

INITIATION DE COUVERTURE

Internet / Média

OBIZ

Croissance, récurrence & rentabilité - Achat Fort

Maud Servagnat

Analyste Financier

Maud.servagnat@inextenso-finance.fr

Opinion	1. Achat Fort
Cours (clôt. au 4 juillet 2023)	5,26 €
Objectif de cours	12,10 € (+129,8 %)

Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	ALBIZ.PA / ALBIZ:FP
Capitalisation boursière	30,8 M€
Valeur d'entreprise	33,7 M€
Flottant	10,9 M€ (35,5%)
Nombre d'actions	5 854 532
Volume quotidien	18 525 €
Taux de rotation du capital (1 an)	7,64%
Plus Haut (52 sem.)	7,01 €
Plus Bas (52 sem.)	5,10 €

Performances

Absolue	1 mois	6 mois	12 mois
	-8,9%	-15,3%	-17%



Actionnariat

Flottant: 40,4% ; Brice Chambard & Obi One: 59,3%
Auto-contrôle: 0,3%

Agenda

RS S1 2023 : 27 septembre 2023

Chiffres Clés

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
CA (M€)	36,9	40,0	90,0	130,4	146,1
Evolution (%)	140,2%	8,3%	124,9%	44,9%	12,1%
EBE (M€)	0,4	1,0	3,0	5,0	6,6
ROP (M€)	-0,4	0,2	1,1	2,2	3,5
Marge op. (%)	-1,0%	0,5%	1,2%	1,7%	2,4%
Res. Net. Pg (M€)	-0,6	0,1	0,7	1,5	2,5
Marge nette (%)	-1,7%	0,2%	0,7%	1,2%	1,7%
BPA	-0,15	0,02	0,11	0,26	0,43

Ratios

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
VE / CA	0,7	0,7	0,4	0,3	0,2
VE / EBE	73,2	29,2	12,1	7,1	4,6
VE / ROP	na	na	33,2	15,8	8,5
P / E	na	na	43,9	19,1	11,5
Gearing (%)	0%	50%	50%	37%	8%
Dettes nette / EBE	0,1	3,5	2,6	1,3	0,2
ROCE (%)	-9%	1%	4%	9%	13%

Initiation à Achat Fort, OC 12,1 € - potentiel de hausse +130%

Nous initions la couverture d'Obiz à Achat Fort avec un OC de 12,1 €, soit un potentiel de hausse de +130%. Le titre offre un point d'entrée attractif et conjugue un modèle économique vertueux (croissance, récurrence et rentabilité) à des perspectives de croissance importantes : taux de croissance annuel moyen des BPAs de +c.200% sur 2022-25E.

De solides fondamentaux soutiennent l'activité

L'activité du groupe est tirée par (i) l'enjeu de préservation du pouvoir d'achat et (ii) la demande croissante des entreprises pour valoriser les data clients. En effet, la relation clients est un enjeu majeur de différenciation pour les entreprises et la digitalisation croissante des parcours clients entraîne une forte progression du volume de données. Enfin, l'activité d'Obiz est soutenue par (iii) une réglementation de plus en plus stricte en matière de collecte, gouvernance et sécurisation des data (dont la fin des cookies « tiers »).

Nombreux axes de croissance

Le groupe a identifié 4 axes de développement organique : augmentation du nombre de programmes affinitaires ; nouveaux profils de clients (partenaires locaux...) ; monétisation des boutiques e-commerce et internationalisation de l'activité. En sus, le groupe devrait poursuivre sa politique d'acquisitions, à l'image des dernières opérations réalisées : Adelya en mai 2022 et Ski Loisirs Diffusion fin juin 2023. Les indicateurs-clés du développement commercial du groupe progressent rapidement (synergies commerciales) et démontrent la pertinence de cette stratégie.

Un modèle vertueux : accroissement de la récurrence

Nous estimons que le modèle d'Obiz garantit la récurrence d'au moins 65% de l'EBITDA et ce ratio devrait continuer à progresser. D'une part, le groupe travaille à accroître la récurrence du CA des boutiques e-commerce (87% du CA / 38% de l'EBITDA) à travers des versions payantes par abonnement depuis mars 2021. D'autre part, l'activité programmes relationnels et affinitaires (13% du CA / 62% de l'EBITDA) bénéficie de contrats pluriannuels (3-5 ans) reconduits.

Différents leviers de progression des marges

Nous prévoyons une amélioration progressive des marges, soutenues par la croissance et par des synergies avec Adelya et SLD : force de frappe plus importante dans les achats, cross-selling, monétisation des boutiques e-commerce, plus grande absorption des charges fixes et contrôle continu des coûts. En synthèse, nous estimons que l'EBITDA du groupe pourrait atteindre 6,6 M€ en 2025E vs 1 M€ en 2022.

Point d'entrée attractif et c.200% de TCAM des BPA 2022-25E

Le titre a sous-performé de c.17% le CAC Mid & Small depuis le début de l'année, et se situe 30% en-dessous de son cours d'introduction du 26 mai 2021. Le titre se traite à 6,7x l'EV/EBITDA vs une moyenne historique (2 ans environ) à 14,4x environ. Nous pensons que le point d'entrée est attractif et se conjugue aux perspectives très significatives de croissance des BPA de c.200% sur la période 2022-25E.

Présentation de la société

Une solution de marketing relationnel et de fidélisation clients

Créée en 2010, Obiz développe des solutions de marketing relationnel en s'appuyant sur sa plateforme digitale, propriétaire. Obiz permet à ses clients (entreprises, associations et fédérations) de proposer à leurs bénéficiaires (clients, adhérents, collaborateurs, etc.) un large panel d'offres promotionnelles, permettant d'améliorer leur bien-être et d'augmenter leur pouvoir d'achat.

Le Groupe est présent dans 20 pays et opère plus de 100 programmes relationnels et affinitaires à destination de plus de 35 millions de bénéficiaires ayant accès aux offres promotionnelles négociées auprès de plus de 45 000 partenaires commerciaux, nationaux et locaux.

Synthèse et Opinion

Solides fondamentaux

L'activité du groupe est soutenue par un fort enjeu de préservation du pouvoir d'achat. A cela s'ajoute une demande croissante de la part des entreprises pour valoriser les data clients. En effet, la relation client est un enjeu majeur de différenciation pour les entreprises et la digitalisation croissante des parcours clients entraîne une forte progression du volume de données. Enfin, l'activité d'Obiz est soutenue par une réglementation de plus en plus stricte en matière de collecte, gouvernance et sécurisation des data et par la fin des cookies tiers.

Axes de croissance organique et externe

Le groupe a identifié 4 axes de développement organique : augmentation du nombre de programmes affinitaires; nouveaux profils de clients (partenaires locaux...); monétisation des boutiques e-commerce et internationalisation de l'activité. En sus, le groupe devrait poursuivre sa politique d'acquisitions, à l'image des dernières opérations réalisées : Adelya en mai 2022 et Ski Loisirs Diffusion fin juin 2023. Les indicateurs-clés du développement commercial du groupe progressent rapidement et démontrent la pertinence de cette stratégie (synergies commerciales).

Un modèle vertueux : accroissement de la récurrence

Nous estimons que le modèle d'Obiz garantit la récurrence d'au moins 65% de l'EBITDA et ce ratio devrait continuer à progresser. D'une part, le groupe travaille à accroître la récurrence du CA des boutiques e-commerce (87% du CA / 38% de l'EBITDA) à travers des versions payantes par abonnement depuis mars 2021. D'autre part, l'activité programmes relationnels et affinitaires (13% du CA / 62% de l'EBITDA) bénéficie de contrats pluriannuels (3-5 ans) reconduits.

Différents leviers de progression des marges

Nous prévoyons une amélioration progressive des marges, soutenues par la croissance et certaines synergies avec Adelya et SLD : force de frappe plus importante en matière d'achats, cross-selling, monétisation des boutiques e-commerce et plus grande absorption des charges fixes et contrôle continu des coûts. En synthèse, nous estimons que l'EBITDA du groupe pourrait atteindre 6,6 M€ en 2025E (vs 1 M€ en 2022).

Achat Fort, OC 12,1 € - 130% potentiel de hausse

Notre **objectif de cours à 12,1 €** résulte d'une moyenne des méthodes DCF et Comparables Boursiers et implique un upside de +130% sur la valeur. **Achat Fort.**

SWOT

Forces

- Proposition de valeur en phase avec les attentes des consommateurs et les enjeux des entreprises ;
- Modèle économique vertueux : croissance, récurrence et rentabilité ;
- Plateforme digitale propriétaire innovante et scalable ;
- Réseau de plus de 45 000 partenaires.

Opportunités

- Préservation du pouvoir d'achat et contexte inflationniste favorable ;
- Stratégies QVT des entreprises (Qualité de Vie au Travail) ;
- La relation client est un axe majeur de différenciation pour les entreprises ;
- Forte progression du volume de données (digitalisation croissante des parcours clients) ;
- Demande croissante pour réconcilier et valoriser les data ;
- Réglementation stricte en matière de collecte, gouvernance et sécurisation des data ;
- Fin des cookies tiers ;
- Couverture de nouveaux secteurs d'activité, nouveaux profils de bénéficiaires ; développement à l'international ; acquisitions...

Faiblesses

- Constitution de stocks (bons d'achat d'enseignes) ;
- Taille de l'entreprise et dépendance hommes-clé ;
- Traitement de données à caractère personnel (RGPD).

Menaces

- Marchés fortement concurrentiels de la publicité et du marketing interactifs ;
- Evolution des technologies Web et bases de données ;
- Modification de l'environnement réglementaire ;
- Cybercriminalité & défaillance des systèmes informatiques.

Méthode de valorisation

Notre **objectif de cours à 12,1 €** est obtenu par la moyenne des méthodes DCF et Comparables Boursiers (statique et dynamique), impliquant un upside de +130% sur la valeur. **Opinion Achat Fort.**

DCF

La méthode de valorisation par flux de trésorerie actualisés implique une valeur du titre de 9,5 €, traduisant ainsi un potentiel de hausse du cours significatif de +81%.

Comparables boursiers

L'application des multiples statiques et dynamiques (ie ajustés pour la croissance) d'un échantillon de comparables boursiers aux principaux agrégats du groupe nous permet de calculer un prix par action de 14,7 €.

Obiz occupe une position concurrentielle unique, au carrefour d'un vaste écosystème digital, active sur plusieurs marchés. Nous avons choisi de retenir deux groupes de pairs, représentant les secteurs du marketing digital et de l'édition de logiciel/applications d'entreprises.

Nous avons attribué un poids respectif à ces secteurs, reflétant notre vue de la répartition moyenne de l'EBITDA d'Obiz sur la période 2024-25E entre les segments boutiques e-commerce et prestations de services.

SOMMAIRE

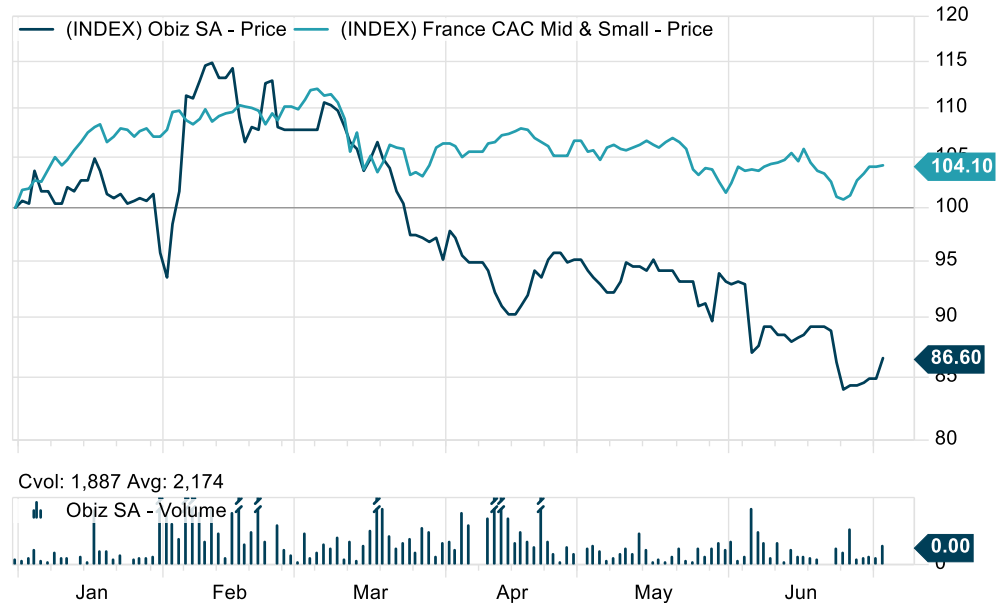
1- <u>Le point sur la performance du titre</u>	4
2- <u>Présentation synthétique de la société</u>	6
3- <u>Des marchés adressés larges et en croissance</u>	7
4- <u>Un modèle économique vertueux</u>	9
5- <u>Une plateforme digitale propriétaire innovante et scalable, au cœur du modèle</u>	11
6- <u>La génération de chiffre d'affaires récurrent</u>	11
6.1- <u>Activité Boutiques e-commerce (87% du CA ; 38% de l'EBITDA)</u>	12
6.2- <u>Activité Programmes relationnels et affinitaires (13% du CA et 62% de l'EBITDA)</u>	16
7- <u>Perspectives de croissance importantes : CA à 146 M€ en 2025E</u>	20
8- <u>Les drivers de rentabilité</u>	21
9- <u>Un newsflow régulier et transparent</u>	23
10- <u>Management</u>	24
11- <u>Actionnariat</u>	24
12- <u>Bilan RSE</u>	25
13- <u>Etat financiers Projetés</u>	27
13.1- <u>Compte de résultats projeté</u>	27
13.2- <u>Bilan projeté</u>	28
13.3- <u>TFT projeté</u>	29
14- <u>Valorisation : objectif de cours à 12,1 € - Opinion Achat Fort</u>	30
14.1- <u>Méthode DCF : valorisation du titre à 9,5 €</u>	31
14.2- <u>Méthode des comparables boursiers : valorisation du titre à 14,7 €</u>	32
15- <u>Annexes</u>	35
15.1- <u>Environnement fortement concurrentiel</u>	35
15.2- <u>Un secteur fragmenté en cours de consolidation</u>	36
16- <u>Avertissements importants</u>	37
17- <u>Avertissement complémentaire</u>	38

La sous-performance du titre par rapport à l'indice CAC Mid & Small depuis mi-mars reflète des attentes fortes des investisseurs en termes de croissance des résultats du groupe.

Performance historique du titre Obiz

Le titre est en baisse d'environ -13% depuis le début de l'année vs un indice de marché CAC mid & small en hausse de +4% environ.

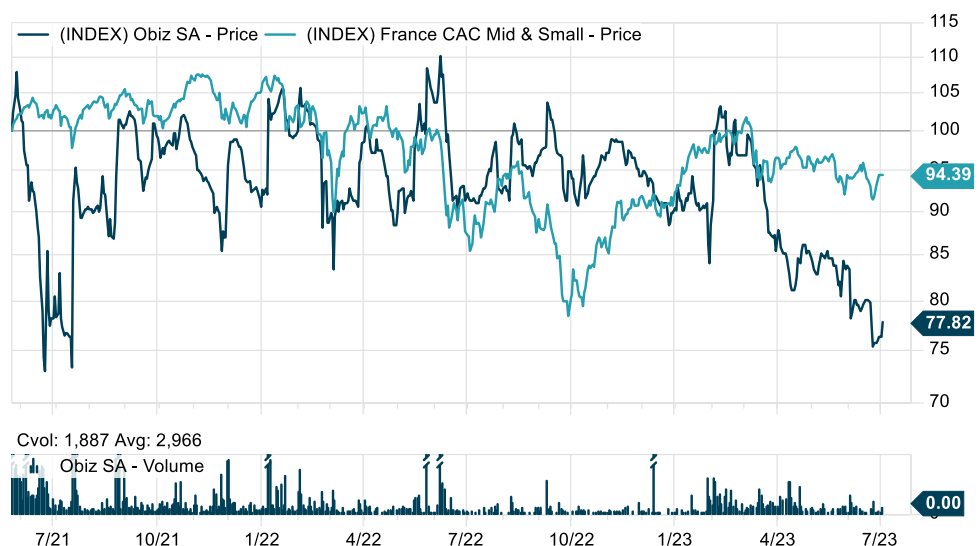
Performance YTD de Obiz et du CAC Mid & Small (base 100)



Source : Factset & IE Finance

Depuis l'IPO (début de la cotation le 26 mai 2021 à un prix fixé à 7,50 €), le cours d'Obiz a fléchi d'environ -22%.

Performance de Obiz depuis son IPO et du CAC Mid & Small (base 100)

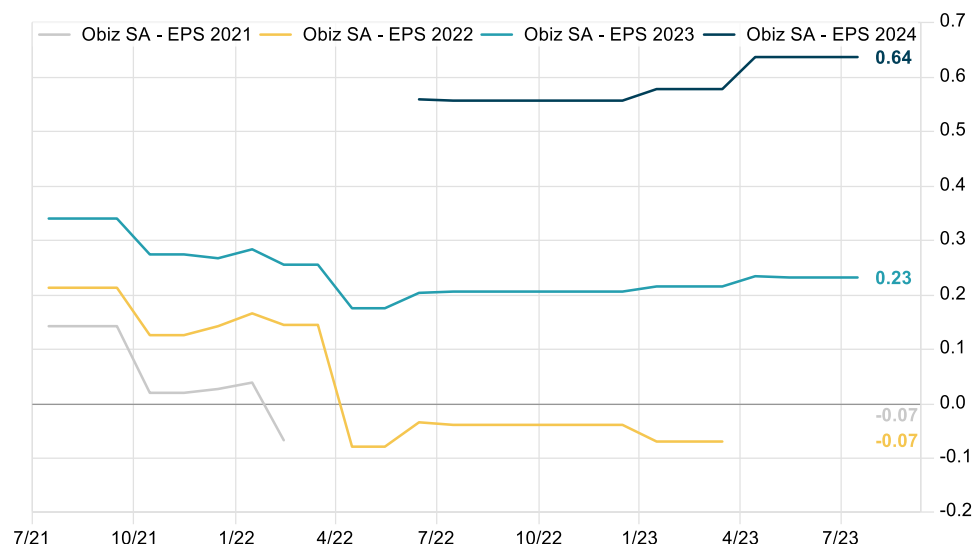


Source : Factset & IE Finance

Evolution du consensus de BPA

Les estimations de BPA traduisent les perspectives de croissance significatives du groupe.

Révisions des attentes de BPA (€)

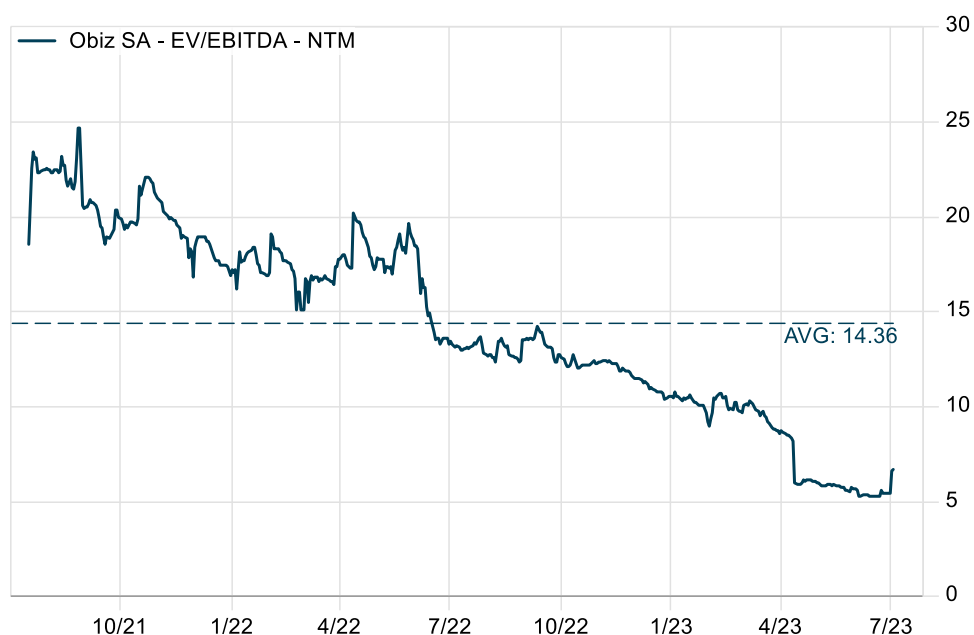


Source : Factset & IE Finance

Valorisation historique du groupe

Bien que l'historique soit limité (Obiz est cotée sur le marché Euronext Growth depuis le 26 mai 2021), nous soulignons que le titre se traite à 6,7x l'EV/EBITDA, en deçà de sa moyenne historique et proche d'un plus bas niveau. Les perspectives de croissance importante du groupe (triplément de l'EBITDA en 2023E YoY) impliquent, selon nous, une valorisation du titre attractive.

Valorisation depuis la 1ère cotation (multiples d'EV/EBITDA)



Source : Factset & IE Finance

Créée en 2010 par Brice Chambard, Président Directeur Général de la société, Obiz développe des solutions de marketing relationnel et de fidélisation clients. En s'appuyant sur sa plateforme digitale propriétaire, Obiz permet à ses clients (entreprises, associations et fédérations) de proposer à leurs bénéficiaires (clients, adhérents, collaborateurs, etc.) un large panel d'offres promotionnelles, permettant d'améliorer leur bien-être et d'augmenter leur pouvoir d'achat.

Aujourd'hui, le Groupe est présent dans 20 pays et opère plus de 100 programmes relationnels et affinitaires à destination de plus de 35 millions de bénéficiaires ayant accès aux offres promotionnelles négociées auprès de son réseau de plus de 45 000 partenaires commerciaux, nationaux et locaux.

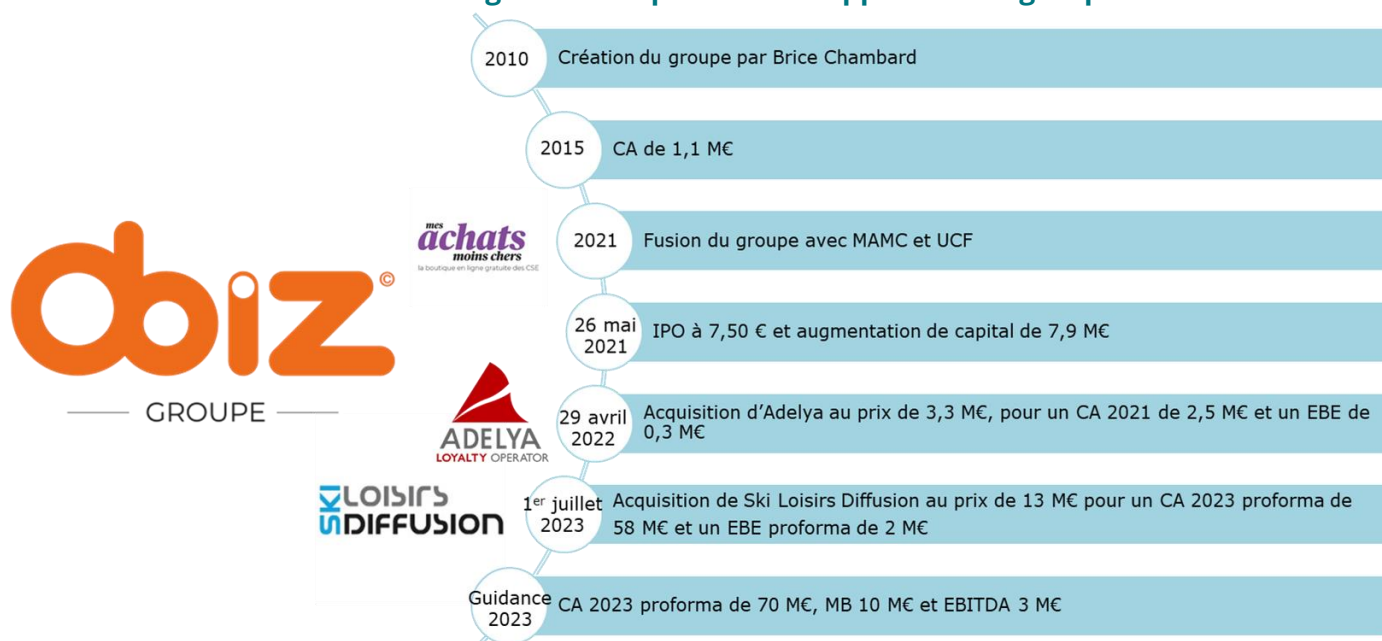
La société est qualifiée Entreprise Innovante par Bpifrance et a obtenu une notation extra-financière « Avancée + » de la part d'EthiFinance. Obiz est devenue entreprise à mission en 2021 avec une stratégie RSE portée au plus haut niveau managérial.

Une croissance historique forte

Le chiffre d'affaires est passé de 1,1 M€ en 2015 à 40 M€ en 2022, avec notamment l'acquisition d'Adelya, consolidée le 1^{er} mai 2022, qui a contribué au CA groupe à hauteur de 1,8 M€ sur l'exercice 2022. En 2023, le groupe a annoncé l'acquisition de Ski Loisirs Diffusion, consolidé à partir du 1^{er} juillet, et qui représente un CA proforma additionnel de 58 M€ en 2023.

Cette trajectoire de croissance a valu à la société d'être régulièrement primée parmi les champions de la croissance en France (Les Echos-Statista en 2018, 2019, 2020 et 2021) et en Europe (Financial Times - Europe's Fastest Growing Companies en 2020 et 2021).

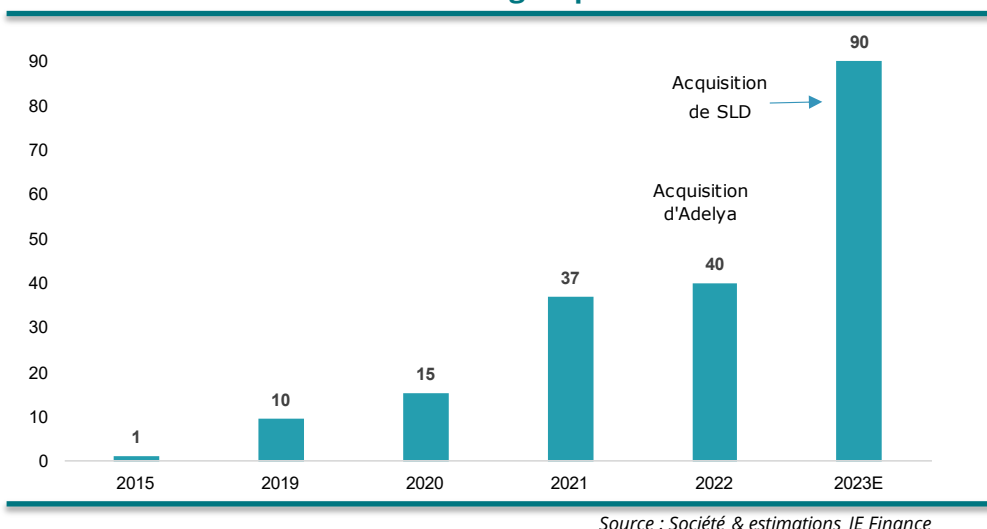
Les grandes étapes du développement du groupe



Source : Société & IE Finance



Croissance du chiffre d'affaires du groupe



La crise sanitaire débutée en 2020 a engendré une baisse des ventes en ligne de la billetterie, baisse néanmoins compensée largement par la hausse des bons d'achats vendus sur la boutique en ligne.

3 - DES MARCHÉS ADRESSÉS LARGES ET EN CROISSANCE

Obiz est présente sur plusieurs marchés de taille très significative :

- Le marketing relationnel
- Le couponing (achats groupés)
 - Le marché des cartes cadeaux est estimé à 4 Mds€ en France avec une croissance annuelle de 15-20% (source : Obiz).
 - Les coupons de réduction en France représentent un marché annuel de 7 Mds€ (source : Obiz).
- La publicité digitale
 - Le marché de la publicité digitale (hors GAFAM) en France est estimé à 1,2 Mds€ annuel (source : Obiz)
 - Le marché du data marketing pèse 2,1 Mds€ en France (source : Isoskèle et BVA).
- Les achats loisirs-tourisme des Comités d'Entreprises.
 - Les CSE ont 15 Mds€ de budget (source : Obiz).

La relation client est un enjeu clé

La relation des entreprises avec leurs clients est devenue un axe majeur de différenciation pour ces entreprises sur des marchés concurrentiels. La relation client englobe l'ensemble des activités visant à assurer un suivi et une interaction avec un client (ou un prospect).

La gestion de la relation avec les clients s'opère au sein d'un écosystème de solutions logicielles. Les stratégies centrées sur les clients les plus abouties font appel à une structuration fine et opérationnelle des données collectées sur les clients et prospects pour piloter l'activité de l'entreprise.

Stratégie QVT

La Qualité de Vie au travail (QVT) devient un sujet central dans l'entreprise. L'employeur doit faire en sorte que les collaborateurs travaillent dans de bonnes conditions, matérielles, organisationnelles ou mentales.

Le marché de la donnée marketing en France : +6% / an

Les professionnels du secteur ont estimé la taille du marché de la donnée marketing en France à 2,1 Mds € en 2020. Il a connu une forte progression, avec un TCAM de +5,9% entre 2010 et 2019, une légère décroissance de -1,2% en 2020 due au Covid (faible recul comparé à celui du PIB sur la période à -8%).

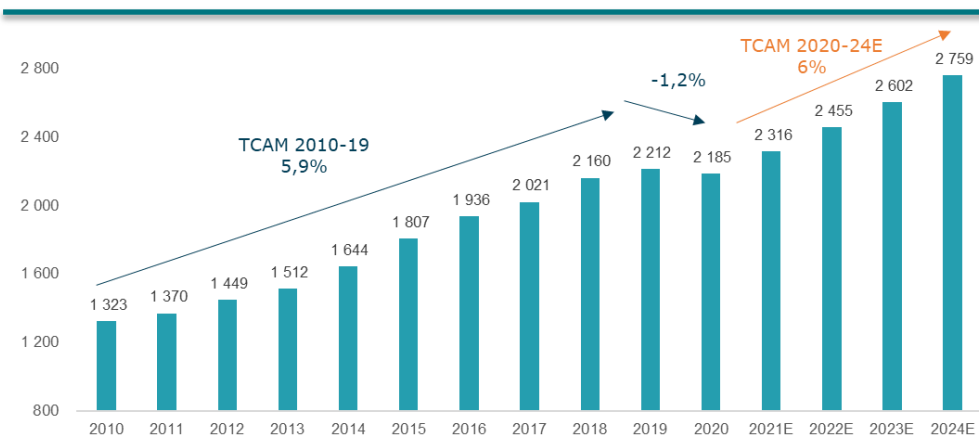
Nous estimons que le marché de la donnée client devrait progresser à un rythme de +6% par an entre 2020 et 2024.

Il est porté par de solides fondamentaux :

- Une forte progression du volume de données avec la digitalisation croissante des parcours clients (historique d'achats, parcours sur les sites, cartes d'adhérent, etc.)
- Une réglementation de plus en plus stricte en matière de collecte, de gouvernance et de sécurisation ;
- La fin programmée des cookies tiers en 2023 ;
- Une demande croissante des entreprises pour réconcilier et valoriser leurs données ;
- L'essor des solutions d'analyse et d'intelligence et des activités de stockage, de structuration et d'hébergement des données.

Le traitement de la data est central.

Croissance historique et perspectives du marché de la data marketing en France (M€)



Source : Isokèle et BVA & estimations IE Finance

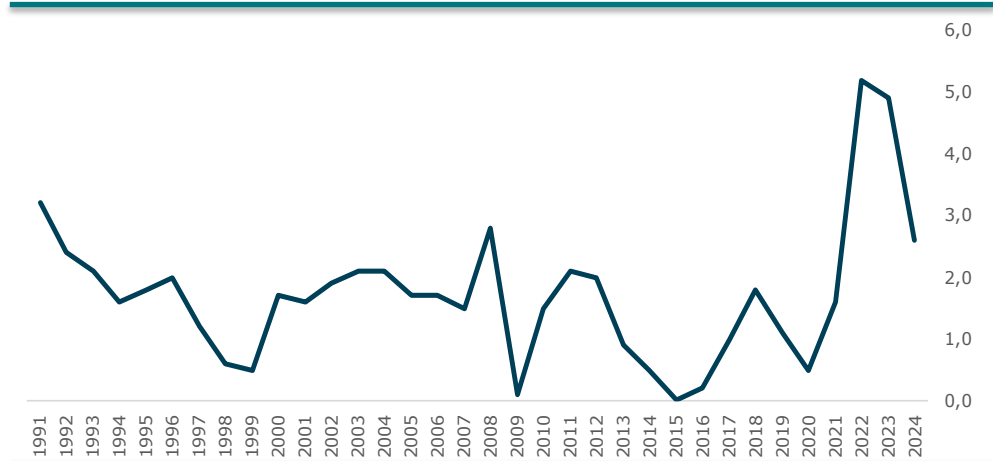
Préservation du pouvoir d'achat

Obiz est présente sur des marchés (couponing, achats loisirs-tourisme des Comités d'Entreprises...) qui répondent à une problématique de préservation du pouvoir d'achat des consommateurs, dans un contexte d'inflation.

Selon l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE), le pouvoir d'achat des ménages devrait baisser de -1,2% entre 2022 et 2024, avec une hausse des salaires nominaux qui ne sera pas suffisante pour compenser l'inflation.

L'Insee a chiffré l'inflation moyenne à +5,2% en 2022 YoY et le gouvernement a prévu une inflation de +4,9% en 2023 et de +2,6% en 2024. De son côté l'OFCE a estimé que l'inflation restera élevée jusqu'à la fin de 2023, oscillant entre +5,5% et +6,5%, et devrait refluer ensuite aux alentours de +3% fin 2024.

Taux d'inflation en France (indice des prix à la consommation)



Source : Insee

4 - UN MODÈLE ÉCONOMIQUE VERTUEUX

Obiz conçoit, déploie et pilote pour le compte de ses clients, des programmes relationnels et affinitaires et des plateformes e-commerce. Les communautés de clients sont un enjeu clé en termes de fidélisation.

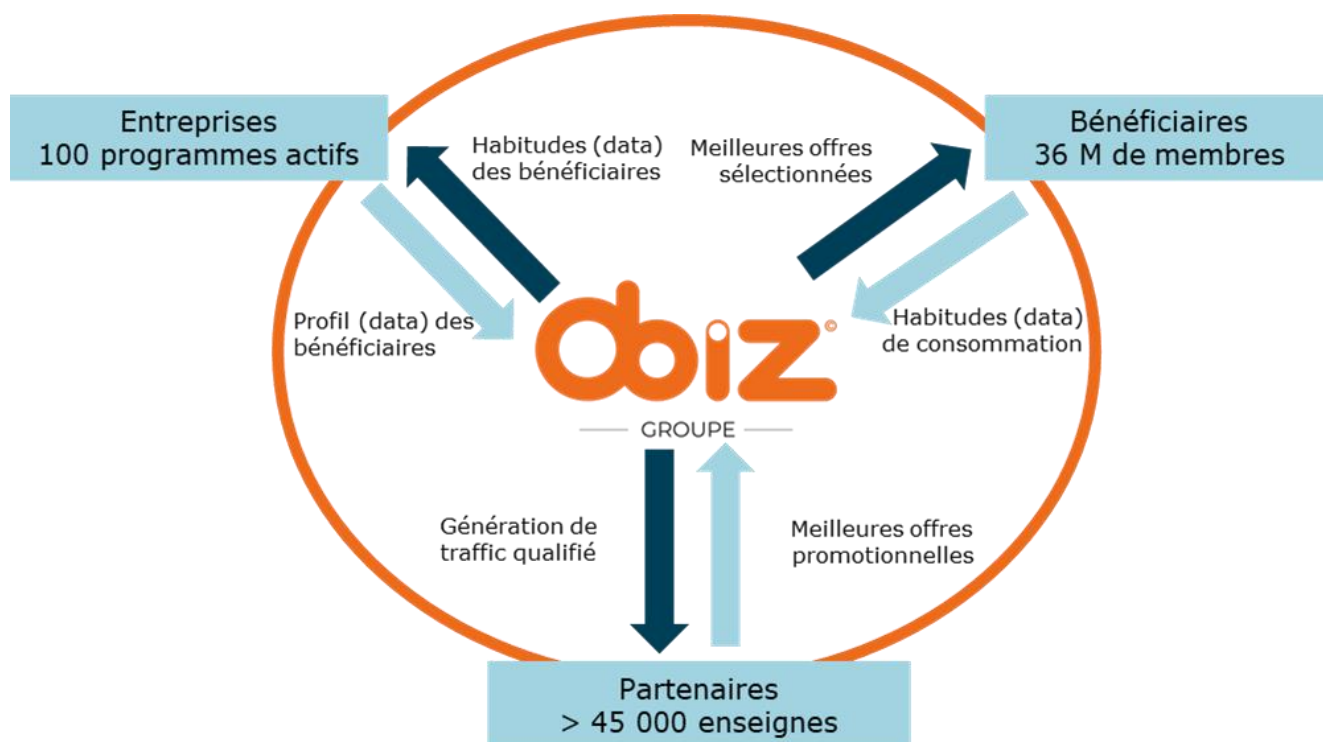
Ces solutions, exclusives et personnalisées, donnent accès pour leurs bénéficiaires aux meilleures offres promotionnelles, sélectionnées et négociées par Obiz, auprès de son réseau de plus de 45 000 partenaires commerciaux, nationaux et locaux.

Grâce à sa plateforme de marketing relationnel, Obiz répond aux attentes de chacun :

- Les clients entreprises, associations et fédérations : en les aidant à nouer une relation durable avec leurs clients, adhérents et collaborateurs et ainsi répondre à leurs enjeux de conquête ou de fidélisation, mais aussi d'image et de différenciation ;
- Les bénéficiaires : en leur donnant accès à un très large panel d'activités de sport, de loisirs, de bien-être ou plus largement de produits de consommation, à l'échelle nationale mais aussi de proximité, contribuant à améliorer leur pouvoir d'achat et à soutenir l'économie locale ;
- Les partenaires commerciaux : en leur permettant de développer leur activité auprès d'un flux de consommateurs qualifiés, sans contrepartie financière autre que les remises commerciales directement consenties aux bénéficiaires.

Les engagements réciproques indiqués ci-avant sont formalisés dans la Charte Obiz Confiance signée avec les partenaires des programmes relationnels et affinitaires.

Le modèle économique d'Obiz repose sur la création de valeur pour ses clients



Source : Société & IE Finance

1. Obiz réalise le programme marketing adapté au profil des bénéficiaires à partir des informations transmises par les clients entreprises. Obiz continue d'adapter le programme d'offres promotionnelles selon les comportements d'achat des bénéficiaires sur la plateforme de marketing dédiée.
2. Les clients entreprises d'Obiz invitent leurs bénéficiaires à profiter d'offres promotionnelles consenties par les partenaires d'Obiz à travers des programmes relationnels et affinitaires.
3. Les partenaires s'engagent à mettre à disposition des bénéficiaires des offres de promotions exclusives, et bénéficient alors d'une visibilité sans contrepartie financière. Ils peuvent, à leur tour, bénéficier d'offres exclusives pour faire baisser leurs coûts de structure et améliorer leur compétitivité.
4. Les partenaires bénéficient d'un flux de consommateurs qualifiés.
5. Les bénéficiaires profitent d'activités de bien-être et de loisirs à des prix réduits, augmentant ainsi leur pouvoir d'achat.
6. Obiz donne accès à ses clients entreprises à des reportings des comportements de leur clientèle, grâce aux analyses effectuées par sa plateforme Obiz Analytics. Obiz peut également détecter les opportunités de cross-selling et d'up-selling pour l'entreprise cliente (CA supplémentaire).

La mise en œuvre d'un programme de marketing personnalisé peut être effective en 3 à 4 mois.

5 - UNE PLATEFORME DIGITALE PROPRIÉTAIRE INNOVANTE ET SCALABLE, AU CŒUR DU MODÈLE

Fruit de 10 années de développement et d'expérience, Obiz dispose de sa **propre plateforme digitale innovante, configurable et évolutive**, dédiée à **l'analyse des données des utilisateurs** pour répondre à toutes les exigences de ses clients.

Obiz dispose d'une **expertise digitale forte**, grâce à une équipe de 95 experts (45 pour Obiz + 35 pour Adelya et 15 pour SLD).

La plateforme Obiz est un outil en marque blanche avec plusieurs niveaux de personnalisation graphique. Elle permet d'intégrer du **contenu sur mesure** et propose un éventail de fonctionnalités à la carte. Elle est adaptée aux habitudes de **communication omnicanale** des clients : newsletters, marketing automation, réseaux sociaux, géolocalisation, SAV dédié, etc.

Les solutions digitales Obiz « data driven » permettent à ses clients entreprises **d'améliorer leur connaissance de leurs propres clients ou adhérents bénéficiaires**. Le tracking data Obiz, couplé au tracking Google analytics, permet de collecter et analyser une série de données transposées dans des reporting data : bilan sur les catégories les plus visitées, les produits les plus achetés, économies réalisées, etc.

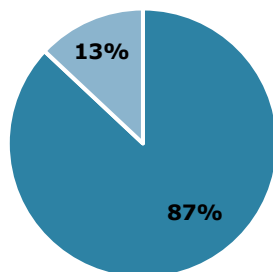
Les fonctionnalités de pilotage, sous forme d'outils de reporting ou de dashboards en temps-réel, permettent de **piloter la performance** du programme, les tendances de consommation, et de détecter des opportunités de **cross-selling**. Grâce aux données collectées par la plateforme, Obiz est en mesure **d'adapter en temps réel le contenu** des programmes. Les données analysées par Obiz vont permettre de proposer du contenu intelligent pour chacun des bénéficiaires.

6 - LA GÉNÉRATION DE CHIFFRE D'AFFAIRES RÉCURRENT

Deux activités génèrent le chiffre d'affaires :

1. La vente en ligne issue des boutiques (e-cartes cadeaux, ventes en ligne loisirs et billetteries) et les commissions de coopérations commerciales avec les partenaires.
2. La prestation de service/programmes relationnels et affinitaires (accès aux services, maintenance adaptative, développements spécifiques, animation). Les services sont rendus de manière linéaire selon la durée du contrat, en set up ou en abonnement mensuel par utilisateur. Cette activité s'appuie sur une forte récurrence avec un modèle d'abonnement.

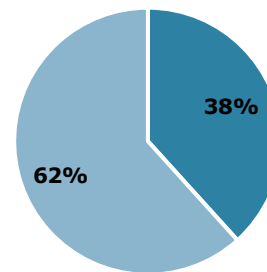
Répartition du CA 2022 par activité



- Boutiques e-commerce
- Prestations de services/Programmes relationnels et affinitaires

Source : Société & estimations IE Finance

Répartition EBITDA 2022 par activité



- Boutiques e-commerce
- Prestations de services/Programmes relationnels et affinitaires

Source : Société & estimations IE Finance

6.1 - ACTIVITÉ BOUTIQUES E-COMMERCE (87% DU CA ; 38% DE L'EBITDA)

À travers cette activité, qui constitue la majeure partie du CA (87%) mais seulement 38% de l'EBITDA, le groupe revend de la billetterie pour des parcs de loisirs, du cinéma, des forfaits de ski ainsi que des bons d'achat/cadeaux à dépenser dans de grandes enseignes de la distribution. Ces bons ont été préalablement achetés en direct à ces enseignes à tarif remisé.

L'activité des boutiques e-commerce a connu un développement rapide pour atteindre un chiffre d'affaires proche de 35 M€ en 2022. L'acquisition de Ski Loisirs Diffusion permettra au groupe de doubler le niveau de CA 2023.

En 2022, Obiz compte plus de 45 000 partenaires commerciaux dont plus de 600 grandes enseignes et des milliers de commerces et points de vente locaux proposant des tarifs et avantages exclusifs sur de nombreuses thématiques (loisirs, vacances, sport, hôtellerie, vie quotidienne, etc.).

Pour lancer un contrat de partenariat, un partenaire propose à Obiz une offre exclusive à destination des bénéficiaires des programmes, ainsi que les modalités d'utilisation des avantages (carte, code, coupon, etc.). Obiz assure la promotion de la marque partenaire et de ses établissements sur ses sites, applications, services de géolocalisation et activités d'animation, en utilisant des outils tels que des newsletters, des vidéos, des jeux concours et des bannières.

Les bénéfiques pour partenaires

- L'adhésion au réseau Obiz permet aux partenaires de bénéficier d'une visibilité auprès des 35,5 millions de bénéficiaires potentiels et d'un trafic qualifié et gratuit de consommateurs, et ainsi percevoir un volume d'affaire supplémentaire sans contrepartie financière (aucun droit d'entrée, pas de rétrocession sur le chiffre d'affaires généré).
- Grâce à ses outils de collecte et d'analyse de la Data client, Obiz est capable de cibler au mieux les offres à proposer aux utilisateurs, permettant in fine aux grandes enseignes (i) d'enrichir leur connaissance client et (ii) de dynamiser la relation client.
- Obiz contribue par ce biais à diminuer les coûts de marketing de ses partenaires. En effet, pour les enseignes, cette approche est moins onéreuse que les campagnes d'achat de mots-clés sur les moteurs de recherche, ou les offres de couponing et d'achats groupés proposées par des acteurs tels que Groupon, Dealabs, iGraal ou Radins.com.
- Le développement des boutiques e-commerce d'Obiz contribue à augmenter la visibilité de ses partenaires et renforce ainsi l'attractivité du modèle proposé.
- Enfin, le réseau Obiz offre également aux partenaires l'accès à des consommateurs de proximité pour nourrir l'écosystème régional des marques, proposition de valeur particulièrement pertinente pour les réseaux de franchisés.

Les partenaires

- Pour l'activité sports & loisirs, les partenaires sont l'Orange Bleue, Intersport, Go Sport, Decathlon, ainsi que des réductions sur les forfaits de skis dans plus de 70 stations ;
- Pour les activités familiales, les partenaires sont Disneyland, le Futuroscope, le Puy du Fou, Marineland, Gaumont Pathé ;
- Pour les voyages, les partenaires sont Center Parcs, Club Med, MSC Croisières, Go Voyages, B&B Hotels, Accord Hotels, Mercure, Sofitel Hotels & Resorts, Novotel Hotels ;
- Pour le shopping, les partenaires sont Fnac, Darty, Yves Rocher, BioCenter ;
- Pour le quotidien, Les partenaires sont Interflora, Deezer, Complétude soutien scolaire, O2 Home Services.

Le modèle

Les paiements des produits et services sont effectués directement sur la plateforme de la boutique d'Obiz, ce qui lui permet de collecter directement les données des utilisateurs et de mieux cibler les offres à leur proposer.

Obiz se rémunère au travers :

- d'une marge brute normative comparable à celle d'un revendeur
- d'un abonnement mensuel par entreprise, comités d'entreprise ou association, depuis mars 2021.

Le groupe ne reçoit pas de commission des acheteurs (bénéficiaires finaux) et les commissions perçues de certains émetteurs correspondent à la rémunération de services de coopération commerciale réalisés par Obiz.

Ainsi, les ventes boutiques présentent des marges faibles, en lien avec le choix d'Obiz de redistribuer à ses clients l'ensemble des marges au consommateur, dans le cadre de son programme de pouvoir d'achat.

Des versions payantes depuis mars 2021 : accroissement de la récurrence du CA

Le groupe a lancé en mars 2021 des versions payantes de sa plateforme, enrichies de nouvelles fonctionnalités, qui contribuent à augmenter la rémunération de ses services.

L'objectif est d'inciter les clients CSE à migrer vers les nouvelles versions enrichies et ainsi accroître la récurrence de cette activité.

- Pack Medium : à partir de 199 €/mois intégrant des fonctionnalités supplémentaires telle que la personnalisation du site, un kit d'animation (newsletters, goodies...), un cadeau de bienvenue exclusif (carte Happybreak) pour chaque collaborateur bénéficiaire ainsi qu'un suivi trimestriel ;
- Pack Premium : sur devis (set-up et abonnement) intégrant, en complément, des fonctionnalités du Pack Medium, un site internet et une application dédiés, un portefeuille d'offres plus large et personnalisé, la gestion des cagnottes, etc.

Bien que le modèle économique de cette activité s'appuie encore peu aujourd'hui sur les abonnements, dans les faits le CA généré est résilient : les relations avec les partenaires sont pérennes, avec un accroissement du trafic généré chez les partenaires et une base de clientèle en croissance rapide et régulière sur les boutiques e-commerce.

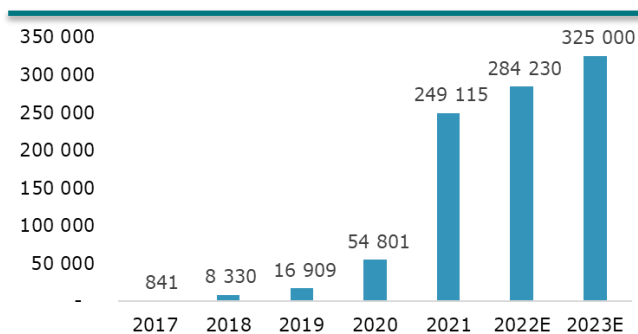
Progression des indicateurs de développement commercial

Le nombre d'acheteurs e-commerce s'est élevé à près de 55 000 en 2020 et, grâce à l'acquisition de Ski Loisirs Diffusion, devrait être multiplié par six en 2023E.

Le trafic généré chez les partenaires, mesuré en nombre de liens de redirection, devrait passer de 822 000 en 2020 à 1,45 million en 2023E.

Nombre d'acheteurs boutiques e-commerce

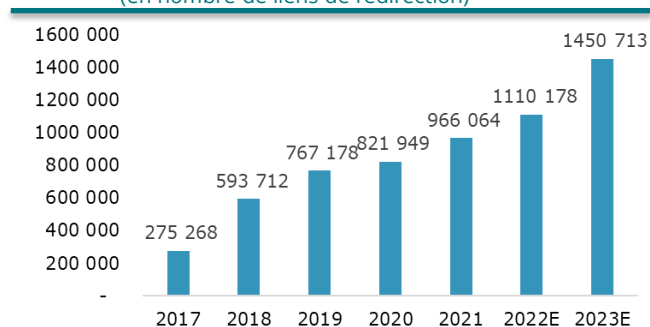
(au moins 1 acte d'achat au cour de l'année)



Source : Société & estimations IE Finance

Trafic généré chez les partenaires

(en nombre de liens de redirection)



Source : Société & estimations IE Finance

Zoom sur l'acquisition de Ski Loisirs Diffusion : CA additionnel d'environ 43 M€ et EBE 1,5 M€

Obiz a annoncé l'acquisition de 100% du capital de Ski Loisirs Diffusion pour un prix que nous estimons de 13 M€. Le nouvel ensemble (Obiz + Adelya + Ski Loisirs Diffusion) vise en année pleine environ 70 M€ de CA, une marge brute de 10 M€ et un EBITDA de 3 M€. SLD sera consolidée à partir du 1^{er} juillet 2023.

Multiples d'acquisition de Ski Loisirs Diffusion

Prix d'acquisition (M €)	13,0		
EV	14,0		
Multiples d'acquisition (x)	2023	2024E	2025E
EV/CA	0,24	0,22	0,19
EV/EBITDA	7,0	5,8	4,8

Source : Société & estimations IE Finance

Ski Loisirs Diffusion en bref

Ski Loisirs Diffusion a développé une plateforme de e-billetterie, sous la marque ReducCE. À travers une plateforme SaaS, mais également via des applications iOS et Android, la société propose plus de 120 000 offres de loisirs à prix réduits (parcs, voyages, ski, cinéma, etc.) à destination des CSE, des TPE et des PME.

Fort de plus de 30 ans d'expérience et détenant 80% de part de marché sur les inter CSE ainsi que 5 000 clients CSE en direct et plus de 10 millions de bénéficiaires, la société s'est imposée comme l'un des leaders français des offres de loisirs à prix réduit. Ski Loisirs Diffusion compte parmi ses clients les CSE de grandes entreprises du CAC 40 et du SBF 120.

Synergies attendues

- Obiz intègre le vaste catalogue de Ski Loisirs Diffusion, soit une augmentation drastique de l'offre pour les bénéficiaires, avec une cible étendue de clients.
- L'ensemble Obiz-SLD bénéficiera d'un potentiel de cross-selling (ventes croisées). Ski Loisirs Diffusion va renforcer l'offre d'Obiz à destination des CSE, et l'offre Ski Loisirs Diffusion sera enrichie de nouvelles fonctionnalités e-commerce.
- Le nouvel ensemble pourrait également profiter d'une force de frappe plus importante en matière d'achats sur le marché des loisirs et de la culture à prix réduit.

Perspectives de Ski Loisirs Diffusion

Ski Loisirs Diffusion - principaux agrégats (M€)	2023	2024E	2025E
CA	58,0	77,0	86,2
% croissance			12%
EBE	2,0	2,9	3,5
% marge d'EBE	3,4%	3,7%	4,0%

Source : Société & estimations IE Finance

Financement de Ski Loisirs Diffusion

L'acquisition de SLD (au prix de 13 M€ selon nous) a été financée grâce aux opérations suivantes :

- 6,5 M€ de nouveaux emprunts bancaires ;
- 8 M€ levée de fonds via une augmentation de capital.

6.2 – ACTIVITÉ PROGRAMMES RELATIONNELS ET AFFINITAIRES (13% DU CA ET 62% DE L'EBITDA)

Cette activité de services représente une part mineure du CA groupe (13%) mais 62% de l'EBITDA.

Les services apportés par Obiz

Obiz assure pour ses clients entreprises l'évolution du programme marketing avec une mise à jour de son contenu tout au long de la vie du contrat.

En parallèle, le groupe met à disposition des bénéficiaires les nouveaux partenariats. La société anime la communauté de bénéficiaires en adressant des newsletters et notifications des actualités de jeux concours, en proposant des ventes privées et des offres flash. Obiz garantit une relation avec les bénéficiaires à travers les différents moyens de communications, par mail et téléphone.

Un CA récurrent à 90%

Cette activité est caractérisée par une base clients fidèle et un CA récurrent à hauteur de 90% environ.

Obiz se rémunère auprès de ses clients entreprises via :

- Un frais de set-up initial lors de la mise en place du programme, dont le montant est variable en fonction du degré de personnalisation de la plateforme souhaité par le client ;
- Un abonnement annuel indexé sur le nombre de bénéficiaires, une fois le programme opérationnel ;
- Des services de maintenance adaptative et des développements spécifiques supplémentaires, qui viennent compléter les sources de revenus.

Les programmes relationnels et affinitaires font l'objet de contrats pluriannuels, d'une durée initiale de 3 à 5 ans. Ces contrats sont pour la plupart reconduits et la société a fait le constat d'une tendance pour les divers annonceurs à accroître leurs budgets de marketing online.

Seuls 2 programmes relationnels et affinitaires n'ont pas été renouvelés au cours des 10 dernières années.

Les bénéfices pour les clients entreprises

- L'offre de marketing relationnel est destinée à aider les entreprises à conquérir de nouveaux clients et à fidéliser ses clients existants pour réduire l'attrition.
- Les programmes contribuent à aider les entreprises à mieux connaître leurs clients et ainsi à animer leur communauté « client » de manière plus efficace en leur proposant des offres et avantages adaptés.
- Obiz peut également détecter les opportunités de cross-selling et d'up-selling pour l'entreprise cliente, offrant un potentiel CA supplémentaire.
- Les programmes Obiz ont aussi pour objectif de contribuer à améliorer et renforcer le lien des consommateurs avec les marques clientes de la société.
- Ils permettent aux entreprises d'enrichir leur proposition de valeur, de se démarquer de la concurrence
- Enfin, ils apportent des réponses concrètes aux thématiques de consommation responsable en faisant valoir la générosité de la marque sur des thématiques positives (bien-être, loisirs, sports...) et de politique RSE.

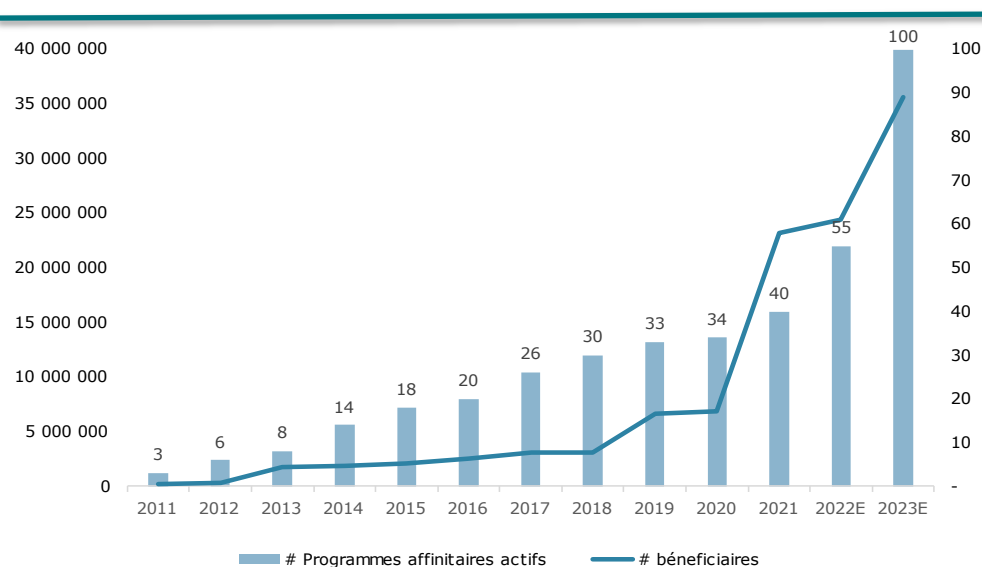
Un fort développement commercial

Obiz compte en 2023 plus de 100 programmes relationnels et affinitaires auprès d'un portefeuille clients varié comprenant :

- de grands groupes français et internationaux (AXA, EDF, Vinci, Total, Bpifrance, McDonald's, etc.)
- des entreprises de taille moyenne (ERA immobiliser, Orange bleue, BlaBlaCar, In Extenso, BymyCar, etc.)
- des associations et collectivités (EM Lyon Business School, Handicap International, Fédération automobile du sport automobile (FFSA), Chambre des métiers et de l'Artisanat France, Union des entreprises et de Proximité (U2P), etc.)

L'acquisition d'Adelya s'est traduite par l'augmentation du nombre de programmes relationnels et affinitaires (+20 programmes) et par un renforcement significatif de la marge brute et de la rentabilité du groupe.

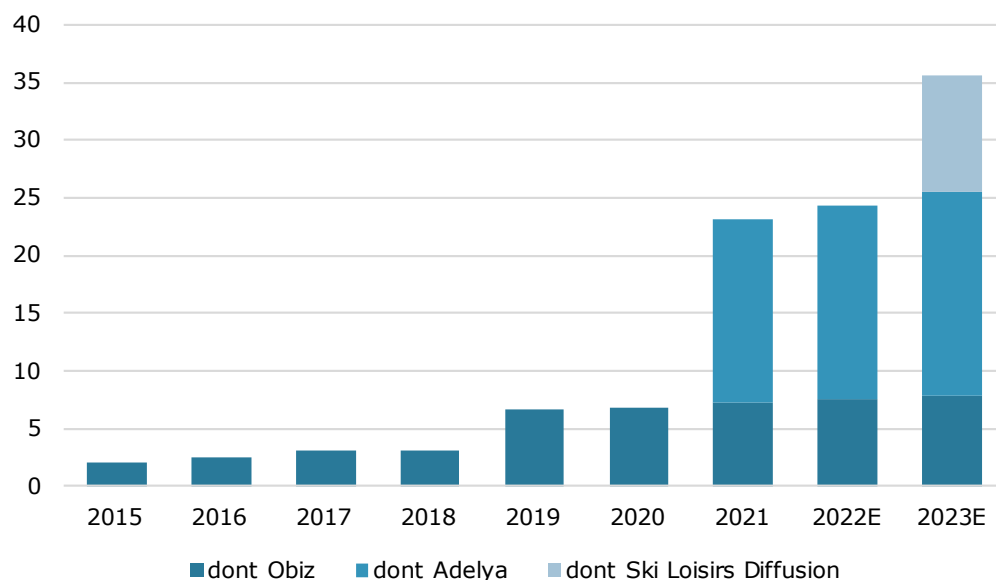
Développement commercial : évolution du nombre de programmes affinitaires et de bénéficiaires



Source : Société & estimations IE Finance

En 2022, 25 millions de bénéficiaires avaient accès aux offres négociées aux meilleurs prix. En 2023, avec l'acquisition de SLD, nous estimons que le nombre de bénéficiaires devrait augmenter à plus de 35,5 millions.

Augmentation du nombre de bénéficiaires (M) avec les acquisitions d'Adelya et de Ski Loisirs Diffusion



Source : Société & estimations IE Finance

Zoom sur l'acquisition d'Adelya : CA additionnel 2,5 M€ et EBE 0,3 M€ (12,2% marge d'EBE)

Obiz a finalisé l'acquisition de 100% des titres d'Adelya, spécialiste de la fidélisation et de la relation clients, le 29 avril 2022, pour un montant total de 3,3 M€ (incluant les frais d'acquisition).

Adelya est ainsi consolidé à partir du 1^{er} mai 2022 et a contribué à hauteur de 1,8 M€ au CA groupe sur cet exercice (8 mois de consolidation).

Présentation d'Adelya

A fin 2022, la plateforme web Loyalty Operator d'Adelya est déployée dans plus de 23 000 points de ventes pour animer 18 millions de consommateurs autour de concepts innovants de Pass Commerce, Pass Tourisme, Cartes de fidélité, Cartes Cadeaux, etc. Disponible en 7 langues et utilisée dans plus de 22 pays, la technologie d'Adelya est une solution tout-en-un.

Adelya est un pionnier français des technologies NFC (Near Field Communication) et l'utilise notamment pour le marketing interactif d'animation du point de vente (identification client, jeux, concours...). Elle peut l'utiliser également pour gérer des « crédits » d'unités à consommer et rechargeables (porte-monnaie électronique, pass touristiques).

Une acquisition relative en termes de marges

L'impact sur les marges d'Obiz est relatif. En 2021, Adelya a réalisé un chiffre d'affaires de 2,5 M€, en croissance de 9% par rapport à 2020, ainsi qu'une marge brute de 2,1 M€, représentant un taux de MB de 84%. L'EBE s'est établi à 0,3 M€ en 2021, représentant un taux de marge de 12,2%.

Nous détaillons ci-dessous nos hypothèses de multiples d'acquisition pour Adelya.

Hypothèses de multiples d'acquisition pour Adelya

Prix d'acquisition (inclus frais)	3,3			
EV	3,6			
Multiples d'acquisition (x)		2021	2022	2023E
CA		1,4	1,3	1,2
Marge brute		1,7		
EBE		11,8	10,4	8,8

Source : Société & estimations IE Finance

Les raisons de l'acquisition : offre commune Adelya et Obiz

Adelya jouera un rôle clé au service des enjeux de fidélisation et de la relation clients.

- Obiz et Adelya ont déjà commencé à construire leur offre commune, baptisée Obelya, qui aura pour objectif, grâce à la synergie des expertises de chacune des deux parties, d'améliorer l'efficacité des organisations (grands comptes et acteurs de proximité) dans leurs enjeux de fidélisation au niveau national et international.
- En dotant la société d'une plateforme web de marketing dédiée au commerce de proximité, Loyalty Operator, Obiz a gagné une avance compétitive et peut convaincre les futurs entrepreneurs indépendants de le rejoindre dans son réseau de franchisés pour le développement de sa nouvelle offre de commerces locaux : Merciz.

Déjà de premières synergies commerciales Adelya + Obiz

Au cours du S1 2022, Obiz a été choisi pour concevoir, déployer et piloter de nombreux nouveaux programmes relationnels et affinitaires, dont celui d'Opéra Energie, courtier en énergie pour les entreprises et collectivités, qui marque le 1^{er} programme commun Obiz - Adelya.

Par ailleurs, Obiz a constaté en 2022 une forte accélération du volume de transactions gérées en mode SaaS (Software as a Service) par la plateforme Loyalty Operator. L'ensemble des achats impactant les programmes de fidélité a ainsi plus que doublé en passant de plus de 650 M€ en 2021 à 1,5 Md€ en 2022. A terme, Obiz souhaite monétiser ces flux.

Nos hypothèses de croissance pour Adelya

Adelya - principaux agrégats (M)	2019	2020	2021	2022	2023E
CA	2,0	2,3	2,5	2,7	3,0
% croissance		15%	9%	8%	12%
Marge brute	1,7	2,0	2,1		
% Marge brute	87%	88%	84%		
% croissance		17%	4%		
EBE	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4
% marge d'EBE	9,0%	12,7%	12,2%	12,7%	13,4%
% croissance		62%	3%	14%	18%

Source : Société & estimations IE Finance

7 - PERSPECTIVES DE CROISSANCE IMPORTANTES : CA à 146 M€ EN 2025E

Croissance organique : 4 axes de développement identifiés

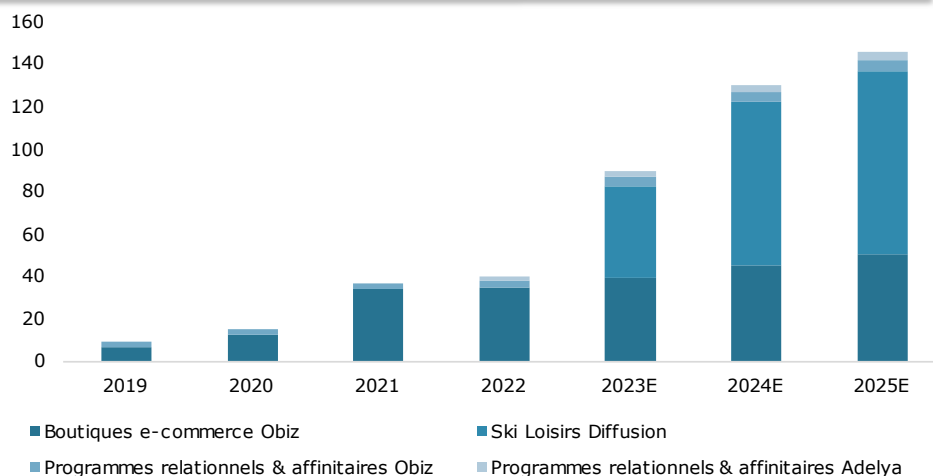
La croissance organique du groupe repose sur 4 axes de développement :

1. Accroissement du nombre de programmes affinitaires, +20-25 par an, tout en conservant l'exclusivité sectorielle propre au modèle de la société ;
2. Poursuite du développement à l'international, en renforçant la position en Belgique et en ouvrant de nouveaux pays (Espagne, Portugal, Italie) par croissance organique ou acquisition ;
3. Développement de la monétisation des boutiques e-commerce, en basculant d'un modèle Freemium à un modèle Premium par abonnement ;
4. Ouverture de la plateforme à de nouveaux profils de clients, à travers le lancement de programmes relationnels spécifiques :
 - Le programme « B2C Only », directement ouvert aux consommateurs, à partir d'un modèle d'abonnement mensuel leur permettant de bénéficier des milliers d'offres et avantages proposés par les partenaires ;
 - Le programme Merciz, afin de permettre à des partenaires locaux (commerçants, restaurateurs, collectivités, etc.) de faire bénéficier leurs clients de mini-programmes relationnels personnalisés.

Boost des acquisitions : guidance pro-forma 2023 : CA 70 M€ et EBITDA 3 M€

Le nouvel ensemble (Obiz + Adelya + Ski Loisirs Diffusion) vise en année pleine 70 M€ de chiffre d'affaires, une marge brute d'environ 10 M€ et un EBITDA de 3M€.

Nos prévisions de chiffre d'affaires par activité



Source : Société & estimations IE Finance

Le taux de marge brute est lié au mix produits (boutique en ligne, prestations de service) et est sensible à la forte croissance de l'activité du segment boutiques en ligne.

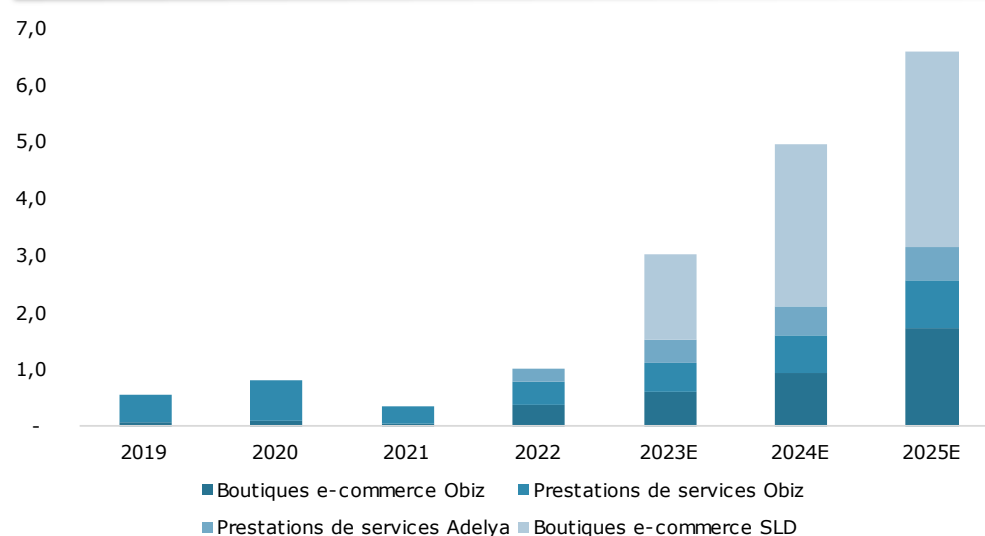
La marge brute, en valeur absolue, double de 5,5 M€ en 2022 à 11 M€ en 2023E.

Nous estimons que l'EBITDA du groupe profitera de la croissance de l'activité, notamment à travers les acquisitions d'Adelya et de Ski Loisirs Diffusion et des opportunités de cross-selling.

Nous prévoyons une amélioration progressive des marges, soutenues par certaines synergies : force de frappe plus importante en matière d'achats, cross-selling, modèle d'abonnement pour les boutiques e-commerce, une plus grande absorption des charges fixes et un contrôle continu des coûts.

En synthèse, nous estimons que l'EBITDA du groupe pourrait atteindre 6,6 M€ en 2025E (vs 1 M€ en 2022).

Nos prévisions d'EBITDA et ses composantes



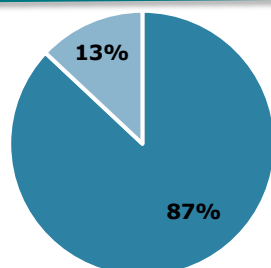
Source : Société & IE Finance

Evolution du mix-activité

La consolidation d'Adelya au 1^{er} mai 2022 a un impact positif sur les marges (12,2% de marge d'EBE en 2021).

Ski Loisirs Diffusion génère une marge supérieure à celle d'Obiz standalone sur son activité de billetterie et boutiques e-commerce. Nous estimons 3,4% marge d'EBITDA pour SLD vs 1,5% pour Obiz standalone en 2023E.

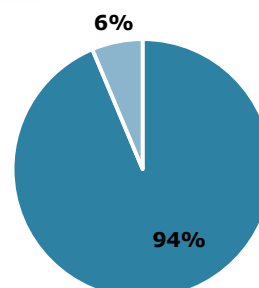
Répartition du CA 2022 par activité



- Boutiques e-commerce
- Prestations de services/Programmes relationnels et affinitaires

Source : Société & IE Finance

Répartition du CA 2025E par activité



- Boutiques e-commerce
- Prestations de services/Programmes

Source : Société & IE Finance

Opportunités de cross-selling pour le nouvel ensemble Obiz-Adelya-Ski Loisirs Diffusion

Les acquisitions d'Adelya et de Ski Loisirs Diffusion accroissent les opportunités de cross-selling entre entités.

- Obiz propose à son réseau de franchisés la puissance marketing de la plateforme Loyalty Operator d'Adelya, pour le développement de sa nouvelle offre Merciz, dédiée au commerce de proximité.
- Obiz et Adelya ont déjà commencé à construire leur offre commune, baptisée Obelya, qui vise à améliorer l'efficacité des organisations dans leurs enjeux de fidélisation.
- Obiz intègre le vaste catalogue de Ski Loisirs Diffusion.
- Ski Loisirs Diffusion renforce l'offre d'Obiz à destination des CSE, et sera elle-même enrichie de nouvelles fonctionnalités e-commerce.

Effet taille

Le nouvel ensemble pourrait profiter d'une force de frappe plus importante en matière d'achats sur le marché des loisirs et de la culture à prix réduit.

Boutiques e-commerces : des versions payantes

Obiz a lancé en mars 2021 des versions payantes enrichies de nouvelles fonctionnalités qui vont contribuer à augmenter la rémunération des services du groupe.

Contrôle des coûts et plus grande absorption des coûts fixes

En lien avec sa forte croissance, Obiz prévoit de procéder à des recrutements, afin de renforcer en priorité ses équipes commerciales et marketing pour soutenir le développement de ses activités en France et à l'international, et à des investissements marketing pour assurer la promotion de ses nouvelles offres à destination de nouveaux profils de bénéficiaires. Néanmoins, ces dépenses devraient rester sous contrôle continu.

Le management communique régulièrement sur l'activité de la société : publication du CA et des résultats sur une base semestrielle, mise à jour de la guidance, acquisitions, développement commercial, etc.

Historique de la guidance

	Evènement	Révision	Details
2021			
21/05/2021	IPO		<u>Plan stratégique 2025</u> CA 50 M€ EBITDA 8 M€ (marge 16%) Accroissement du nombre de programmes affinitaires Développement international par croissance organique et croissance externe Développement de la monétisation des boutiques e-commerce Préparation du lancement de programmes relationnels spécifiques vers de nouveaux profils clients
19/07/2021	CA S1 2021	Hausse	<u>Perspectives 2021</u> CA > 25 M€ (vs 21 M€ prec.) EBITDA à 1 M€
18/10/2021	Résultats S1 2021	Confirmation	<u>Perspectives 2021</u> CA > 25 M€ EBITDA à 1 M€
01/12/2021	Guidance update	Hausse Baisse	<u>Perspectives 2021</u> CA > 29 M€ (vs 25 M€) Pas d'objectif EBITDA (vs 1 M€ prec.)
2022			
06/01/2022	Relèvement objectifs	Hausse	<u>Perspectives 2021</u> Croissance du CA > 135% (vs c.90%) CA FY 2021 c.36 M€ vs objectif précédent de > 29 M€
13/04/2022	Résultats FY2021	New	<u>Perspectives 2022</u> CA > 40 M€ Marge brute > 10% EBITDA positif Poursuite des investissements technologiques et commerciaux initiés en 2021 Ces objectifs tiennent compte de la consolidation d'Adelya à compter de mai 2022
		Confirmation	<u>Objectifs 2025</u> CA en croissance organique de 50 M€ EBITDA 8 M€
02/05/2022	Acquisition Adelya CA & MB T1 2022		Pas de commentaire sur les perspectives
07/06/2022	Relèvement objectifs	Hausse	<u>Perspectives 2022</u> CA > 45 M€ Taux de marge de c.13% EBITDA positif
27/07/2022	S1 2022 CA & MB	Confirmation	<u>Perspectives 2022</u> CA > 45 M€ Taux de marge > 13% EBITDA positif
12/10/2022	Résultats S1 2022	Confirmation	<u>Perspectives 2022</u> Le groupe a confirmé ses objectifs financiers: CA > 45 M€ ; croissance YoY > 20% Taux de marge de c.13% en forte amélioration grâce à l'intégration d'Adelya EBITDA positif, compte tenu de la poursuite des investissements technologiques et commerciaux 25 nouveaux programmes relationnels et affinitaires en 2022, vs. 7 en 2021
2023			
30/01/2023	CA FY2022	Hausse	<u>Perspectives 2022</u> Marge brute > 13% EBITDA 2022 > EBITDA 2021
16/03/2023	Relèvement objectifs	Hausse	<u>Perspectives 2022</u> EBITDA 2022 de 1 M€
27/03/2023	Projet acquisition SLD	New	<u>Perspectives 2023 proforma avec acquisition de SLD</u> CA 70 M€ Marge brute 10 M€ EBITDA 3 M€
12/04/2023	Résultats FY 2022	Confirmation	<u>Perspectives 2023 proforma avec acquisition de SLD</u> CA 70 M€ Marge brute 10 M€ EBITDA 3 M€ Obiz se situe en avance sur ses objectifs 2025
29/06/2023	Finalisation acquisition	Confirmation	<u>Perspectives 2023 proforma avec acquisition de SLD</u> a minima 70M€ de CA, 10 M€ MB et 3 M€ EBITDA

Source : Société & IE Finance

10 - MANAGEMENT



Brice Chambard

Fondateur et Président Directeur Général

Conseiller du Commerce Extérieur de la France

Brice Chambard est diplômé d'un MBA à l'EM Lyon Business School et d'un Master en management général à IAE Lyon School of Management.

Il a travaillé pendant plus de 20 ans au sein de grandes multinationales et a notamment occupé des fonctions de cadre dirigeant au sein de Stanley Black & Decker, de Tyco International et de Securitas France.

Brice Chambard est un ancien sportif de haut niveau et est médaillé de la Jeunesse et des Sports.



Leïla Chojnacki

Directrice Administrative & Financière

Leïla Chojnacki a rejoint Obiz en mai 2022 en tant que Directrice Administrative & Financière.

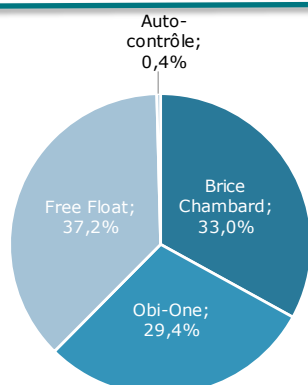
Elle a précédemment occupé des fonctions de DAF et DRH au sein de Globaliance et Geolid.

Leïla a un diplôme de comptabilité, gestion et finance.

Obiz est dotée d'un comité de direction de 8 membres et d'un conseil d'administration de 4 membres, dont Brice Chambard et 3 administrateurs indépendants.

11 - ACTIONNARIAT

Actionnariat d'Obiz avant AK...



Source : Société & IE Finance

Le financement de l'acquisition de SLD courant juin s'est effectué en partie via une levée de fonds de 8 M€ (avec exercice intégral de la clause d'extension de 1 M€ au regard de la forte demande) et la création d'actions nouvelles.

- Obi-One, le holding patrimonial de Brice Chambard, a souscrit à hauteur de 4,1 M€ à l'augmentation de capital, reflet de l'alignement des intérêts du dirigeant avec ceux des actionnaires et de sa confiance dans la réussite du projet de rapprochement.
- Compte tenu de la forte demande des actionnaires d'Obiz, les engagements de souscription des dirigeants de SLD (0,9 M€) n'ont pas pu être alloués. Ces derniers ont toutefois pleinement confirmé leur mobilisation pour la réussite du rapprochement Obiz-SLD et au développement des synergies.

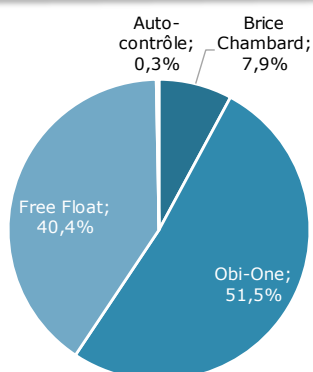
En parallèle, Garibaldi Participations a investi 4,1 M€ dans Obi-One répartis en obligations et actions Obi-One, et Brice Chambard a apporté la majeure partie de ses titres en direct à Obi-One, dont il a conservé le contrôle exclusif.

La nomination de Garibaldi Participations en tant que membre du Conseil d'administration sera proposé à la prochaine AG. Garibaldi Participations est la filiale de capital investissement de la Banque Populaire Auvergne Rhône Alpes.

En synthèse, à l'issue de ces opérations :

- La part contrôlée par le fondateur (Brice Chambard + Obi-One) a légèrement diminué de 62,4% à 59,3%.
- Le flottant est passé de 37,2% à 40,4% du capital social.

...après AK



Source : Société & IE Finance

Obiz-Entreprise à mission



Obiz est devenue **entreprise à mission en 2021** dont la stratégie RSE est portée au plus haut niveau managérial. A ce titre, Obiz a explicité ses engagements d'intérêts collectifs et les responsabilités auxquelles elle souscrit pour résoudre les défis sociaux et environnementaux d'aujourd'hui et de demain. Obiz fait ainsi partie des 1 200 entreprises à mission qui **ont choisi d'inscrire dans leur statut une raison d'être et de définir des objectifs sociaux et environnementaux mesurables permettant d'œuvrer pour le bien commun.**

RAISON D'ÊTRE

« **Accompagner les entreprises dans leurs enjeux de fidélisation, en impactant positivement le pouvoir d'achat, le bien-être et l'économie locale** »

OBJECTIFS

- ❶ Impacter favorablement la santé, le bien-être et l'éducation via la promotion d'activités sportives, de loisirs, culturelles et de bien-être au quotidien, et d'offres de qualité dans l'éducation
- ❷ Augmenter durablement le pouvoir d'achat des consommateurs grâce aux économies réalisées auprès d'un large réseau d'enseignes
- ❸ Soutenir l'économie locale en dynamisant l'activité
- ❹ Soutenir l'économie durable en faisant la promotion d'organisations et de partenaires avec des labels engagés et de partenaires engagés dans des actions destinées à préserver notre environnement



La RSE chez Obiz est organisée autour d'un référent en interne qui se réunit de façon hebdomadaire avec son équipe de trois personnes. L'objectif étant de former une équipe dédiée de 10 personnes (représentant de chaque pôle). Un grand nombre d'actions sont mises en place sur les verticales Environnementale, Sociale et de Gouvernance pour répondre à l'ensemble des quatre objectifs internes.

Exemples d'actions sociales menées chez Obiz

- **Soutien financier aux associations à impact**



- **Soutien aux TPE et associations en donnant accès à une partie de son réseau**



Mesure d'impact chez Obiz



En termes de mesure d'impact, Obiz réalise un audit annuel par Ethifinance (initialement mis en place dans le cadre du prêt impact de 2 M€ octroyé par Arkea pour le financement de Adelya au S1 2022). Son score est de 72/100 en 2022 (vs 58 pour son benchmark). La société **initie également une démarche de bilan carbone** scope 1,2 et 3. Pour finir, Obiz a reçu le label **Great place to work** en janvier 2023, renouvelable chaque année

Source : Société & IE Finance

Indicateurs sociaux

	2020	2021	2022e
Santé et sécurité au travail des collaborateurs et tiers			
Nombre d'accidents du travail (avec arrêt, sans arrêt, accidents de trajets)	0	0	0
Développement du capital humain			
Effectif moyen (en ETP yc interim, CDD)	34	34	56
Effectif total fin d'exercice (en ETP yc interim, CDD)	34	33	78
dont homme	36%	32%	32%
dont femme	64%	68%	68%
Rotation des effectifs	21%	14%	14%
Rémunération			
Existence de dispositif de partage des bénéfices hors dispositifs légaux	Oui	Oui	Oui
Formation			
Taux de contribution à la formation (budget formation/masse salariale)	2%	4%	4%
% de l'effectif ayant bénéficié d'un entretien individuel	100%	100%	100%
Qualité de vie au travail			
Réalisation d'enquêtes auprès des salariés	Oui	Oui	Oui
Taux absentéisme	3%	2%	2%
Lutte contre les discriminations			
% femmes cadres	60%	60%	60%
Ecart de rémunération hommes/femmes	10%	10%	10%
Nombre de personnes en situation de handicap	0	0	0

Source : Société & IE Finance

Indicateurs environnementaux

	2020	2021	2022e
Gestion de l'énergie			
Consommation d'électricité (MWh)	NA	40	40
Consommation d'énergie renouvelable produite ou achetée (MWh)	NA	9	9
Gestion des ressources et des déchets			
Initiatives pour diminuer la quantité d'intrants/consommables (papiers, eau, matière première) et/ou déchets	Non	Oui	Oui
Existence d'un plan d'actions en faveur de la gestion des déchets et des substances dangereuses	Non	Non	Oui
Impacts environnementaux			
Formalisation d'une politique environnementale (enjeux et objectifs)	Non	Non	Non
Existence d'un label environnement	Non	Non	Non
Existence d'un plan d'actions en faveur de la réduction des gaz à effet de serre et des économies d'énergie	Oui	Oui	Oui
Initiatives visant à réduire l'impact environnemental des déplacements professionnelsou trajet domicile-travail	Oui	Oui	Oui

Source : Société & IE Finance

Indicateurs de gouvernance

	2020	2021	2022e
Conseil d'administration			
Nombre de personnes	4	4	4
% de femmes	50%	50%	50%
Part de membres indépendants	75%	75%	75%
Transparence totale des rémunérations du comité de direction	Oui	Oui	Oui
Comités			
Existence comité d'audit	Non	Non	Non
Existence comité RSE	Non	Non	Non
Existence comité rémunération	Non	Non	Non
Celui-ci reporte au Conseil d'Administration	NA	NA	NA

Source : Société & IE Finance

L'ambition en termes de RSE de Obiz se traduit à travers des indicateurs de performance extra-financière quantitatifs et qualitatifs.

La société, qui affiche une avance sur les verticales sociales et de gouvernance par rapport à ses pairs, investit aujourd'hui le champ environnemental en commandant un bilan carbone scope 3.

La prochaine étape est la structuration de l'ensemble des actions menées par le groupe et la mise en place d'une stratégie globale.

13.1 – COMPTE DE RÉSULTATS PROJÉTÉ

(M €)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Chiffre d'affaires	15,4	36,9	40,0	90,0	130,4	146,1
% YoY	61,8%	140,2%	8,3%	124,9%	44,9%	12,1%
Marge Brute	2,8	3,0	5,5	11,0	16,2	18,3
% Taux de MB	18,4%	8,1%	13,8%	12,2%	12,4%	12,5%
Var (pb)	(975)	(1 031)	570	(160)	20	10
Autres produits d'exploitation	0,8	0,4	0,8	1,8	2,7	3,1
% CA	5,2%	1,0%	2,0%	2,0%	2,1%	2,1%
Charges de personnel	(1,7)	(1,9)	(3,7)	(7,0)	(10,0)	(10,4)
% CA	-11,1%	-5,1%	-9,2%	-7,8%	-7,7%	-7,1%
Autres achats et charges externes	(1,1)	(1,1)	(1,5)	(2,7)	(3,9)	(4,2)
% CA	-7,2%	-3,1%	-3,7%	-3,0%	-3,0%	-2,9%
EBITDA	0,8	0,4	1,0	3,0	5,0	6,6
% YoY	49,2%	-56,9%	186,6%	202,0%	64,4%	33,0%
% Marge d'EBITDA	5,3%	0,9%	2,5%	3,4%	3,8%	4,5%
Résultat d'exploitation	0,2	(0,4)	0,2	1,1	2,2	3,5
% YoY	270,6%	na	na	508,0%	101,7%	59,4%
% Marge d'EBIT	1,2%	-1,0%	0,5%	1,2%	1,7%	2,4%
Résultat financier	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)
Résultat avant impôt	0,1	(0,6)	(0,0)	0,8	1,9	3,3
Impôts	0,0	0,0	0,1	(0,1)	(0,4)	(0,7)
Résultat Net pdg	0,2	(0,6)	0,1	0,7	1,5	2,5
% YoY				851%	130%	66%
% CA	1,0%	-1,7%	0,2%	0,7%	1,2%	1,7%
BPA	0,0	(0,1)	0,0	0,1	0,3	0,4
% YoY	71%	-508%	-111%	589%	130%	66%

Source : Société & IE Finance

Au 31/12 (en M€)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
ACTIF						
Immobilisations incorporelles	3,80	3,38	6,75	17,91	16,73	13,73
Immobilisations corporelles	0,07	0,11	0,19	0,19	0,19	0,19
Immobilisations financières	0,08	0,90	0,64	0,64	0,64	0,64
Titres mis en EQ			0,14	0,14	0,14	0,14
Actifs immobilisés	3,96	4,39	7,73	18,88	17,70	14,70
Stocks marchandises	0,42	1,39	0,99	2,14	2,96	3,32
Avances, acomptes versés/commandes	0,45	0,68	0,86	0,86	0,86	0,86
Créances clients	0,69	2,36	4,08	8,74	12,40	13,90
Autres créances	0,37	0,23	0,31	0,61	0,75	0,85
Impôts différés actif	0,05	0,00	0,02			
Charges constatées d'avance	0,01	0,04	0,27	0,27	0,27	0,27
Trésorerie	0,38	3,95	2,82	4,90	5,39	9,28
Actifs courants	2,37	8,64	9,35	17,51	22,63	28,47
TOTAL ACTIF	6,32	13,03	17,07	36,39	40,33	43,17
PASSIF						
Capital	0,16	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21
Primes (émission, fusion, apport)	0,56	7,70	7,08	15,08	15,08	15,08
Réserves et résultat consolidé	0,27	(0,70)	(0,28)	0,38	1,91	4,45
Subventions d'investissements	0,00	0,00				
Provisions réglementées	0,00	0,00				
Capitaux propres	0,98	7,21	7,01	15,68	17,21	19,75
Provisions pour risques	0,00	0,00	0,16	0,16	0,16	0,16
Emprunts & dettes	3,29	3,98	6,30	12,80	11,80	10,80
Concours bancaires courants	0,00	0,00				
Avances et acomptes reçus sur commande en cours	0,02	0,01	0,32	0,32	0,32	0,32
Fournisseurs	0,83	1,11	1,35	3,21	4,78	5,36
Dettes fiscales et sociales	0,61	0,65	1,48	3,32	4,82	5,40
Autres dettes	0,52	0,04	0,35	0,78	1,13	1,27
Produits constatés d'avance	0,07	0,04	0,11	0,11	0,11	0,11
Total dettes	5,34	5,82	9,90	20,55	22,96	23,26
Ecart de conversion passif						
TOTAL PASSIF	6,32	13,03	17,08	36,39	40,33	43,17

Source : Société & IE Finance

BFR

Les activités d'Obiz n'entraînent aucun stock physique significatif. L'essentiel des stocks est constitué de bons d'achat dématérialisés (e-card).

Le niveau d'endettement

Obiz a contracté 2 emprunts pour financer l'acquisition d'Adelya (finalisée le 29 avril 2022) pour un montant total de 2,8 M€.

L'acquisition de SLD fin juin 2023 a été financée grâce à :

- 6,5 M€ de nouveaux emprunts bancaires ;
- 8 M€ levée de fonds via une augmentation de capital.

Au 31/12 (en M€)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Résultat net	0,15	(0,62)	0,07	0,67	1,53	2,54
Elimination des amortissements & provisions	0,51	0,68	0,71	1,85	2,68	3,00
CAF	0,66	0,06	0,78	2,51	4,20	5,54
Variation du BFR	(0,62)	(2,46)	(0,19)	(1,95)	(1,22)	(0,65)
Flux de trésorerie générés par l'exploitation	0,04	(2,40)	0,59	0,56	2,99	4,89
Acquisition d'immo incorporelles	(0,73)	(0,37)			(1,00)	(1,00)
Acquisition d'immo corporelles	(0,04)	(0,05)	(0,94)			
Acquisition d'immo financières	(0,03)	(0,81)				
Cession	0,00	0,00	0,30			
Entrée de périmètre			(3,06)	(13,00)	(1,50)	
Flux de trésorerie liés aux investissements	(0,79)	(1,24)	(3,70)	(13,00)	(2,50)	(1,00)
Augmentation de capital nette des frais		7,20		8,00		
Dividendes UCF avant apport des titres UCF		(0,17)				
Décassement des titres MAMC		(0,51)				
Encaissements de cautions	0,01	0,01				
Encaissements d'avances conditionnées	0,27	0,25				
Encaissements de prêts garantis par l'Etat	1,00	0,75				
Encaissements d'emprunts			2,81	6,50		
Remboursement d'emprunts	(0,22)	(0,22)	(0,83)			
Remboursement d'avances conditionnées	(0,00)	(0,10)				
Remboursement de prêts garantis par l'Etat						
Variation des intérêts courus sur dettes financières	0,01	(0,01)				
Autres						
Flux de trésorerie liés au financement	1,06	7,21	1,98	14,50	0,00	0,00
Variation de Trésorerie	0,31	3,57	(1,13)	2,06	0,49	3,89

Source : Société & IE Finance

Capex : la plateforme digitale propriétaire est scalable

La plateforme digitale du groupe ne nécessitera pas d'investissements supplémentaires liés aux dernières acquisitions. En effet, celle-ci a été pensée pour être configurable et évolutive.

14 - VALORISATION : OBJECTIF DE COURS À 12,1 €

Notre objectif de cours de 12,1 € résulte d'une moyenne entre deux méthodologies de valorisation : DCF et comparables boursiers.

Le potentiel de hausse est significatif à 130%. Nous initions la couverture du titre à l'Achat Fort.

Notre OC résulte d'une moyenne entre plusieurs méthodes de valorisation

Valeur du titre (EUR)	Poids	€
DCF	50%	9,5
Comparables - valorisation statique	25%	4,5
Comparables - valorisation dynamique	25%	24,9

Objectif de cours	12,1
Dernier cours	5,3
Upside / Downside total	130%

Source : IE Finance

14.1 - MÉTHODE DCF : VALORISATION DU TITRE À 9,5 €

La méthode de valorisation par flux de trésorerie actualisés donne une valeur du titre de 9,5 €, impliquant un potentiel de hausse du cours significatif de 81%.

Nos hypothèses sont détaillées dans les tableaux ci-dessous.

Flux de trésorerie actualisés	Valeur du titre : 9,5 €					Potentiel : +81%					2022-2032E	
Free Cash Flows (31/12, M€)	déc-22	déc-23	déc-24	déc-25	déc-26	déc-27	déc-28	déc-29	déc-30	déc-31	déc-32	CAGR
Chiffre d'affaires	40	90	130	146	164	183	203	226	248	273	301	+22,3%
% var		+124,9%	+44,9%	+12,1%	+12,0%	+12,0%	+11,0%	+11,0%	+10,0%	+10,0%	+10,0%	
EBIT	0,2	1,1	2,2	3,5	4,3	5,2	5,8	6,6	7,4	8,3	9,2	+48,2%
% Marge	0,5%	1,2%	1,7%	2,4%	2,6%	2,8%	2,9%	2,9%	3,0%	3,0%	3,1%	
Taux d'impôts (%)		25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
D&A	0,8	1,8	2,7	3,0	3,4	3,8	1,1	1,2	1,4	1,5	1,6	
% du CA	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	
CAPEX	(0,9)	(13,0)	(2,5)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,1)	(1,2)	(1,4)	(1,5)	(1,6)	+5,7%
% du CA	2,4%	14,5%	1,9%	0,7%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	
BFR	2,2	2,2	4,2	5,4	6,0	6,8	7,6	8	9	10	10	+17,3%
% du CA	5,5%	5,5%	4,6%	4,1%	4,1%	4,1%	4,0%	3,9%	3,8%	3,7%	3,6%	
Variation de BFR	(0)	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	
Free Cash Flows	0	-12	1	4	5	6	4	4	5	6	6	

Tableau des Free Cash-Flows (M€)	déc-23	déc-24	déc-25	déc-26	déc-27	déc-28	déc-29	déc-30	déc-31	déc-32	Valeur terminale
Flux de trésorerie	-12	1	4	5	6	4	4	5	6	6	94
% var		-105%	+542%	+21%	+20%	-36%	+14%	+15%	+13%	+13%	
WACC	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	
Période	0,42	1,42	2,42	3,42	4,42	5,42	6,42	7,42	8,42	9,42	9,42
Coefficient d'actualisation	0,97	0,89	0,83	0,76	0,71	0,65	0,60	0,56	0,52	0,48	0,48
Flux de trésorerie actualisés	-11,9	0,6	3,3	3,7	4,1	2,5	2,6	2,7	2,8	3,0	45,1

WACC	8,2%
Levier financier	49,7%
Taux d'impôt	25,0%
Coût de la dette	2,0%
Taux sans risque	2,7%
Beta	1,16
Prime de risque	7,0%
Prime small caps	3,4%
Coût du capital	14,2%
Taux de croissance à l'infini	+1,5%

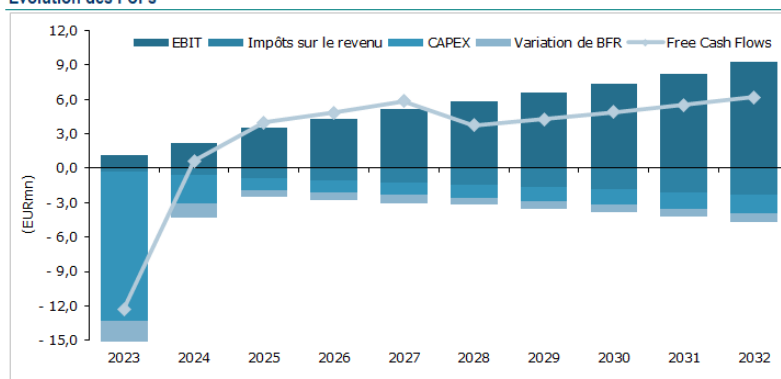
Analyse de sensibilité (EUR)

WACC	Taux de croissance à l'infini								
	1,2%	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%	1,9%	
	6,7%	12,7	12,9	13,2	13,4	13,6	13,9	14,1	14,4
	7,2%	11,3	11,5	11,7	11,8	12,0	12,2	12,4	12,6
	7,7%	10,1	10,3	10,4	10,5	10,7	10,9	11,0	11,2
	8,2%	9,1	9,2	9,3	9,4	9,6	9,7	9,8	10,0
	8,7%	8,2	8,3	8,4	8,5	8,6	8,7	8,8	8,9
	9,2%	7,4	7,5	7,6	7,7	7,8	7,9	8,0	8,1

Valeur du titre (€)

Valeur d'entreprise (EURM)	58,5
+ Titres financiers	0,8
- Endettement financier net (à fin 2022)	3,5
- Provisions	0,2
- Minoritaires	
Valeur des capitaux propres (EURM)	55,6
Nombre d'actions (M)	5,85
Valeur du titre (EUR)	9,5
Cours de l'action	5,3
Potentiel de hausse/baisse (%)	+81%

Evolution des FCFs



Source : Société & IE Finance

Hypothèses de calcul du Beta

Beta désendetté - Europe de l'Ouest	janvier-23
Advertising	0,9
Software (System & Application)	1,1
Retail (Online)	1,5
Moyenne	1,16

Source : Damodaran & IE Finance

14.2 - MÉTHODE DES COMPARABLES BOURSIERS : VALORISATION DU TITRE À 14,7 €

La méthode de valorisation par application des multiples d'un échantillon de comparables boursiers aux principaux agrégats du groupe nous permet de calculer en moyenne un prix par action de 14,7 €.

Cette valeur résulte d'une moyenne entre (1) l'application des multiples statiques d'un échantillon de comparables boursiers aux principaux agrégats du groupe, et (2) l'application des multiples dynamiques de l'échantillon de pairs, ie ajustés pour la croissance, à la croissance projetée d'Obiz.

Obiz occupe une position concurrentielle unique, au carrefour d'un vaste écosystème digital, active sur plusieurs marchés. Ainsi, nous avons choisi de retenir deux groupes de pairs, représentant les secteurs du marketing digital et de l'édition de logiciel/applications d'entreprises.

Nous avons attribué un poids respectif aux multiples moyens de ces secteurs, reflétant notre estimation de la répartition moyenne de l'EBITDA d'Obiz sur la période 2024-25E entre les segments boutiques e-commerce et les prestations de services.

Valorisation par comparables boursiers - multiples statiques

Valorisation STATIQUE		EBITDA		EBIT		RN	
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Agrégats (M€)		5,0	6,6	2,2	3,5	1,5	2,5
<u>Multiples boursiers retenus des pairs (x)</u>	<u>Poids</u>	EV/EBITDA	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/EBIT	PE	PE
Marketing digital	77%	5,7	4,9	8,0	6,2	8,3	7,3
Editeurs de logiciel - app. d'entreprises	23%	11,6	11,3	18,0	13,9	20,0	17,0
+ Titres financiers		0,8	0,8	0,8	0,8		
- Endettement financier net (à fin 2022)		3,5	3,5	3,5	3,5		
- Provisions		0,2	0,2	0,2	0,2		
- Minoritaires		0,0	0,0	0,0	0,0		
= Valeur induite des capitaux propres (EURM)		32	39	20	25	17	24
Par action		5,5	6,7	3,4	4,3	2,9	4,1
Valeur du titre		4,5 €					
# actions ('000)		5 855					

Source : Société & IE Finance

Valorisation par comparables boursiers - multiples dynamiques

Valorisation DYNAMIQUE	EBITDA		EBIT		RN	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Agrégats	5,0	6,6	2,2	3,5	1,5	2,5
Croissance YoY %	64%	33%	102%	59%	130%	66%
<u>Multiple EV induit (x) :</u>						
Marketing digital	60,7	12,3	110,5	25,9	84,2	19,2
Editeurs de logiciels	41,3	18,2	72,6	42,1	93,0	23,5
+ Titres financiers						
- Endettement financier net (à fin 2022)						
- Provisions						
- Minoritaires						
= Valeur induite des capitaux propres (EURM)						
Nombre d'actions (M)	5,85	5,85	5,85	5,85	5,85	5,85
Valeur du titre (EUR)	47,4	14,9	38,2	17,4	22,5	8,7
Valeur du titre (EUR)	24,9					
Cours de l'action	5,3					
Potentiel de hausse/baisse (%)	373%					

Source : Société & IE Finance

Echantillon du secteur Marketing digital

Marketing digital		Market cap (last)	Sales	Sales	Sales	EBITDA	EBITDA	EBITDA	EBIT	EBIT	EBIT	RN	RN	RN
			FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
France	€ Hopscotch	50	261	289	277	15	16	17	10	11	12	6	6	7
France	€ Qwamplify	17	32	33	34	3,0	3,9	4,3	3,0	3,8	4,3	2,2	2,9	3,2
France	€ Bilendi	88	65	71	79	14	16	19	9	11	13	5	7	10
France	€ HighCo	93	147	150	154	21	21	21	16	16	16	9	10	10
Espagne	€ ISPD Network	59	111	116		12	14		9	10		6	8	
UK	GBP XLM Media	21	55			13			7			7		
UK	GBP 4imprint	1 347	1 018	1 124	1 232	93	102	112	87	97	106	66	74	81
Allemagne	€ Ad Pepper Media Group	48	24	27	29	2	2	3	1	1	2	(0)	0	1
France	€ Solocal	17	381	386	418	97	99	125	44	49	73	14	18	36
France	€ Reworld	215	583	615	640	78	94	107	69	85	97	40	59	66

Marketing digital - Marges		EBITDA	EBITDA	EBITDA	EBIT	EBIT	EBIT	RN	RN	RN
		FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
		Marge	Marge	Marge	Marge	Marge	Marge	Marge	Marge	Marge
Hopscotch		6%	6%	6%	4%	4%	4%	2%	2%	2%
Qwamplify		10%	12%	13%	10%	12%	13%	7%	9%	9%
Bilendi		22%	23%	24%	14%	15%	16%	8%	10%	13%
HighCo		14%	14%	14%	11%	11%	11%	6%	6%	6%
ISPD Network		11%	12%		8%	9%		6%	7%	
XLM Media		24%			13%			12%		
4imprint		9%	9%	9%	9%	9%	9%	7%	7%	7%
Ad Pepper Media Group		6%	9%	12%	2%	6%	9%	-2%	1%	4%
Solocal		25%	26%	30%	12%	13%	17%	4%	5%	9%
Reworld		13%	15%	17%	12%	14%	15%	7%	10%	10%
Moyenne		14%	14%	15%	9%	10%	12%	6%	6%	8%

Marketing digital - croissance		Sales	Sales	Sales	EBITDA	EBITDA	EBITDA	EBIT	EBIT	EBIT	RN	RN	RN
		FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
		% var YoY	% var YoY	% var YoY	% var YoY	% var YoY	% var YoY	% var YoY	% var YoY	% var YoY	% var YoY	% var YoY	% var YoY
Hopscotch		6%	3%	3%	8%	5%	8%	10%	6%	12%	-1%	9%	12%
Qwamplify													
Bilendi		1%	4%	4%	-19%	30%	10%	25%	27%	13%	69%	32%	10%
HighCo		6%	8%	11%	11%	13%	17%	19%	18%	19%	24%	29%	44%
ISPD Network		0%	2%	3%	-2%	2%	2%	13%	2%	2%		3%	3%
XLM Media		5%	4%		75%	11%		54%	22%		46%	22%	
4imprint		-6%			-10%			78%					
Ad Pepper Media Group		10%	10%	10%	3%	11%	9%	2%	11%	9%	0%	11%	9%
Solocal		-3%	10%	10%	21%								
Reworld		-5%	1%	8%	-16%	2%	26%	-29%	11%	49%	5%	28%	98%
Moyenne		2%	5%	7%	8%	11%	12%	21%	14%	18%	24%	19%	29%

Marketing digital		Multiples boursiers (x)	Mcap	EV/CA	EV/CA	EV/CA	EV/EBITDA	EV/EBITDA	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/EBIT	EV/EBIT	PE	PE	PE
				FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
Hopscotch			50	0,2	0,2	0,2	3,6	3,4	3,1	5,3	5,0	4,5	9,1	8,3	7,4
Qwamplify			17	0,3	0,3	0,3	3,1	2,4	2,1	3,1	2,4	2,1	7,6	5,8	5,2
Bilendi			88	1,4	1,3	1,2	6,5	5,8	5,0	10,5	8,9	7,5	16,3	12,7	8,8
HighCo			93	0,3	0,3	0,3	2,0	1,9	1,9	2,6	2,6	2,5	9,9	9,6	9,4
ISPD Network			59	0,7	0,7		6,2	5,6		8,9	7,4		9,1	7,5	
XLM Media			21	0,3			1,1			1,9			3,3		
4imprint			1 347	1,3	1,1	1,0	13,9	12,6	11,5	14,8	13,3	12,2	20,3	18,3	16,7
Ad Pepper Media Group			48	1,4	1,3	1,2	22,1	13,8	9,9		23,2	13,7			
Solocal			17	0,6	0,6	0,6	2,4	2,4	1,9	5,3	4,8	3,2	1,2	1,0	0,5
Reworld			215	0,6	0,6	0,6	4,6	3,8	3,4	5,2	4,2	3,7	5,3	3,7	3,3
Moyenne				0,7	0,7	0,7	6,5	5,7	4,9	6,4	8,0	6,2	9,1	8,3	7,3
Médiane				0,3	0,3	0,3	3,3	3,4	2,6	4,2	5,0	3,5	9,1	8,3	8,1

Source : Factset & IE Finance

Echantillon du secteur Editeurs de logiciel - applications d'entreprises

Editeurs de logiciel - appli. d'entreprises		Market cap (last)	Sales	Sales	Sales	EBITDA	EBITDA	EBITDA	EBIT	EBIT	EBIT	RN	RN	RN
			FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
France	€ Axway software	434	315	330	351	50	56	65	44	50	61	26	30	36
France	€ Ateame	110	101	114	134	9	12	14	3	6	8	3	6	9
France	€ Broadpeak	68	50	60	71	3	7	12	(1)	2	6	1	4	7
France	€ Cegedim	291	612	642	671	112	122	132	36	44	51	17	23	29
France	€ Equasens	1271	234	254	269	77	83	90	63	68	73	50	55	58
France	€ Linedata Services	275	174	179	183	49	51	52	32	34	38	22	24	27
France	€ Esker	815	180	206	238	35	41	50	23	28	34	19	23	29
France	€ Sidetrade	191	43	50	57	5	7	5	4	7	7	4	6	6
France	€ Streamwide	45	18	22	24	10	12	13	5	6	7	4	5	5
France	€ Verimatrix	52	56	62	70	2	4	9	(2)	(0)	5	(9)	(6)	(1)
France	€ Wallix Group	65	32	41	53	(2)	3	9	(4)	1	6	(4)	1	6
France	€ Wedia	23	20	22	23	4	5	6	2	3	4	0	1	2
France	€ Witbe	28	30	33		5	7		2	4		2	3	

Editeurs de logiciel - applications d'entreprises		EBITDA	EBITDA	EBITDA	EBIT	EBIT	EBIT	RN	RN	RN
Marges		FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
		Marge	Marge	Marge	Marge	Marge	Marge	Marge	Marge	Marge
Axway software		16%	17%	19%	14%	15%	17%	8%	9%	10%
Ateame		9%	11%	11%	3%	6%	6%	3%	5%	6%
Broadpeak		7%	12%		-2%	3%		3%	6%	
Cegedim		18%	19%	20%	6%	7%	8%	3%	4%	4%
Equasens		33%	33%	33%	27%	27%	27%	22%	22%	22%
Linedata Services		28%	28%		18%	19%		13%	13%	
Esker		20%	20%	21%	13%	13%	14%	11%	11%	12%
Sidetrade		11%	14%	8%	10%	13%	12%	9%	12%	10%
Streamwide		56%	56%	56%	26%	30%	31%	20%	24%	21%
Verimatrix		4%	6%	13%	-4%	-1%	7%	-16%	-11%	-2%
Wallix Group		-8%	8%	17%	-13%	2%	12%	-11%	3%	11%
Wedia		19%	21%	24%	11%	13%	17%	2%	3%	7%
Witbe		17%	20%		8%	11%		8%	9%	
Moyenne		18%	20%	22%	9%	12%	15%	6%	8%	10%

Editeurs de logiciel - applications d'entreprises		Sales	Sales	Sales	EBITDA	EBITDA	EBITDA	EBIT	EBIT	EBIT	RN	RN	RN
Croissance		FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
		% var YoY	% var YoY	% var YoY	% var YoY	% var YoY	% var YoY	% var YoY	% var YoY	% var YoY	% var YoY	% var YoY	% var YoY
Axway software		0%	5%	6%	1%	12%	17%		13%	23%	-164%	16%	22%
Ateame		12%	12%	18%	65%	43%	15%		105%	31%		88%	42%
Broadpeak		19%	20%	19%	35%	100%	70%				-11%	196%	99%
Cegedim		10%	5%	5%	17%	9%	8%	39%	22%	17%	26%	35%	23%
Equasens		9%	9%	6%	11%	9%	7%	11%	9%	7%	6%	9%	6%
Linedata Services		1%	3%	2%	-3%	3%	3%	-6%	6%	12%	-17%	7%	15%
Esker		13%	14%	16%	9%	17%	22%	7%	19%	25%	6%	19%	28%
Sidetrade		17%	17%	14%	15%	54%	-35%	15%	57%	3%	16%	47%	2%
Streamwide		2%	19%	10%	3%	21%	9%	5%	39%	14%	6%	42%	-4%
Verimatrix		-3%	9%	13%	121%	71%	129%	-33%	-79%		-44%	-30%	-80%
Wallix Group		25%	29%	29%	-61%	-227%	195%	-42%	-121%		-42%	-131%	
Wedia		11%	9%	5%	28%	24%	20%	62%	33%	36%	50%	133%	129%
Witbe		14%	13%		65%	33%			55%			31%	
Moyenne		10%	13%	12%	24%	13%	38%	6%	13%	19%	-15%	35%	26%

Multiples boursiers (x)		Mcap	EV/CA	EV/CA	EV/CA	EV/EBITDA	EV/EBITDA	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/EBIT	EV/EBIT	PE	PE	PE
			FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
Axway software		434	1,7	1,6	1,5	10,7	9,5	8,2	12,0	10,7	8,7	16,9	14,6	11,9
Ateame		110	1,3	1,2	1,0	15,3	10,7	9,3	43,1	21,0	16,0	34,3	18,3	12,9
Broadpeak		68	1,2	1,0		17,6	8,8			40,4		54,6	18,4	
Cegedim		291	0,9	0,8	0,8	4,8	4,4	4,1	15,2	12,4	10,6	16,9	12,5	10,2
Equasens		1271	5,5	5,0	4,7	16,7	15,3	14,3	20,4	18,7	17,6	25,2	23,2	21,8
Linedata Services		275	2,6	2,5		9,1	8,8	8,5	13,9	13,1		12,5	11,7	
Esker		815	4,5	3,9	3,4	22,9	19,6	16,1	34,8	29,1	23,4	43,1	36,1	28,3
Sidetrade		191	4,6	3,9	3,5	43,5	28,3	43,9	46,2	29,5	28,6	48,6	33,2	32,4
Streamwide		45	2,3	2,0	1,8	4,2	3,5	3,2	9,1	6,6	5,8	12,5	8,8	9,2
Verimatrix		52	1,1	1,0	0,9	28,4	16,6	7,2	(29,6)		14,1	(5,6)		
Wallix Group		65	1,5	1,2	0,9	(20,1)	15,8	5,4	(11,8)		7,9	(18,7)		11,7
Wedia		23	1,3	1,2	1,1	6,9	5,6	4,7	12,2	9,2	6,8	78,0	33,4	14,6
Witbe		28	0,9	0,8		5,6	4,2		11,4	7,4		12,3	9,4	
Moyenne			2,3	2,0	2,0	12,7	11,6	11,3	14,7	18,0	13,9	25,4	20,0	17,0
Médiane			1,5	1,2	1,3	10,7	9,5	8,2	13,0	13,1	12,3	16,9	18,3	12,9

Source : Facset & IE Finance

15.1 – ENVIRONNEMENT FORTEMENT CONCURRENTIEL

Les marchés de la publicité et du marketing interactifs sur lesquels intervient Obiz sont fortement concurrentiels.

Néanmoins, Obiz occupe actuellement une position concurrentielle unique, au carrefour d'un vaste écosystème digital.

Obiz estime que sa valeur ajoutée réside non seulement dans son large réseau d'enseignes partenaires, mais également dans sa plateforme digitale innovante, configurable et évolutive.

Le business model original, vertueux et éthique d'Obiz, qui repose sur une création de valeur mutuelle pour les différents acteurs (entreprises, partenaires et bénéficiaires), diffère des modèles de ses principaux concurrents directs, qui se rémunèrent notamment à travers une ponction sur la réduction accordée par les prestataires au consommateur final.

En outre, Obiz a mis en place plusieurs barrières à l'entrée, et notamment : la signature d'un contrat de fourniture exclusive de cartes cadeaux auprès de 73 inter CE et plus de 2 000 CSE d'une durée de 9 ans, conclu en septembre 2020 avec l'un des acteurs principaux du secteur ; et la signature de contrats exclusifs d'une durée moyenne de 3 à 5 ans, bénéficiant d'un taux d'attrition quasi-nul.

La société estime que le développement d'une plateforme comparable nécessiterait une équipe d'une quarantaine de collaborateurs employée à temps plein pendant deux ans. La mise en place d'une offre concurrente impliquerait également la négociation des offres commerciales à intégrer dans la plate-forme.

Les principaux concurrents en fonction des marchés adressés

Marketing relationnel

Nos atouts :

- Exclusivité sectorielle
- Solutions digitales innovantes et personnalisables
- Politique éthique vis-à-vis de la Data
- Richesse de l'offre



Publicité digitale (hors GAFAM)

Nos atouts :

- Alternative à la publicité display
- ROI élevé des programmes de fidélisation

Couponing - Achats groupés

Nos atouts :

- Modèle éthique
- Aucun ticket d'entrée pour les partenaires
- Zéro commission



Achats Loisirs - Tourisme des Comités d'Entreprises

Nos atouts :

- Charte Obiz® Confiance
- Offres les plus avantageuses du marché
- Réseaux de partenaires locaux

Source : Société

15.2 – UN SECTEUR FRAGMENTÉ EN COURS DE CONSOLIDATION

Le marché de la connaissance et de la relation client est très concurrentiel. Les acteurs doivent sans cesse améliorer leur offre pour s'adapter aux nouvelles pratiques et aux standards technologiques évolutifs.

Pour enrichir leur offre de nouvelles fonctionnalités, les acteurs ont plusieurs options dont le développement en interne (R&D), les alliances avec des partenaires et les acquisitions.

Les données disponibles relatives aux transactions des 5 dernières années dans le secteur des services de marketing digital en France indiquent une moyenne des multiples de valorisation EV/EBITDA à 11,0x et une médiane EV/EBITDA à 11,9x.

Ces multiples sont cohérents avec ceux du rachat d'Adelya par Obiz fin avril 2022 (11,8x l'EV/EBITDA 2021 et 10,4x 2022).

Ils sont également en ligne avec ceux de notre échantillon de pairs cotés du secteur des éditeurs de logiciel.

Transactions dans le secteur des services en marketing digital (2018-2022)

Announced Date	Acquirer	Target	Target Sector(s)	Equity Value (K€)	Enterprise Value (K€)	Sales (K€)	EV/sales	EV/EBITDA
9/20/2022	Private Group led by the Management	Groupe Pozeo	Other Business Services; Marketing Services	24 095	25 034	30 000	0,8 x	9,1 x
3/23/2022	Private Group led by Meanings Capital Partners	Synolia	System Integration; Digital Marketing Agencies	23 006	21 006	10 524	2,0 x	14,5 x
3/5/2021	Technology Everywhere	Appsolute	Digital Marketing Agencies	449	471	1 227	0,4 x	n.s.
6/6/2020	European Digital Group (EDG)	Ad's up	Digital Marketing Agencies	31 500	30 381	8 500	3,6 x	11,9 x
10/25/2019	Private Group led by Momentum Invest	Eskimoz (Groupe Ydyle)	e-Marketing; Search Engine Optimizer	17 681	16 800	10 000	1,7 x	
10/11/2019	Accenture	Sutter Mills Group	Digital Marketing Agencies	19 700	19 119	5 947	3,2 x	n.s.
7/31/2019	Tessi	ADM Value	Business Process Outsourcing (BPO); Marketing	114 001	110 001			
12/20/2018	Publicis Groupe	Soft Computing	IT Consulting; Digital Marketing Agencies	53 159	44 078	40 543	1,1 x	12,9 x
9/24/2018	Private Group led by Ardian	Clever Age	Digital Marketing Agencies	16 263	16 000	17 810	0,9 x	5,3 x
9/13/2018	Lonsdale	Unédite	Advertising Agency; Digital Marketing Agencies	1 549	1 549	2 467	0,6 x	
3/8/2018	Consort NT	Estia Groupe	IT Consulting; Database Marketing	15 761	15 641	10 841	1,4 x	
2/5/2018	Altavia	Disko	Digital Marketing Agencies	6 632	5 161	7 338	0,7 x	10,4 x
1/15/2018	Private Group Led by Qualium Investissement	Labelium	Digital Marketing Agencies	140 928	145 000	22 000	6,6 x	13,2 x

NB:

EV (Enterprise Value) and EqV (Equity Value) are before earn out.

n.s.: transaction multiples which could be calculated but are not significant

SD: Standard Deviation

# deals	12	7
Médiane	1,3 x	11,9 x
Moyenne	1,9 x	11,0 x
Valeur mini	0,4 x	5,3 x
Valeur maxi	6,6 x	14,5 x
Ecart-type	1,8 x	3,1 x

Source: Epsilon Research / EMAT

Définition des opinions et objectifs de cours de In Extenso Finance

Les opinions mentionnées par In Extenso Finance 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 Finance pour la détermination de ses objectifs de cours est disponible sur le site Internet: https://finance.inextenso.fr/wp-content/uploads/2022/11/Methode_Valo_Analyse_Fin_IEFM.pdf

Détection de conflits d'intérêts potentiels

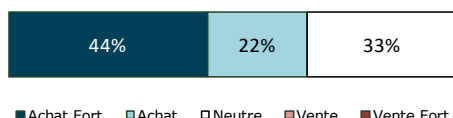
Participation de l'analyste, de In Extenso et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de In Extenso	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et In Extenso	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et 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.

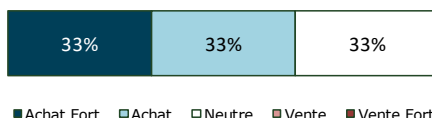
Changement d'opinion et/ou d'objectif de cours au cours des 12 derniers mois

Date	Opinion	Objectif de cours
5 juillet 2023	Initiation Achat Fort	12,1 €

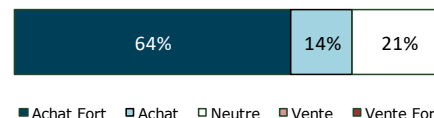
Répartition des opinions sur l'ensemble des valeurs suivies par In Extenso



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



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



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 Finance 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 Finance 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 Finance 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 Finance de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

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