

Date de première diffusion : 28 mars 2025

Maud Servagnat

Analyste Financier

Maud.servagnat@inextenso-finance.fr

Opinion	2. Achat
Cours (clôture 27/03/2025)	3,20 €
Objectif de cours	3,60 € (+11,7 %)

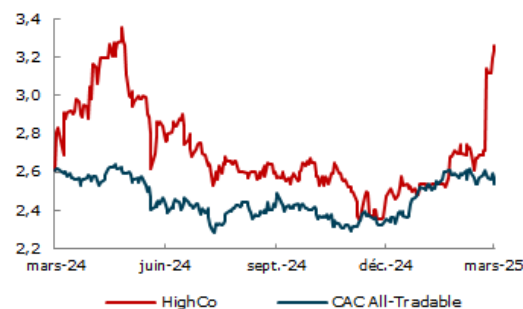
Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	HIGH.PA / HIGH:FP
Capitalisation boursière	65,5 M€
Valeur d'entreprise*	43,3 M€
Flottant	25,9 M€ (39,6 %)
Nombre d'actions	20 455 402
Volume quotidien	33 452 €
Taux de rotation du capital (1 an)	13,13%
Plus Haut (52 sem.)	3,39 €
Plus Bas (52 sem.)	2,30 €

*retraitée des ressources nettes en fonds de roulement

Performances

Absolue	1 mois	6 mois	12 mois
	+20,7 %	+22,1 %	+16,0 %

**Actionariat**

Flottant : 39,6 % ; WPP : 37,4 % ; Eximium : 11,3 %
Management : 3,2 % ; GBP : 4,6 %

Agenda

MB T1 2025 : 29 avril 2025 (après bourse)

Chiffres Clés

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
MB (M€)	74,4	69,2	67,0	67,3	67,7
Evolution (%)	-3,6%	-7,0%	-3,1%	0,4%	0,5%
RAO (M€)	16,4	11,6	10,4	10,7	10,9
Marge sur RAO (%)	22,1%	16,7%	15,5%	16,0%	16,2%
ROP (M€)	15,9	10,8	9,4	9,7	9,9
RN pg ajusté (M€)	11,1	7,2	5,8	6,1	6,2
BPA ajusté	0,54	0,35	0,28	0,30	0,30

Ratios

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
VE / MB	1,1	0,7	0,7	0,6	0,4
VE / RAO	5,1	4,2	4,2	3,5	2,4
VE / ROP	5,3	4,6	4,7	3,9	2,6
P / E ajusté	8,7	8,9	11,4	10,9	10,7
Gearing (%)*	-21%	-26%	-29,5%	-35,7%	-44,7%
Dette nette*/RAO	-1,2	-2,1	-2,7	-3,2	-4,2
RCE (%)	36,1%	36,3%	44,3%	75,0%	189,6%

*retraités des ressources nettes en fonds de roulement

HighCo**Des résultats FY2024 sous contrôle**

Le groupe a publié ses résultats annuels FY 2024. Le RAO (résultat des activités ordinaires) est ressorti à 11,6 M€, en baisse de 29,6% YoY, soit une marge opérationnelle de 16,7% (-540 pb), au-dessus de nos attentes (16,5%) et vs la guidance d'une marge opérationnelle >16%. Le BNPA part du groupe ajusté est ressorti à 0,37 €.

Situation financière toujours solide

La situation financière du groupe est demeurée très solide, avec un cash net hors ressource nette en fonds de roulement de c.24,6 M€ (+5,4 M€ YoY).

Guidance 2025 : S1 en baisse mais S2 en croissance

Compte tenu de la cession à venir de High Connexion (qui sera déconsolidée au 1er janvier), le groupe anticipe pour l'année 2025 : (i) une marge brute en repli de -3% à -4% (baisse de l'activité Agences & régies liée à Casino). La baisse portera sur le S1, avec un impact plus marqué au T1 qu'au T2. Les autres B.U. seront stables ou en croissance. La MB au S2 est donc anticipée en croissance ; (ii) une marge opérationnelle (RAO/MB) > 11% (à comparer avec une marge 2024 retraitée à 12,4%). La baisse est liée à Casino. Les autres activités du groupe devraient à minima maintenir leurs niveaux de marges ; (iii) nous retenons en outre que le groupe n'anticipe pas de charges de restructuration significatives sur 2025. Notons qu'à moyen-terme (2-3 ans) le management cible un retour de la marge opérationnelle aux alentours de 15%.

Politique attractive de retour à l'actionnaires

Le groupe proposera une distribution de dividende de 0,25 € au titre de l'exercice 2024 (vs 0,20 € au titre de 2023). Il poursuivra son programme de rachats d'action (0,3 M€ en 2024). Il distribuera également un dividende exceptionnel de 1 € par action au titre de la cession de sa filiale High Connexion. 100% du produit de la vente sera distribué.

Cession de High Connexion à 5,1x EV/RAO

Le groupe a annoncé le 19/03/2025 un protocole de cession de sa filiale High Connexion (sous conditions suspensives), détenue à 51%. Nous estimons l'EV total de High Connexion à 40,1 M€. Nous calculons un multiple de cession à 5,1x l'EV/RAO contributif. Par ailleurs, nous soulignons des niveaux de marge RAO/CA similaires entre High Connexion et HighCo hors High Connexion. Ainsi l'opération met en exergue, selon nous, une décote de valorisation de HighCo comprise entre 17% et 31% sur nos estimations 2025E et 2026E.

OC relevé à 3,6 € (vs 3,2 €) - Opinion Achat

Nous pensons que le potentiel de mauvaises surprises lié à la restructuration de Casino est désormais modéré (pas de lourdes de charges de restructuration envisagées par le groupe et discussions positives avec Casino). Nous avons mis à jour notre modèle et relevons notre OC à 3,6 € (vs 3,2 €). Opinion Achat (vs Achat Fort). Nous revisiterons notre modèle à l'issue du closing de la cession de High Connexion courant T2.

In Extenso Finance et l'émetteur ont convenu qu'In Extenso Finance produira et diffusera une recherche et 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 une place centrale dans la stratégie d'HighCo en représentant environ 70% de son activité en 2024. Expert en data marketing, les solutions de communication digitale proposées par le groupe sont aujourd'hui de plus en plus tournées vers le mobile et les réseaux sociaux, deux segments extrêmement dynamiques. Les solutions du groupe font ainsi aujourd'hui de plus en plus appel à la Data afin d'hyperpersonnaliser les messages publicitaires en les poussant au bon moment, au bon endroit, à la bonne personne et sur le bon support.

Méthode de valorisation

DCF

L'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles valorise HighCo à 3,6 € 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 3,6 €.

Nous avons choisi de surpondérer la valorisation par DCF (3/4) par rapport à celle des comparables (1/4), gardant à l'esprit une approche fondamentale.

Notre objectif de cours ressort ainsi à 3,6 € par action.

SWOT

Forces

- Cœur de métier historique sur la communication promotionnelle sur le point de vente
- Positionnement sur le secteur alimentaire, non discrétionnaire
- Position de premier plan en France
- Pionnier dans l'établissement de la solution Webcoupon et m-coupon

Faiblesses

- Dépendance à Casino
- 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

Synthèse et Opinion

Résultats FY 2024 sous contrôle

Le RAO est ressorti à 11,6 M€, (-29,6% YoY) soit une marge opérationnelle de 16,7%. Le BNPA part ajusté est ressorti à 0,37 €. La situation financière est demeurée très solide, avec un cash net hors ressource nette en fonds de roulement de c.24,6 M€ (+5,4 M€ YoY).

Guidance 2025

Le groupe anticipe pour l'année 2025 : (i) une marge brute en repli de -3% à -4% lié à Casino. La baisse portera sur le S1. La MB au S2 est anticipée en croissance ; (ii) une marge opérationnelle (RAO/MB) > 11% (à comparer avec une marge 2024 retraitée à 12,4%). A moyen-terme, le management cible un retour de la marge opérationnelle aux alentours de 15%.

Cession de High Connexion à 5,1x EV/RAO

Le groupe a annoncé la cession de sa filiale High Connexion. Nous calculons un multiple de cession à 5,1x l'EV/RAO contributif. Ainsi l'opération met en exergue, selon nous, une décote de valorisation de HighCo comprise entre 17% et 31% sur nos estimations 2025E et 2026E.

Opinion Achat

Nous pensons que le potentiel de mauvaises surprises lié à la restructuration de Casino est désormais modéré (pas de lourdes charges de restructuration envisagées par le groupe et discussions positives avec Casino). La poursuite de la politique de retour à l'actionnaire est attractive. En outre, fondamentalement, nous pensons qu'HighCo dispose des moyens nécessaires pour capter les opportunités liées aux mutations du commerce, tout en conservant ses positions solides sur le marché. Nous calculons un OC à 3,6 €. Opinion Achat. Nous revisiterons notre modèle à l'issue du closing de la cession de High Connexion courant T2.

Synthèse de nos projections financières

Compte de résultat - au 31/12 (en M €)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Chiffre d'affaires	146,4	145,4	146,4	141,9	142,5	143,2
Marge brute	77,2	74,4	69,2	67,0	67,3	67,7
% var YoY	0,8%	-3,6%	-7,0%	-3,1%	0,4%	0,5%
% du CA	52,7%	51,1%	47,2%	47,2%	47,2%	47,2%
Résultat opérationnel courant (ROC)	15,1	15,8	10,5	9,4	9,7	9,9
dont charges de restructuration	1,1	0,6	1,1	1,0	1,0	1,0
dont RAO (résultat des activités ordinaires)	16,2	16,4	11,6	10,4	10,7	10,9
% var YoY	4,4%	1,2%	-29,6%	-9,8%	3,1%	1,8%
% de la MB	21,0%	22,1%	16,7%	15,5%	16,0%	16,2%
Autres produits & charges opérationnels	(7,4)	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Résultat opérationnel	7,8	15,9	10,8	9,4	9,7	9,9
Coût de l'endettement financier net	(0,2)	1,0	1,9	0,3	0,3	0,3
Résultat avant impôt	7,5	16,9	12,7	9,7	10,0	10,2
Charge d'impôt sur le résultat	(4,4)	(4,7)	(3,3)	(2,6)	(2,7)	(2,8)
Quote-part du résultat des entreprises associées	0,1	0,0	(0,1)	0,2	0,2	0,2
Résultat des activités poursuivies	3,3	12,2	9,2	7,3	7,5	7,7
Résultat net de l'exercice	3,3	12,6	8,9	7,3	7,5	7,7
% de la MB	4,3%	17,0%	12,9%	10,9%	11,2%	11,3%
Résultat net pdg ajusté	9,2	11,1	7,2	5,8	6,1	6,2
BPA de base (€) pdg ajusté	0,45	0,54	0,35	0,28	0,30	0,30
Dividende par action (€)	0,40	0,20				

Bilan - au 31/12 (en M €)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Total actifs non courants	92,1	90,0	82,0	76,5	71,1	65,9
Créances clients et comptes rattachés	35,0	36,0	33,3	32,0	31,8	32,0
Autres actifs courants nets (débiteurs divers, charges constatées d'avance, etc.)	8,8	4,4	4,1	4,0	4,0	4,0
Créances fiscales	8,1	6,9	5,2	5,2	5,2	5,2
Trésorerie	70,0	66,1	80,7	83,6	90,5	102,3
Total des actifs courants	122,6	113,8	124,8	126,2	133,0	145,0
Total de l'actif	214,8	203,8	206,8	202,8	204,2	210,9
Total des capitaux propres	91,3	91,9	94,9	96,6	97,6	103,8
Obligations locatives non courantes	12,0	9,5	3,3	0,0	0,0	0,0
Provisions pour risques et charges non courantes	3,9	4,6	4,8	4,8	4,8	4,8
Total des passifs non courants	16,0	14,1	8,1	4,8	4,8	4,8
Obligations locatives courantes	3,0	3,1	2,8	2,8	2,8	2,8
Fournisseurs et autres créditeurs	31,7	27,4	32,9	32,2	32,3	32,5
Autres passifs	62,4	56,5	59,7	58,1	58,4	58,7
Dettes fiscales	8,9	10,1	7,3	7,1	7,1	7,1
Total des passifs courants	107,5	97,9	103,8	101,3	101,8	102,2
Total des capitaux propres et du passif	214,8	203,8	206,8	202,8	204,2	210,9
Endettement net (cash net)	(70,0)	(66,1)	(80,7)	(83,6)	(90,5)	(102,3)
Cash net hors ressource nette en fonds de roulement	(19,1)	(19,4)	(24,6)	(28,5)	(34,9)	(46,4)
Gearing retraité (% capitaux propres)	-20,9%	-21,2%	-25,9%	-29,5%	-35,7%	-44,7%

TFT - au 31/12 (en M €)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Variation de la trésorerie des activités ordinaires	10,96	12,78	24,60	12,00	13,77	13,56
Variation de la trésorerie issue des opérations d'investissement	(1,32)	(1,87)	(0,71)	(0,50)	(0,50)	(0,50)
Variation de la trésorerie issue des opérations de financement	(13,36)	(14,78)	(9,32)	(8,67)	(6,31)	(1,30)
Variation de la trésorerie	(3,72)	(3,87)	14,56	2,84	6,96	11,76

Source : Historique Société et estimations IE Finance

NB : Nous attendons le closing de la cession de High Connexion pour l'intégrer à nos estimations.

Résultats FY 2024 maîtrisés

Le groupe a publié ses résultats annuels FY 2024:

- Le RAO (résultat des activités ordinaires) s'est établi à 11,6 M€, en baisse de 29,6% YoY, soit une marge opérationnelle de 16,7% (-540 pb), au-dessus de nos attentes (16,5%) et vs la guidance d'une marge opérationnelle >16%.
- Le BNPA part du groupe ajusté est ressorti à 0,37 €.

P&L publié (M€)

Au 31/12 (M€)	2022	S1	S2	2023	S1	S2	2024
Marge brute	77,2	38,4	35,9	74,4	37,7	31,5	69,2
Résultat opérationnel courant (ROC)	15,1	9,5	6,4	15,8	9,0	1,5	10,5
% var YoY	2,2%	1,4%	9,9%	4,6%	-5,3%	-76,5%	-33,9%
% MB	19,6%	24,7%	17,7%	21,3%	23,8%	4,7%	15,2%
RAO (résultat des activités ordinaires)	16,2	10,0	6,4	16,4	9,6	2,0	11,6
% var YoY	4,4%	0,4%	2,4%	1,2%	-4,0%	-69,6%	-29,6%
% MB	21,0%	26,0%	17,8%	22,1%	25,5%	6,2%	16,7%
Résultat opérationnel	7,8	9,5	6,3	15,9	9,2	1,5	10,8
Résultat financier	-0,2	0,4	0,7	1,0	0,9	1,0	1,9
Impôts	-4,4	-2,7	-2,0	-4,7	-2,7	-0,7	-3,3
Résultat Net Part du Groupe ajusté*	9,2	6,3	4,8	11,1	6,2	1,0	7,2
% de la MB	11,9%	16,4%	13,4%	15,0%	16,5%	3,1%	10,4%

*retraité des autres produits & charges opérationnels

Source : Historique Société et IE Finance

Rentabilité opérationnelle par zone géographique, en M€

Au 31/12 (en M €)	2022	2023	S1	S2	2024
RAO					
France	13,92	14,19	8,93	1,5	10,4
International	2,3	2,23	0,67	0,5	1,2
RAO groupe	16,22	16,42	9,60	1,95	11,6
RAO retraité					
% marge opérationnelle RAO / MB					
France	20,6%	21,7%	26,9%	5,3%	17,1%
International	23,7%	24,5%	14,9%	13,1%	14,0%
RAO groupe	21,0%	22,1%	25,5%	6,2%	16,7%
% Mix Geo RAO					
France	86%	86%	93%	74%	90%
International	14%	14%	7%	26%	10%

Source : Historique Société et IE Finance

La situation financière du groupe est demeurée très solide, avec un cash net hors ressource nette en fonds de roulement de c.24,6 M€ (+5,4 M€ YoY).

Situation financière du groupe

Bilan - au 31/12 (en M €)	2022	2023	2024
Endettement net (cash net)	(70,0)	(66,1)	(80,7)
Cash net hors ressource nette en fonds de roulement	(19,1)	(19,4)	(24,6)
Gearing retraité (% capitaux propres)	-21%	-21%	-26%
EBITDA courant	20,7	20,1	16,7
Dettes nettes (cash net) retraité / EBITDA (x)	(0,9)	(1,0)	(1,5)

Source : Historique Société et IE Finance

Le dividende proposé sera de 0,25 € au titre de l'exercice 2024 (vs 0,20 € au titre de 2023).

Le groupe poursuivra son programme de rachats d'action (0,3 M€ en 2024) et le déploiement de sa stratégie RSE.

Guidance (hors High Connexion)

Compte tenu de la cession à venir de High Connexion (qui sera déconsolidée au 1^{er} janvier), le groupe anticipe pour l'année **2025** :

- Une marge brute du groupe en repli compris entre -3% et -4% (MB 2024 retraitée de High Connexion : 61,03 M€), du fait toujours de la baisse de l'activité de la B.U. agences & régies liée à Casino. Celle-ci portera sur le S1, avec un impact plus marqué au T1 qu'au T2. Les autres B.U. seront flat ou en croissance.
- La MB au S2 2025 est donc anticipée en croissance.
- Une marge opérationnelle (RAO/MB) > 11% (à comparer avec une marge opérationnelle 2024 retraitée de High Connexion à 12,4%). La baisse de la marge est liée à Casino. Les autres activités du groupe devraient à minima maintenir leurs niveaux de marges.
- A l'issue du call analystes, nous retenons en outre que le groupe n'anticipe pas de charges de restructuration significatives sur l'exercice 2025.

Par ailleurs, les ressources financières seront allouées :

- au retour à l'actionnaire par le paiement d'un dividende au titre de 2024 de 0,25 € par action, en hausse de +25% (0,20 € par action versé en 2024 au titre de 2023) et par la poursuite du programme de rachat d'actions pour un montant de l'ordre de 1,0 M€ (2024 : 0,34 M€) ;
- au Capex qui devrait rester inférieur à 1,0 M€ (2024 : 0,50 M€) ;

A moyen-terme :

Pendant le call analystes, le management a confirmé cibler un retour de la marge opérationnelle aux alentours de 15% à horizon 2-3 ans.

Guidance

	Evènement	Horizon	Révision	Details
FY2023				
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
26/03/2024	RA 2024	<u>FY 2025</u>	Confirmation/précision New	HighCo retraité, ie hors High Connexion: MB -3% à -4% YoY Marge opérationnelle (RAO / MB) > 11% (vs 12,4%)

Source : Historique Société et IE Finance

La cession de High Connexion met en exergue une valorisation attractive de HighCo

Le groupe a annoncé le 19/03/2025 un protocole de cession de sa filiale High Connexion (sous conditions suspensives), détenue à 51%.

En conséquence, HighCo a annoncé une distribution exceptionnelle de 1 € par action au titre de cette opération.

Le management a confirmé lors de la présentation analystes que 100% du produit de la vente est distribué. Ainsi nous estimons l'EV total de High Connexion à 40,1 M€.

Nous calculons que High Connexion a généré en 2024 un RAO total de c.7,8 M€.

Ainsi nous estimons un multiple de cession de High Connexion à 5,1x l'EV/RAO.

Par ailleurs, nous soulignons des niveaux de marge RAO/CA similaires entre High Connexion (6,6%) et HighCo hors High Connexion (8,8% estimé).

Ainsi l'opération met en exergue, selon nos estimations, une décote de valorisation de HighCo comprise entre 17% et 32% en termes d'EV/RAO 2025E et 2026E.

Aggrégats financiers

(€M)	2024		2024		2024	
	Groupe HighCo	Groupe hors High Connexion	Contribution High Connexion	% contribution de High Connexion		
CA	146,4	86,2	60,2	41%		
MB	69,2	61,0	8,1	12%		
RAO (estimation)	11,6	7,6	4,0	35%		

Source : Société et IEF

Estimation EV High Connexion et multiples de cession

% détention High Connexion	51%	100%
Hypothèse EV	20,5	40,1
Contribution High Connexion aux agrégats de HighCo en 2024		
CA contributif	60,2	118,0
MB contributive	8,1	15,9
RAO contributif	4,0	7,8
Multiples de cession induits		
EV/CA	0,3	0,3
EV/MB	2,5	2,5
EV/RAO	5,1	5,1

Source : estimations IEF

Comparaison des niveaux de marges

Marges 2024	High Connexion	HighCo hors High Connexion
	2024	2024
MB / CA %	13,5%	71%
RAO / MB %	49,1%	12%
RAO/CA %	6,6%	8,8%

Source : estimations IEF

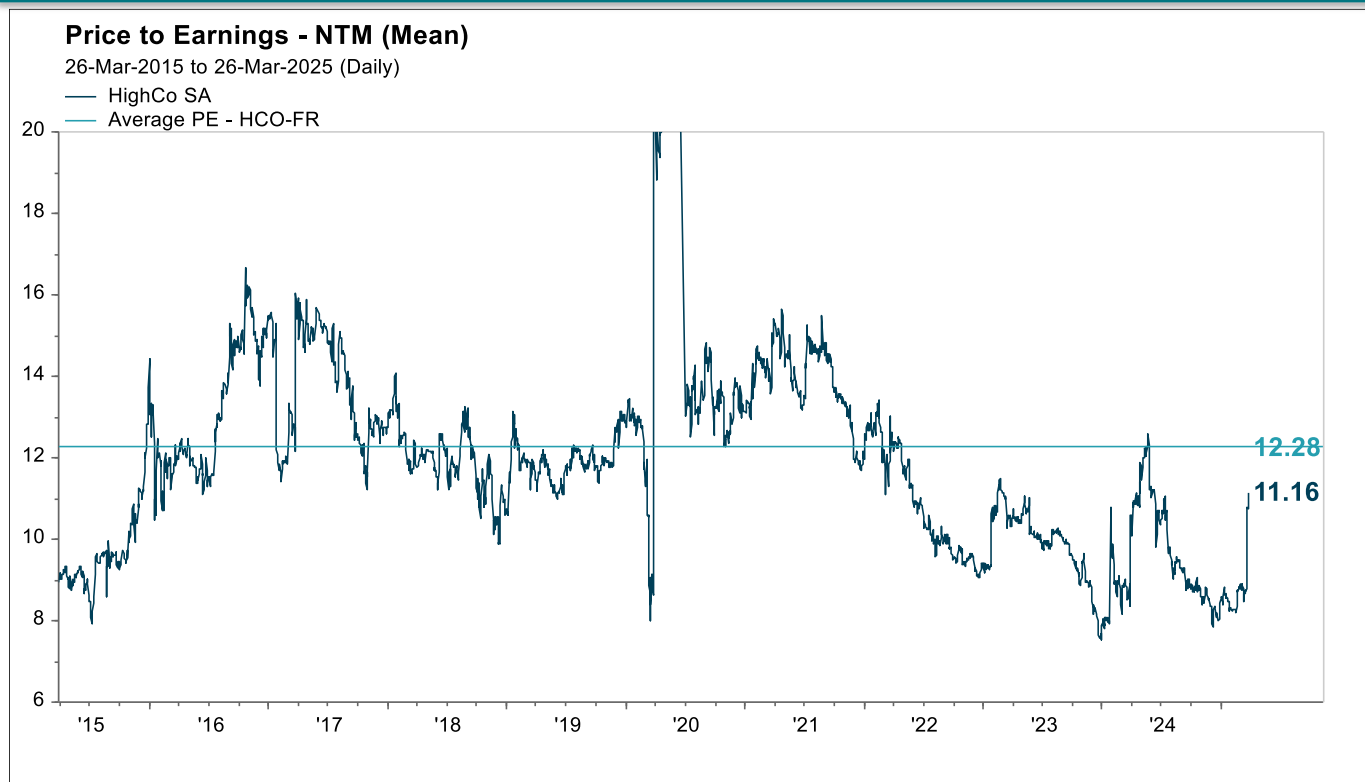
Décote de valorisation de HighCo

Multiples de valorisation de HighCo sur nos estimations		
	2025E	2026E
EV/MB	0,7	0,6
EV/RAO	4,2	3,5
Décote de HighCo vs multiples de cession de HighConnexion		
	2025E	2026E
EV/MB	-74%	-78%
EV/RAO	-17%	-31%

Source : estimations IEF

Valorisation du groupe

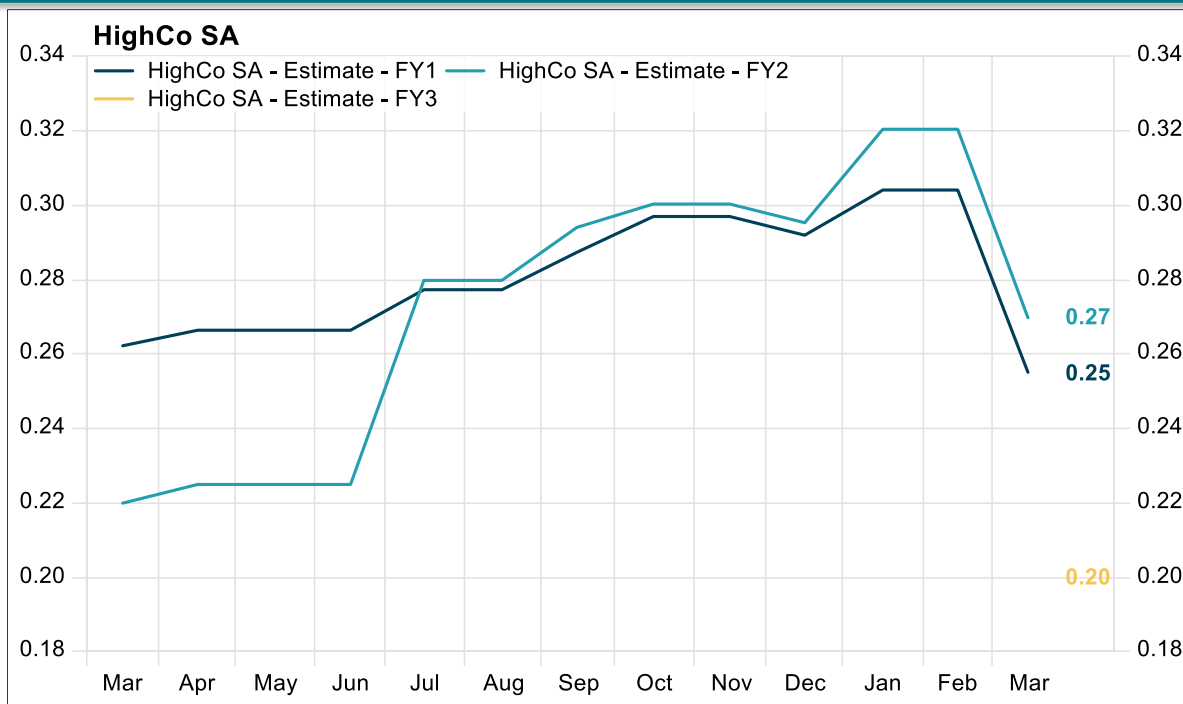
PE NTM (x)



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
28 mars 2025	Etude annuelle Achat	3,6 €
23 janvier 2025	Flash Valeur Achat Fort	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 €

Répartition des opinions

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



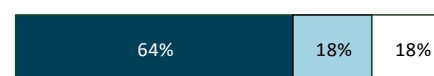
■ Achat Fort ■ Achat ■ Neutre ■ Vente ■ Vente Fort

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.