

Date de première diffusion : 27 mars 2017

HighCo

Boucle un excellent exercice 2016

Des performances historiques en 2016

HighCo a présenté de solides performances en 2016 en dégagant un RAO de 14,1 M€, soit une marge de RAO de 17,4 % (vs. 14,8 % en 2015). Cette forte progression de la rentabilité est à mettre aux crédits de la très bonne dynamique d'activité (+11,8 % yoy à PCC) et de la maîtrise des charges de structure. Le résultat opérationnel courant, avant AGA, ressort quant à lui à 13,8 M€ (+31,6 % yoy). Après intégration de 1,4 M€ d'AGA, le résultat opérationnel ressort à 12,4 M€. Enfin, le résultat net part du groupe s'établit à 1,02 M€ après comptabilisation du résultat net des activités arrêtées ou en cours de cession (MRM et POS Media) pour une perte de 6,7 M€. Le résultat net part du groupe ajusté (hors résultat net des activités arrêtées et AGA) ressort à 8,7 M€ (BNPA ajusté de 0,42 € par titre).

De solides guidances 2017

Après une année 2016 record, HighCo anticipe une nouvelle fois une croissance de son activité et de sa rentabilité pour 2017. Ainsi, le groupe attend une croissance de sa marge brute d'au minimum +4,0 % à PCC en 2017 (soit +3,0 M€ de MB au minimum) accompagnée d'une hausse du RAO d'au moins +6,0 % (soit un RAO ajusté, hors AGA, en hausse d'au minimum 1,0 M€ pour une marge de RAO au moins égale à 17,9 %). Compte tenu de la dynamique affichée, nous estimons que le groupe devrait atteindre sans difficulté ces guidances.

Le Digital, la priorité du groupe en France et en Belgique

La stratégie de Digitalisation du groupe permet aujourd'hui à HighCo de réaliser 46,6 % (2016) de sa marge brute dans les activités digitales. En 2017, le groupe compte atteindre son objectif de réaliser 50 % de sa marge brute dans ces activités. Après avoir fortement digitalisé ses activités françaises, le groupe devrait aujourd'hui intensifier ses efforts en Belgique afin d'accélérer la montée en puissance du digital sur cette zone.

Par ailleurs, en cédant ses activités MRM au Royaume-Uni et POS Media en Europe Centrale, HighCo a pris le parti de se concentrer à court terme uniquement sur les activités digitales. La stratégie d'internationalisation du groupe, initiée en 2011, n'est pas abandonnée, mais reportée à moyen terme.

Opinion Neutre maintenue

Suite à cette bonne publication, nous rehaussons nos estimations de marge brute et de rentabilité. La valorisation de HighCo ressort désormais à 7,00 € par titre (vs. 6,60 € précédemment). Nous maintenons notre Opinion Neutre et ce, après la hausse de près de 60 % du titre au cours des 12 derniers mois.

Thomas DELHAYE

Analyste Financier
tdelhaye@genesta-finance.com
01.45.63.68.88

Raphaëlle POULAIN

Analyste Financier
rpoulain@genesta-finance.com
01.45.63.68.82

Opinion **3. Neutre**
Cours (clôture au 24 mars 17) **6,62 €**
Objectif de cours **7,00 € (+5,8 %)**

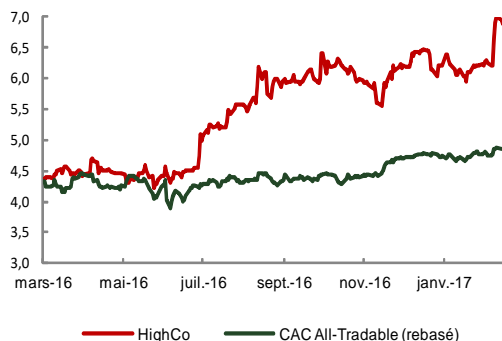
Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	HIGH.PA / HIGH:FP
Capitalisation boursière	148,4 M€
Valeur d'entreprise*	150,2 M€
Flottant	71,3 M€ (48 %)
Nombre d'actions	22 421 332
Volume quotidien	134 035 €
Taux de rotation du capital (1 an)	23,39%
Plus Haut (52 sem.)	6,99 €
Plus Bas (52 sem.)	4,23 €

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

Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	+8,7 %	+ 13,4 %	+56,1 %



Actionnariat

Flottant : 48,0 % ; WPP : 34,1 % ; Autodétention : 8,1 % ; GBP : 5,1 % ; Managers et actionnariat salarié : 4,7 %

Agenda

Chiffre d'affaires T1 2017 publié le 28 avril 2017

Chiffres Clés

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
MB (M€)	75,4	81,1	84,8	88,0	91,0
Evolution (%)	6,4%	7,5%	4,6%	3,8%	3,4%
RAO** (M€)	11,2	14,1	15,3	16,3	16,9
ROP (M€)	10,6	12,4	13,5	14,5	15,1
Marge op. (%)	14,0%	15,3%	15,9%	16,4%	16,6%
RN pg ajusté (M€)	6,8	8,7	10,0	10,7	11,1
Marge nette (%)	9,0%	10,7%	11,8%	12,1%	12,1%
BPA ajusté	0,31	0,42	0,45	0,48	0,49

Ratios

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
VE / MB	1,5	1,8	1,8	1,7	1,6
VE / RAO	10,2	10,4	9,8	9,2	8,9
VE / ROP	10,8	11,8	11,2	10,4	10,0
P / E ajusté	15,8	19,0	17,2	16,0	15,4
Gearing (%)	-55%	-68%	-69%	-70%	-70%
Dettes nette/RAO	-3,7	-3,5	-3,8	-4,0	-4,3
RCE (%)	19,8%	34,4%	44,7%	58,8%	75,5%

Genesta dispose du statut de Conseiller en Investissements Financiers et est membre de l'ACIFTE (Numéro ORIAS : 13000591).

Voir avertissements importants en fin de document. Pour plus d'informations sur Genesta et ses procédures internes, se référer au site Internet www.genesta-finance.com.

Présentation de la société

Un acteur incontournable de la communication opérationnelle

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 sur des marchés français et belge dynamiques en matière d'opérations promotionnelles, lui a permis, dans une certaine mesure, de résister à un environnement de consommation et de dépenses publicitaires des annonceurs particulièrement difficile en 2009, mais aussi de bénéficier d'une reprise d'activités, surperformant régulièrement son marché depuis 2010.

Une offre en 3 axes

L'offre d'HighCo s'articule en 3 pôles, à savoir 1/ les solutions Drive to Store 100 % digitales intégrant les activités de marketing mobile, les réseaux sociaux, les opérations « multicanal » et les solutions de big data, 2/ les solutions In-Store, avec le couponing (papier et dématérialisé), les médias in-store et les offres dédiées aux sites de Drive et 3/ les solutions DATA, sur le traitement des coupons, les odr et les services aux distributeurs.

Le Digital au cœur de la stratégie

La Digital occupe aujourd'hui une place centrale dans la stratégie d'HighCo en représentant en 2016 quasiment la moitié de l'activité. La volonté du groupe est de proposer à ses clients des offres dématérialisées permettant de maximiser le ROI des campagnes publicitaires. Les solutions de communication digitale proposées par le groupe sont aujourd'hui de plus en plus tournées vers le mobile et les réseaux sociaux, ces deux segments étant les plus dynamiques de la publicité. De plus, les solutions du groupe font aujourd'hui de plus en plus appel à la Data afin d'hyperpersonnaliser les messages publicitaires en le poussant au bon moment, au bon endroit, à la bonne personne et sur le bon support.

Méthode de valorisation

DCF

Suite à cette publication, nous ajustons à la hausse nos estimations de marge brute et de RAO. Nos prévisions de marge brute s'élèvent ainsi à 84,8 M€ en 2017 et nous anticipons pour 2018 une marge brute de 88,0 M€. Notre anticipation de RAO, rapportée à la marge brute, ressort à 18,0 % en 2017 et à 18,3 % en 2018 (vs. 17,4 % en 2016). L'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources de 9,69 %, valorise le titre HighCo à 8,00 € par action.

Comparables

HighCo ne disposant pas réellement de concurrent direct présent sur l'ensemble de ses métiers, notre échantillon se compose de :

- 1) Custom Solutions : spécialiste dans les services marketing ;
- 2) Tessi : acteur important des services et solutions marketing en France ;
- 3) 1000mercis : agence française de communication, spécialisée dans les prestations de publicité et de marketing interactif ;
- 4) Prismaflex International : groupe français présent sur les supports d'affichage en magasins.

L'approche par les multiples boursiers nous conduit à une valorisation de l'action HighCo de 6,00 €.

Notre objectif de cours, résultant de la moyenne des résultats obtenus par les méthodes DCF et comparaison boursière, ressort à 7,00 € par action, soit un potentiel d'upside limité de +5,8 % au cours de clôture du 24 mars 2017.

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 et au Benelux
- Pionnier dans l'établissement de la solution Webcoupon et m-coupon

Faiblesses

- Dépendance à hauteur de 15 % de la marge brute auprès du seul groupe Casino
- Positions à l'international faibles en dehors de la Belgique

Opportunités

- Dématérialisation croissante de la communication promotionnelle (solutions Webcoupon, m-coupon)
- 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

Menaces

- Impact défavorable de la LME, mettant fin au système de marges arrières et impactant les budgets de communication des enseignes de la distribution
- Influence de WPP au capital (34,1 % du capital)

Synthèse et Opinion

De solides guidances 2017

Après une année 2016 record, HighCo anticipe une nouvelle fois une croissance de son activité et de sa rentabilité pour 2017. Ainsi, le groupe attend une croissance de sa marge brute d'au minimum +4,0 % à PCC en 2017 (soit +3,0 M€ de MB au minimum) accompagnée d'une hausse du RAO d'au moins +6,0 % (soit un RAO ajusté, hors AGA, en hausse d'au minimum 1,0 M€ pour une marge de RAO au moins égale à 17,9 %). Compte tenu de la dynamique affichée, nous estimons que le groupe devrait atteindre sans difficulté ces guidances.

Le Digital, la priorité du groupe en France et en Belgique

La stratégie de Digitalisation du groupe permet aujourd'hui à HighCo de réaliser 46,6 % (2016) de sa marge brute dans les activités digitales. En 2017, le groupe compte atteindre son objectif de réaliser 50 % de sa marge brute dans ces activités. Après avoir digitalisé fortement ses activités françaises, le groupe devrait aujourd'hui intensifier ses efforts en Belgique afin d'accélérer la montée en puissance du digital.

En cédant ses activités MRM au Royaume-Uni et POS Media en Europe Centrale, HighCo a pris le parti de se concentrer à court terme uniquement sur les activités digitales. La stratégie d'internationalisation du groupe, initiée en 2011, n'est pas abandonnée, mais reportée à moyen terme.

Opinion Neutre maintenue

Suite à cette bonne publication, nous rehaussons nos estimations de marge brute et de rentabilité. La valorisation de HighCo ressort désormais à 7,00 € par titre (vs. 6,60 € précédemment). Nous maintenons notre Opinion Neutre et ce, après la hausse de près de 60 % du titre au cours des 12 derniers mois.



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 unique en France et en Belgique.....	8
2	Résultats 2016 et perspectives FY 2017.....	10
2.1	Retour sur l'exercice 2016.....	10
2.2	Progression de l'activité et de la rentabilité en 2017.....	11
2.3	Marge brute et rentabilité.....	11
3	Valorisation.....	12
3.1	DCF.....	12
3.2	Comparables.....	14
4	Synthèse des comptes.....	17
4.1	Compte de résultats simplifié.....	17
4.2	Bilan – principaux agrégats.....	17
4.3	Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats.....	17
4.4	Ratios financiers.....	18
5	Avertissements importants.....	19
5.1	Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research.....	19
5.2	Détection de conflits d'intérêts potentiels.....	19
5.3	Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois.....	19
5.4	Répartition des opinions.....	19
5.5	Avertissement complémentaire.....	20

1 Présentation de la société

HighCo est une société qui propose, depuis 1990, 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 deux principaux pôles dédiés aux solutions marketing pour le retail avec 1/ des solutions To Store et In-Store et 2 / des solutions de gestion des Datas.

1.1 Offre du groupe

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 issues, notamment, de l'analyse du comportement des consommateurs 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 TO STORE 100 % DIGITALES

Les solutions to store, permettant de faire venir le consommateur en magasin, proposées par HighCo sont :

- les **webcoupons**, qui connaissent actuellement un très fort essor (43,2 millions de coupons émis en 2016) et sur lesquels HighCo occupe la place de leader en Europe. En 2014, le groupe a notamment débuté la commercialisation d'une solution de retargeting dans ce domaine en partenariat avec Criteo ;
- les **réseaux sociaux**, grâce à la prise de participation dans la société Milky (progression de la marge brute de +17 % yoy en 2016). En 2016, HighCo a notamment travaillé pour des clients comme Carrefour Voyages, Carrefour Drive ou Clarins ;
- le **mobile** (hausse de +19 % yoy de la MB en 2016), avec les m-coupons, les push SMS (573,8 millions envoyés en 2016, +40 % yoy) et l'application mobile Prixing. Sur le mobile, le groupe a lancé en 2016 une nouvelle offre, Store Locator SMS ;
- le **load to card**, permettant de connecter le programme de fidélisation d'une marque ou d'une enseigne. Grâce à une opération lancée avec le site mavieencouleurs.fr de Cora, HighCo a notamment remportée le trophée LSA Cross-Canal 2016 ;
- les **e-coupons** pour e-marchand grâce à une participation prise (19,6 %) en juillet 2014 dans une start-up (Yuzu) aux Etats-Unis (participation aujourd'hui portée à 32,9 %).

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. Le groupe 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 (127 bornes installées au T4 2016) ;
- 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 avec les **coupons linéaires** (légère hausse de l'activité en 2016) et les **médias classiques** (affichages en magasin). Le Digital occupe, quant à lui, une place de plus en plus importante dans les activités In-Store de HighCo et a représenté 28,0 % de l'activité en 2016 (vs. 24,3 % en 2015).

LES SOLUTIONS DE GESTION DEMATERIALISEE

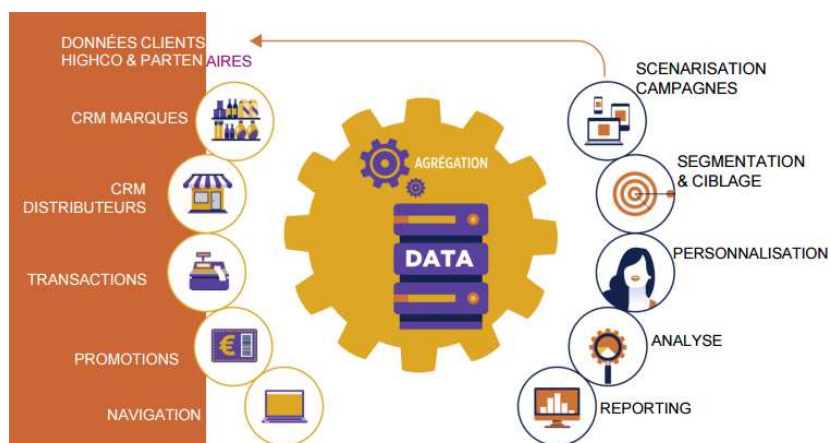
La gestion des datas tend de plus en plus à se dématérialiser, notamment sur le traitement dématérialisé des coupons et les opérations d'Offres De Remboursement digitales. Ainsi,

- la **gestion des coupons** (traitement dématérialisé des coupons) progresse sur la France grâce aux sites de e-commerce alimentaire ;
- la **gestion des ODR (ODR, Offre De Remboursement)** enregistre toujours une forte croissance, notamment grâce au Digital. En 2016, le nombre d'e-ORD a progressé de +74 %, pour atteindre 302 opérations.

La part du Digital dans les solutions DATA progresse pour atteindre 35,8 % en 2016 (vs. 34,0 % en 2015).

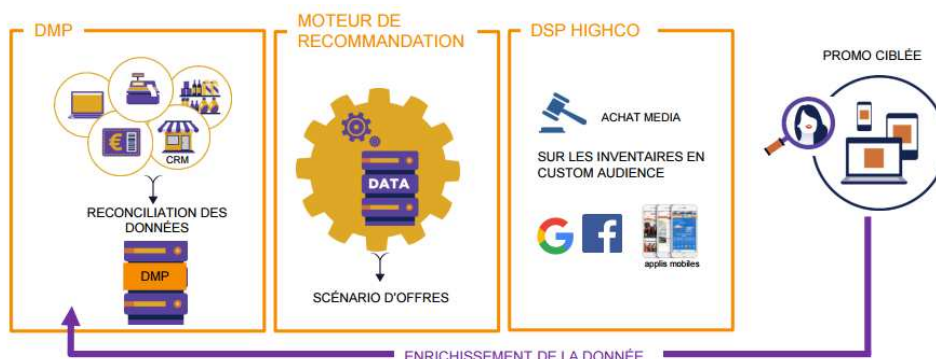
DES SOLUTIONS QUI S'ARTICULENT AUTOUR DE LA COLLECTE ET DE L'EXPLOITATION DE LA DATA

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

Récemment, en février 2016, HighCo a 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

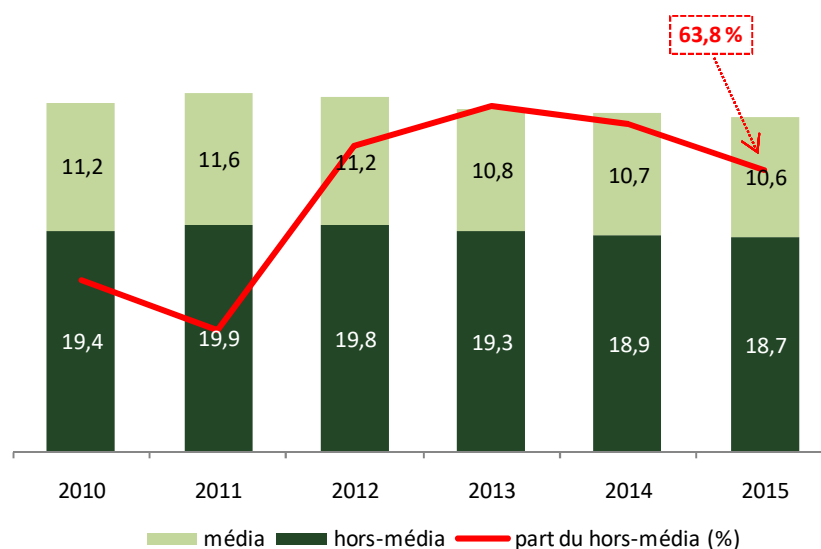
1.2 Un positionnement sur la communication promotionnelle hors-média qui se digitalise toujours davantage

UN POSITIONNEMENT SUR LA COMMUNICATION PROMOTIONNELLE HORS MEDIA...

HighCo est historiquement positionné sur la communication promotionnelle hors-média des grandes enseignes de la distribution alimentaire. Ce positionnement ciblé permet à la société d'adresser un marché représentant près de 45 % 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. En outre, au sein même du segment hors-média de la communication, HighCo se positionne sur les 2 secteurs qui captent la plus grande part des dépenses publicitaires, à savoir le marketing direct et la promotion.

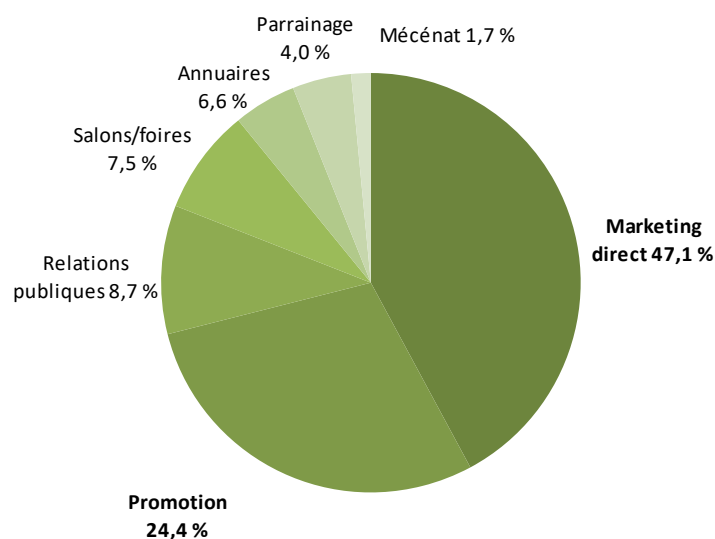
Pour rappel, les deux graphiques ci-après permettent d'apprécier le positionnement stratégique de HighCo, du fait de la part du hors-média dans les dépenses de communication totales des annonceurs, et des parts du marketing direct et de la promotion dans le hors-média.

Dépenses de communication média et hors-média en France, en milliards d'euros



Source : Irep – France Pub 2015

Ventilation des dépenses de communication hors-média par catégorie, en 2015

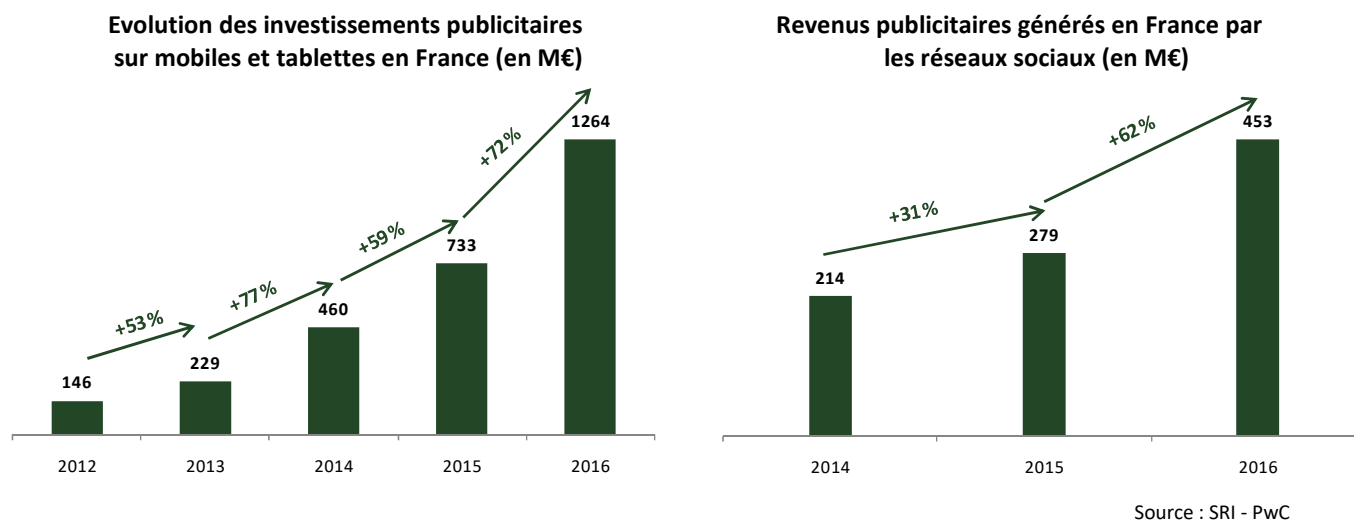


Source : Irep – France pub 2015

...QUI SE DIGITALISE A GRANDE VITESSE

Bien qu'HighCo se positionne majoritairement sur la communication promotionnelle hors-média, la digitalisation des activités pousse désormais le groupe à être présent sur les principaux canaux digitaux que sont le mobile et les réseaux sociaux.

Ainsi, comme l'indiquent les graphiques ci-dessous, HighCo se positionne sur les marchés les plus dynamiques du Digital.



Dans les années à venir, le mobile devrait continuer à être fortement tiré par 1/ les réseaux sociaux, les $\frac{3}{4}$ 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 programmation sur mobile.

1.3 Un positionnement unique en France et en Belgique

UNE STRATEGIE PROACTIVE DE DEVELOPPEMENT SUR LE DIGITAL

Afin d'accélérer sa mutation vers les activités Digitales, HighCo mène concomitamment à ses acquisitions internationales une stratégie de croissance externe dans l'univers du Digital depuis 2011. Les acquisitions dans le Digital ont porté sur :

- **RC Medias**, un important acteur français des solutions Digitales Radio et Vidéo in-store. En faisant l'acquisition de la société fin 2011, HighCo a complété et renforcé sa présence sur les médias digitaux in-store ;
- **Pricing**, une 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 %) et dont les activités se concentrent autour des e-coupons pour les webmarchands ;
- **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.

Les activités Digitales ont une nouvelle fois fortement progressé et ont représenté de 47,0 % de la marge brute en 2016 (vs. 42,0 % en 2015), la France ayant d'ores et déjà franchi le cap symbolique des 50 % d'activités digitales (55,4 % à fin 2016). Sur l'ensemble du groupe, HighCo s'attend à franchir son objectif de 50 % de digitalisation en 2017.



UN RECENTRAGE DES ACTIVITES SUR LES ZONES LES PLUS DIGITALISABLES

Après une première phase d'expansion internationale rapide mais mal maîtrisée entre 2000 et 2005, phase suite à laquelle le groupe a recentré ses activités en France et au Benelux, HighCo a cherché entre 2011 et 2015 à retrouver une envergure internationale en menant une stratégie d'acquisitions ciblées sur ses cœurs de métiers dans les pays européens, notamment ceux n'ayant pas encore atteint une certaine maturité dans les métiers du groupe.

Ainsi, HighCo a réalisé l'acquisition de trois sociétés à l'international, à savoir POS Media en Europe Centrale (2011), MRM au Royaume-Uni (2011) et Integral Shopper aux Emirats Arabes Unis (prise de participation à hauteur de 30 % en 2013), et a également ouvert une filiale en Russie (détenue à 80 % par la filiale POS Media, ouverture annoncée au S1 2013).

Ces acquisitions n'ayant pas réussi à trouver leur place au sein du groupe HighCo et leur digitalisation étant encore trop lointaine, le groupe a décidé en 2016 de se séparer de MRM (fin 2016) et de POS Media (mars 2017) pour un montant global d'environ 4 M€.

HighCo entend ainsi concentrer ses efforts sur la poursuite de la Digitalisation en France et l'accélération de la Digitalisation en Belgique.

A court terme, le groupe ne compte pas poursuivre sa stratégie d'Internationalisation. Toutefois, HighCo indique qu'à moyen terme il pourrait retenter de s'internationaliser mais avec une stratégie différente et, selon nous, beaucoup plus orientée vers les activités 100 % digitales.

2 Résultats 2016 et perspectives FY 2017

2.1 Retour sur l'exercice 2016

LE DIGITAL TIRE DE NOUVEAU LA CROISSANCE

Au titre de l'exercice 2016, HighCo a présenté une marge brute de 81,1 M€, conforme à nos attentes, affichant une hausse de +11,8 % yoy à PCC. Cette belle progression de l'activité provient essentiellement du Digital (+23,6 % yoy) qui a représenté 46,6 % de la marge brute 2016, niveau conforme à l'objectif du groupe (atteindre 45 % en 2016). Les activités Offline ne sont pas en reste sur la période, ces dernières ayant progressé de +3,2 % yoy. Par zone géographique :

- la France (69,3 % de la MB en 2016), a progressé de +15,7 % yoy à PCC. Le Digital (55,4 % de la MB France) a affiché une hausse de +28,9 % yoy à PCC, notamment grâce aux activités In-Store et Drive to Store ;
- l'International (30,7 % de la MB en 2016), a présenté une hausse sur l'exercice, portée par le Benelux (+3,6 % yoy à PCC) qui représente désormais la quasi-totalité des revenus à l'international. L'Europe du Sud, bien que peu significative, a marqué une hausse de +9,5 % yoy à PCC.

Marge Brute de HighCo, en M€

MB en M€	2015 PCC	2016	Δ (en %) à PCC
T1	17,0	19,5	+14,4 %
T2	18,7	21,8	+16,5 %
T3	17,2	19,1	+11,4 %
T4	19,6	20,7	+5,5 %
FY	37,3	43,0	+11,8 %

Source : HighCo

UN NIVEAU DE RENTABILITE HISTORIQUE

HighCo a à nouveau affiché une excellente rentabilité en 2016, avec un RAO (hors AGA) en hausse de +31,7 % yoy, à 14,1 M€. La forte hausse du RAO provient conjointement de la croissance d'activité et de la forte maîtrise des charges d'exploitation, permettant ainsi de dégager un effet levier très positif sur la rentabilité.

Par zone géographique, le RAO (hors AGA) ressort 1/ en France à 12,2 M€ (marge opérationnelle de 21,7 % en 2016 vs. 18,1 % en 2015), en hausse significative de +40,3 % et 2/ à l'International à 1,9 M€ (marge opérationnelle de 7,7 % en 2016 vs. 8,4 % en 2015, en raison de la réallocation des charges fixes de structure sur un périmètre International de moindre envergure, post cession de MRM et POS Média).

Le résultat opérationnel courant (hors AGA), après comptabilisation de charges de restructuration en baisse (0,3 M€), ressort à 13,8 M€, en progression de +37,5 % yoy. Le résultat opérationnel, après comptabilisation de 1,4 M€ liés aux AGA, ressort quant à lui à 12,4 M€.

Après une charge d'impôts de 4,7 M€ et une quote-part des entreprises associées quasi nulle et un résultat net des activités arrêtées ou en cours de cession de -6,7 M€, le résultat net part du groupe ressort à 1,1 M€. Le résultat net ajusté (hors résultat net des activités arrêtées ou en cours de cession) ressort à 8,7 M€. Ainsi, le BNPA ajusté ressort, quant à lui, à 0,42 € par titre (vs. 0,31 € par titre en 2015).

Compte de résultat simplifié 2016 de HighCo

en M€	2015 retraité (hors MRM)	2016	en % de var.	
Marge Brute	72,0	81,1	+12,6 %	✓ Marge Brute tirée par le Digital et la recovery de la Belgique
Charges indirectes	61,3	67,0	+9,3 %	
RAO	10,7	14,1	+31,7 %	✓ Forte maîtrise de la structure de coûts permettant une hausse significative du RAO
<i>en % de la MB</i>	<i>14,9%</i>	<i>17,4%</i>	<i>+250 pb</i>	
Charges de restructuration	0,7	0,3	-	✓ Amélioration du RAO portée par la France (+40,3 % yoy)
ROC (avant AGA)	10,0	13,8	+37,5 %	
<i>en % de la MB</i>	<i>13,9%</i>	<i>17,0%</i>	<i>+310 pb</i>	
Autres produits et charges opérationnels	0,1	-	-	
AGA	0,0	1,4		
ROP	10,0	12,4	+23,6 %	
<i>en % de la MB</i>	<i>13,9%</i>	<i>15,3%</i>	-	
Résultat financier	0,1	-0,1	-	
Impôt	3,8	4,7	+24,4 %	
Quote-part des entreprises associées	0,1	0,1	-	↗ Cession de MRM et POS Media
RN des activités arrêtées ou en cession	0,4	-6,7		
RNPG	6,8	1,1	-83,8 %	
<i>en % de la MB</i>	<i>9,5%</i>	<i>1,4%</i>	-	
RNPG ajusté	6,4	8,7	+35,2 %	✓ BNPA ajusté de 0,42 € par action en 2016
<i>en % de la MB</i>	<i>8,9%</i>	<i>10,7%</i>	-	

Source : HighCo

En 2016, le groupe a dégagé une CAF de 10,7 M€ accompagnée d'une ressource en fonds de roulement supplémentaire de 4,7 M€. Après flux de Capex (1,1 M€), d'acquisitions et earn-out (2,4 M€), du dividende au titre de 2015 (2,0 M€) et des rachats d'actions (0,7 M€), la trésorerie nette du groupe ressort à 49,6 M€ au 31 décembre 2016 (vs. 40,8 M€ au 31 décembre 2015). Elle est constituée d'une dette financière brute de 11,9 M€ et d'une trésorerie brute de 61,5 M€. Il est important de noter que la ressource en fonds de roulement d'exploitation ressort à 51,4 M€ (activités de clearing notamment). L'endettement net propre du groupe ressort ainsi à 1,8 M€ (vs. 5,9 M€ au 31 décembre 2015).

2.2 Progression de l'activité et de la rentabilité en 2017

Lors de la présentation des résultats annuels, HighCo a présenté ses guidances 2017, avec notamment 1/ une progression de la marge brute d'au moins +4,0 % yoy à PCC pour 2016 (soit +3,0 M€), 2/ une croissance du RAO (avant AGA) d'au moins +6 % yoy, soit un RAO 2017 au minimum de 15,1 M€, 3/ une marge de RAO avant AGA en progression d'au moins +50 pb (soit une marge de RAO d'au moins 17,9 % en 2017).

Les autres guidances opérationnelles sont des CAPEX prévus entre 1,5 M€ et 2,0 M€ et des rachats d'actions propres compris entre 0,5 M€ et 1,0 M€.

Enfin, le groupe devrait poursuivre sa stratégie d'acquisitions ciblées afin de renforcer son expertise dans le domaine du Digital / Data et d'atteindre son objectif de Digitalisation avec plus de 50 % de la marge brute du groupe réalisée dans le Digital en 2017.

2.3 Marge brute et rentabilité

Suite à la publication des résultats 2016 et aux guidances communiquées par la société, nous rehaussons nos prévisions de marge brute et de RAO.

Nos prévisions de marge brute (indicateur central de l'évolution des activités du groupe) pour les deux prochains exercices ressortent désormais à 84,8 M€ en 2017 et à 88,0 M€ en 2016, soit des croissances respectives à PCC de +4,6 % yoy et +3,8 % yoy.

En termes de rentabilité, nous anticipons un RAO en hausse en 2017 à 18,0 % de la marge brute (vs. 17,4 % en 2016). Nous attendons ainsi un RAO 2017 de 15,3 M€ et de 16,3 M€ en 2018.

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 :

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

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						0,60%
Taille de la MB*						0,60%
Rentabilité opérationnelle**						0,40%
Gearing						0,20%
Risque Client						0,60%
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 0,88 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source : Agence France Trésor), d'une prime de marché de 6,83 % (sources : Natixis Securities, estimation Genesta), d'un beta de la société de 0,88 (source : Damodaran), d'une prime de risque Small Caps de 2,80 % et de l'endettement net négatif de la société au 31 décembre 2016, le taux d'actualisation s'élève à 9,69 %.

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.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
0,88 %	6,83 %	0,88	2,80 %	9,69%	NS	NS	NS	9,69 %

Source : AFT, Natixis Securities, Damodaran, estimations Genesta

3.1.2 Calcul de FCF opérationnels

Avec un taux d'actualisation de 9,69 %, nous obtenons le tableau de flux de trésorerie disponible suivant (en M€) :

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Marge Brute	81,067	84,795	88,049	91,044	92,865	94,722	96,617	98,549	100,520	101,525	103,048
Excédent brut d'exploitation	14,732	15,655	16,765	17,460	17,809	18,165	18,529	18,899	19,277	19,663	20,056
Impôt	4,690	4,842	5,211	5,433	6,394	6,514	6,639	6,765	6,895	7,026	7,160
Investissements	1,083	1,750	1,750	1,750	1,890	2,041	2,204	2,381	2,571	2,777	2,999
Variation de BFR		-2,605	-2,839	-2,222	-1,116	-1,290	-1,316	-1,342	-1,369	-0,698	-1,058
FCF opérationnels		11,668	12,642	12,499	10,641	10,900	11,001	11,095	11,180	10,558	10,954
FCF opérationnels actualisés		10,937	10,803	9,737	7,557	7,057	6,494	5,970	5,485	4,722	4,466

Source : estimations Genesta

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		73,227	56,1%
Période 11-20 ans	2,0%	29,970	23,0%
Taux de croissance à l'infini	1,5%	27,346	20,9%
Total		130,542	100,0%
dont valeur terminale		57,315	43,9%

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de HighCo ressort à 130,542 M€.

3.1.3 Calcul de la valeur par action

La valeur des fonds propres par action est obtenue comme suit :

FCF actualisés (2016-2026)	73,227
+ Valeur terminale actualisée	57,315
+ Titres financiers	0,937
+ Titres mis en équivalences	0,000
- Provisions	1,650
- Endettement financier net	-49,620
- Minoritaires	0,000
= Valeur des Capitaux Propres pg	179,449
Nombre d'actions	22,421
Valeur par action	8,00

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 8,00 € soit un potentiel d'appréciation de la valeur selon cette méthode de +20,9 % par rapport au cours de clôture du 24 mars 2017 de 6,62 €.

A 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	8,69%	8,22	8,29	8,37	8,47	8,57
	9,19%	8,03	8,11	8,18	8,27	8,38
	9,69%	7,86	7,93	8,00	8,09	8,19
	10,19%	7,69	7,76	7,83	7,91	8,01
	10,69%	7,53	7,59	7,66	7,74	7,83

3.2 Comparables

3.2.1 Choix des comparables

Leader sur les marchés français et belge du couponing et du clearing, 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 : 1/ apprécier les activités Data et le positionnement fort de HighCo sur les marchés du couponing et du clearing français et belge, et ce en utilisant des comparables internationaux, sur des marchés équivalents en termes de développement du marketing direct (par exemple les Etats-Unis) ; et 2/ approcher la ligne de métier la plus contributrice de marge brute de HighCo, à savoir les activités Store, en utilisant des comparables présents sur les métiers de PLV ou d'affichage en magasins.

Dans cette perspective, notre échantillon de comparables est composé de Custom Solutions, récemment coté sur Alternext, Tessi, 1000mercis et Prismaflex International. Malgré la comparabilité des activités, nous n'avons pas intégré à notre échantillon les sociétés Media 6 et CRM Company Group, celles-ci ne disposant pas de consensus.

Custom Solutions : Custom Solutions, société récemment introduite en bourse sur le marché Alternext, est un spécialiste des services marketing, en particulier à travers ses offres de gestion des opérations promotionnelles ou de logistique promotionnelle.

Tessi : Outre ses activités dans les moyens de paiement, Tessi est un acteur important des services marketing en France. La société propose des solutions de gestion de données clients, de la collecte à la structuration. Le groupe propose également des solutions de marketing direct, de marketing et logistique promotionnels, ainsi que de e-commerce.

1000mercis : 1000mercis est une agence française de communication, spécialisée dans les prestations de publicité (environ la moitié du chiffre d'affaires) et de marketing interactif (environ l'autre moitié). Le groupe s'attache à développer des solutions d'optimisation de campagnes de publicité et de marketing auprès de ses clients, d'exploitation de bases de données, sur les médias interactifs que sont Internet et le Mobile.

Prismaflex International : Prismaflex est un groupe français proposant des supports d'affichage de tout type. En particulier, le groupe est présent sur les supports d'affichage en magasins.

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

	CA 16	CA 17	CA 18	EBE 16	EBE 17	EBE 18	REX 16	REX 17	REX 18	RN 16	RN 17	RN 18
Custom Solutions SA	17,984	23,000	24,800	2,259	3,300	3,590	1,900	2,900	3,200	-0,951	1,532	1,886
Tessi SA	396,500	423,400	448,400	63,000	69,600	74,600	49,100	54,800	59,000	27,467	32,282	36,059
1000mercis SA	56,200	65,430	76,920	12,860	14,849	17,891	10,000	11,900	14,900	6,347	7,930	9,998
Prismaflex International SA	48,700	57,000	62,000	1,300	5,100	6,300	0,000	3,500	4,700	-0,300	2,300	3,600

Source : Infinaucials au 24/03/2017

	Capitalisation	Dettes nettes	Minoritaires	VE
Custom Solutions SA	26,553	-19,325	0,695	7,923
Tessi SA	370,021	-172,742	0,000	197,279
1000mercis SA	130,817	-12,390	0,000	118,427
Prismaflex International SA	18,095	7,500	0,000	25,595

Source : Infinaucials au 24/03/2017

3.2.2 Valorisation

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

	VE/CA 17	VE/CA 18	VE/ EBE 17	VE/ EBE 18	VE/REX 17	VE/REX 18	PE 17	PE 18
Custom Solutions SA	0,34	0,32	NS	NS	NS	NS	17,33	14,08
Tessi SA	0,47	0,44	NS	NS	NS	NS	11,46	10,26
1000mercis SA	1,81	1,54	7,98	6,62	9,95	7,95	16,50	13,08
Prismaflex International SA	0,45	0,41	5,02	4,06	7,31	5,45	7,87	5,03
Moyenne	0,77	0,68	6,50	5,34	8,63	6,70	13,29	10,61
Médiane	0,46	0,43	6,50	5,34	8,63	6,70	13,98	11,67

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 17	MB 18	EBE 17	EBE 18	REX 17	REX 18	RN 17	RN 18
HighCo	84,519	87,471	15,655	16,765	14,851	15,875	10,008	10,664
Valorisation induite	114,424	108,870	151,281	139,108	177,764	155,884	132,994	113,174
	88,234	86,865	151,281	139,108	177,764	155,884	139,909	124,485
Valorisation moyenne / action	4,44		6,48		7,44		5,69	

*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 décote 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 -0,1 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	136,4	M€
Capitalisation non corrigée de la société	134,8	M€
Rapport des capitalisations	98,9 %	
Décote à appliquer	-0,1 %	

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne / action	4,44	6,47	7,43	5,69
Moyenne	6,01			

Ainsi, l'approche par la méthode des multiples boursiers de sociétés comparables nous amène à une fourchette de valorisation de 4,44 € – 7,43 €, et en moyenne à un prix par action de 6,34 €. Sur la base du cours de clôture de l'action HighCo au 24 mars 2017 de 6,62 €, le titre présente selon cette approche un downside de -9,3 %.

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, Genesta 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 Genesta 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€)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Marge brute*	70,89	75,43	81,07	84,80	88,05	91,04
%évolution	-1,3%	6,4%	7,5%	4,6%	3,8%	3,4%
%du CA	54,6%	47,8%	52,1%	52,0%	52,0%	52,0%
Charges de personnel	41,85	44,04	45,82	46,51	47,61	49,01
%de la marge brute	59,0%	58,4%	56,5%	54,9%	54,1%	53,8%
Charges externes	17,16	17,50	18,69	20,44	21,13	21,85
%de la marge brute	24,2%	23,2%	23,1%	24,1%	24,0%	24,0%
Impôts et taxes	1,48	1,19	1,30	1,36	1,41	1,46
%de la marge brute	2,1%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Autres produits et charges d'exploitation	-0,33	-0,64	-0,53	-0,56	-0,56	-0,56
%de la marge brute	-0,5%	-0,8%	-0,7%	-0,7%	-0,6%	-0,6%
Résultat des activités ordinaires (avant AGA)	9,51	11,15	14,10	15,25	16,28	16,89
%évolution	8,1%	17,2%	26,4%	8,2%	6,7%	3,8%
%de la marge brute	13,4%	14,8%	17,4%	18,0%	18,5%	18,6%
Résultat Opérationnel (après AGA)	8,86	10,55	12,40	13,45	14,48	15,09
%de la marge brute	12,5%	14,0%	15,3%	15,9%	16,4%	16,6%
Résultat financier	0,13	0,06	-0,05	0,00	0,00	0,00
Résultat avant impôt	8,99	10,61	12,35	13,45	14,48	15,09
Impôts	3,06	3,85	4,69	4,84	5,21	5,43
%Taux d'impôt effectif	34,0%	36,3%	38,0%	36,0%	36,0%	36,0%
Résultat Net Part du Groupe	2,45	6,82	1,10	8,61	9,26	9,66
%évolution	-133,8%	177,8%	-83,9%	681,8%	7,6%	4,3%
%de la marge brute	3,5%	9,0%	1,4%	10,2%	10,5%	10,6%
Résultat Net Part du Groupe ajusté**	2,45	6,82	8,65	10,01	10,66	11,06
%de la marge brute	3,5%	9,0%	10,7%	11,8%	12,1%	12,1%

Poursuite de la croissance organique en 2017 grâce à la montée en puissance du Digital en France et en Belgique

Poursuite de la progression du RAO

*effet périmètre lié aux normes IFRS 10 & 11 à compter du 1 janvier 2014 mettant en équivalence POS Media et RMT

**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€)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Ecart d'acquisition	76,43	76,88	71,38	71,38	71,38	71,38
Immobilisations incorporelles	2,93	2,99	2,19	1,92	1,59	1,22
Immobilisations corporelles	3,05	2,88	2,83	2,56	2,23	1,86
Immobilisations financières	3,31	3,50	1,71	1,71	1,71	1,71
BFR	-47,06	-52,31	-55,71	-58,31	-61,15	-63,37
%de la marge brute	-66,4%	-69,4%	-68,7%	-68,8%	-69,5%	-69,6%
Dettes financières	15,35	14,49	11,87	10,67	9,47	8,27
Trésorerie et équivalents de trésorerie	46,55	55,26	61,50	68,16	74,81	81,31
Endettement net	-31,21	-40,77	-49,63	-57,49	-65,34	-73,04

Fortes ressources en fonds de roulement

4.3 Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats

Au 31/12 (M€)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
CAF	7,24	8,45	10,03	10,81	11,55	12,03
Investissements	1,33	1,58	1,08	1,75	1,75	1,75
%de la marge brute	1,9%	2,1%	1,3%	2,1%	2,0%	1,9%
Variation du BFR	0,00	-5,26	-3,39	-2,61	-2,84	-2,22
Flux de trésorerie d'exploitation net	-1,33	12,13	5,84	11,67	12,64	12,50

4.4 Ratios financiers

Au 31/12 (M€)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Bénéfice net par action corrigé	0,26	0,31	0,42	0,45	0,48	0,49
% évolution	-29,7%	19,2%	35,5%	6,3%	6,6%	3,7%
Capitalisation boursière	51,12	108,07	144,17	148,43	148,43	148,43
Valeur d'entreprise*	56,25	114,00	145,95	150,21	150,21	150,21
P/E ajusté	20,83	15,85	18,97	17,24	16,02	15,37
P/CF	0,32	0,38	0,45	0,48	0,52	0,54
Market to Book	0,74	1,45	1,73	1,59	1,43	1,29
VE / MB	0,79	1,51	1,80	1,77	1,71	1,65
VE / RAO	5,91	10,22	10,35	9,85	9,23	8,89
VE / ROC	6,35	10,80	11,77	11,17	10,38	9,95
RAO / MB	13,4%	14,8%	17,4%	18,0%	18,5%	18,6%
ROP / CA	12,5%	14,0%	15,3%	15,9%	16,4%	16,6%
RN pg / MB	3,5%	9,0%	1,4%	10,2%	10,5%	10,6%
Gearing	-45,1%	-54,7%	-67,7%	-69,0%	-69,6%	-69,6%
Capitaux engagés	38,66	33,93	22,40	19,25	15,76	12,80
RCE	15,0%	19,8%	34,4%	44,7%	58,8%	75,5%
Rentabilité des Fonds Propres	3,5%	9,2%	11,8%	12,0%	11,4%	10,5%

*retraitée du fonds de roulement de l'activité Data

5 Avertissements importants

5.1 Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research

Les opinions mentionnées par Genesta Equity Research 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 Genesta Equity Research pour la détermination de ses objectifs de cours est disponible sur le site Internet www.genesta-finance.com

5.2 Détection de conflits d'intérêts potentiels

Participation de l'analyste, de Genesta et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de Genesta	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et Genesta	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et Genesta	Rémunération de Genesta par l'émetteur au titre de l'établissement de la présente analyse financière	Rémunération de Genesta 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

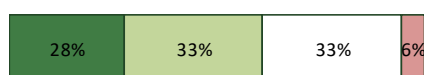
En qualité de Conseiller en Investissements Financiers, membre de l'ACIFTE, Genesta se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par cette association pour son fonctionnement interne, en particulier dans le respect du Code de Bonne Conduite défini par l'ACIFTE et des Procédures prévues par l'ACIFTE en matière de gestion des conflits d'intérêts. Des procédures internes à Genesta définissent par ailleurs certains aspects complémentaires au fonctionnement des activités d'analyse financière. Des informations supplémentaires peuvent être obtenues sur simple demande écrite adressée à la société Genesta quant à ces règles de fonctionnement.

5.3 Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois

Date de 1 ^{ère} diffusion	Opinion	Objectif de cours
27 mars 2017	Etude Annuelle Neutre	7,00 €
25 janvier 2017	Flash Valeur Neutre	6,60 €
20 octobre 2016	Flash Valeur Neutre	6,70 €
5 septembre 2016	Etude Semestrielle Achat	6,60 € (après division du nominal)
20 juillet 2016	Flash Valeur Achat	11,30 €

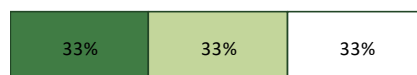
5.4 Répartition des opinions

Répartition des opinions sur l'ensemble des valeurs suivies par Genesta



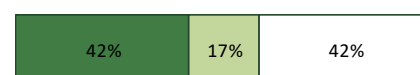
■ Achat Fort ■ Achat □ Neutre ■ Vente ■ Vente Fort

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



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

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



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

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

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