

Date de première diffusion : 15 septembre 2023

HighCo

Un S1 2023 conforme aux attentes

Légère progression de la rentabilité

Après avoir publié une MB S1 2023 en très légère croissance de +0,3 % et en ligne avec nos prévisions à 38,43 M€, HighCo a présenté des résultats semestriels conformes à nos attentes. Le RAO ajusté ressort ainsi à 10,0 M€, en hausse de +0,4 %, traduisant toujours la bonne maîtrise des coûts par le groupe. La progression de la rentabilité s'établit aussi bien en France qu'à l'International. Compte tenu de charges de restructuration en baisse sur le semestre, le ROC s'établit à 9,49 M€ en légère hausse de +1,4 % à PCC. Après un résultat financier positif à 0,36 M€ (vs. -0,17 M€ au S1 2022), et une charge d'impôt de 2,71 M€ (en hausse de +8,8 % vs. S1 2022), le RNPG ajusté ressort en hausse de +6,9 % à 6,32 M€. Le RNPG publié affiche également une hausse de +7,4 % à 6,34 M€, soit un BNPA ajusté sur le semestre de 0,31 € en progression de +9,0 % YoY.

Revue des guidances 2023

A l'occasion de cette publication, le groupe a revu ses guidances pour l'ensemble de l'exercice 2023, à savoir 1/ une légère décroissance de sa MB ; et 2/ une légère progression de sa marge sur RAO.

Nous avons également revu dans ce sens nos estimations de MB et de marge sur RAO pour 2023 FY et 2024 FY.

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 2023, le groupe a prévu un plan d'investissement ambitieux avec des OPEX compris entre 1 et 2 M€, et des CAPEX compris également entre 1 et 2 M€.

Avec ses développements relatifs 1/ au coupon de réduction mobile universel et traité de façon 100% dématérialisée, déjà adopté par Franprix et Casino (HighCo Nifty), 2/ sa plateforme de couponing mobile intelligent (HighCo Coupon AI), et 3/ à son Hub promotionnel et multicanal (HighCo Merely), HighCo continue de poser les jalons de sa croissance future dans le Digital.

Opinion Achat Fort - TP revu à la baisse à 6,25 €

Suite à cette publication, nous avons revu nos estimations pour les prochains exercices. Tout en tenant compte d'un environnement de la grande distribution en mouvement (guerre des prix, concentration, ou encore reprise du groupe Casino), et après mise à jour des données de marché, notre objectif de cours ressort en baisse à 6,25 € (vs. 6,60 € précédemment).

Nous restons confiants dans la capacité d'HighCo à renouer avec la croissance dès 2024, tout en poursuivant à délivrer de solides niveaux de marge dans le futur.

Opinion Achat Fort maintenue.

Raphaëlle POULAIN

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

Opinion

1. Achat Fort

Cours (clôture 13/09/2023)

4,69 €

Objectif de cours

6,25 € (+33,2 %)

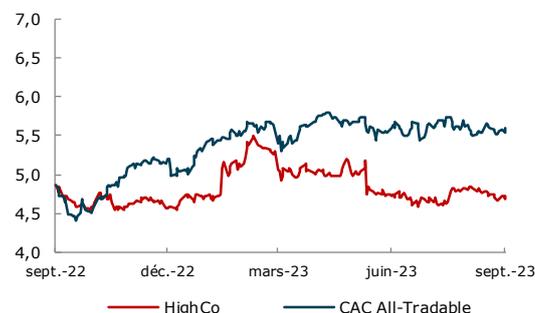
Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	HIGH.PA / HIGH:FP
Capitalisation boursière	95,9 M€
Valeur d'entreprise*	76,9 M€
Flottant	38,8 M€ (40,4 %)
Nombre d'actions	20 455 402
Volume quotidien	39 947 €
Taux de rotation du capital (1 an)	10,78%
Plus Haut (52 sem.)	5,62 €
Plus Bas (52 sem.)	4,53 €

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

Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	-100,0 %	-100,0 %	-100,0 %



Actionnariat

Flottant : 40,4 % ; WPP : 37,4 % ; Eximium : 11,3 %
Management : 3,2 % ; GBP : 5,1 %

Agenda

MB T3 2023 publiée le 18 octobre 2023

Chiffres Clés

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
MB (M€)	76,5	77,2	76,8	77,6	78,7
Evolution (%)	3,2%	0,8%	-0,4%	1,0%	1,4%
RAO** (M€)	15,5	16,2	16,2	16,5	16,7
Marge sur RAO (%)	20,3%	21,0%	21,1%	21,2%	21,3%
ROP (M€)	17,3	7,8	14,4	15,5	15,9
RN pg ajusté (M€)	8,7	9,2	9,3	9,5	9,9
BPA ajusté	0,42	0,45	0,46	0,47	0,49

**avant AGA

Ratios

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
VE / MB	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0
VE / RAO	6,1	4,8	4,7	4,7	4,6
VE / ROP	5,5	10,1	5,4	5,0	4,8
P / E ajusté	10,0	52,7	11,4	10,4	10,1
Gearing (%)	-76%	-66%	-64%	-61%	-59%
Dette nette/RAO	-4,7	-4,3	-4,6	-4,6	-4,7
RCE (%)	73,9%	39,8%	60,1%	62,3%	61,9%

In Extenso Finance et l'émetteur ont convenu qu'In Extenso Finance produira et diffusera une recherche en investissement sur ledit émetteur en tant que service à l'émetteur.

Voir avertissements importants en fin de document. Pour plus d'informations sur In Extenso Finance 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, High Co propose des solutions Drive to Store 100 % digitales (intégrant les activités de marketing mobile, les réseaux sociaux, les opérations « multicanal » et les solutions de big data), les solutions In-Store, avec le couponing (papier et dématérialisé), et les solutions DATA (traitement des coupons, les odr et e-odr, et services aux distributeurs).

Le Digital au cœur de la stratégie

Le Digital et la Data occupent aujourd'hui une place centrale dans la stratégie d'HighCo en représentant les 67,3 % de son activité au S1 2023. 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 10 à 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)
- Changement d'actionnariat du groupe Casino

Méthode de valorisation

DCF

Nos prévisions de marge brute s'élevaient à 76,8 M€ pour 2023E (soit une légère baisse de -0,4 % YoY) et à 77,6 M€ pour 2024E. Notre anticipation de RAO, rapportée à la marge brute, ressort à 21,1 % en 2023E et à 21,2 % en 2024E. L'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources à 12,5 %, valorise le titre HighCo à 6,53 € par action.

Comparables

Notre échantillon se compose de :

- Qwamplify, spécialiste de la gestion des opérations promotionnelles.
- Ad Pepper Media group : 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 et de la publicité digitale.
- Reworld, groupe media composé d'un pôle BtoC (offre diffusée auprès de 30 M de lecteurs - print et digital), et d'un pôle BtoB (digitalisation de la communication des entreprises).
- 4imprint, distributeur de produits promotionnels basé à Londres.
- Obiz, spécialiste du marketing relationnel et de la fidélisation client.

L'approche par les multiples boursiers nous conduit à une valorisation de l'action HighCo de 5,68 €.

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 6,25 € par action (vs. 6,60 € précédemment).

Synthèse et Opinion

S1 2023 conforme aux attentes, revue des guidances

HighCo a présenté des résultats S1 2023 conformes aux attentes :

- Une MB en hausse de +0,3 % à PCC à 38,43 M€ ;
- Un RAO ajusté de 10,00 M€ en hausse de +0,4 % à PCC, soit une marge opérationnelle stable de 26 %.

Sur la totalité de l'exercice 2023, et compte tenu des évolutions du contexte de la grande distribution alimentaire (inflation, guerre des prix, changements d'actionnariat, mouvements de concentration), nous revoyons nos estimations pour les prochains exercices et conformément aux nouvelles guidances du groupe.

Enjeux

Dans un contexte complexe depuis 2020 (crise de la Covid-19, guerre en Ukraine, et désormais un niveau d'inflation sans précédent), HighCo a fait preuve d'une forte résilience et affiche toujours un niveau de rentabilité record.

Avec les évolutions majeures que connaît le commerce (e-commerce, m-commerce, social-commerce Web3), le groupe a lancé de nouvelles offres prometteuses (HighCo Nifty, HighCo Coupon AI, HighCo Merely), offres qui devraient constituer de nouveaux relais de croissance. En 2023, la contribution de ces nouvelles solutions à la MB du groupe était d'environ 1,5 M€, et cette part devrait s'accroître à l'avenir.

Opinion Achat Fort / TP abaissé à 6,60 €

Nous conservons notre opinion Achat Fort avec un objectif de cours abaissé à 6,25 € (vs. 6,60 € précédemment). Malgré un contexte challenging et mouvant, HighCo conserve une structure financière solide, ainsi que d'excellents fondamentaux. Les nouvelles offres développées par HighCo devraient lui permettre de renouer avec la croissance de sa topline en 2024.

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 2023 et perspectives 2023-2024	9
2.1	Retour sur les résultats S1 2023	9
2.2	Perspectives 2023-2024	11
2.3	Prévisions	12
3	Valorisation	13
3.1	DCF	13
3.1.1	Détermination du taux d'actualisation	13
3.1.2	Calcul de FCF opérationnels	14
3.1.3	Calcul de la valeur par action	14
3.2	Comparables	15
3.2.1	Choix des comparables	15
3.2.2	Valorisation	16
3.2.3	Méthodologie de la décote	17
4	Synthèse des comptes	18
4.1	Compte de résultats simplifié	18
4.2	Bilan – principaux agrégats	18
4.3	Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats	18
4.4	Ratios financiers	19
5	Avertissements importants	20
5.1	Définition des opinions et objectifs de cours	20
5.2	Détection de conflits d'intérêts potentiels	20
5.3	Historique sur les 12 derniers mois des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur	20
5.4	Répartition des opinions	20
5.5	Avertissement complémentaire	21

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 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 notamment :

- 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.

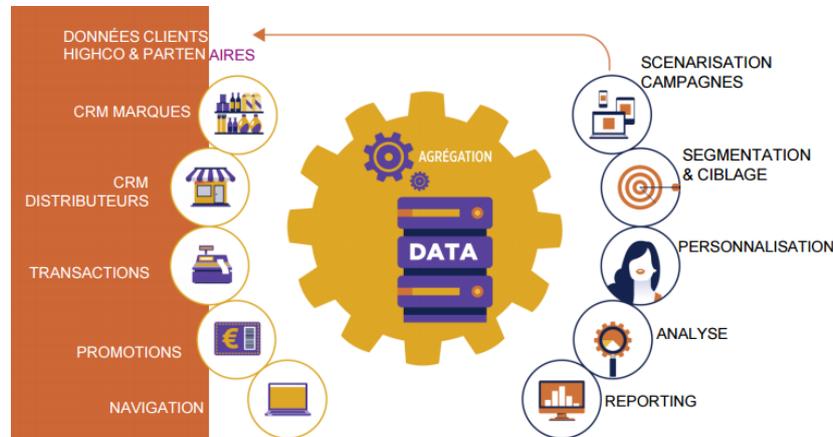
LES SOLUTIONS DE GESTION DEMATERIALISEE

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.

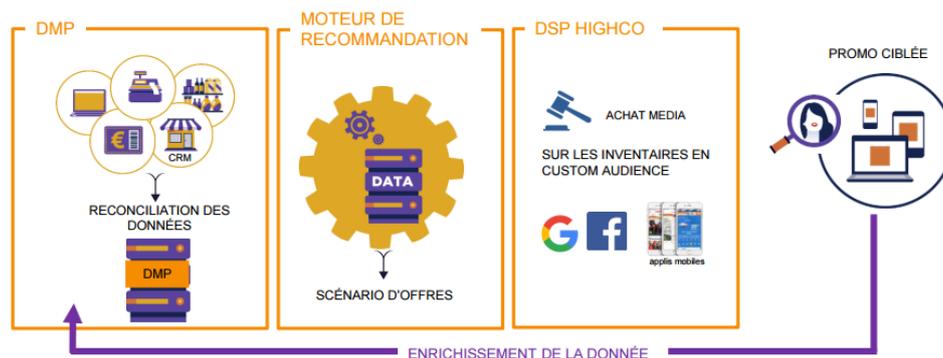
DES SOLUTIONS QUI S'ARTICULENT AUTOUR DE LA COLLECTE ET DE L'EXPLOITATION DE LA DATA

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

...QUI SE DIGITALISE À GRANDE VITESSE

Selon les prévisions de GroupM (WPP), les investissements publicitaires sont estimés en forte progression de +11,1 % en 2022, croissance en partie liée à l'augmentation de +13,5 % des investissements publicitaires digitaux qui devraient représenter près de 70 % du marché des investissements publicitaires français. Avec une part de marché toujours en hausse, le digital est effectivement le premier vecteur de communication publicitaire en France, après avoir dépassé la presse et la TV.

Ce mouvement s'est 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 ce qui concerne les usages, le mobile reste majoritaire, et voit même sa part de marché s'accroître par rapport au desktop depuis 2020. Dans le commerce en ligne, la montée en puissance du mobile est par ailleurs constante, et le m-commerce, en hausse de +23 %, représente aujourd'hui 48 % des ventes e-commerce en France selon la Fevad (iCM - Indice Commerce Mobile - Février 2022).

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 21-34 ans, qui sont trois fois plus nombreux que leurs aînés de plus de 50 ans à utiliser des coupons digitaux.

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

Fort de ce constat, HighCo a renforcé son positionnement dans le Mobile depuis 2018 avec l'acquisition d'Useradgents, agence spécialisée dans le mobile, mais également grâce au lancement du coupon de réduction mobile universel par la start-up HighCo Nifty.

La transformation du commerce continue par ailleurs à s'accélérer, et ce y compris dans le secteur alimentaire, secteur dans lequel le e-commerce devrait atteindre 10 % de parts de marché. 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 des retailers.

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 **67,3 % de la marge brute totale au S1 2023 (contre 67 % en FY 2022)**.

Désormais, HighCo se veut expert en Data et en Communication, présent sur toute la chaîne de valeur de l'engagement client, 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 eu que des impacts sanitaires ou économiques, elle a également bouleversé les modes et les habitudes de consommations, avec notamment une hausse spectaculaire du e-commerce, et notamment du e-commerce alimentaire. Prenant conscience de l'accélération de cette tendance, HighCo veut également accélérer et poursuivre sa mutation digitale en accompagnant les acteurs du commerce et en répondant aux attentes fortes des consommateurs en la matière.

La transformation du commerce est effectivement en marche 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).

Elle se traduit notamment par :

- un fort développement du commerce par mobile avec près d'un achat e-commerce sur 2 réalisé sur le mobile ;
- l'essor sans précédent des réseaux sociaux et des influenceurs dans la sphère du commerce ;
- l'émergence du Web3 et du metavers ouvrant aux marques et aux enseignes de nouvelles perspectives de commerce virtuel.

Depuis trois ans, HighCo met en avant encore davantage sa politique d'innovation afin de devenir le partenaire de référence des acteurs du retail dans la transformation du commerce.



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 trois 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 en 2021 la plateforme est désormais déployée auprès de 14.000 pharmacies. HighCo indique par ailleurs que sa solution de coupon mobile a remporté un accord de déploiement avec deux grandes enseignes GSA, que sont Franprix (déploiement effectif dans 170 magasins) et Casino (déploiement prévu en 2024 ans les Casino Hyper Frais et dans les Supermarchés Casino). Une troisième enseigne a par ailleurs récemment donné son accord pour intégrer la technologie HighCo Nifty.
- **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 SaaS est désormais déployée et a été présentée à des marques de la grande consommation, ainsi qu'à certains distributeurs. La solution, basée sur la collecte et l'activation de la data first party, intéresse les marques qui cherchent des alternatives à la disparition des cookies tiers. Le pipe commercial est encourageant selon HighCo. L'opération Nivea, pilotée entièrement par HighCo avec une diffusion in store et out store de la campagne de promotion, a permis de générer un taux d'opt-in moyen de 70 %. Cette offre répond donc aux nouveaux enjeux de contactabilité des clients par les marques, notamment dans le contexte de disparition du prospectus papier.
- **HIGHCO MERELY** : 1er Hub promotionnel et multicanal, cette plateforme SaaS, notamment destinée aux détailliers alimentaires, couvre l'ensemble de la chaîne de valeur promotionnelle en adressant tous les métiers concernés. Plus concrètement, cette solution permet de suivre les opérations promotionnelles, de la création du plan d'animation commerciale jusqu'au paramétrage des offres dans les systèmes d'informations de l'enseigne. Elle offre également la possibilité de gérer l'ensemble des canaux de communication des offres (prospectus, e-commerce, mobile, e-mail, etc.) ainsi qu'un pilotage « affiné » via des modules de reporting, enrichis en continu de la donnée collectée au fil des opérations.

Les OPEX liés à ces développements ont représenté 4 M€ en 2021, et 3 M€ en 2022, financés sur ressources propres. Compte tenu de la contribution progressive de ces nouvelles offres aux activités du groupe, un budget en baisse et compris entre 1 et 2 M€ est envisagé pour l'exercice 2023, étant précisé qu'à date, 1,04 M€ ont déjà été investis.

2 Résultats S1 2023 et perspectives 2023-2024

2.1 Retour sur les résultats S1 2023

STABILITE DE LA MARGE BRUTE AU S1 2023

Sur le S1 2023, avec une MB de 38,43 M€, HighCo affiche une très légère hausse de ses activités de +0,3 % à PCC. Le détail par trimestre est donné ci-dessous :

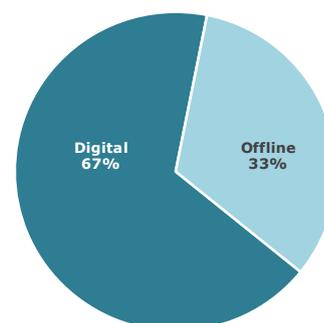
Marge Brute de HighCo, en M€

MB en M€	2022	2023	Δ (en %)
T1	18,80	18,90	+0,5 %
T2	19,51	19,53	+0,1 %
S1	38,31	38,43	+0,3 %

Source : HighCo

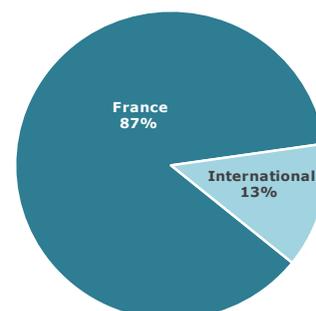
Concernant le mix d'activité :

- Le Digital, qui demeure le principal levier de développement d'HighCo, voit sa part dans l'activité globale du groupe croître à 67,3 % (vs. 65,3 % au S1 2022). Il représente 25,86 M€ de MB, et signe ainsi une croissance de +3,4 %, notamment grâce au dynamisme des activités de SMS push, dont le volume s'est accru de +24 % sur le semestre.
- Les activités Offline, qui représentent 12,57 M€ de MB sont quant à elles en baisse de -5,5 %, avec une baisse plus marquée en France (-7,0 % YoY).



Par zone géographique :

- La France affiche une MB S1 2023 de 33,40 M€, en progression de +0,6 % à PCC, avec une évolution contrastée entre les activités digitales (+4,6 % YoY) et les activités offline (-7,0 % YoY). La dynamique sur le Digital, qui représente 68,5 % de la MB en France, s'explique par la bonne tenue des activités Mobile malgré une base de comparaison exigeante (+19,7 % de croissance sur le S1 2022).
- Les activités à l'International sont en baisse de -1,7 % sur le semestre, avec une MB de 5,03 M€. Elles représentent 13,1 % de la MB globale du groupe. Le Digital sur la zone est en baisse de -4,5 % sur le semestre et représente 59,3 % de la MB à l'International. La Belgique est moins impactée que par le passé (-2,5 % YoY) grâce à une hausse des activités de gestion des offres promotionnelles traditionnelles sur le T2. Les autres pays (Espagne et Italie) enregistrent, quant à eux, une légère hausse de leurs activités (+3,1 % YoY) et représentent 2 % de la MB du groupe sur le semestre.



HAUSSE DE LA RENTABILITE CONFORME AUX ATTENTES

Au S1 2023, HighCo enregistre un RAO ajusté de 10,0 M€ conforme aux attentes (vs. 9,97 M€ au S1 2022), soit une hausse de +0,4 % YoY. Ceci est le fruit de la légère croissance d'activité et de la bonne maîtrise des coûts (28,42 M€ au S1 2023 vs. 28,35 M€ au S1 2022).

Au global, la marge opérationnelle s'établit à 26,0 % sur le S1 2023, soit un niveau historiquement élevé et toujours stable par rapport au S1 2022 (26,0 %). HighCo retrouve ainsi des niveaux de marge supérieurs à ceux observés avant crise.

Sur le plan géographique, tant la France que l'International affichent une hausse de +0,4 % de leur RAO.

Rentabilité opérationnelle par zone géographique, en M€

	S1 2022	S1 2023	% Var 2023 / 2022
MB	38,3	38,4	0,3%
Dont France	33,2	33,4	0,6%
Dont International	5,1	5,0	-1,6%
RAO	10,0	10,0	0,4%
Dont France	8,9	8,9	0,4%
Dont International	1,1	1,1	0,4%
Marge Opérationnelle ajustée	26,0%	26,0%	+0 pb
Dont France	26,7%	26,6%	-10 pb
Dont International	21,7%	22,1%	+40 pb

Source : HighCo

Le résultat opérationnel courant ajusté, après comptabilisation de charges de restructuration en légère baisse à 0,51 M€ (vs. 0,60 M€ au S1 2022), ressort quant à lui en hausse à 9,49 M€ (+1,4 %).

Compte tenu d'un montant quasiment nul des autres produits et charges opérationnels, le résultat opérationnel est en hausse de +1,7 % à 9,52 M€ (vs. 9,36 M€ au S1 2022).

Après notamment 1/ un résultat financier positif de 0,36 M€ liés aux placements de trésorerie réalisés ; et 2/ une charge d'impôts en hausse de +9,1 % à 2,71 M€ (vs. 2,49 M€ au S1 2022), le résultat net part du groupe ajusté ressort en hausse de +6,9 % à 6,32 M€ (vs. 5,91 M€ au S1 2022).

Le BNPA ajusté ressort ainsi en progression de +9,0 % par rapport au S1 2022 à 0,31 € par titre. Cette hausse s'explique également en partie par les rachats d'actions effectués sur la période.

Compte de résultat simplifié S1 2023 de HighCo

en M€	S1 2022	S1 2023	% Var 2023 / 2022	
Marge Brute	38,31	38,43	+0,3 %	Hausses de la MB en France (+0,6%) et baisse à l'International (-1,7%)
Charges indirectes	28,34	28,42	+0,3 %	
RAO ajusté	9,97	10,00	+0,4 %	Maîtrise des charges
<i>en % de la MB</i>	<i>26,0%</i>	<i>26,0%</i>	<i>+0 pbs</i>	Hausse de 0,4% RAO aussi bien en France qu'à l'International
Charges de restructuration	0,60	0,51	-15,7 %	
ROC ajusté	9,36	9,49	+1,4 %	Baisse des charges de restructuration
<i>en % de la MB</i>	<i>24,4%</i>	<i>24,7%</i>	<i>+26 pbs</i>	Résultat financier en hausse grâce aux produits de trésorerie
Coût des plans d'attribution d'actions gratuites	0,00	0,00	NA	
ROP	9,36	9,49	+1,4 %	Hausse du taux effectif de l'im pôt à 27,6%
<i>en % de la MB</i>	<i>24,4%</i>	<i>24,7%</i>	<i>+26 pbs</i>	
Coût de l'endettement financier net & autres pdts/charges financiers	-0,17	0,36	NA	Hausse de la rentabilité
Impôt	-2,49	-2,71	+8,8 %	
Quote-part des entreprises associées	0,04	-0,03	NA	
Résultat net des activités arrêtées ou en cours de cession	0,00	0,00	NA	
RNPG	5,91	6,34	+7,4 %	
<i>en % de la MB</i>	<i>15,4%</i>	<i>16,5%</i>	<i>+108 pbs</i>	
RNPG ajusté	5,91	6,32	+6,9 %	
<i>en % de la MB</i>	<i>15,4%</i>	<i>16,4%</i>	<i>+101 pbs</i>	

Source : HighCo

Doté d'une situation financière toujours solide, le cash net au 30 juin 2023, hors ressource nette en fonds de roulement, est toutefois en baisse de -4,5 M€ par rapport à fin décembre 2022 à 14,58 M€. L'excédent net de trésorerie, incluant la ressource en fonds de roulement des activités DATA, s'établit à 47,9 M€ au 30 juin 2023 contre 70,0 M€ au 31 décembre 2022. Il est à noter que ces ressources en fonds de roulement ont fortement baissé sur la période (-17,6 M€), du fait de la baisse des avances de fonds des industriels souhaitant revoir les conditions de ces avances compte tenu du contexte de hausse des taux d'intérêts.

Au titre du 1^{er} semestre 2023, le groupe a dégagé une CAF de 9,0 M€, en léger repli (-0,15 M€). Hors IFRS 16, celle-ci ressort à 7,48 M€, soit quasiment stable par rapport au S1 2022.

Pour rappel, compte tenu de ses bonnes performances financières de 2022, HighCo a distribué, au titre de son exercice 2022, un dividende en progression de +25 % vs. 2021 à 0,40 € par action pour un montant global de 9,55 M€ distribué au mois de mai 2023. Des rachats d'actions pour 1,42 M€ ont également eu lieu sur le semestre.

2.2 Perspectives 2023-2024

Lors de cette même présentation de ses résultats semestriels 2023, la société a revu ses guidances pour l'ensemble de l'exercice 2023.

La société anticipe désormais :

- Une légère baisse de ses activités par rapport à l'exercice 2022 (MB FY 2022 à 77,16 M€) ;
- une légère hausse de la marge opérationnelle par rapport à FY 2022 qui était de 21 % ;
- une hausse de BNPA ajusté qui s'établissait à 0,45€ au titre de l'exercice 2022.

Nous restons confiants sur les nouvelles perspectives annoncées, atteignables selon nous. Nos estimations ont été revues afin de tenir compte du contexte complexe et mouvant au sein de la grande distribution (inflation, mouvements capitalistiques au sein du groupe Casino, client historique du groupe, mouvements de concentration dans le secteur).

Nous restons par ailleurs attentifs aux actualités concernant le groupe Casino suite à sa reprise par le duo Kretinsky-Lacharrière.

Aucune guidance n'a été extériorisée concernant la part du Digital dans le 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€. Au S1 2023, 1,04 M€ ont déjà investis. Les OPEX dans le start-up studio HighCo Venturi (HighCo Nifty, Coupon AI, HighCo Merely) devraient par ailleurs se poursuivre et également se situer entre 1,0 M€ et 2,0 M€.

2.3 Prévisions

Suite à cette publication, nous revoyons nos anticipons pour 2023 et 2024.

Pour 2023, nous estimons que la MB sera en baisse à 76,8 M€, avec un objectif de marge sur RAO 2023 en légère hausse à 21,1 %. Le BNPA devrait par ailleurs s'établir en hausse.

Pour 2024, nous prévoyons une légère reprise de la croissance de la MB de +1,0 % par rapport à 2023 à 77,6 M€ et une marge sur RAO 2024 à 21,2 %.

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 :

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

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 3,2 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source : Agence France Trésor), d'une prime de marché de 5,8 %, 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 2023, le taux d'actualisation s'élève à 12,5 %.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
3,2%	5,8%	1,13	2,8%	12,5%	0,0%	0%	28,0%	12,5%

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€) :

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Marge Brute	77,2	76,8	76,8	78,7	79,8	80,9	82,0	83,2	84,3	85,5	86,7
Excédent brut d'exploitation	22,8	22,4	22,7	22,9	22,9	22,7	22,4	22,1	21,8	21,5	21,2
Impôt	4,3	4,4	4,0	4,4	4,7	4,6	4,5	4,4	4,4	4,3	4,3
Investissements	3,0	4,0	5,0	5,0	5,3	5,5	5,7	6,0	6,2	6,4	6,7
Variation de BFR		0,4	0,8	0,9	2,2	2,3	2,4	2,4	2,5	2,6	2,7
FCF opérationnels		13,7	12,8	12,7	10,8	10,3	9,7	9,2	8,7	8,1	7,6
FCF opérationnels actualisés		13,3	11,0	9,7	7,4	6,2	5,2	4,4	3,7	3,1	2,5

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		66,6	74,0%
Période 11-20 ans	1,7%	14,4	16,0%
Taux de croissance à l'infini	1,5%	9,0	10,0%
Total		90,0	100,0%
dont valeur terminale		23,4	26,0%

Source : estimations In Extenso

Ainsi, la valorisation d'entreprise de HighCo ressort à 90,0 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)	66,6
+ Valeur terminale actualisée	23,4
+ Titres financiers	0,6
+ Titres mis en équivalences	0,0
- Provisions	2,4
- Endettement financier net	-47,9
- Minoritaires	2,4
= Valeur des Capitaux Propres pdg	133,7
Nombre d'actions	20,455
Valeur par action	6,53

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 6,53 € soit un potentiel d'appréciation de la valeur selon cette méthode de +39,0 % par rapport au cours de clôture du 13 septembre 2023 de 4,69€.

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	11,5%	6,69	6,71	6,73	6,76	6,78
	12,0%	6,59	6,61	6,63	6,66	6,68
	12,5%	6,49	6,51	6,53	6,56	6,58
	13,0%	6,40	6,42	6,44	6,46	6,49
	13,5%	6,31	6,33	6,35	6,37	6,40

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, Ad Pepper Media group, Bilendi, Solocal, Reworld, 4imprint et Obiz.

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

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

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.

Obiz : Spécialiste du marketing relationnel, le groupe propose aux entreprises des solutions leur permettant de fidéliser leurs clients ou collaborateurs à travers l'amélioration de leur bien-être et l'augmentation de leur pouvoir d'achat. Présent dans 20 pays, Obiz est cotée sur le marché Euronext Growth, et a réalisé un chiffre d'affaires 2022 de 40 M€.

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

	CA 22	CA 23	CA 24	EBE 22	EBE 23	EBE 24	REX 22	REX 23	REX 24	RN 22	RN 23	RN 24
Qwamplify SA	31,1	31,5	32,8	3,1	3,0	3,9	2,9	3,0	3,8	1,3	2,2	2,9
ad pepper media International N.V.	24,9	24,2	26,6	NS	1,5	2,5	NS	0,5	1,5	NS	-0,4	0,3
Bilendi SA	61,5	63,0	67,9	11,8	12,5	15,0	5,8	7,2	9,5	4,0	4,1	6,2
Solocal Group	400,0	368,0	368,5	NS	72,0	66,1	NS	20,9	17,6	NS	-3,4	-5,8
ReWorld Media SA	505,8	562,2	578,6	70,8	71,3	81,2	63,8	63,0	72,5	44,7	37,4	49,5
4imprint Group plc	925,7	1053,7	1159,4	88,2	103,2	113,2	83,7	97,6	107,1	84,2	74,6	82,0
Obiz SA	40,0	81,0	106,5	0,9	2,7	4,9	0,2	1,2	3,1	#N/A	0,8	1,9

Source : Factset

	Capitalisation	Dettes nettes	Minoritaires	VE
Qwamplify SA	15	-6,8	0,7	9
1000mercis SA	52	-19,5	0,0	32
ad pepper media International N.V.	72	0,6	0,0	72
Bilendi SA	16	231,5	0,0	247
Solocal Group	188	108,7	0,3	297
ReWorld Media SA	1 635	-60,7	0,0	1 575
4imprint Group plc	36	3,4	0,0	40

Source : Factset

3.2.2 Valorisation

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

	VE/CA 23	VE/CA 24	VE/EBE 23	VE/EBE 24	VE/REX 23	VE/REX 24	PE 23	PE 24
Qwamplify SA	0,3	0,3	3,1	2,4	3,1	2,5	7,0	5,3
ad pepper media International N.V.	1,3	1,2	NS	NS	NS	NS	NS	NS
Bilendi SA	1,1	1,1	5,8	4,8	10,0	7,6	17,5	11,6
Solocal Group	0,7	0,7	3,4	3,7	11,9	14,1	-4,7	-2,8
ReWorld Media SA	0,5	0,5	4,2	3,7	4,7	4,1	5,0	3,8
4imprint Group plc	1,5	1,4	NS	13,9	NS	14,7	NS	NS
Obiz SA	0,5	0,4	14,9	8,1	NS	12,9	NS	19,2
Moyenne	0,9	0,8	6,3	6,1	7,4	9,3	6,2	7,4
Médiane	0,7	0,7	4,2	4,3	7,4	10,2	6,0	5,3

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 23	MB 24	EBE 23	EBE 24	REX 23	REX 24	RN 23	RN 24
HighCo	76,8	77,6	22,4	22,7	14,4	15,5	8,5	9,3
Valorisation induite	110,9	106,2	186,5	184,0	152,3	189,4	53,0	69,1
	97,1	97,6	138,8	142,6	151,4	204,0	51,5	49,7
Valorisation moyenne / action	5,0		8,0		8,5		2,7	

*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 6,4 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	287,7	M€
Capitalisation non corrigée de la société	124,0	M€
Rapport des capitalisations	43,1%	
Prime / Décote à appliquer	-6,4%	

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne / action	4,7	7,5	8,0	2,6
Moyenne	5,6			

Ainsi, l'approche par la méthode des multiples boursiers de sociétés comparables nous amène à une fourchette de valorisation de 2,6 € – 8,0 €, et en moyenne à un prix par action de 5,6 €. Sur la base du cours de clôture de l'action HighCo au 13 septembre 2023 de 4,69 €, le titre présente selon cette approche un upside de +20,8 %.

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€)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Marge brute	95,2	74,2	76,5	77,2	76,8	77,6	78,7
% évolution	8,7%	-22,1%	3,2%	0,8%	-0,4%	1,0%	1,4%
% du CA	54,2%	54,3%	55,7%	55,7%	55,7%	55,7%	55,7%
Charges de personnel	53,5	41,6	42,8	43,9	44,7	45,6	46,4
% de la marge brute	56,2%	56,1%	55,9%	56,8%	58,2%	58,8%	59,0%
Autres charges et charges externes	16,8	11,7	9,9	9,3	8,7	8,5	8,7
% de la marge brute	17,6%	15,8%	13,0%	12,0%	11,4%	10,9%	11,0%
Impôts et taxes	1,3	1,2	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1
% de la marge brute	1,3%	1,6%	1,7%	1,7%	1,5%	1,4%	1,4%
Résultat des activités ordinaires (avant AGA)	17,6	12,2	15,5	16,2	16,2	16,5	16,7
% évolution	9,9%	-30,9%	27,5%	4,3%	0,2%	1,4%	1,7%
% de la marge brute	18,5%	16,4%	20,3%	21,0%	21,1%	21,2%	21,3%
Résultat Opérationnel (après AGA)	16,7	12,2	17,3	7,8	14,4	15,5	15,9
% de la marge brute	17,5%	16,4%	22,6%	10,1%	18,7%	19,9%	20,3%
Résultat financier	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5
Résultat avant impôt	16,2	11,7	17,0	7,5	13,9	15,0	15,4
Impôts	-5,8	-4,2	-4,3	-4,4	-4,0	-4,4	-4,5
% Taux d'impôt effectif	-35,6%	-36,2%	-25,3%	-58,3%	-29,2%	-29,2%	-29,2%
Résultat Net Part du Groupe	9,3	4,3	11,2	1,8	8,5	9,3	9,7
% évolution	7,8%	-54,2%	162,0%	-83,5%	364,0%	9,1%	3,7%
% de la marge brute	9,8%	5,8%	14,6%	2,4%	11,1%	12,0%	12,3%
Résultat Net Part du Groupe ajusté*	9,7	5,8	8,7	9,2	9,3	9,5	9,9
% de la marge brute	10,1%	7,8%	11,4%	11,9%	12,2%	12,3%	12,5%

*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€)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Ecart d'acquisition	79,8	79,8	79,8	79,8	79,8	79,8	79,8
Immobilisations incorporelles	9,5	5,8	2,4	2,1	2,0	2,0	2,0
Immobilisations corporelles	2,8	2,8	2,7	2,2	2,1	2,4	2,8
Immobilisations financières	1,2	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
BFR	-60,5	-63,6	-56,6	-54,5	-54,1	-53,3	-52,4
% de la marge brute	-63,5%	-85,7%	-74,0%	-70,6%	-70,5%	-68,7%	-66,7%
Dettes financières	7,3	34,7	0,0	-1,0	-2,0	-2,0	-2,0
Trésorerie et équivalents de trésorerie	69,8	111,6	73,7	68,8	72,1	74,4	76,8
Endettement net	-62,5	-77,0	-73,7	-69,8	-74,0	-76,3	-78,7

4.3 Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats

Au 31/12 (M€)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
CAF	17,3	16,2	18,4	15,5	16,4	17,0	17,1
Investissements	3,0	3,0	1,1	3,0	3,0	5,0	5,0
% de la marge brute	3,2%	4,0%	1,4%	3,9%	3,9%	6,4%	6,4%
Variation du BFR	-8,6	-3,1	7,0	2,1	0,4	0,8	0,9
Flux de trésorerie d'exploitation net	23,0	16,4	10,4	4,6	12,1	11,1	11,2

4.4 Ratios financiers

Au 31/12 (M€)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Bénéfice net par action corrigé	0,45	0,28	0,42	0,45	0,46	0,47	0,49
% évolution	7,1%	-38,0%	50,9%	5,8%	3,9%	1,9%	3,6%
Capitalisation boursière	136,3	107,4	112,1	97,2	97,2	97,2	97,2
Valeur d'entreprise*	133,2	94,0	94,2	78,1	77,1	77,1	77,1
P/E ajusté	14,6	25,1	10,0	52,7	11,4	10,4	10,1
P/CF	0,85	0,79	0,90	0,76	0,80	0,83	0,84
Market to Book	1,64	1,27	1,29	1,09	1,06	1,04	1,62
VE / MB	1,40	1,27	1,23	1,01	1,00	0,99	0,98
VE / RAO	7,56	7,72	6,06	4,82	4,75	4,68	4,60
VE / ROC	8,00	7,72	5,45	10,05	5,37	4,99	4,83
RAO / MB	18,5%	16,4%	20,3%	21,0%	21,1%	21,2%	21,3%
ROP / CA	17,5%	16,4%	22,6%	10,1%	18,7%	19,9%	20,3%
RN pg / MB	9,8%	5,8%	14,6%	2,4%	11,1%	12,0%	12,3%
Gearing	-69,9%	-83,6%	-76,3%	-66,0%	-64,3%	-61,3%	-58,5%
Capitaux engagés	32,78	25,62	29,19	30,52	30,65	31,80	33,06
RCE	68,4%	64,1%	73,9%	39,8%	60,1%	62,3%	61,9%
Rentabilité des Fonds Propres	10,8%	6,3%	9,0%	8,7%	8,1%	7,6%	7,3%

*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://inextensofinance-1bddf.kxcdn.com/wp-content/uploads/2022/11/Methode_Valo_Analyse_Fin_IFEM.pdf

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

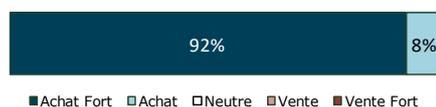
En qualité d'Analyste Financier Indépendant au sens du Règlement Général de l'AMF, In Extenso se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par la profession, en particulier dans le respect des best practices et en matière de gestion des conflits d'intérêts. Des procédures spécifiques 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
15 septembre 2023	Étude Semestrielle Achat Fort	6,25 €
20 juillet 2023	Flash Valeur Achat Fort	6,60 €
27 avril 2023	Flash Valeur Achat Fort	6,60 €
30 mars 2023	Étude Annuelle Achat Fort	6,60 €
26 janvier 2023	Flash Valeur Achat Fort	7,50 €
20 octobre 2022	Flash Valeur Achat Fort	7,90 €

5.4 Répartition des opinions

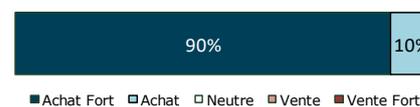
Répartition des opinions sur l'ensemble des valeurs suivies par In Extenso



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



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.