

Date de première diffusion : 23 janvier 2025

Maud Servagnat

Analyste Financier

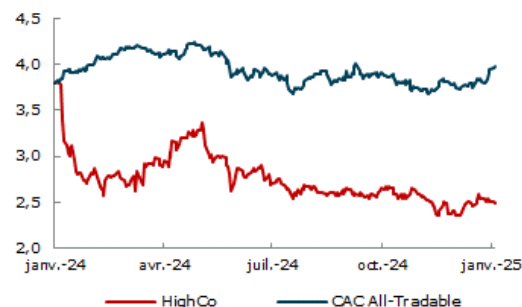
Maud.servagnat@inextenso-finance.fr**Opinion****Cours (clôture 22/01/2025)****Objectif de cours****1. Achat Fort****2,48 €****3,20 € (+29,3 %)****Données boursières**

Code Reuters / Bloomberg	HIGH.PA / HIGH:FP
Capitalisation boursière	50,7 M€
Valeur d'entreprise*	25,3 M€
Flottant	20,5 M€ (40,4 %)
Nombre d'actions	20 455 402
Volume quotidien	24 462 €
Taux de rotation du capital (1 an)	12,39%
Plus Haut (52 sem.)	3,83 €
Plus Bas (52 sem.)	2,30 €

* retraitée des ressources nettes en fonds de roulement

Performances

Absolue	1 mois	6 mois	12 mois
	+6,0 %	-6,0 %	-34,8 %

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

Résultats FY 2024 : 26 mars 2025 (après bourse)

Chiffres Clés

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
MB (M€)	77,2	74,4	69,2	65,4	64,2
Evolution (%)	0,8%	-3,6%	-7,0%	-5,5%	-1,8%
RAO (M€)	16,2	16,4	11,4	10,0	10,0
Marge sur RAO (%)	21,0%	22,1%	16,5%	15,2%	15,6%
ROP (M€)	7,8	15,9	10,1	8,7	9,7
RN pg ajusté (M€)	9,2	11,1	7,0	5,9	6,7
BPA ajusté	0,45	0,54	0,34	0,29	0,33

Ratios

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
VE / MB	1,2	1,1	0,5	0,4	0,3
VE / RAO	5,5	5,1	2,8	2,6	2,1
VE / ROP	5,9	5,3	3,1	2,9	2,1
P / E ajusté	ns	8,7	7,6	9,1	8,0
Gearing (%)*	-21%	-21%	-26,4%	-31,4%	-33,5%
Dettes nette*/RAO	-1,2	-1,2	-2,2	-3,2	-3,6
RCE (%)	41,3%	36,1%	27,9%	20,7%	22,5%

* retraités des ressources nettes en fonds de roulement

HighCo**MB T4 -16% dû à Casino et à la Belgique**

Le groupe a publié une marge brute au T4 2024 à 15 M€ (vs notre estimation à 14,2 M€), en baisse de -16% YoY à PCC. Sur l'année, la MB était en repli de -7%. Le pôle Activation (c.53% de la MB Groupe) était en recul de -5,7% au T4 (après +10,6% sur les 9M), principalement du fait de la baisse d'activité de traitement des coupons en Belgique. Le pôle Agences & Régies était en très forte baisse, comme attendu, à -37,2% (-28,8% sur FY), lié à Casino. Le groupe a confirmé sa vue d'une marge opérationnelle 2024 supérieure à 16%. 2025 devrait être impacté par les mêmes facteurs qu'en 2024, mais la baisse d'activité devrait cependant être moins marquée. Nous réitérons notre objectif de cours à 3,2 € et relevons notre opinion à Achat Fort (vs Achat).

Baisse de la MB au T4 liée à Casino et à la Belgique

Le groupe a publié une marge brute au T4 2024 à 15 M€ (vs notre estimation à 14,2 M€), en baisse de -16% YoY à PCC. Sur l'année, la MB était en repli de -7% à PCC. Le pôle Activation (environ 53% de la MB Groupe) était en recul de -5,7% au T4 (après +10,6% sur les 9M), principalement du fait de la baisse d'activité de traitement des coupons en Belgique. Le pôle Mobile était en baisse de -4,5% sur le trimestre (-4,3% sur FY). Le pôle Agences & Régies était en très forte baisse, comme attendu, à -37,2% (-28,8% sur FY), lié à Casino.

Guidance de marge de RAO 2024 > 16% confirmée

Le groupe a confirmé sa vue d'une marge opérationnelle 2024 supérieure à 16%. Le groupe se focalisera sur (1) la définition d'un nouveau cadre de collaboration avec Casino, (2) l'accélération du développement commercial avec les autres clients distributeurs et (3) le renforcement de l'innovation pour soutenir les activités les plus dynamiques du groupe.

Peu de visibilité sur 2025-26

L'exercice 2025 devrait être impacté par les mêmes facteurs qu'en 2024, mais cette fois-ci sur une année pleine. Le groupe estime que la baisse d'activité devrait cependant être moins marquée. Ainsi nous anticipons une nouvelle baisse de la MB en 2025 de -5,5% YoY et du ROA de c.-13%. Nous n'avons pas de visibilité sur l'évolution des charges fixes ni sur de potentielles charges de restructuration qui pourraient être liées à la baisse significative anticipée du niveau d'activité.

OC réitéré à 3,2 € - Achat Fort (vs Achat)

Nous maintenons nos prévisions inchangées sur l'exercice 2024, en ligne avec la guidance. La visibilité demeure limitée sur le niveau d'activité pour le groupe à moyen terme. Nous réitérons notre objectif de cours à 3,2 € et relevons notre opinion à Achat Fort (vs Achat).

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>.

Données financières

Compte de résultat - au 31/12 (en M €)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Chiffre d'affaires	146,4	145,4	146,4	127,9	125,6
Marge brute	77,2	74,4	69,2	65,4	64,2
% var YoY	0,8%	-3,6%	-7,0%	-5,5%	-1,8%
% du CA	52,7%	51,1%	47,2%	51,1%	51,1%
Résultat opérationnel courant (ROC)	15,1	15,8	10,4	9,0	10,0
dont charges de restructuration	1,1	0,6	1,0	1,0	0,0
dont RAO (résultat des activités ordinaires)	16,2	16,4	11,4	10,0	10,0
% var YoY	4,4%	1,2%	-30,3%	-13,0%	0,7%
% de la MB	21,0%	22,1%	16,5%	15,2%	15,6%
Autres produits & charges opérationnels	(7,4)	0,0	(0,3)	(0,3)	(0,3)
Résultat opérationnel	7,8	15,9	10,1	8,7	9,7
Coût de l'endettement financier net	(0,2)	1,0	1,0	1,0	1,0
Résultat avant impôt	7,5	16,9	11,1	9,7	10,7
Charge d'impôt sur le résultat	(4,4)	(4,7)	(3,1)	(2,7)	(3,0)
Quote-part du résultat des entreprises associées	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2
Résultat des activités poursuivies	3,3	12,2	8,2	7,2	7,9
Résultat net de l'exercice	3,3	12,6	8,2	7,2	7,9
% de la MB	4,3%	17,0%	11,9%	11,0%	12,4%
Résultat net pdg ajusté	9,2	11,1	7,0	5,9	6,7
BPA de base (€) pdg ajusté	0,45	0,54	0,34	0,29	0,33
Dividende par action (€)	0,40	0,20			
Bilan - au 31/12 (en M €)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Total actifs non courants	92,1	90,0	85,8	82,9	83,1
Créances clients et comptes rattachés	35,0	36,0	36,2	31,6	31,1
Autres actifs courants nets (débiteurs divers, charges constatées d'avance, etc.)	8,8	4,4	4,5	3,9	3,8
Créances fiscales	8,1	6,9	6,9	6,9	6,9
Trésorerie	70,0	66,1	72,3	72,0	75,4
Total des actifs courants	122,6	113,8	120,2	114,8	117,6
Total de l'actif	214,8	203,8	206,0	197,7	200,7
Total des capitaux propres	91,3	91,9	95,5	101,1	107,5
Obligations locatives non courantes	12,0	9,5	7,5	5,5	3,5
Provisions pour risques et charges non courantes	3,9	4,6	4,6	4,6	4,6
Total des passifs non courants	16,0	14,1	12,1	10,1	8,1
Obligations locatives courantes	3,0	3,1	3,1	3,1	3,1
Fournisseurs et autres créditeurs	31,7	27,4	27,6	24,1	23,7
Autres passifs	62,4	56,5	56,9	49,7	48,8
Dettes fiscales	8,9	10,1	10,2	8,9	8,8
Total des passifs courants	107,5	97,9	98,5	86,5	85,1
Total des capitaux propres et du passif	214,8	203,8	206,0	197,7	200,7
Endettement net (cash net)	(70,0)	(66,1)	(72,3)	(72,0)	(75,4)
Cash net hors ressource nette en fonds de roulement	(19,1)	(19,4)	(25,2)	(31,8)	(36,0)
Gearing retraité (% capitaux propres)	-20,9%	-21,2%	-26,4%	-31,4%	-33,5%
TFT - au 31/12 (en M €)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Variation de la trésorerie des activités ordinaires	10,96	12,78	13,87	5,34	12,01
Variation de la trésorerie issue des opérations d'investissement	(1,32)	(1,87)	(1,00)	(2,00)	(5,00)
Variation de la trésorerie issue des opérations de financement	(13,36)	(14,78)	(6,74)	(3,60)	(3,60)
Variation de la trésorerie	(3,72)	(3,87)	6,12	(0,26)	3,41

Source : Historique Société et estimations IE Finance

Marge brute au T4 en baisse de -16% YoY et baisse du pôle Activation

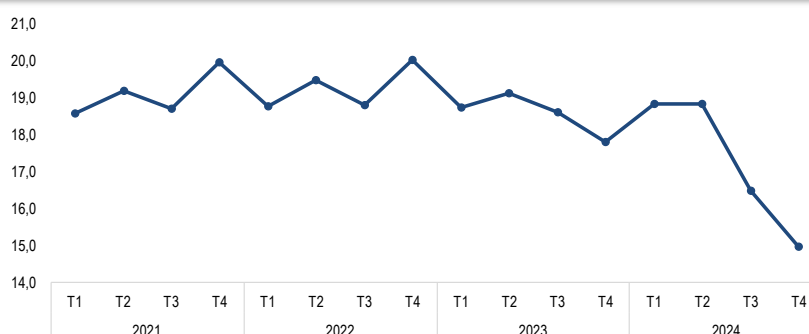
Le groupe a publié une marge brute au T4 2024 à 14,97 M€ (au-dessus de notre estimation à 14,2 M€), en baisse de -16% YoY à PCC. Sur l'année, la MB était en repli de -7% à PCC (la guidance était d'une baisse de -8% YoY).

Marge brute par période

Au 31/12 (en M€)	2022	T1	T2	S1	T3	9M	T4	S2	2023	T1	T2	S1	T3	9M	T4	S2	2024
Marge brute par zone géographique																	
France	67,4	16,3	16,9	33,2	16,4	49,5	15,7	32,1	65,3	16,5	16,7	33,2	14,4	47,5	13,2	27,6	60,8
International	9,7	2,5	2,3	4,7	2,3	7,0	2,1	4,4	9,1	2,3	2,2	4,5	2,1	6,7	1,8	3,9	8,4
Marge brute groupe	77,2	18,8	19,2	37,9	18,6	56,5	17,8	36,4	74,4	18,9	18,8	37,7	16,5	54,2	15,0	31,5	69,2
% YoY chg																	
MB France	1,5%	1,0%	-1,1%	-0,1%	-0,5%	-0,2%	-11,6%	-6,3%	-3,2%	1,3%	-1,2%	0,0%	-12,3%	-4,0%	-15,9%	-14,1%	-6,9%
MB International	-3,7%	-7,2%	-7,3%	-7,2%	-3,6%	-6,1%	-6,7%	-5,1%	-6,2%	-5,3%	-4,4%	-4,9%	-4,9%	-4,9%	-16,7%	-10,3%	-7,5%
Marge brute groupe	0,8%	-0,2%	-1,8%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-11,1%	-6,2%	-3,6%	0,4%	-1,6%	-0,6%	-11,4%	-4,1%	-16,0%	-13,7%	-7,0%
% chg PCC																	
MB France	1,5%	1,3%	-0,8%	0,2%	-0,2%	0,1%	-11,5%	-6,1%	-3,0%	1,3%	-1,2%	0,0%	-12,3%	-4,0%	-15,9%	-14,1%	-6,9%
MB International	-3,7%	-3,1%	0,0%	-1,7%	1,8%	-0,6%	-0,5%	0,7%	-0,5%	-5,3%	-4,4%	-4,9%	-4,9%	-4,9%	-16,7%	-10,3%	-7,5%
Marge brute groupe	0,8%	0,8%	-0,7%	0,03%	0,00%	0,02%	-10,4%	-5,4%	-2,7%	0,5%	-1,6%	-0,6%	-11,4%	-4,1%	-16,0%	-13,7%	-7,0%
% Mix Marge brute																	
France	87,4%	86,8%	88,1%	87,5%	87,9%	87,6%	88,2%	88,1%	87,8%	87,6%	88,4%	88,0%	87,0%	87,7%	88,3%	87,6%	87,8%
International	12,6%	13,1%	11,9%	12,5%	12,1%	12,4%	11,8%	11,9%	12,2%	12,4%	11,6%	12,0%	13,0%	12,3%	11,7%	12,4%	12,2%

Source : Historique Société et IE Finance

Marge brute par trimestre (M€)



Source : Historique Société et IE Finance

Par segment :

- Le pôle Activation (environ 53% de la MB Groupe) était en recul de -5,7% au T4 PCC (après +10% au T3 PCC, +8,7% au T2 et +12,8% au T1), principalement du fait de la Belgique. Sur l'année il affiche une croissance de +7% YoY, liée à la hausse des volumes de coupons traités en France et à la bonne dynamique des activités d'offres promotionnelles.
- Le pôle Mobile était en baisse de -4,5% sur le trimestre, après +3% au T3, -0,9% au T2 et -13,2% au T1. Sur l'année le pôle a enregistré une baisse de -4,3%, avec d'une part la bonne tenue de l'activité de push SMS et, d'autre part, le ralentissement des activités d'agence Mobile.
- Le pôle Agences & Régies était en très forte baisse, comme attendu, à -37,2% PCC (après -46% PCC au T3, -15,1% au T2 et -12,7% au T1), lié à Casino et à la vente progressive de ses hypermarchés et supermarchés. Sur l'année, la baisse de ce pôle est de -28,8%.

Marge brute par segment (M€)

Au 31/12 (en M€)	T1	T2	S1	T3	9M	T4	2024
Marge brute par segment							
% chg PCC							
Activation	12,8%	8,7%	10,9%	10,0%	10,6%	-5,7%	7,0%
Mobile	-13,2%	-0,9%	-7,4%	3,0%	-4,2%	-4,5%	-4,3%
Agences & Régies	-12,7%	-15,1%	-14,2%	-46,0%	-26,0%	-37,2%	-28,8%
Groupe	0,5%	-1,6%	-0,6%	-11,4%	-4,1%	-16,0%	-7,0%

Source : Historique Société et IE Finance

Par géographie :

- Les activités en France étaient en recul de -15,9% à PCC au T4 (-6,9% sur FY).
- L'international était en baisse de -16,7% au T4 (-7,5% sur FY). En Belgique, la marge brute a été pénalisée par la poursuite de la baisse d'activité de traitement des coupons mais également du repli des activités de gestion des offres promotionnelles traditionnelles.

Guidance confirmée pour la marge opérationnelle 2024

Le groupe a confirmé sa vue d'une marge opérationnelle 2024 supérieure à 16%.
Il anticipe une baisse d'activité moins marquée en 2025 YoY.

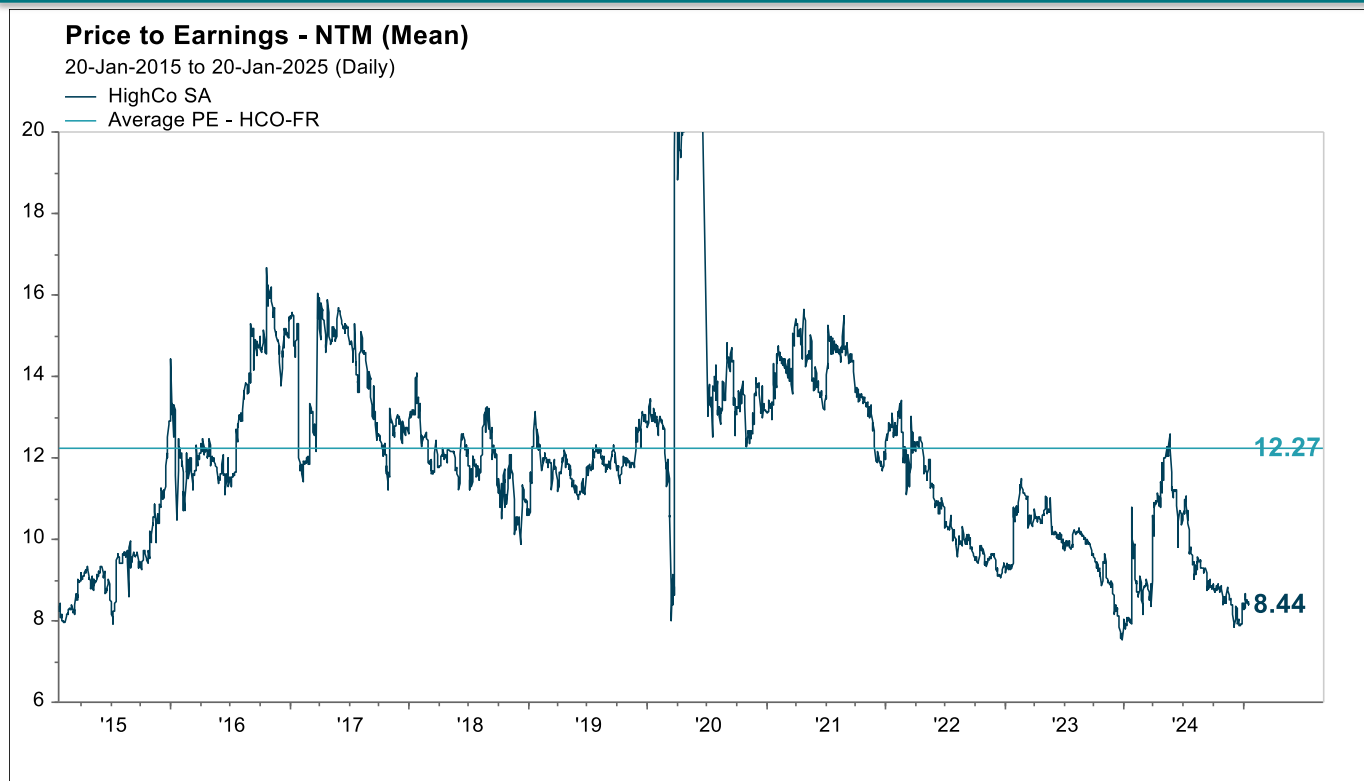
Guidance

	Evènement	Horizon	Révision	Details
FY 2023				
26/04/2023	MB T1 2023	<u>FY 2023</u>	Confirmation	MB stable Marge opérationnelle (RAO / MB) stable
19/07/2023	MB T2/S1 2023	<u>S1 2023</u>		RAO et marge opérationnelle attendus stables
		<u>FY 2023</u>	Confirmation	MB stable Marge opérationnelle (RAO / MB) stable à c.21%
13/09/2024	RS 2023	<u>FY 2023</u>	en baisse en hausse New	MB en légère baisse Marge opérationnelle en légère hausse BNA ajusté en hausse
18/10/2023	MB T3 2023	<u>FY 2023</u>	Confirmation/précision	MB c.-2% RAO en hausse Marge opérationnelle > 22% BNA ajusté en hausse
24/01/2024	MB T4/FY 2023	<u>FY 2023</u>	Confirmation/précision	Marge opérationnelle attendue à 22,1% BNA ajusté en hausse à 2 chiffres
		<u>FY 2024</u>	New	Casino : contexte 2024 incertain
27/03/2024	RA 2023	<u>FY 2024</u>	New	MB c.-10% Marge opérationnelle > 15%
FY 2024				
24/04/2024	MB T1 2024	<u>FY 2024</u>	Confirmation	MB c.-10% Marge opérationnelle > 15%
18/07/2024	MB T2/S1 2024	<u>S1 2024</u>	New	Résultats semestriels stables au S1
		<u>FY 2024</u>	Confirmation	MB c.-10% Marge opérationnelle > 15%
11/09/2024	RS 2024	<u>FY 2024</u>	en hausse	MB -9% Marge opérationnelle > 16%
16/10/2024	MB T3/9M 2023	<u>FY 2024</u>	en hausse	MB -8% Marge opérationnelle > 16%
22/01/2025	MB T4/FY 2024	<u>FY 2024</u>	Confirmation	Marge opérationnelle > 16%
		<u>FY 2025</u>	New	Baisse d'activité moins marquée qu'en 2024

Source : Historique Société et IE Finance

Valorisation du groupe

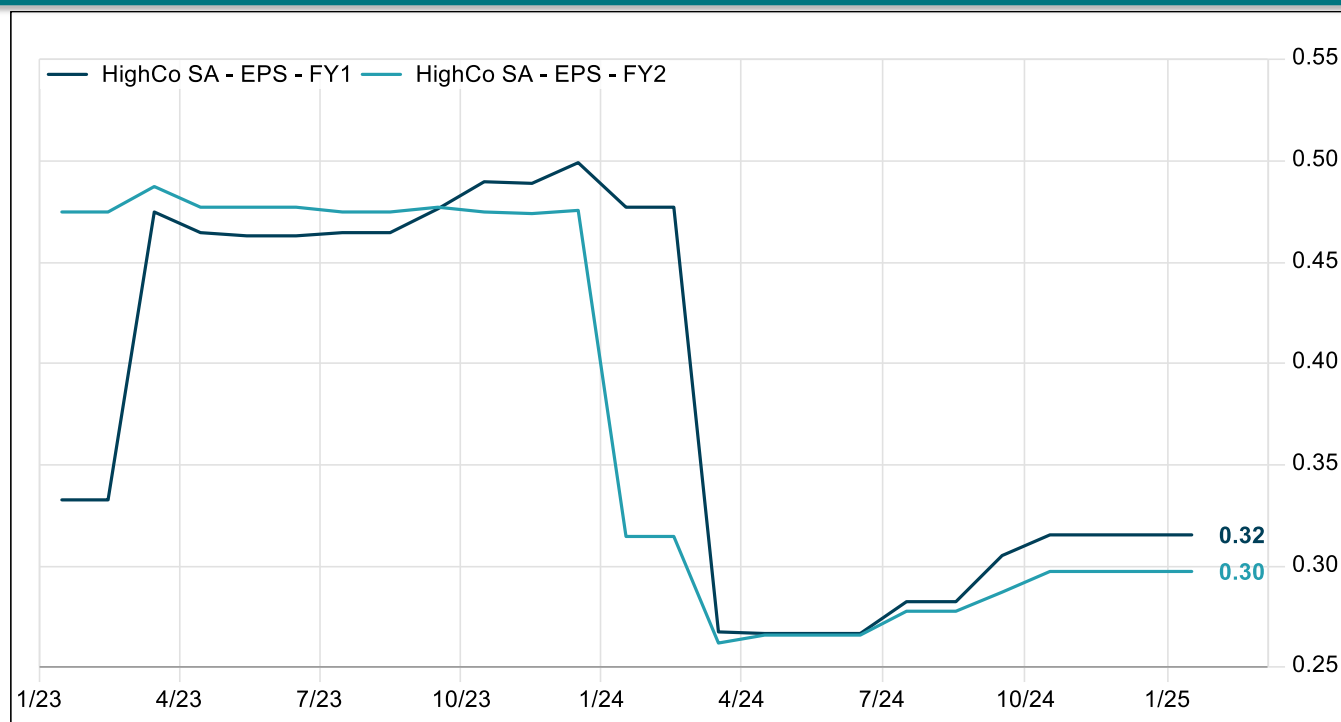
PE NTM (x)



Source : Factset & IE Finance

Consensus de BPA

Consensus de BPA - révisions



Source : Factset & IE Finance

Avertissements importants

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/Methodes_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
23 janvier 2025	Flash Valeur Achat	3,2 €
17 octobre 2024	Flash Valeur Achat	3,2 €
12 septembre 2024	Etude semestrielle Achat	3,1 €
19 juillet 2024	Flash Valeur Achat	3,1 €
25 avril 2024	Flash Valeur Neutre	3,1 €
29 mars 2024	Reprise de couverture Neutre	3,1 €

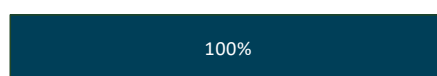
Répartition des opinions

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



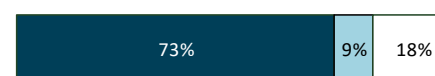
■ Achat Fort ■ Achat ■ Neutre ■ Vente ■ Vente Fort

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



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

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



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

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 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.