérations promotionnelles ou de logistique promotionnelle.
- 4imprint, distributeur de produits promotionnels basé à Londres.
- 1000mercis, agence de communication spécialisée dans les prestations de publicité et de marketing interactif.
- Ad Pepper Media group : groupe pionnier du marketing internet spécialisé dans le marketing à la performance.
- Bilendi, leader européen de la collecte de données pour les études de marché et l'engagement des clients.
- Solocal, spécialiste de la présence relationnelle, de la publicité digitale.
- Reworld, groupe media qui dispose d'un pôle BtoC qui déploie une offre de contenus, de produits et de services auprès de 30 M de lecteurs (print et digital), et d'un pôle BtoB centré sur la digitalisation de la communication des entreprises.

L'approche par les multiples boursiers nous conduit à une valorisation de l'action HighCo de 7,94 €.

Nous avons choisi de surpondérer la valorisation par DCF (2/3) par rapport à celle des comparables (1/3), gardant à l'esprit une approche fondamentale.

Notre objectif de cours ressort ainsi à 8,10 € par action.

Synthèse et Opinion

S1 2022 : croissance de la MB et hausse de la rentabilité

HighCo a présenté des résultats S1 2022 de bonne facture :

- Une MB en hausse de +1,3 % à PCC à 38,31 M€ ;
- Un RAO ajusté de 9,97 M€ en hausse de +4,9 % à PCC, soit une marge opérationnelle de 26 %.

Sur la totalité de l'exercice 2022, la tendance devrait se poursuivre avec une croissance légère de la MB et une progression de la rentabilité de 50 pbs.

Enjeux : accélération de l'innovation

Dans un contexte encore marqué par la crise de la Covid-19, et récemment par la guerre en Ukraine, HighCo a fait preuve d'une forte résilience et affiche toujours des résultats en croissance, en même temps qu'une progression de sa rentabilité. Depuis plusieurs années déjà, HighCo n'a cessé de développer des outils digitaux en phase avec les attentes du marché et des consommateurs afin d'accompagner au mieux la digitalisation des marques et enseignes. Conscient des évolutions majeures que connaît le commerce (e-commerce, m-commerce, social-commerce et maintenant développement du Web3), le groupe dispose des moyens opérationnels et financiers nécessaires pour la mise en œuvre d'une politique d'innovation ambitieuse qui pourra lui permettre de capter la future croissance liée à ces développements.

Opinion Achat Fort / TP inchangé à 8,10 €

Nous conservons notre opinion Achat Fort avec un objectif de cours inchangé à 8,10 €. En dépit d'un certain attentisme des actionnaires, HighCo a su démontrer depuis de nombreuses années sa capacité à délivrer des niveaux de marge élevés. Nous pensons qu'il serait intéressant de miser sur sa stratégie d'innovation qui pourrait permettre d'accélérer sa croissance à moyen terme.

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 2022 et perspectives 2022-2023	9
2.1	Retour sur les résultats S1 2022	9
2.2	Perspectives 2022-2023	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	19
5.2	Détection de conflits d'intérêts potentiels	19
5.3	Historique sur les 12 derniers mois des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur	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, et d'analyser leur comportement 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.

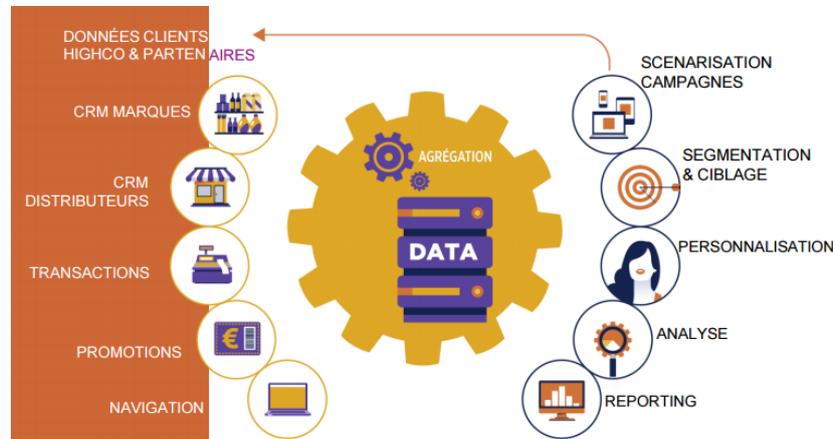
LES SOLUTIONS DE GESTION DEMATERIALISEE

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.

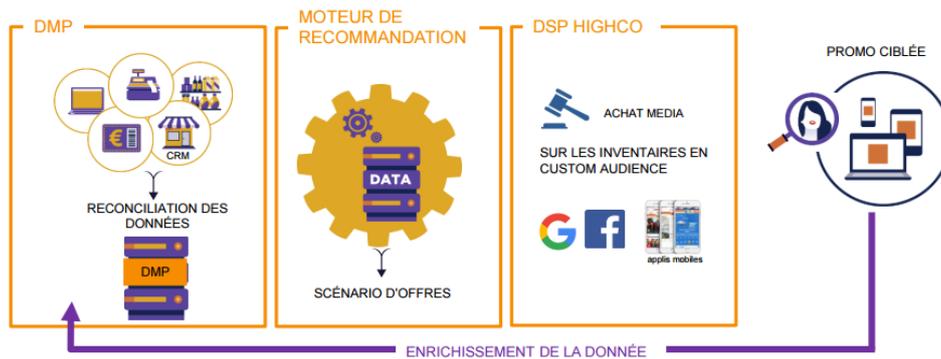
DES SOLUTIONS QUI S'ARTICULENT AUTOUR DE LA COLLECTE ET DE L'EXPLOITATION DE LA DATA

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.

Le champ d'intervention d'HighCo auprès des enseignes de la grande distribution devrait en outre lui profiter dans les années à venir puisque les secteurs de la distribution et de l'alimentation sont parmi ceux qui connaissent une nette augmentation de leurs dépenses, avec des hausses respectives de +56 % et +42 % en 2021. Par ailleurs, le contexte actuel avec une menace inflationniste devrait davantage inciter les commerçants à accroître leurs actions promotionnelles afin d'attirer les consommateurs soucieux de conserver leur pouvoir d'achat.

...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 la majorité des investissements en France. Ce mouvement s'est même accru avec la crise sanitaire, et le digital apparaît désormais comme un véritable accélérateur de croissance pour les entreprises. 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 reste majoritaire, et voit même sa part de marché s'accroître par rapport au desktop depuis 2020.

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 $\frac{3}{4}$ des utilisateurs de ces réseaux se connectant par mobile et le fait qu'ils soient connectés en permanence permet une gestion plus fine de la publicité, 2/ le drive-to-store, avec le couplage croissant de la géolocalisation et de la data, les dispositifs off/online et le tracking sur point de vente et 3/ le programmatique sur mobile.

Fort de ce constat, HighCo a renforcé son positionnement dans le Mobile depuis 2018 avec l'acquisition d'Useradgents, agence spécialisée dans le mobile.

La transformation du commerce continue par ailleurs à s'accélérer, et ce y compris dans le secteur alimentaire. Dans ce contexte, HighCo poursuit ses initiatives avec pour objectif de mettre à profit son expérience ainsi que son leadership européen en matière de coupons afin de rester le partenaire privilégié et responsable des marques et de retailers avec notamment ses nouvelles offres : HighCo Nifty (coupon de réduction mobile universel), Coupons[AI] et Unipromo.

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, en septembre 2020, 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** ont ainsi représenté **65,3 % de la marge brute totale au S1 2022**.

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 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 consommation, 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 et poursuivre sa mutation digitale en accompagnant les acteurs du commerce et en répondant aux attentes fortes des consommateurs en la matière.

Lors de la présentation des résultats annuels 2021, le management avait de nouveau insisté sur sa politique d'innovation, basée sur ces constats d'une transformation rapide du commerce avec une omnicanalité désormais réelle entre le in-store, le e-commerce, le m-commerce, le social commerce, et désormais le v-commerce (Web3, NFT et Métavers).



C'est dans cette perspective qu'HighCo a lancé, début 2020, « HighCo Venturi », un dispositif d'innovation Retail Tech. Ce dispositif a pour ambition de créer 3 à 5 start-ups 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.

En près de deux ans, 3 nouvelles offres ont été lancées et commencent à trouver leur marché :

- **HIGHCO NIFTY** : coupon de réduction mobile universel, accepté aux caisses de tous les points de ventes et traité de façon 100% dématérialisée. Bien qu'ayant pris un peu de retard dans son déploiement compte tenu du contexte Covid qui a demandé une forte implication du secteur avec les campagnes de tests, la plateforme devrait être déployée auprès de 2.600 pharmacies d'ici la fin du printemps 2022. L'objectif initial était de toucher 18.000 pharmacies d'ici fin 2023. HighCo indique par ailleurs qu'elle est en discussion avancées avec l'ensemble des retailers français.
- **HIGHCO SMART COUPON** : 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 est désormais déployée et a été présentée à des marques de la grande consommation, ainsi qu'à certains distributeurs. Le pipe commercial est encourageant selon HighCo.

- **HIGHCO CAPITAL DATA** : encore en développement, cette plateforme SaaS est notamment destinée aux e-retailers alimentaires. En s'appuyant sur l'analyse des datas, elle doit leur permettre de digitaliser leur communication commerciale & promotionnelle.

Les OPEX liés à ces investissements ont représenté 4 M€ en 2021, financés sur ressources propres.

En 2022, un budget identique de 4 M€ d'OPEX est envisagé.

D'ailleurs, à date, HighCo a d'ores et déjà annoncé deux prises de participation de son start-up studio HighCo Venturi :

- Une première prise de participation pour un montant de 0,5 M€ représentant 1/3 du capital de la RetailTech fondée par Martin Rennert. Cette start-up développe la toute première plateforme en mode SaaS, « **Unipromo** », permettant aux acteurs de la Grande Distribution une visualisation et une gestion centralisée des promotions, tout en répondant à leurs contraintes réglementaires. La livraison d'une première version est prévue pour le T4 2022.
- Une prise de participation de 65 % au capital de **FDBK** pour un montant de 0,65 M€. Cette plateforme a pour objectif la mise en relation entre particuliers et influenceurs, afin d'accroître les revenus de ses derniers.

2 Résultats S1 2022 et perspectives 2022-2023

2.1 Retour sur les résultats S1 2022

RETOUR À LA CROISSANCE DES ACTIVITES

L'année 2021 a été marquée par un redressement des activités du groupe après un exercice 2020 impacté par la crise de la Covid-19.

Sur le S1 2022, cette tendance se poursuit avec :

- Un volume d'affaires dans le Digital de 25 M€, en hausse de +2,8% et qui représentent près des 2/3 de la MB. Au sein de ce pôle, les activités Mobile restent très bien orientées avec une hausse de +21,1 % yoy, tout comme les coupons qui affichent une hausse de leur volume d'environ +8 % grâce 1/ à leur traitement dématérialisé et 2/ à la hausse des coupons digitaux émis sur le Drive.
- Un léger repli des activités offline sur le semestre à -1,3 % qui représentent une MB de 13,3 M€.

Il est toutefois à noter que le groupe accuse une baisse dans ses activités de gestion des offres promotionnelles traditionnelles, et est également touché par la perte d'un client important sur ses métiers d'agences.

Par zone géographique :

- La France affiche une croissance de +2,2 % de ses activités avec une MB de 33,19 M€ sur le semestre, et représente toujours 86,6 % de l'activité globale du groupe. Les activités digitales y sont en croissance de +4,1 % et leur part progresse pour représenter 65,9 % de l'activité. Les activités offline affichent quant à elles un repli de -1,2 % sur le semestre, notamment impactées par la perte du client Aldi au sein des activités « agence ».
- Les activités à l'International sont en baisse de -3,9 % sur le semestre à 5,11 M€ pour représenter 13,3 % de l'activité d'HighCo. En Belgique, la marge brute recule de -8,4 %, impactée par la forte baisse du volume de coupons de réduction traités et la poursuite du ralentissement des activités de gestion des offres promotionnelles traditionnelles. En revanche, les activités en Espagne et en Italie, qui représentent environ 2 % de l'activité du groupe sont toujours très dynamiques avec une hausse de plus de +33 %.

Marge Brute de HighCo, en M€

MB en M€	2021	2022	Δ (en %)
T1	18,59	18,8	+1,1 %
T2	19,21	19,51	+1,6 %
S1	37,80	38,31	+1,3 %

Source : HighCo

HAUSSE DE LA RENTABILITE CONFORME AUX ATTENTES

HighCo enregistre un RAO ajusté de 9,97 M€ au S1 2022, en croissance de +4,9 % yoy et conforme aux attentes. Cette forte progression du résultat opérationnel est le fruit de la croissance d'activité mais surtout de la bonne maîtrise des coûts. En effet, la base de coût du groupe est effectivement quasiment stable par rapport au S1 2021 à 28,35 M€, et ce en dépit des investissements réalisés au sein d'HighCo Venturi.

Au global, la marge opérationnelle s'établit à 26,0 % sur le S1 2022, soit un niveau historiquement élevé et supérieur à celui affiché au S1 2021 (25,1 %). HighCo retrouve ainsi des niveaux de marge comparables à ceux observés avant crise.

Sur le plan géographique, la France a largement surperformé en termes de rentabilité avec une croissance du RAO ajusté de +10,4 % à 8,86 M€. La marge opérationnelle sur la zone ressort en nette hausse à 26,7 %.

À l'international, le RAO ajusté est en baisse de -24,8 % et se traduit par une contraction de la rentabilité à 21,7 %.

Rentabilité opérationnelle par zone géographique, en M€

	S1 2021	S1 2022	% Var 2022 / 2021
MB	37,8	38,3	1,3%
Dont France	32,5	33,2	2,2%
Dont International	5,3	5,1	-3,9%
RAO	9,5	10,0	4,9%
Dont France	8,0	8,9	10,4%
Dont International	1,5	1,1	-24,8%
Marge Opérationnelle ajustée	25,1%	26,0%	+90 pb
Dont France	24,7%	26,7%	+200 pb
Dont International	27,6%	21,7%	-590 pb

Source : HighCo

Le résultat opérationnel courant ajusté, après comptabilisation de charges de restructuration en hausse à 0,60 M€ (versus 0,22 M€ au S1 2021), ressort lui aussi en hausse à 9,36 M€ (+0,8 %).

Compte tenu d'un montant quasiment nul des autres produits et charges opérationnels, le résultat opérationnel est lui aussi de 9,36 M€

Après notamment 1/ un résultat financier de -0,17 M€ ; et 2/ une charge d'impôts en baisse à 2,49 M€ (vs. 2,72 M€ au S1 2021) compte tenu de l'impact de la baisse du taux d'IS, le résultat net part du groupe ajusté ressort en légère hausse de +0,7 % à 5,91 M€ (vs. 5,87 M€ au S1 2021).

Le BNPA ajusté ressort ainsi en progression de +2,0 % par rapport au S1 2021 à 0,29 € par titre.

Compte de résultat simplifié S1 2022 de HighCo

en M€	S1 2021	S1 2022	% Var 2022 / 2021	
Marge Brute	37,80	38,31	+1,3 %	✓ Hausse de la MB en France (+2,2%) et baisse à l'international (-3,9%)
Charges indirectes	28,30	28,35	+0,2 %	✓ Maîtrise des charges
RAO ajusté	9,50	9,97	+4,9 %	✓ Forte hausse du RAO sur la France
<i>en % de la MB</i>	<i>25,1%</i>	<i>26,0%</i>	<i>+90 pbs</i>	
Charges de restructuration	0,22	0,60	+177,4 %	✓ Hausse des charges de restructurations
ROC ajusté	9,28	9,36	+0,8 %	
<i>en % de la MB</i>	<i>24,6%</i>	<i>24,4%</i>	<i>-12 pbs</i>	
Coût des plans d'attribution d'actions gratuites	0,00	0,00	NA	
ROP	9,28	9,36	+0,8 %	
<i>en % de la MB</i>	<i>24,6%</i>	<i>24,4%</i>	<i>-12 pbs</i>	
Coût de l'endettement financier net & autres pdts/charges financier	-0,16	-0,17	+6,3 %	
Impôt	-2,72	-2,49	-8,5 %	✓ Baisse du taux effectif de l'impôt à 27,1%
Quote-part des entreprises associées	0,10	0,04	-60,0 %	
Résultat net des activités arrêtées ou en cours de cession	0,02	0,00	NA	
RNPG	5,89	5,91	+0,2 %	
<i>en % de la MB</i>	<i>15,6%</i>	<i>15,4%</i>	<i>-23 pbs</i>	
RNPG ajusté	5,87	5,91	+0,7 %	✓ Légère hausse de la rentabilité
<i>en % de la MB</i>	<i>15,5%</i>	<i>15,4%</i>	<i>-16 pbs</i>	

Source : HighCo

Dotée d'une situation financière toujours solide, le cash net au 30 juin 2022, hors ressource nette en fonds de roulement, est toutefois en baisse de -2,6 M€ par rapport à fin décembre 2021 à 15,34 M€. L'excédent net de trésorerie, incluant la ressource en fonds de roulement des activités DATA, s'établit à 59,56 M€ au 30 juin 2022 contre 73,72 M€ au 31 décembre 2021.

Au titre du 1^{er} semestre 2022, le groupe a dégagé une CAF de 9,14 M€, en baisse de -4,4 %. Hors IFRS 16, celle-ci ressort à 7,56 M€, en légère baisse yoy.

Pour rappel, compte tenu des performances financières de 2021 jugées comme solides, HighCo a distribué, au titre de son exercice 2021, un dividende en progression de +18,5 % vs. 2020 à 0,32 € par action pour un montant global de 8,48 M€ distribué au mois de mai 2022.

En outre, dans le cadre de sa politique de retour à l'actionnaire, la société a parallèlement procédé, au mois de juillet 2022, à une réduction de capital par annulation de 1 965 929 actions auto-détenues, soit 8,77 % du capital social.

2.2 Perspectives 2022-2023

Lors de cette même présentation de ses résultats semestriels 2022, la société a confirmé ses guidances pour l'ensemble de l'exercice 2022.

En dépit du contexte toujours complexe de crise sanitaire, et désormais de la crise ukrainienne, la société anticipe :

- Une croissance mesurée de ses activités ;
- une progression de la marge opérationnelle ajustée de 50 pbs.

Compte tenu de la résilience du modèle, nous sommes confiants sur les perspectives annoncées, atteignables selon nous compte tenu du profil solide d'HighCo. Nos estimations sont en ligne avec la guidance.

Aucune guidance n'a été extériorisée concernant la part du Digital dans son volume d'affaires global. Cependant, nous estimons que la part du Digital devrait a minima se maintenir, voire s'accroître si l'on considère les initiatives prises en matière de développement au sein du start-up studio, et la part grandissante des activités Mobile dans la MB du groupe.

HighCo prévoit en outre des CAPEX compris entre 1,0 et 2,0 M€ (vs. compris entre 2,0 et 3,0 M€ initialement), et des OPEX dans le start-up studio HighCo Venturi supérieurs à 4,0 M€.

Au niveau M&A, la société indique que des opérations d'acquisitions ou de prises de participation pourraient être envisagées en France. A ce jour, pour rappel, deux prises de participation ont été réalisées au sein du start-up studio pour respectivement 0,5 M€ (plateforme Unipromo) et 0,65 M€ (plateforme FDBK).

2.3 Prévisions

Suite à cette publication, nous ne modifions pas nos anticipons pour 2022 et 2023.

Pour 2022, nous estimons que la MB sera en faible progression à 77,6 M€, avec un objectif de marge sur RAO 2022 à 20,8 % (+50 pbs).

Pour 2023, nous prévoyons une croissance de la MB de +3,0 % par rapport à 2022 à 79,9 M€ et une marge sur RAO 2023 à 20,9 %.

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'entreprise¹	4	3	2	1	0
Liquidité²	[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 Client³	[0 % ; 10 %]	] 10 % ; 20 %]	] 20 % ; 30 %]	] 30 % ; 40 %]	] 40 % ; 100 %]

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

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

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

Par conséquent, sur la base d'un taux sans risque de 1,72 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source : Agence France Trésor), d'une prime de marché de 7,0 %, d'un beta de la société de 1,13, d'une prime de risque Small Caps de 2,80 % et de l'endettement net négatif de la société au 30 juin 2022, le taux d'actualisation s'élève à 12,4 %.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
1,7%	7,0%	1,13	2,8%	12,2%	0,0%	0%	28,0%	12,4%

Sources : AFT, Fairness Finance, Market Risk Premia, Damodaran, estimations In Extenso

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€) :

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Marge Brute	76,5	77,6	77,6	82,5	83,9	85,3	86,8	88,3	89,8	91,3	92,9
Excédent brut d'exploitation	22,5	23,0	23,5	23,8	23,8	23,7	23,6	23,5	23,4	23,4	23,3
Impôt	4,3	4,4	4,4	4,3	4,6	4,5	4,5	4,5	4,5	4,4	4,4
Investissements	1,1	2,0	3,0	4,0	4,4	4,8	5,3	5,9	6,4	7,1	7,8
Variation de BFR		1,4	0,9	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0
FCF opérationnels		15,3	15,2	14,8	14,1	13,6	13,0	12,4	11,7	10,9	10,1
FCF opérationnels actualisés		14,4	12,7	11,0	9,4	8,0	6,8	5,8	4,9	4,0	3,3

Source : estimations In Extenso

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		80,5	71,9%
Période 11-20 ans	1,7%	19,4	17,3%
Taux de croissance à l'infini	1,5%	12,0	10,7%
Total		111,9	100,0%
dont valeur terminale		31,4	28,1%

Source : estimations In Extenso

Ainsi, la valorisation d'entreprise de HighCo ressort à 111,9 M€.

3.1.3 Calcul de la valeur par action

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

FCF actualisés (2022-2031)	80,5
+ Valeur terminale actualisée	31,4
+ Titres financiers	0,6
+ Titres mis en équivalences	0,0
- Provisions	2,4
- Endettement financier net	-59,6
- Minoritaires	2,4
= Valeur des Capitaux Propres pdg	167,2
Nombre d'actions	20,455
Valeur par action	8,18

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 8,18 € soit un potentiel d'appréciation de la valeur selon cette méthode de +65,5 % par rapport au cours de clôture du 24 août 2022 de 4,94 €.

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	11,4%	8,39	8,42	8,45	8,48	8,52
	11,9%	8,25	8,28	8,31	8,34	8,38
	12,4%	8,12	8,15	8,18	8,21	8,24
	12,9%	8,00	8,02	8,05	8,08	8,11
	13,4%	7,87	7,90	7,92	7,95	7,99

3.2 Comparables

3.2.1 Choix des comparables

Leader sur les marchés français et belge du couponing, du clearing, et de la Data, 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, 4imprint, 1000mercis, Ad Pepper Media group, Bilendi, Solocal et Reworld Media.

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 : Créé en 1997 sous le nom de Custom Solutions, Qwamplify est un groupe de marketing européen de services digital & data auprès des marques, distributeurs et e-commerçants pour développer leurs ventes. A travers une politique très active de croissance externe, la groupe a su élargir son offre pour proposer aujourd'hui une suite complète de solutions B2B et B2C, à la fois digitales avec Media (SEO, SEA, emailing, display, branding, social, analytics) et promotionnelles avec Shopper (ODR, CRM, etc.)

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.

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.

Bilendi : Fondé en 1999, le groupe Bilendi (ex-Maximiles) est devenu un leader européen de la collecte de données pour les études de marché et l'engagement des clients. La société compte plus de 200 employés répartis dans 14 bureaux situés en France, au Royaume-Uni, en Allemagne, en Suisse, en Espagne, en Italie, au Maroc, au Danemark, en Suède, en Finlande, en Belgique et à l'Île Maurice.

Solocal : acteur français de premier plan du marketing digital, Solocal est un partenaire de référence de toutes les entreprises locales, que ce soit des ETI, TPE, PME, mais également des grandes enseignes à réseaux ou des collectivités. Solocal offre à ses clients différents services digitaux (présence relationnelle, sites internet et sites de e-commerces, publicité digitale) pilotables en toute autonomie via l'app Solocal Manager, et ce grâce à ses medias propriétaires qui représentent 21 millions de VU/mois (PagesJaunes et Mappy notamment).

ReWorld Media SA : Reworld Media est un groupe média indépendant qui se positionne au cœur de la rupture du digital. Ses activités se répartissent entre deux pôles : 1/ un pôle BtoC qui déploie une offre de contenus, de produits et de services auprès d'un bassin d'audiences captives de plus de 30 millions de consommateurs (lecteurs print et digital) fédérés par 52 marques médias propriétaires ; 2/et un pôle BtoB centré sur la digitalisation du marché de la communication des entreprises, avec une solide expertise du digital et des solutions technologiques innovantes.

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.

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

	CA 21	CA 22	CA 23	EBE 21	EBE 22	EBE 23	REX 21	REX 22	REX 23	RN 21	RN 22	RN 23
Qwamplify SA	25,6	30,6	32,2	2,3	3,8	5,5	2,1	3,5	5,1	5,4	2,6	3,8
1000mercis SA	68,9	72,5	78,3	5,0	6,5	7,7	-0,4	NA	NA	1,0	1,7	2,7
ad pepper media International N.V.	27,6	24,7	27,0	4,1	1,2	3,0	2,9	0,0	1,8	2,6	-0,4	0,7
Bilendi SA	44,1	65,0	71,7	9,0	13,6	15,9	5,6	8,4	10,3	4,7	5,9	7,3
Solocal Group	428,0	404,0	402,0	122,6	112,2	112,6	63,1	57,3	57,7	23,5	24,7	25,2
ReWorld Media SA	469,8	506,4	530,8	65,3	67,6	73,8	58,9	60,7	66,3	42,1	43,6	47,9
4imprint Group plc	572,5	884,8	980,4	26,0	69,7	78,0	22,3	63,5	71,7	22,0	48,0	53,7

Source : Factset

	Capitalisation	Dettes nettes	Minoritaires	VE
Qwamplify SA	36	-7,2	0,7	30
1000mercis SA	63	-4,2	0,0	59
ad pepper media International N.V.	51	-19,5	0,0	31
Bilendi SA	127	2,4	0,0	129
Solocal Group	131	231,5	0,3	363
ReWorld Media SA	370	39,1	0,0	409
4imprint Group plc	1 244	-21,8	0,0	1 223

Source : Factset

3.2.2 Valorisation

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

	VE/CA 22	VE/CA 23	VE/EBE 22	VE/EBE 23	VE/REX 22	VE/REX 23	PE 22	PE 23
Qwamplify SA	1,0	0,9	8,0	5,5	8,7	5,9	14,0	9,7
1000mercis SA	0,8	0,7	9,0	7,6	NA	NA	NS	NS
ad pepper media International N.V.	1,3	1,2	NS	10,5	NS	17,3	NS	NS
Bilendi SA	2,0	1,8	9,5	8,2	15,4	12,6	21,5	17,5
Solocal Group	0,9	0,9	3,2	3,2	6,3	6,3	5,3	5,2
ReWorld Media SA	0,8	0,8	6,1	5,5	6,7	6,2	8,5	7,7
4imprint Group plc	1,4	1,2	17,5	NS	19,3	NS	25,9	NS
Moyenne	1,2	1,1	8,9	6,7	11,3	9,6	15,0	10,0
Médiane	1,0	0,9	8,5	6,6	8,7	6,3	14,0	8,7

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 22	MB 23	EBE 22	EBE 23	REX 22	REX 23	RN 22	RN 23
HighCo	77,6	79,9	23,0	23,5	15,3	15,7	9,0	9,1
Valorisation induite	147,2	143,5	261,5	215,9	229,9	208,7	134,8	91,4
	132,9	131,4	252,6	211,9	189,7	156,0	125,4	79,4
Valorisation moyenne / action	6,8		11,5		9,6		5,3	

*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 4,1 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	288,8	M€
Capitalisation non corrigée de la société	169,5	M€
Rapport des capitalisations	58,7%	
Prime / Décote à appliquer	-4,1%	

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne / action	6,5	11,0	9,2	5,0
Moyenne	7,9			

Ainsi, l'approche par la méthode des multiples boursiers de sociétés comparables nous amène à une fourchette de valorisation de 5,0 € – 11,0 €, et en moyenne à un prix par action de 7,9 €. Sur la base du cours de clôture de l'action HighCo au 24 août 2022 de 4,94 €, le titre présente selon cette approche un upside de +60,8 %.

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, In Extenso 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 In Extenso 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€)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Marge brute	87,6	95,2	74,2	76,5	77,6	79,9	82,5
% évolution	6,5%	8,7%	-22,1%	3,2%	1,4%	3,0%	3,3%
% du CA	50,4%	54,2%	54,3%	55,7%	55,7%	55,7%	55,7%
Charges de personnel	49,7	53,5	41,6	42,8	43,9	45,1	46,4
% de la marge brute	56,8%	56,2%	56,1%	55,9%	56,5%	56,4%	56,3%
Autres charges et charges externes	19,9	16,8	11,7	9,9	9,5	9,8	10,4
% de la marge brute	22,7%	17,6%	15,8%	13,0%	12,2%	12,3%	12,6%
Impôts et taxes	1,1	1,3	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3
% de la marge brute	1,3%	1,3%	1,6%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%
Résultat des activités ordinaires (avant AGA)	16,0	17,6	12,2	15,5	16,1	16,7	17,4
% évolution	8,0%	9,9%	-30,9%	27,5%	3,8%	3,8%	3,9%
% de la marge brute	18,3%	18,5%	16,4%	20,3%	20,8%	20,9%	21,1%
Résultat Opérationnel (après AGA)	14,6	16,7	12,2	17,3	15,3	15,7	16,0
% de la marge brute	16,7%	17,5%	16,4%	22,6%	19,7%	19,7%	19,4%
Résultat financier	-0,2	-0,4	-0,5	-0,3	-0,5	-0,7	-0,8
Résultat avant impôt	14,5	16,2	11,7	17,0	14,8	15,0	15,2
Impôts	-3,9	-5,8	-4,2	-4,3	-4,4	-4,4	-4,3
% Taux d'impôt effectif	-26,7%	-35,6%	-36,2%	-25,3%	-29,6%	-29,6%	-28,6%
Résultat Net Part du Groupe	8,6	9,3	4,3	11,2	9,0	9,1	9,4
% évolution	21,3%	7,8%	-54,2%	162,0%	-19,9%	1,7%	2,9%
% de la marge brute	9,9%	9,8%	5,8%	14,6%	11,6%	11,4%	11,4%
Résultat Net Part du Groupe ajusté*	9,8	9,7	5,8	8,7	9,0	9,3	10,0
% de la marge brute	11,1%	10,1%	7,8%	11,4%	11,6%	11,7%	12,1%

*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€)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Ecart d'acquisition	79,8	79,8	79,8	79,8	79,8	79,8	79,8
Immobilisations incorporelles	7,9	9,5	5,8	2,4	0,5	-1,2	-2,8
Immobilisations corporelles	2,6	2,8	2,8	2,7	2,1	1,6	1,2
Immobilisations financières	0,9	1,2	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9
BFR	-51,9	-60,5	-63,6	-56,6	-55,3	-54,4	-53,7
% de la marge brute	-59,3%	-63,5%	-85,7%	-74,0%	-71,2%	-68,0%	-65,0%
Dettes financières	10,6	7,3	34,7	0,0	-1,0	-2,0	-3,0
Trésorerie et équivalents de trésorerie	62,8	69,8	111,6	73,7	77,8	82,4	86,9
Endettement net	-52,2	-62,5	-77,0	-73,7	-78,8	-84,4	-89,8

4.3 Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats

Au 31/12 (M€)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
CAF	14,6	17,3	16,2	18,4	16,9	17,3	18,0
Investissements	2,6	3,0	3,0	1,1	2,0	3,0	4,0
% de la marge brute	2,9%	3,2%	4,0%	1,4%	2,6%	3,8%	4,8%
Variation du BFR	-5,3	-8,6	-3,1	7,0	1,4	0,9	0,7
Flux de trésorerie d'exploitation net	17,4	23,0	16,4	10,4	13,5	13,4	13,3

4.4 Ratios financiers

Au 31/12 (M€)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Bénéfice net par action corrigé	0,42	0,45	0,28	0,42	0,43	0,45	0,48
% évolution	2,4%	7,1%	-38,0%	50,9%	3,0%	3,9%	7,1%
Capitalisation boursière	99,1	136,3	107,4	112,1	101,0	101,0	101,0
Valeur d'entreprise*	100,9	89,7	89,7	89,7	89,7	89,7	89,7
P/E ajusté	11,5	14,6	25,1	10,0	11,3	11,1	10,8
P/CF	0,72	0,85	0,79	0,90	0,83	0,85	0,88
Market to Book	1,42	1,64	1,27	1,29	1,13	1,09	1,04
VE / MB	1,15	0,94	1,21	1,17	1,16	1,12	1,09
VE / RAO	6,29	5,09	7,36	5,77	5,56	5,36	5,16
VE / ROC	6,89	5,38	7,36	5,19	5,85	5,70	5,61
RAO / MB	18,3%	18,5%	16,4%	20,3%	20,8%	20,9%	21,1%
ROP / CA	16,7%	17,5%	16,4%	22,6%	19,7%	19,7%	19,4%
RN pg / MB	9,9%	9,8%	5,8%	14,6%	11,6%	11,4%	11,4%
Gearing	-61,5%	-69,9%	-83,6%	-76,3%	-74,6%	-73,5%	-72,0%
Capitaux engagés	39,30	32,78	25,62	29,19	28,07	26,75	25,53
RCE	47,1%	68,4%	64,1%	73,9%	70,2%	75,4%	79,6%
Rentabilité des Fonds Propres	11,5%	10,8%	6,3%	9,0%	8,5%	8,1%	8,0%

*retraitée du fonds de roulement de l'activité Data

5 Avertissements importants

5.1 Définition des opinions et objectifs de cours

Les opinions mentionnées par In Extenso Financement & Marché 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 In Extenso Financement & Marché pour la détermination de ses objectifs de cours est disponible sur le site Internet <https://finance.inextenso.fr/debt-equity-advisory>.

5.2 Détection de conflits d'intérêts potentiels

Participation de l'analyste, de In Extenso et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de In Extenso	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et In Extenso	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et In Extenso	Rémunération de In Extenso par l'émetteur au titre de l'établissement de la présente analyse financière	Rémunération de In Extenso 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

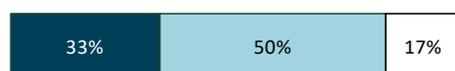
En qualité d'Analyste Financier Indépendant au sens du Règlement Général de l'AMF, In Extenso se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par la profession, en particulier dans le respect des best practices et en matière de gestion des conflits d'intérêts. Des procédures spécifiques strictes définissent le fonctionnement interne des activités d'analyse financière au sein de In Extenso. Des informations supplémentaires peuvent être obtenues sur simple demande écrite adressée à la société In Extenso quant à ces règles de fonctionnement.

5.3 Historique sur les 12 derniers mois des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur

Date de 1 ^{ère} diffusion	Opinion	Objectif de cours
26 août 2022	Étude Semestrielle Achat Fort	8,10 €
25 juillet 2022	Flash Valeur Achat Fort	8,10 €
27 avril 2022	Flash Valeur Achat Fort	8,00 €
24 mars 2022	Étude Annuelle Achat Fort	8,00 €
20 janvier 2022	Flash Valeur Achat Fort	7,80 €
21 octobre 2021	Flash Valeur Achat Fort	7,50 €

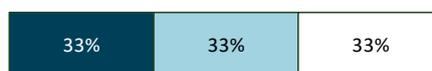
5.4 Répartition des opinions

Répartition des opinions sur l'ensemble des valeurs suivies par In Extenso



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

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



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

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



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

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 In Extenso 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 In Extenso Financement & Marché, 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, In Extenso Financement & Marché 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 In Extenso Financement & Marché 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 In Extenso Financement & Marché 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 In Extenso Financement & Marché de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

Cette publication reste la propriété de In Extenso Financement & Marché et ne peut être reproduite ou diffusée sans autorisation préalable de In Extenso Financement & Marché.