

Date de première diffusion : 30 avril 2025

Maud Servagnat
Analyste Financier
Maud.servagnat@inextenso-finance.fr

Opinion **3. Neutre**
Cours (clôture 29/04/2025) **3,12 €**
Objectif de cours **3,00 € (-2,4 %)**

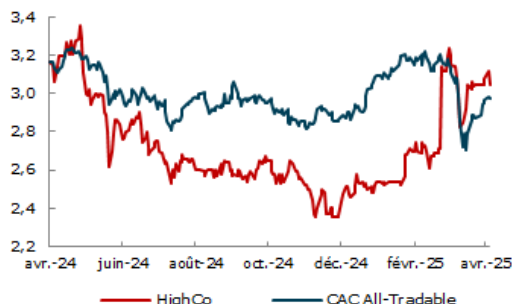
Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	HIGH.PA / HIGH:FP
Capitalisation boursière	63,8 M€
Valeur d'entreprise*	33,4 M€
Flottant	25,3 M€ (39,6 %)
Nombre d'actions	20 455 402
Volume quotidien	37 925 €
Taux de rotation du capital (1 an)	15,27%
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
	-3,2 %	+19,1 %	-3,2 %

**Actionnariat**

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

Agenda

MB T2 2025 : 22 juillet 2025 (après bourse)

Chiffres Clés

	2023	2024	2025E*	2026E	2027E
MB (M€)	74,4	69,2	58,9	59,4	60,0
Evolution (%)	-3,6%	-7,0%	-3,5%	0,9%	0,9%
RAO (M€)	16,4	11,6	6,5	6,8	7,0
Marge sur RAO (%)	22,1%	16,7%	11,1%	11,4%	11,6%
ROP (M€)	15,9	10,8	5,5	5,8	6,0
RN pg ajusté (M€)	11,1	7,2	4,9	5,1	5,3
BPA ajusté	0,54	0,35	0,24	0,25	0,26

*Déconsolidation de High Connexion au 1/1/2025

Ratios

	2023	2024	2025E*	2026E	2027E
VE / MB	1,1	0,6	0,6	0,5	0,3
VE / RAO	5,1	3,4	5,1	4,1	2,5
VE / ROP	5,3	3,8	6,0	4,9	3,0
P / E ajusté	8,7	7,7	12,9	12,4	12,1
Gearing (%)**	-21%	-26%	-37,4%	-43,1%	-51,5%
Dettes nettes*/RAO	-1,2	-2,1	-5,3	-5,9	-7,2
RCE (%)	36,1%	36,3%	25,9%	45,9%	140,2%

**retraitée des ressources nettes en fonds de roulement

HighCo**MB T1 conforme et guidances 2025 confirmées**

La marge brute T1 est ressortie conforme aux attentes du groupe à 15,8 M€, en baisse de -6,4% à périmètre constant (hors High Connexion). La croissance enregistrée par le pôle Activation (+1,4% à 71% de la MB groupe) n'a pas suffi à compenser le repli attendu du pôle Agences & Régies (-32,2%) lié à la restructuration de Casino. Cette baisse devrait se poursuivre au T2, avant un retour à la croissance anticipé au S2. Le groupe a confirmé ses guidances 2025 (hors High Connexion) : (i) une marge brute en repli de -3% à -4% et marge opérationnelle (RAO/MB) > 11%. Nous intégrons la cession de High Connexion à notre modèle, la levée des conditions suspensives suivant leur cours. Nous pensons que le potentiel de mauvaises surprises lié à la restructuration de Casino est désormais modéré. OC à 3,0 € (vs 3,6 €). Opinion Neutre (vs Achat).

MB T1 2025 en repli conforme de -6,4 %

La marge brute T1 est ressortie conforme aux attentes du groupe à 15,8 M€, en baisse de -6,4% à périmètre constant (hors High Connexion). La croissance enregistrée par le pôle Activation (+1,4% à 71% de la MB groupe), portée par les volumes de coupons traités et les activités d'offres promotionnelles en France, n'a pas suffi à compenser le repli attendu du pôle Agences & Régies (-32,2% à PCC) lié à la restructuration du groupe Casino. Cette baisse devrait se poursuivre au T2, avant un retour à la croissance anticipé au S2.

Guidance 2025 : S1 en baisse mais S2 en croissance

Le groupe a confirmé ses guidances 2025 (hors High Connexion) : (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. devraient être 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%.

Cession de High Connexion : OC à 3,0 € - Opinion Neutre

Nous intégrons la cession de High Connexion à notre modèle, la levée des conditions suspensives suivant leur cours. Ainsi nous anticipons désormais en 2025 une MB à c. 59M€ (-3,5% YoY) et un RAO à 6,5 M€ (marge de 11,1%), en ligne avec la guidance. 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 calculons un nouvel OC à 3,0 € (vs 3,6 €). Opinion Neutre (vs Achat). Nous rappelons que le produit de la cession de High Connexion devrait donner lieu à une distribution exceptionnelle de 1 € par action.

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 (hors High Connexion, déconsolidée au 01/01/2025)

Compte de résultat - au 31/12 (en M €)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Chiffre d'affaires	146,4	145,4	146,4	81,1	81,8	82,5
Marge brute	77,2	74,4	69,2	58,9	59,4	60,0
% var YoY	0,8%	-3,6%	-7,0%	-14,8%	0,9%	0,9%
% du CA	52,7%	51,1%	47,2%	72,6%	72,6%	72,6%
Résultat opérationnel courant (ROC)	15,1	15,8	10,5	5,5	5,8	6,0
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	6,5	6,8	7,0
% var YoY	4,4%	1,2%	-29,6%	-43,5%	4,0%	2,8%
% de la MB	21,0%	22,1%	16,7%	11,1%	11,4%	11,6%
Autres produits & charges opérationnels	(7,4)	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Résultat opérationnel	7,8	15,9	10,8	5,5	5,8	6,0
Coût de l'endettement financier net	(0,2)	1,0	1,9	1,0	1,0	1,0
Résultat avant impôt	7,5	16,9	12,7	6,5	6,8	7,0
Charge d'impôt sur le résultat	(4,4)	(4,7)	(3,3)	(1,8)	(1,8)	(1,9)
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	4,9	5,1	5,3
Résultat net de l'exercice	3,3	12,6	8,9	4,9	5,1	5,3
% de la MB	4,3%	17,0%	12,9%	8,4%	8,7%	8,8%
Résultat net pdg ajusté	9,2	11,1	7,2	4,9	5,1	5,3
BPA de base (€) pdg ajusté	0,45	0,54	0,35	0,24	0,25	0,26
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	69,4	64,2	59,0
Créances clients et comptes rattachés	35,0	36,0	33,3	16,9	16,9	17,0
Autres actifs courants nets (débiteurs divers, charges constatées d'avance, etc.)	8,8	4,4	4,1	3,8	3,8	3,9
Créances fiscales	8,1	6,9	5,2	4,5	4,5	4,5
Trésorerie	70,0	66,1	80,7	83,7	89,6	100,6
Total des actifs courants	122,6	113,8	124,8	110,4	116,3	127,5
Total de l'actif	214,8	203,8	206,8	179,8	180,5	186,5
Total des capitaux propres	91,3	91,9	94,9	92,8	92,9	98,1
Obligations locatives non courantes	12,0	9,5	3,3	3,2	3,2	3,2
Provisions pour risques et charges non courantes	3,9	4,6	4,8	4,5	4,5	4,5
Total des passifs non courants	16,0	14,1	8,1	7,7	7,7	7,7
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	14,2	14,3	14,4
Autres passifs	62,4	56,5	59,7	55,1	55,5	56,1
Dettes fiscales	8,9	10,1	7,3	5,5	5,6	5,6
Total des passifs courants	107,5	97,9	103,8	79,2	79,9	80,6
Total des capitaux propres et du passif	214,8	203,8	206,8	179,8	180,5	186,5
Endettement net (cash net)	(70,0)	(66,1)	(80,7)	(83,7)	(89,6)	(100,6)
Cash net hors ressource nette en fonds de roulement	(19,1)	(19,4)	(24,6)	(34,7)	(40,0)	(50,5)
Gearing retraité (% capitaux propres)	-20,9%	-21,2%	-25,9%	-37,4%	-43,1%	-51,5%
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	7,41	11,54	11,48
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)	(4,09)	(5,41)	(0,30)
Variation de la trésorerie	(3,72)	(3,87)	14,56	2,82	5,62	10,68

Source : Historique Société et estimations IE Finance

NB : High Connexion déconsolidée au 01/01/2025

Marge brute au T1 -6,4% à périmètre constant (hors High Connexion)

Le groupe a publié une marge brute au T1 2025 à 15,77 M€, en repli de -6,4% YoY à PCC, ie hors High Connexion (présentées comme activités cédées au 1^{er} janvier 2025).

En France (MB -6,4% à PCC), comme anticipé par le groupe :

- Poursuite de la bonne dynamique du pôle Activation (+1,4% à 71% de la MB groupe), porté par les volumes de coupons traités et les activités d'offres promotionnelles en France ;
- Progression du pôle Mobile (+2,0% à 12% de la MB groupe) hors High Connexion ;
- Forte baisse, attendue, du pôle Agences & Régies (-32,2% à 17% de la MB groupe) liée à Casino.

En Belgique, la MB était en repli de -6,3% : poursuite de la baisse d'activité de traitement des coupons et repli des activités de gestion des offres promotionnelles traditionnelles.

Les activités en Espagne étaient également en retrait (-6,0% à 1,5% de la MB du groupe).

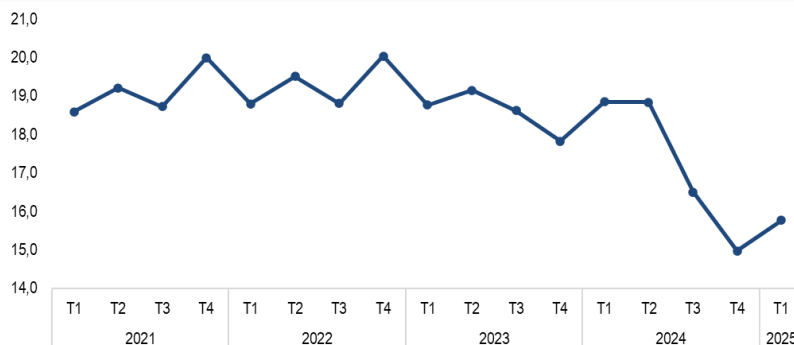
Marge brute par période

Au 31/12 (en M €)	2022	T1	T2	S1	T3	9M	T4	S2	2023	T1	T2	S1	T3	9M	T4	S2	2024	T1 2025
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	13,6
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	2,2
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	15,8
% YoY chq																		
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%	-17,8%
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%	-6,0%
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%	-16,3%
% chq 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%	-6,4%
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%	-6,0%
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%	-6,4%
% 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%	86,1%
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%	13,9%

Source : Historique Société et IE Finance

NB : High Connexion déconsolidée au 01/01/2025

Marge brute par trimestre (M€)



Source : Historique Société et IE Finance

NB : High Connexion déconsolidée au 01/01/2025

Marge brute par segment (M€)

Au 31/12 (en M €)	T1	T2	S1	T3	9M	T4	2024	T1 2025
Marge brute par segment								
% chq PCC								
Activation	12,8%	8,7%	10,9%	10,0%	10,6%	-5,7%	7,0%	1,4%
Mobile	-13,2%	-0,9%	-7,4%	3,0%	-4,2%	-4,5%	-4,3%	2,0%
Agences & Régies	-12,7%	-15,1%	-14,2%	-46,0%	-26,0%	-37,2%	-28,8%	-32,2%
Groupe	0,5%	-1,6%	-0,6%	-11,4%	-4,1%	-16,0%	-7,0%	-6,4%

Source : Historique Société et IE Finance

NB : High Connexion déconsolidée au 01/01/2025

Guidance (hors High Connexion)

Concernant la cession de High Connexion (qui sera déconsolidée au 1^{er} janvier 2025), le groupe a confirmé que la levée des conditions suspensives est en cours.

Le groupe a confirmé ses **guidances 2025** (hors High Connexion) :

- Marge brute en repli compris entre -3% et -4% (MB 2024 retraitée de High Connexion : 61 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. devraient être flat ou en croissance. La MB au S2 2025 est 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.
- Nous avons noté (lors de la réunion de présentation des résultats annuels 2024 fin mars 2025) qu’en outre, le groupe n’anticipe pas de charges de restructuration significatives sur l’exercice 2025.

A moyen-terme :

Nous avons également retenu que le management cible un retour de la marge opérationnelle aux alentours de 15% à horizon 2-3 ans.

Guidance

	Evènement	Horizon	Révision	Détails
FY 2024				
24/04/2024	MB T1 2024	FY 2024	Confirmation	MB c.-10% Marge opérationnelle > 15%
18/07/2024	MB T2/S1 2024	S1 2024	New	Résultats semestriels stables au S1
		FY 2024	Confirmation	MB c.-10% Marge opérationnelle > 15%
11/09/2024	RS 2024	FY 2024	en hausse	MB -9% Marge opérationnelle > 16%
16/10/2024	MB T3/9M 2023	FY 2024	en hausse	MB -8% Marge opérationnelle > 16%
22/01/2025	MB T4/FY 2024	FY 2024	Confirmation	Marge opérationnelle > 16%
		FY 2025	New	Baisse d’activité moins marquée qu’en 2024
26/03/2025	RA 2024	FY 2025	Confirmation/précision New	HighCo retraité, ie hors High Connexion: MB -3% à -4% YoY Marge opérationnelle (RAO / MB) > 11% (vs 12,4%)
FY 2025				
29/04/2025	MB T1 2025	FY 2025	Confirmation	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

Valorisation du groupe

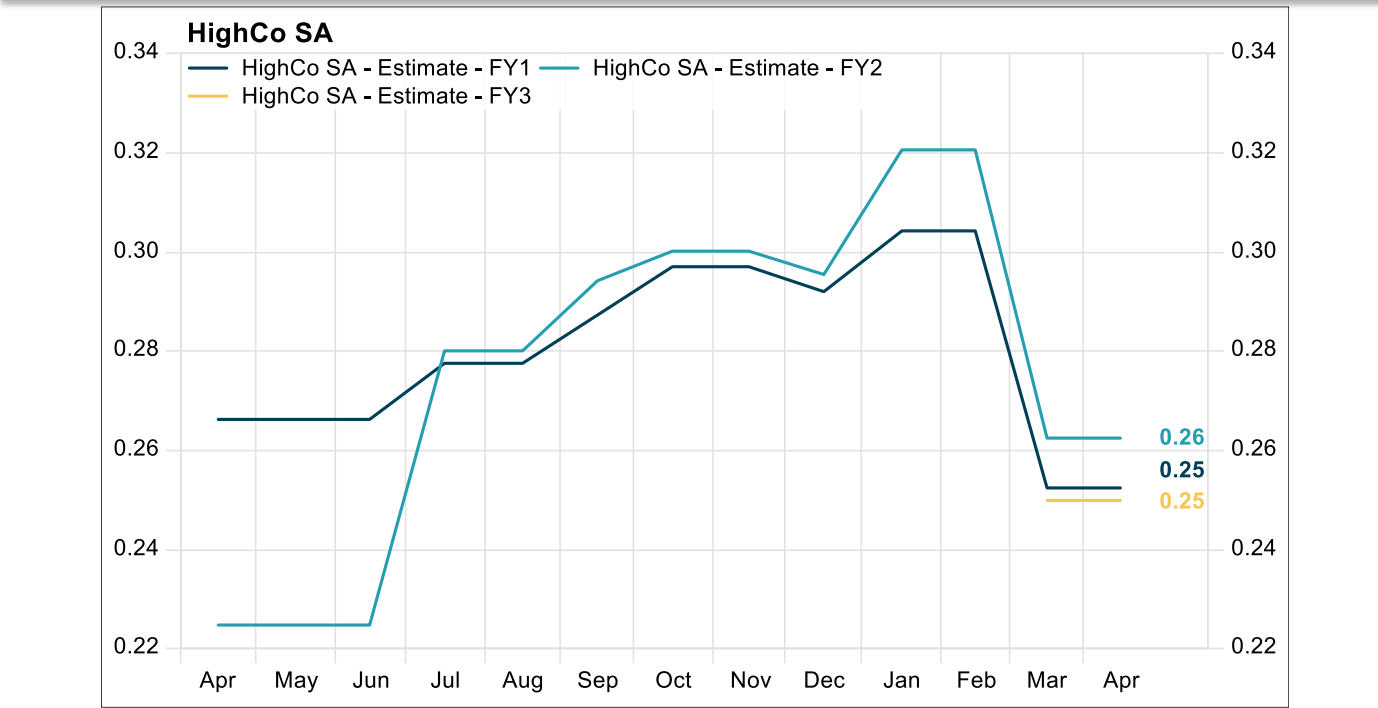
PE NTM (x)



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/Methode_Valo_Analyse_Fin_IEFM.pdf

Détection de conflits d'intérêts potentiels

Participation de l'analyste, de In Extenso et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de In Extenso	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et In Extenso	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et In Extenso	Rémunération de In Extenso par l'émetteur au titre de l'établissement de la présente analyse financière	Rémunération de In Extenso par l'émetteur au titre d'autres prestations que l'établissement de la présente analyse financière	Communication de l'analyse financière à l'émetteur préalablement à sa diffusion
Non	Non	Non	Non	Oui	Non	Non

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

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

Date	Opinion	Objectif de cours
30 avril 2025	Flash Valeur Neutre	3,0 €
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 €

Répartition des opinions



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.