

Achat

Objectif de cours	10,00 €
Cours au 10/10/2023	6,04 €
Potentiel	66%

Données valeur

ALBIZ.PA / ALBIZ.FP	
Euronext Growth	
Capitalisation (M€)	35,4
Nb de titres (en millions)	5,9
Volume moyen 12 mois (titres)	2462
Extrêmes 12 mois	5,1 € 7,1 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-0,2%	-1,3%	1,3%	-1,2%
Perf CAC Small	-13,6%	-12,5%	-15,1%	-7,3%

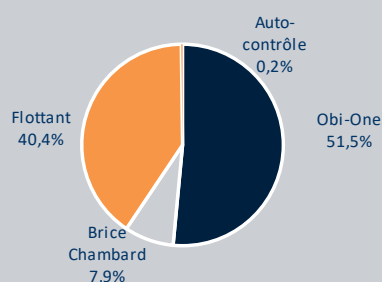
Données financières (en M€)

au 31/12	2022	2023e	2024e	2025e
CA	40,0	77,7	116,0	123,5
var %	8,3%	94,2%	49,4%	6,4%
EBE	1,0	2,9	4,7	5,5
% CA	2,5%	3,8%	4,0%	4,5%
ROC	0,2	1,3	2,3	3,0
% CA	0,4%	1,7%	2,0%	2,4%
RN	0,1	0,8	1,5	2,0
% CA	0,2%	1,1%	1,3%	1,7%
Bnpa (€)	0,0	0,2	0,4	0,5
ROCE (%)	1,8%	12,0%	20,6%	28,5%
ROE (%)	0,9%	5,3%	8,7%	10,5%
Gearing (%)	49,7%	60,8%	47,1%	29,4%
Dette nette	3,5	9,6	8,2	5,7
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation

	2022	2023e	2024e	2025e
VE/CA (x)	0,8	0,4	0,3	0,2
VE/EBE (x)	31,0	11,8	7,1	5,5
VE/ROC (x)	178,2	26,1	14,5	10,2
P/E (x)	456,3	30,3	17,0	12,6

Actionnariat



Obiz embrasse la croissance

Leader français du marketing relationnel innovant et de la fidélisation clients, Obiz est un groupe à suivre de près. Depuis 2010, année de sa création, la société a combiné forte croissance organique (TCAM 2015-2022 +57%) et acquisitions structurantes pour devenir l'un des acteurs les plus dynamiques du paysage du marketing français. Répondant à un enjeu essentiel, celui de la préservation du pouvoir d'achat, de manière éthique et vertueux, et offrant une réponse pertinente à la demande croissante des entreprises en matière de fidélisation, Obiz dispose de fondamentaux solides pour pérenniser le développement de sa top line et de ses marges. Nous initions le titre avec une recommandation à Achat et un objectif de cours de 10€/action, traduisant un potentiel de hausse substantiel (+66%).

Un positionnement de niche

Par son modèle économique original et unique (la conception, le développement et le pilotage de programmes relationnels et affinitaires et de plateformes e-commerce pour les entreprises), Obiz se place en leader à la croisée de quatre grands marchés de croissance (relationnel, publicité digitale, achats groupés, achats CSE). Ce positionnement de niche lui confère l'avantage concurrentiel d'un premier entrant et crée de fortes barrières à l'entrée (réseau de partenaires, qualité de l'offre, etc.) pour les concurrents, permettant au groupe de poursuivre sa part de gains de marché

Un modèle vertueux et éthique

Obiz, société à mission depuis 2021, opère un modèle tout aussi éthique que vertueux, au sein duquel les relations entre les parties prenantes (partenaires, clients entreprises, bénéficiaires) sont un jeu à somme positive. Le groupe adresse un des enjeux modernes de notre économie, celui de la préservation du pouvoir d'achat, et le fait en offrant une proposition de valeur forte en matière de fidélisation.

Relais de croissance et levier sur les marges

Les relais de croissance du groupe sont identifiés, et en quantité: effet volume avec l'augmentation du nombre de programmes affinitaires et relationnels, effet prix avec la monétisation croissante des boutiques en lignes, déploiement de nouvelles offres à destination d'une nouvelle typologie de clients (BtoC, commerces de proximité, artisans...) ou encore poursuite de la croissance externe et du développement à l'international. Le vivier de croissance est substantiel et devrait par ailleurs générer une amélioration des marges du groupe à travers le mix, les effets d'échelle, mais aussi les synergies commerciales (cross-selling) et financières avec les récentes acquisitions.

Valorisation 10€/action, recommandation Achat

Nous aboutissons à une valorisation de 10€/action, obtenue par la méthode des DCF. Obiz est coté depuis 2021 et a connu jusque là un parcours boursier sans histoire. Nous pensons que tous les éléments sont à présent réunis pour que les choses s'accélèrent pour le groupe et se traduisent de manière concrète pour la valeur en bourse, qui présente un point d'entrée attractif. Nous attendons un triplement du chiffre d'affaires consolidé du groupe entre 2022 et 2024e, un redressement relatif important des marges et un TCAM des BPAs supérieur à 200% sur la période 2022-2025e.



Pierre LAURENT
Analyste
01 44 70 20 78
plarent@elcorp.com



Acteur français majeur du marketing relationnel, Obiz conçoit, déploie et anime des programmes affinitaires et de fidélisation pour un ensemble d'organisations: grandes entreprises, PME locales, collectivités, associations.

Au cœur d'un tryptique gagnant entre partenaires (plus de 45 000), clients (plus de 600) et bénéficiaires (plus de 35 millions), Obiz, devenu société à mission, a posé les bases d'un modèle économique tout aussi vertueux que rentable et scalable. Le groupe a réalisé 40 M€ de CA en 2022 (TCAM 2015-2022 >50%) et vise plus de 75 en 2023e.

Pourquoi investir dans Obiz ?

Une société de croissance



TCAM 22-25e
+45%

Une appréciation de la rentabilité



Marge d'EBITDA
2025e : **4,5% (+200 bps)**

Un modèle vertueux



Un écosystème
gagnant pour tous

Une capacité d'acquisition et d'intégration



3 acquisitions
structurantes en
sept ans

Une plateforme technologique propriétaire



Une équipe dédiée
de plus de **10**
personnes

Un potentiel d'upside important



+66% de potentiel
de hausse du titre

Sommaire

THÈSE D'INVESTISSEMENT	4
SWOT	5
OBIZ: HISTORIQUE ET ACTIVITÉS	6
L'HISTOIRE D'UN EXPERT DU MARKETING RELATIONNEL	6
LE TRIPTYQUE GAGNANT	7
UN BUSINESS MODEL BASÉ SUR LA COMPLÉMENTARITÉ DE L'OFFRE	9
UN ENGAGEMENT EXTRA FINANCIER ANCRÉ	14
DES OPÉRATIONS DE CROISSANCE EXTERNE STRUCTURANTES	15
2016: MAMC, L'ENTRÉE DANS LE MONDE DES CSE	15
2022: ADELYA, POUR RENFORCER LES PROGRAMMES	16
2023: SKI LOISIRS DIFFUSION, LE CHANGEMENT DE DIMENSION	17
A LA CROISÉE DES MARCHÉS	19
AU CŒUR DE QUATRE GRANDS MARCHÉS EN CROISSANCE	19
UNE INTENSITÉ CONCURRENTIELLE TRÈS FORTE...	20
FACE À LAQUELLE OBIZ CONSTRUIT DES REMPARTS	21
POURQUOI S'INTÉRESSER À LA SOCIÉTÉ ?	22
« SKIN IN THE GAME »	22
UN MODÈLE AVEC DE FORTES BARRIÈRES À L'ENTRÉE	23
DES LEVIERS SUR LA POURSUITE DE LA CROISSANCE ORGANIQUE...	24
... ET SUR LES MARGES	25
DES RÉSULTATS SEMESTRIELS TRÈS BIEN ORIENTÉS	28
VALORISATION	29
PARCOURS BOURSIER DEPUIS L'IPO	29
DCF: VALORISATION INTRINSÈQUE DE 10€/ACTION	30
ANNEXES	32

Thèse d'investissement

Le triptyque gagnant

Groupe créé en 2010 par son actuel PDG et actionnaire majoritaire, Brice Chambard, Obiz est un expert du marketing relationnel et de la fidélisation. Concrètement, la société conçoit, déploie et pilote des programmes affinitaires et des plateformes e-commerce à travers laquelle elle vend des offres promotionnelles à ses clients (entreprises, collectivités...), désireuses de développer la fidélisation de leurs collaborateurs et de leurs propres clients. Obiz se place ainsi au centre d'un écosystème vertueux, dans lequel chaque partie prenante (partenaires, clients entreprises, bénéficiaires) y trouve son compte.

Une société à mission, qui met l'humain au cœur de sa démarche

Chez Obiz, l'engagement extra financier est pris au sérieux et est même ancré dans l'ADN du groupe, devenu société à mission depuis 2021. La promesse du groupe est claire: accompagner les entreprises dans leurs enjeux de fidélisation, en impactant positivement le pouvoir d'achat, le bien-être et l'économie locale. Obiz est, au cœur de son secteur, l'exemple à suivre en la matière.

Une offre complémentaire

Le modèle d'affaires d'Obiz repose sur deux activités très complémentaires, qui sont aussi les deux sources de revenus du groupe: d'une part les programmes relationnels et affinitaires, métier historique du groupe et de l'autre, les boutiques e-commerce. Ce double modèle garantit d'un côté une forte récurrence de l'activité (complétée par un taux de churn extrêmement bas) et de l'autre, un effet taille essentiel sur le haut de la top line d'Obiz, ainsi qu'une maîtrise recherchée de la data et de la connaissance clients.

Une histoire de croissances

Les deux composantes de la croissance (organique et externe) sont exploitées de manière optimale chez Obiz. Avec un chiffre d'affaires qui est passé de 1,1 M€ en 2015 à plus de 75 M€ attendus en 2023e, le groupe a grandi vite et fort. Une performance à mettre au crédit de la progression organique du groupe, mais aussi d'acquisitions successives structurantes (MAMC, Adelya, ou encore Ski Loisirs Diffusion en 2023), réalisées à bon prix. Obiz est le principal consolidateur de son marché et doit être valorisé en tant que tel.

Un positionnement unique sur le marché

Le positionnement d'Obiz, au carrefour de quatre grands marchés de croissance, en fait une force considérable. Son statut de premier entrant est considérablement renforcé par l'existence d'une « prime au leader », qui bénéficie au groupe. Obiz continue ainsi de gagner des parts de marchés, sur lequel il a érigé d'importantes barrières à l'entrée (effet réseau et taille, technologie, qualité de l'offre).

Et maintenant ?

Avec une gestion de qualité, des dirigeants compétents, un réservoir de croissance considérable (upselling, nouveaux débouchés, développement international, M&A), des leviers sur la rentabilité (mix, synergies commerciales et financières avec les acquisitions actuelles, effet d'échelle substantiel) et un statut de leader en matière d'ESG, toutes les planètes sont alignées pour que le cours d'Obiz performe dans les mois et années à venir.

SWOT

Forces

- Un portefeuille de clients fidèles et diversifiés (grands comptes, associations, sociétés régionales/locales)
- Une offre complémentaire et différenciée
- Un réseau de partenaires sans équivalent
- Des barrières à l'entrée (positionnement, avantage du premier entrant, technologie propriétaire)
- Un engagement ESG pris très au sérieux
- Un track record de qualité (M&A, croissance rentable)

Opportunités

- Au cœur de la préoccupation des consommateurs (préservation du pouvoir d'achat)
- Des leviers clairs sur la top line (upsell/crossell, hausse de la récurrence) et sur la rentabilité (mix produits, mix activité, effet taille)
- Une offre complémentaire et différenciée
- Capacité à développer de nouveaux programmes affinitaires
- Un potentiel synergique conséquent (MAMC/Ski Loisirs Diffusion, Adelya/Obiz)
- Lancement de nouvelles offres (B2C, Merciz)

Faiblesses

- Métier dominant (e billetterie) peu margé et consommateur de BFR
- Dépendance potentielle aux personnes clés, dont le fondateurs
- Présence à l'international encore modeste

Menaces

- Perte d'un client/fournisseur clé
- Risque d'exécution sur le déploiement de nouvelles offres
- Marchés de fond très concurrentiels
- Potentielle évolution défavorable de l'environnement réglementaire

Obiz: historique et activités

L'histoire d'un expert du marketing relationnel

Groupe créé en 2010 par son actuel PDG et actionnaire majoritaire, Brice Chambard, Obiz est un expert du marketing relationnel et de la fidélisation. Concrètement, la société conçoit, déploie et pilote des programmes affinitaires et des plateformes e-commerce à travers laquelle elle vend des offres promotionnelles à ses clients (entreprises, collectivités...), désireuses de développer la fidélisation de leurs collaborateurs et de leurs propres clients.

Depuis 2021, Obiz est une société à mission, qui met l'éthique au cœur de sa démarche et dont la raison d'être est d'accompagner les entreprises dans leurs enjeux de fidélisation, tout en impactant positivement le pouvoir d'achat, le bien être des salariés et des clients, mais aussi l'économie locale.

Historique de développement

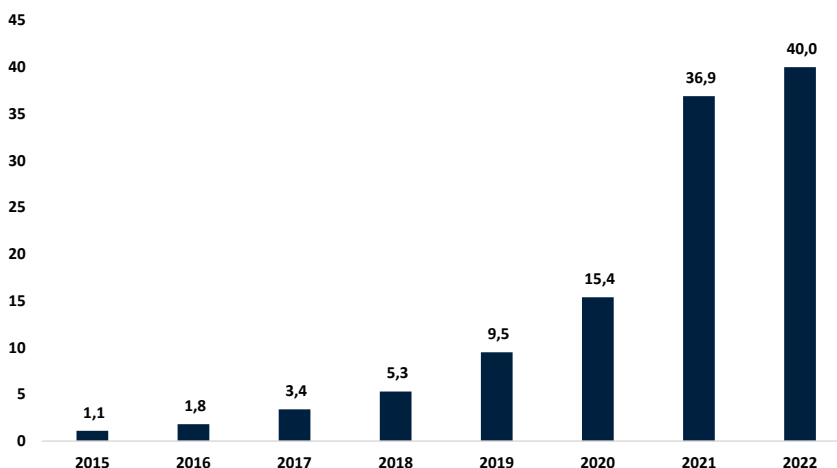
- **2010** • Création de Obiz par l'actuel PDG de groupe et actionnaire majoritaire, Brice Chambard.
- **2015** • Lancement du premier programme affinitaire du groupe à l'étranger, en Belgique.
- **2016** • Acquisition de MAMC (Mes Achats Moins Chers) auprès d'une filiale de la Poste, boutique e-commerce proposant des offres de réductions (bons d'achats, coupons, etc.) et avantages destinés aux bénéficiaires des programmes affinitaires et aux adhérents de CSE.
- **2019** • Acquisition d'Happybreak, société spécialisée dans l'offre d'hôtellerie aux meilleurs prix.
- **2020** • Obiz dépasse pour la première fois les 10 M€ de chiffre d'affaires (15,4 M€).
- **2021** • Introduction en bourse, fin mai, accompagnée d'une augmentation de capital de 7,9 M€ (et de 2,3 M€ de cession)
- **2021** • Simplification de la structure (fusion absorption de MAMC et d'UCF, société détenant jusqu'alors les marques exploitées par OBIZ)
- **2022** • Acquisition de 100% des titres d'Adelya, éditeur de solutions de fidélisation et d'animation clientèle leader des technologies NFC
- **2022** • Signature d'un partenariat exclusif avec le groupe Vazy, un concepteur d'application qui récompense les utilisateurs de certains modes de transport.
- **2022** • Prise de participation minoritaire (12%) dans Mile, autre concepteur d'application mobile, primée au CSE de Las Vegas
- **2023** • Annonce d'un CA 2022 de 40 M€, pour un EBITDA de 1 M€ et un RN à l'équilibre
- **2023** • Acquisition structurante de Ski Loisirs Diffusion, plateforme de e-billetterie dédiées aux Inter CSE. Le nouvel ensemble annonce l'ambition d'un CA consolidé 2023 supérieur à 75 M€, pour plus de 8 M€ de marge brute et 2,5 M€ d'EBITDA

Sources : Société, Euroland Corporate

La société, depuis son métier historique (la conception de programmes affinitaires sur mesure, que nous détaillons plus loin), a considérablement enrichi et diversifié son offre au cours de son histoire, notamment à travers la croissance externe. L'acquisition de MAMC, en 2016, a en ce sens permis de faire un premier pas vers l'intégration d'offres de réductions en ligne (type plateformes e-commerce), de diversifier la base de clients et d'adresser une typologie d'acteurs différente du métier historique: celle des CSE (Comité Social et Economique), héritiers des comités d'entreprise.

Le développement d'Obiz a toujours eu la même visée: offrir une proposition de valeur forte en matière de fidélisation. Le modèle a connu un certain succès et affiche, depuis 2015, un TCAM de chiffre d'affaires de près de 60%, pour atteindre la barre des 40 M€ en 2022.

Chiffre d'affaires 2015-2022 – TCAM 57%

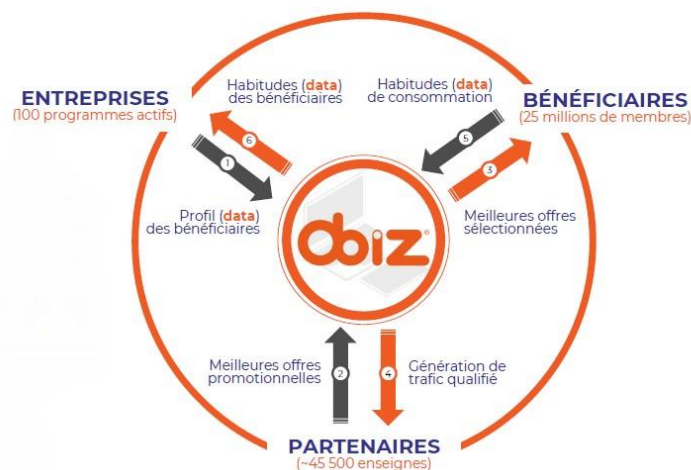


Sources: Société, Euroland

Le tryptique gagnant

Au cœur du métier d'Obiz se trouve la conception de solutions exclusives et personnalisées, qui répondent entièrement aux attentes des trois principaux piliers du modèle autour du socle que forme Obiz: les entreprises, les bénéficiaires et enfin les partenaires.

Le cercle vertueux du modèle Obiz



Source: Société

Concrètement, le modèle du groupe s'articule autour de six « interconnexions », formant le cœur du fonctionnement d'Obiz. Dans le détail, les voici, qui correspondent aux différents numéros dans les flèches:

1/ Obiz récupère auprès de ses entreprises clientes toute une série de données sur le profil des potentiels bénéficiaires afin de créer des programmes qui répondent

à l'ensemble des besoins préalablement identifiés.

2/ Les partenaires, qui sont des enseignes à la fois nationales, régionales et locales, transmettent à Obiz tout un panel d'offres promotionnelles exclusives que le groupe pourra ensuite intégrer à ses différents programmes. Il n'existe pas de commission, ni de marge arrière pour les partenaires, ce qui garantit un système équilibré et vertueux, où toutes les parties impliquées sortent gagnantes.

3/ Obiz propose ensuite une sélection des meilleures offres disponibles à l'ensemble des bénéficiaires des programmes.

4/ En retour, les partenaires bénéficient d'un large flux de consommateurs de qualité, dit qualifiés, fourni par les programmes mis en place par le groupe.

5/ Par leur choix de consommation dans les programmes, les bénéficiaires fournissent de la donnée de qualité, qui transite par Obiz.

6/ Ces données sont immédiatement communiquées aux clients entreprises du groupe et en demeurent leur propriété exclusive.

Obiz est donc le pilier central de l'écosystème, autour duquel gravite trois principales « parties prenantes ».

1/ **Les partenaires.** Ce sont les entreprises avec lesquelles Obiz travaille et qui offrent des avantages à leurs clients à travers la plateforme du groupe. Obiz en dénombre plus de 45 000, contre un peu moins de 38 000 en 2021, ce qui constitue un réseau d'une puissance sans commune mesure. Evidemment, le cercle est vertueux et le développement du nombre de partenaires est essentiel dans le modèle: plus il y en a, plus les bénéficiaires auront accès à une offre large, plus la plateforme d'Obiz prend de la valeur et plus les clients entreprises sont satisfaits.

2/ **Les clients entreprises.** Grands comptes, PME, collectivités, associations, fédérations sportives, Obiz compte pour clients toute une variété d'entités qui ont à cœur de fidéliser leurs propres clients, leurs adhérents, mais aussi leurs salariés. Le principal avantage qu'un potentiel client peut tirer de l'offre d'Obiz est ce que l'entreprise appelle une exclusivité sectorielle: le groupe s'engage à ne pas proposer d'offres similaires à une autre entité d'un secteur donné afin de maximiser la proposition de valeur initiale.

3/ **Les bénéficiaires.** Ce sont les maillons finaux de la chaîne. Obiz en compte plus de 35 millions, contre moins de 10 millions en 2021. Cette très forte progression provient notamment des deux récentes acquisitions réalisées par le groupe (Adelya en 2022, Ski Loisirs Diffusion en 2023). Les bénéficiaires ont accès à une multitude d'offres, comme décrit plus haut, à travers lesquelles ils maximisent leur pouvoir d'achat, qui est absolument déterminant dans le contexte inflationniste actuel.

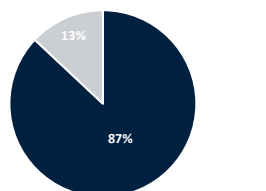
Un business model basé sur une complémentarité de l'offre

Le modèle d'affaires d'Obiz repose sur deux activités, qui sont aussi les deux sources de revenus du groupe: d'une part les programmes relationnels et affinitaires, métier historique du groupe et de l'autre, les boutiques e-commerce, que nous détaillons tour à tour.

Les boutiques e-commerce

Comptant pour environ 87% du CA consolidé en 2022 et près de 40% de l'EBITDA selon nos estimations, les boutiques e-commerce sont de manière très simplifiée des activités de billetterie à destination des bénéficiaires des programmes relationnels, des adhérents de CE, d'association, etc. Ces plateformes proposent un choix élargi (et non exclusif) de places de cinéma, parcs d'attraction, forfaits de ski, ou encore des bons d'achat dans presque toutes les grandes enseigne.

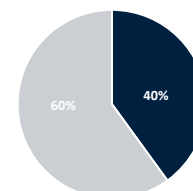
Mix chiffre d'affaires Obiz, 2022 (%)



■ Boutiques e-commerce ■ Programmes affinitaires

Sources: Société, Euroland

Mix EBITDA Obiz, 2022 (%)



■ Boutiques e-commerce ■ Programmes affinitaires

Sources: Société, Euroland

En 2022, Obiz comptait près de 45 000 partenaires commerciaux, parmi lesquels 600 grandes enseignes, mais aussi des partenaires beaucoup plus locaux, garantissant l'ancrage territorial du groupe. L'offre d'Obiz couvre d'ailleurs toutes les thématiques possibles et imaginables, des vacances, en passant par le sport, la culture, la beauté et la maison, etc.

Un aperçu des partenaires d'Obiz



Sources: Société, Euroland

Le mode de fonctionnement est plutôt intuitif: Obiz se voit proposer une offre par un partenaire pour les bénéficiaires d'un programme donné. Cette offre est alors entièrement marketée par le groupe qui assure en retour une promotion exhaustive de la marque/offre à travers les différents leviers dont elle dispose.

Les avantages pour un potentiel partenaire sont nombreux. En premier lieu, ce dernier s'offre une visibilité sans commune mesure à travers la force de frappe d'Obiz, qui compte plus de 25 M de bénéficiaires à travers 20 pays. Cette visibilité est d'ailleurs gratuite, puisque le groupe ne demande aucune rétrocession sur le CA généré par le partenaire de proximité. Ensuite, comme dit précédemment, Obiz collecte de la donnée, valorisable par le partenaire dans le sens où il pourra affiner la connaissance de son consommateur avec. Enfin, la proposition de valeur d'Obiz sur ce segment réside également dans l'économie de coût qui en découle pour le partenaire. Au lieu de se lancer dans de coûteuses campagnes marketing au ROI incertain ou dans l'achat de mots clés sans garantie d'efficacité, Obiz propose une alternative toute aussi bon marché que de qualité.

Côté Obiz, le modèle économique de cette activité s'apparente à du négoce: le groupe tire ses revenus de la revente de bons d'achats/offres promotionnelles d'enseignes préalablement achetés à des tarifs remisés. Les marges dégagées par le groupe sur ce segment ne sont donc pas très élevées (marge brute <5% en normatif), mais elles sont la conséquence directe de la volonté de préservation du pouvoir d'achat de la part d'Obiz.

Pour compléter le modèle historique de revente, Obiz a mis en place depuis plus de deux ans une version payante d'accès à la plateforme pour les entreprises, CSE ou associations clientes. Cette version payante prend la forme d'un abonnement mensuel, assurant de fait une plus grande récurrence dans la génération de chiffre d'affaires du groupe.

La visée est ici celle 1/ du passage d'un modèle freemium (avec le rachat de MAMC) à un modèle premium et 2/ de réaliser de l'upsell: avec des versions payantes, le client peut potentiellement avoir accès à plus de fonctionnalités et donc à une plateforme de meilleure qualité, élément essentiel dans l'expérience et la satisfaction du bénéficiaire.

Trois niveaux de plateforme

Plateforme BASIC	Plateforme Medium	Plateforme Premium
Gratuite	199€/mois	Sur devis – set up fee + abonnement
Solution clé en main de programmes avantages personnalisés	Intégration charte graphique, personnalisation parcours de connexion, ajout de pages	Personnalisation complète

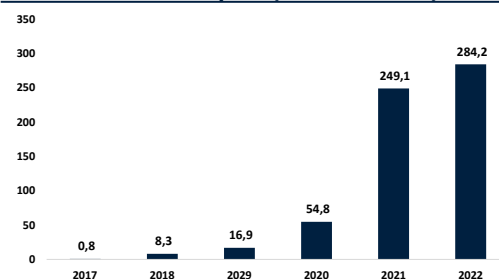
Sources : Société, Euroland Corporate

Obiz ne communique pas le chiffre d'affaires généré par chacune des deux activités du segment – la revente et le modèle par abonnement. Nous pensons que ce dernier reste assez marginal à l'échelle de la top line du groupe, mais il devrait au fur et à mesure monter en puissance, notamment suite à l'acquisition de Ski Loisirs Diffusion (voir plus loin), en parallèle du besoin croissant des clients d'offrir à leurs bénéficiaires une offre autant qualitative que compétitive.

En revanche, nous disposons d'éléments concernant le nombre d'acheteurs en boutique internet. D'un peu plus de 50 000 en 2020 (au moins un acte d'achat au cours de l'année), ce chiffre a quintuplé pour atteindre 250 000 en 2021 et près de 300 000 en 2022. Nous n'avons pas les données pour l'année en cours mais estimons que suite aux différentes acquisitions, en particulier celle de Ski Loisirs Diffusion, ce chiffre devrait bientôt atteindre, voire dépasser les 350 000 acheteurs.

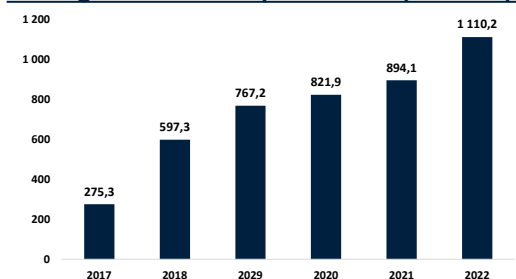
Le trafic généré (calculé en nombre de liens de redirection) chez les partenaires est aussi en croissance importante et constante. En cinq ans, ce chiffre a presque quintuplé, pour atteindre plus de 110 000

Acheteurs e-boutiques (k, 2017-2022)



Sources: Société, Euroland

Trafic généré chez les partenaires (2017-22)

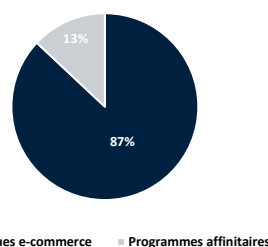


Sources: Société, Euroland

Les programmes relationnels et affinitaires

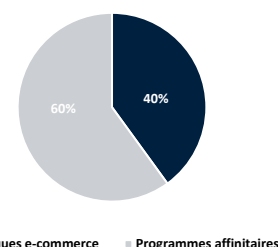
A contrario des boutiques, le second segment d'activité du groupe compte pour une part mineure du chiffre d'affaires (13% en 2022) mais est très rentable et représente, en estimé, plus de 60% de l'EBITDA consolidé 2022.

Mix chiffre d'affaires Obiz, 2022 (%)



Sources: Société, Euroland

Mix EBITDA Obiz, 2022 (%)



Sources: Société, Euroland

C'est l'activité historique du groupe. Elle consiste en la conception et l'opération de programmes affinitaires en marque blanche pour le compte de clients entreprises. Les principales caractéristiques de ces programmes sont les suivantes:

- Une récurrence presque totale: d'une durée initiale de 3 à 5 ans, les contrats pluriannuels que propose Obiz sont caractérisés par une composante de récurrence très forte (près de 90% du CA généré par le programme) grâce à un mode de rémunération adapté. Obiz gagne de l'argent de trois manières différentes sur ses programmes affinitaires:

1/ un frais de set-up initial et non reconduit. Son montant dépend, à l'instar des abonnements boutiques, du degré de personnalisation souhaité par le client

2/ un abonnement annuel, dont le prix varie en fonction du nombre de bénéficiaires du programme

3/ un service de maintenance assuré par Obiz

- Un churn proche de zéro: malgré un nombre de programmes impressionnant (environ 54/55) à fin 2022, le taux d'attrition du groupe est proche de zéro. Au cours des dix dernières années, Obiz compte ainsi seulement deux programmes qui n'ont pas été renouvelés par les clients.

- Une marge brute comparable à un éditeur de logiciel: Obiz considère son activité de conception de programmes marketing comme extrêmement rentable puisque la marge brute générée dessus se rapproche fortement de celle d'un pur éditeur de logiciel (>85%). Le segment est donc largement contributif à la rentabilité consolidée de la société. Nous estimons qu'en 2022, il a compté pour près de 60% de l'EBITDA malgré un poids relativement faible dans les revenus du groupe (>15%).

- Une base de clients variée. Parmi les adhérents des programmes, nous retrouvons une typologie variée de clients: des grands comptes (Vinci, Total, Axa), des entreprises d'une taille plus modeste (BPI, In Extenso, groupe spécialisé dans l'expertise comptable/conseil à destination des PME), et aussi des collectivités locales (Chambre des métiers et de l'artisanat, Union des entreprises de proximité) ou des associations (Handicap International, Protection civile).

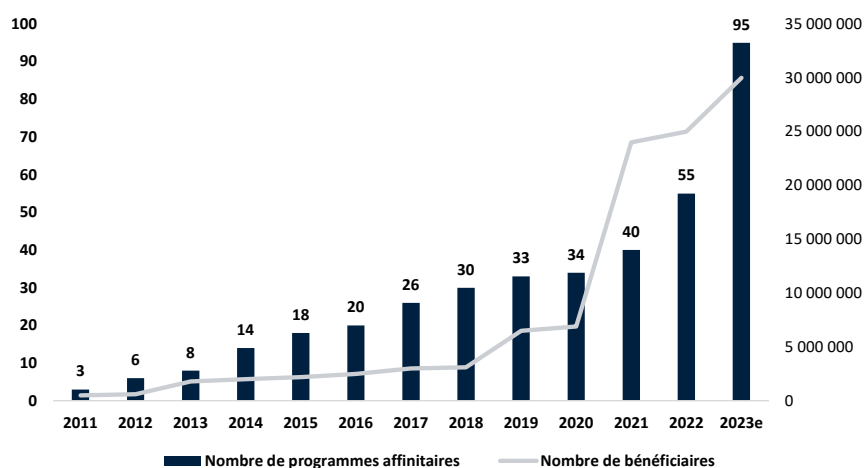
Des clients de tous les horizons



Sources: Société, Euroland

- Des KPIs commerciaux bien orientés : avec un nombre croissant de programmes gérés et de bénéficiaires, ce segment d'activité du groupe se porte aussi très bien. Si une part importante des programmes/bénéficiaires ont été acquis par croissance externe (Adelya puis Ski Loisirs Diffusion, voir plus loin), il n'en demeure pas moins que l'évolution de ces KPI reste très impressionnante. Nous estimons qu'à fin 2023, Obiz gèrera entre 95 et 100 programmes affinitaires, pour environ 30 millions de bénéficiaires finaux. Pour nuancer, nous pouvons aussi constater que le taux de croissance des programmes est aussi en accélération depuis 2021. Ainsi, la direction tablait sur une fréquence de 5/7 nouveaux programmes au moment de l'IPO. Actuellement, l'ambition a été revue pour atterrir plutôt autour de 25/an, plus de 4x l'objectif initial, ce qui traduit une réelle montée en puissance dans le développement commercial du groupe.

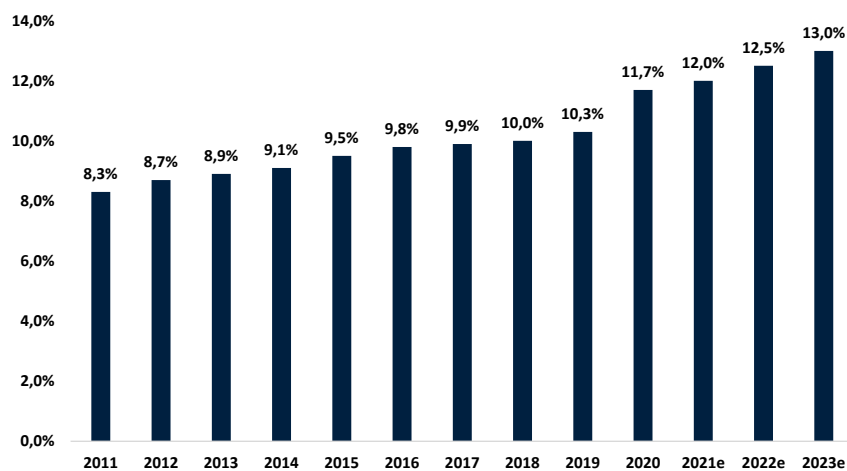
Nombre de programmes et de bénéficiaires, 2011-2023e



Sources: Société, Euroland

Il convient également de noter que le taux d'activation moyen, défini comme le pourcentage de bénéficiaires ayant activé leur accès aux offres d'un programme donné, est en constante progression depuis le lancement du groupe. Nous estimons que ce taux devrait atteindre 13% en 2023e, contre un peu plus de 8% en 2021, traduisant une fois de plus la qualité des programmes conçus.

Taux d'activation des programmes Obiz, 2011-2023e



Sources: Société, Euroland

Un engagement extra financier ancré

Pour une société du type d'Obiz, il est évident que le sujet de la performance financière est scruté avec beaucoup d'attention. Le groupe a très bien anticipé l'enjeu puisqu'en 2021, il est devenu entreprise à mission et fait désormais partie de ces entreprises qui ont choisi de faire de la RSE, au sens large, leur raison d'être.

Le sujet est pris très à cœur en interne avec la mise en place, à terme, d'une équipe de dizaine de personnes dédiée au développement de l'enjeu.

A ce titre, Obiz définit trois principaux objectifs:

1/ Impacter positivement le pouvoir d'achat des consommateurs grâce à des offres accessibles et diversifiées.

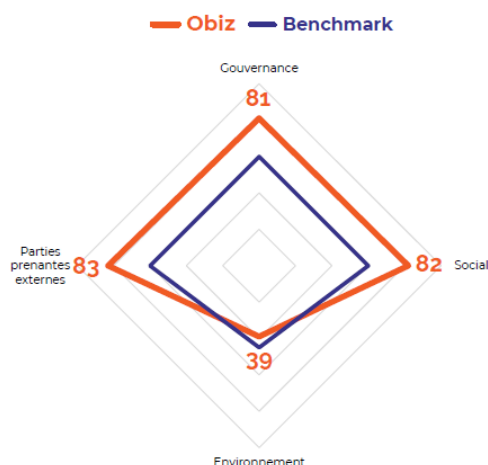
2/ Soutenir l'économie locale durable à travers la construction d'une offre avec des partenaires régionaux et bien ancrés. Le groupe totalise près de 50 000 partenaires répartis sur l'ensemble du territoire.

3/ Soutenir l'économie durable par la promotion de partenaires engagés dans des actions destinées à préserver l'environnement.

4/ Impacter favorablement, de manière directe ou indirecte, la santé, le bien être et l'éducation de tous. Obiz propose notamment près de 18 000 partenaires dédié aux loisirs, sport et bien-être.

En outre, l'engagement extra financier du groupe est mesuré annuellement par Ethifinance. Obiz fait figure de bon élève puisqu'avec une note de 72/100 en 2022, la société dépasse assez largement son benchmark sur 3 des 4 piliers mesurés.

La notation extra financière du groupe



Sources: Société, Ethifinance, Euroland

Ethifinance met notamment en avant la composition/fonctionnement des instances de gouvernance, la couverture des politiques sociales ou encore un système de management de la qualité certifié comme principaux atouts du groupe.

Des opérations de croissance externe structurantes

2016: MAMC, l'entrée dans le monde des CSE

Le développement d'Obiz, depuis sa création en 2010, a été nourri par une croissance organique forte, mais aussi par l'acquisition de cibles dans le domaine de la fidélisation et du marketing relationnel.

La première opération de croissance externe réalisée par le groupe est intervenue en 2016, avec le rachat de MAMC, Mes Achats Moins Chers, auprès d'une filiale de la Banque Postale. Cette acquisition a permis à Obiz de développer son offre de boutique e-commerce, en complément de son activité historique de conception de programmes affinitaires, notamment à destination d'une nouvelle catégorie de clients, celle des CSE. A travers le rachat de MAMC, Obiz en adresse aujourd'hui plus de 2 000.

D'un point de vue commercial, cette opération de croissance externe a permis 1/ de renforcer l'attractivité du modèle d'Obiz avec l'augmentation de la visibilité chez les partenaires, 2/ de développer une offre plus complète, avec des synergies évidentes et 3/ de constater une augmentation notable du nombre d'acheteurs et du trafic généré, et donc de la donnée récupérée par la société. Sur le plan purement financier, l'activité de MAMC s'est très rapidement développée et a connu une croissance soutenue depuis le rachat. Le chiffre d'affaires de la société est passé de 0,9 M€ en 2016 à plus de 33 M€ en 2022, un taux de croissance annuel moyen de... +85%.

L'offre proposée par MAMC a été considérablement enrichie par l'acquisition trois ans plus tard (en 2019) d'Happybreak, dont la carte permet de bénéficier d'une remise de -50% sur plus de 300 hôtels en France. L'ensemble de l'offre du groupe pour les CSE est disponible sur le site internet de MAMC, et couvre pratiquement toutes les verticales nécessaires.

L'univers disponible sur le site de MAMC, Octobre 2023

<p>presse</p> <ul style="list-style-type: none"> enfants - jeunesse art de vivre - vie pratique loisirs - sport culture - sciences - finance actualités autres types de presse 	<p>coffrets cadeaux</p> <ul style="list-style-type: none"> aventure multithématiques séjour gourmand / gastronomie bien-être 	<p>multi-enseignes</p> <ul style="list-style-type: none"> chèques cadeaux e-cartes
<p>vie quotidienne</p> <ul style="list-style-type: none"> grande distribution 	<p>shopping</p> <ul style="list-style-type: none"> beauté - bien-être mode enfants décoration & travaux 	<p>loisirs & vacances</p> <ul style="list-style-type: none"> équipements de sport abonnements de sport culture & jeux vacances

Sources: Société, Euroland

Les offres disponibles sur le site de la société prennent la forme d'un catalogue en ligne, au design épuré et avec la réduction en évidence. Le bénéficiaire peut se fournir en chèque cadeaux, en e-cartes, ou en billets d'entrée directement.

mes
achats
moins chers
Le réflexe bons plans !

Extrait du catalogue d'e-cartes disponibles via MAMC

Logo	Offre	Offre	Offre
	-9%	-9%	-9%
Envoi immédiat	Envoi immédiat	Envoi immédiat	Envoi immédiat
E-CARTE CADEAU NATURE & DECOUVERTES 30€	E-CARTE CADEAU SEPHORA - 100€	E-CARTE CADEAU SEPHORA - 50€	E-CARTE CADEAU SEPHORA - 20€
prix public 30,00 €	prix public 100,00 €	prix public 50,00 €	prix public 20,00 €
voir l'offre	voir l'offre	voir l'offre	voir l'offre

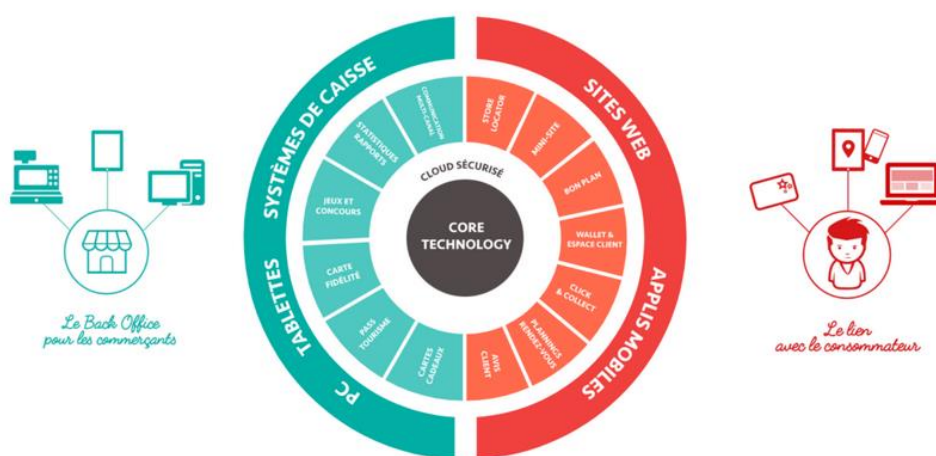
Sources: Société, Euroland

2019: Adelya, pour renforcer les programmes

Sur le segment des programmes affinitaires, Obiz a également été actif puisque le groupe a racheté 100% des titres d'Adelya mi 2022, un spécialiste de la fidélisation, du CRM et donc de la relation clients auprès de son fondateur.

Concrètement, Adelya se décrit comme un « loyalty operator » qui prend la forme d'une plateforme web à travers laquelle des solutions de fidélisation et d'animation clientèle sont éditées. En matière de chiffres, la plateforme était déployée, fin 2022, dans plus de 11 500 points de ventes pour 16 millions de consommateurs. La société accompagne les entreprises sur l'ensemble du cycle de vie client, que ce soit en ligne ou en point de vente. La plateforme conçue par Adelya est évolutive, disponible en 7 langues et fonctionne sur le mode SaaS.

L'offre d'Adelya



Sources: Société, Euroland

Adelya est notamment un pionnier des technologies NFC (Near Field Communication). L'acquisition de la société par Obiz a permis à ce dernier de considérablement enrichir son savoir et sa maîtrise technologique et de renforcer la puissance marketing du nouvel ensemble. En matière commerciale, deux nouvelles offres ont déjà débouché des synergies entre Obiz et Adelya:

1/ Obelya. Cette offre commune aux deux sociétés a pour objectif d'améliorer l'efficacité des organisations en matière de fidélisation (grands comptes et commerces de proximité), que ce soit au niveau national ou international.

2/ Merciz: création d'un nouveau programme pour tous les commerces de proximité: artisans, commerçants, restaurateurs, etc.

D'autres synergies commerciales ont déjà donné du concret depuis l'opération. Obiz a notamment décroché son premier programme commun avec Adelya après avoir été choisi par Opera Energie et devrait permettre à terme d'accompagner l'ambition du groupe à l'international (Adelya est présent dans plus de 20 pays).

D'un point de vue financier, Obiz a payé environ 3,3 M€ pour acquérir Adelya en Avril 2022. La société réalisait alors, en année pleine, 2,5 M€ de CA en 2021 pour une marge brute de 2,1 M€ et un EBE de 0,3 M€ (>12% de marge d'EBITDA). L'acquisition a donc été relative pour Obiz, ce qui explique en partie selon nous les multiples payés (1,2x VE/CA, c10x VE/EBITDA). La société est consolidée dans les comptes d'Obiz depuis Mai 2022.

2023: Ski Loisirs Diffusion, le changement de dimension

L'acquisition la plus importante dans l'histoire du groupe a été réalisée cette année, avec le rachat de Ski Loisirs Diffusion. Partenaire historique et stratégique d'Obiz depuis plus de 10 ans, Ski Loisirs Diffusion propose une offre de e-billetterie à destination des Inters CSE, CSE et collectivités françaises. Avec plus de 80% de parts de marché sur le segment des CSE, Ski Loisirs Diffusion est le leader français du marché. Le groupe propose plus de 120 000 offres loisirs à prix réduits, qui viennent parfaitement compléter celles d'Obiz, et touche selon nous 10 millions de bénéficiaires

Sous la marque ReducCE, Ski Loisirs Diffusion a développé une plateforme SaaS, offrant en plus des solutions clés en main mais aussi la possibilité d'intégrer des modules personnalisables et complémentaires pour répondre parfaitement aux attentes des clients.

Une partie de l'offre Ski Loisirs Diffusion

Parcs			
 <p>Jardin d'acclimatation Parcs d'attractions Prix public : 49,00€ À partir de 35,00€</p>	 <p>Musée de l'Homme Loisirs & Tourisme Prix public : 13,00€ À partir de 9,95€</p>	 <p>Cité de l'Architecture et du P... Loisirs & Tourisme Prix public : 9,00€ À partir de 7,50€</p>	 <p>Musée du Vin Paris Loisirs & Tourisme Prix public : 16,00€ À partir de 12,50€</p>

Sources: Société, Euroland

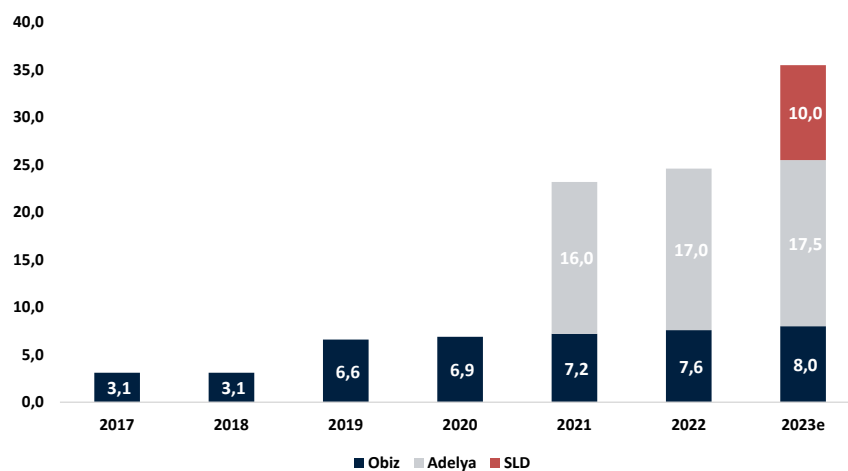
Avec cette acquisition, le nouvel ensemble Obiz-Ski Loisirs Diffusion devrait constituer un acteur français majeur de la fidélisation des clients et des salariés, avec des synergies évidentes: enrichissement de l'offre catalogue d'Obiz, potentiel massif de cross-selling, diversification du spectre de clients, etc.

reduc

Consolidée dans les comptes d'Obiz depuis le 1er juillet 2023, Ski Loisirs Diffusion réalisera, selon nous, environ 60 M€ de CA en année pleine, pour un EBITDA de l'ordre de 2 M€, soit une marge d'EBITDA supérieure à 3,3%. Nous estimons qu'Obiz a payé environ 13 M€ (en valeur d'entreprise, dont 3Me de cash) pour racheter Ski Loisirs Diffusion, soit des multiples d'acquisition implicites tout à fait en ligne avec ceux du secteur (0,2x VE/CA, 6,5x VE/EBITDA).

Les deux acquisitions réalisées par le groupe ont en outre permis de largement élargir la base de bénéficiaires, qui est passée de 3,1 millions en 2017 à plus de 35 millions (estimé) en 2023e.

Evolution du nombre de bénéficiaires (m, 2017-2023e)



Sources: Société, Euroland

En plus de ces opérations d'envergure, Obiz est également actif sur du build-up de plus petite envergure et reste à l'affût des opportunités sur son marché. Le groupe a par exemple récemment investi en minoritaire au capital de Mile, l'éditeur de l'application mobile Jooks et spécialiste du positionnement géographique.

A la croisée des marchés

Au cœur de quatre grands marchés en croissance

L'originalité du modèle opérationnel d'Obiz et de ses activités en font une société difficilement classable dans une industrie spécifique. Au contraire, le groupe apparaît aujourd'hui au croisement de quatre grands marchés: le marketing relationnel, la publicité digitale, le marché de l'offre de réductions/avantages aux consommateurs (type couponing) et celui de l'offre de centrales d'achats auprès des CSE.

Un des dénominateurs communs à tous les marchés précédemment cités est celui du rôle central de la fidélisation, à la fois du client (combien de fois le terme « relation client » est évoqué) mais aussi de celle du collaborateur pour une entreprise. Cette fidélisation passe notamment par une excellente maîtrise de la donnée, élément central dans la compréhension du comportement des consommateurs, notamment en ligne, et de leur versatilité. La propriété de la donnée est ainsi devenu un actif à part entière, et en tant que tel, le marché qui la soutient s'est progressivement structuré et élargi. Si les sources ne sont pas toutes concordantes, l'ordre de grandeur de la taille du marché en France reste le même et est estimé à plus de 2,5 Mds€ en 2022, accompagné d'un TCAM de l'ordre de 5-10% sur dix ans.

Voici quelques éléments, chiffrés ou non, sur les principaux marchés d'Obiz:

- Marketing relationnel: il englobe toutes les activités qui se concentrent sur la satisfaction des besoins et des attentes du client et se recoupe donc parfaitement au data marketing évoqué plus haut. Les sources qui évoquent sa taille ne concordent pas tant il est difficile de s'accorder sur le périmètre et la définition à lui donner. Cependant, il est régulièrement décrit comme étant en forte croissance depuis plus de 15 ans par les sociétés spécialisées sur le secteur.

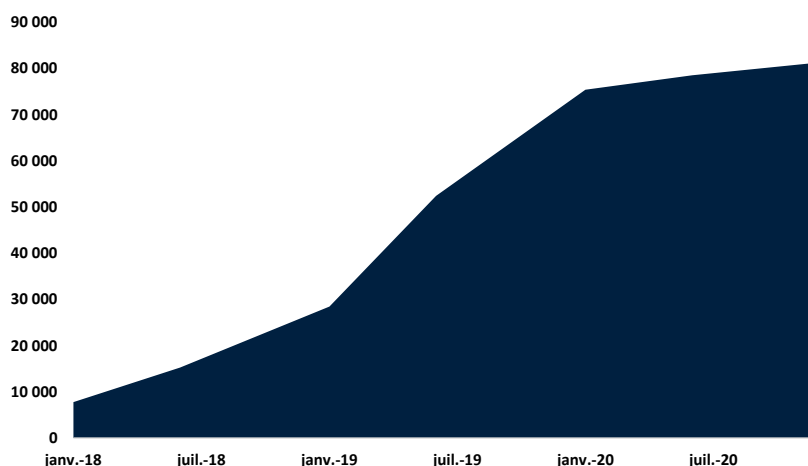
- Publicité digitale: estimé à près de 10 Mds€ en 2023 selon Bump, en croissance de +5% (avec le « Search » à plus de 2,4 Mds€, le social à 1,1 Mds€, etc.). Malgré un net ralentissement en 2023 du fait de conditions économiques moins porteuses et de la forte cyclicité de cette industrie (les budgets marketing sont décrits comme étant souvent les premiers à être coupés en cas de contexte économique moins favorable), la publicité digitale est une industrie qui affiche des taux de croissance à deux chiffres depuis plusieurs années et qui dispose de très forts relais de croissance pour continuer à croître significativement dans le futur.

- Offre de réductions/avantages aux consommateurs (couponing): selon Obiz, le marché des cartes cadeaux est estimé à plus de 4 Mds€ en France, avec une croissance annuelle assez impressionnante et qui se rapproche des +20%. Les cartes cadeaux sont distribués par plus de 145 000 entreprises sur le territoire français et dépensées par plus de 8 millions de salariés. Du côté du pur couponing (« vouchers », coupons de réduction, etc.), la société définit un marché d'une taille annuel de 7 Mds€, soit plus de 10 Mds€ pour les deux marchés « cœur » du groupe.

- CSE: avec plus de 3 Mds€ de budget annuel, les CSE sont les instances représentatives du personnel, dignes descendantes des comités d'entreprise/délégués du personnel depuis 2018. La constitution d'un CSE est obligatoire d'un point de vue réglementaire pour toutes les entreprises de plus de 11 salariés. A noter, les CSE dédient une

part de plus en plus importante de leur budget aux titres cadeaux, qui sont maintenant pratiquement tous dématérialisés. Les salariés disposent à présent d'un accès à un espace en ligne, sur une plateforme dédiée, à travers laquelle il peut faire son « shopping d'entreprise ». Les chiffres concordent pour estimer, fin 2020, à plus de 80 000 le nombre de CSE dans l'hexagone. Ce chiffre est en constante augmentation depuis la mise en place légale de la structure en 2018.

Evolution du nombre de CSE en France, 2018-2021



Sources: Ministère de l'économie, Euroland

Ce marché des CSE est complété par celui des inter CSE, une des domaines d'expertise d'Obiz depuis l'acquisition de Ski Loisirs Diffusion. Une inter CSE est une structure qui va centraliser les offres de plusieurs CSE de taille modeste et assurer des services complémentaires. Ce système permet notamment à des PME d'accéder à des offres nationales et à leur CSE de déléguer une partie de la charge de travail à l'inter CSE. Nous pouvons aussi évoquer l'accompagnement juridique, ou encore la simplification logistique dans les avantages non négligeables d'une adhésion à un Inter CSE.

Une intensité concurrentielle très forte...

Qui dit présence sur plusieurs marchés (en croissance) dit aussi beaucoup de concurrents. Que ce soit sur le marketing relationnel, la publicité digitale, le couponing ou encore les CSE, une myriade d'acteurs tente de se faire la part belle en concurrençant Obiz.

Sans citer les GAFAM, dont la domination n'est plus à démontrer, le panorama concurrentiel selon le marché adressé est très bien défini par la société elle-même:

- Marketing relationnel: nous retrouvons des sociétés comme Leoo, Plebicom, Affinity
- Publicité digitale: Obiz est en concurrence avec plusieurs mastodontes sur ce segment, parmi lesquels Publicis, Havas, ou encore Solocal
- Couponing: Groupon, Dealabs, Selectra
- Achats CSE: Sodexo, Edenred (Meyclub); Groupe UP (Kalidéa)

Panorama concurrentiel non exhaustif



Sources: Société, Euroland

... Face à laquelle Obiz construit des remparts

Malgré la concurrence accrue, notamment d'acteurs de plus grande taille, le positionnement hybride d'Obiz devrait lui permettre de tirer son épingle du jeu. La position concurrentielle de la société est tout simplement unique et une véritable force en soi, renforcée d'autant par un engagement éthique auprès de ses partenaires. Les forces sur lesquelles capitalise Obiz sont, de manière non exhaustive, les suivantes :

- Un modèle donnant-donnant et vertueux: le partage est le cœur du modèle du groupe, au sein duquel chaque partie prenante (le fameux tryptique entreprises, partenaires et bénéficiaires) y trouve son compte. Ce modèle est en complète opposition avec le mode de rémunération plus traditionnel des concurrents du groupe, qui prennent très souvent une commission sur la réduction accordée au consommateur.
- Une approche éthique et morale de l'usage de la data, que le groupe qualifie d'exploitation responsable des données
- La détention et l'exploitation d'une plateforme digitale propriétaire, configurable à souhait et adaptable aux besoins de chaque client
- La mise en place de barrières à l'entrée pour les concurrents d'Obiz, tels que la signature de contrats d'exclusivité sectorielle avec un certain nombre de CSE/Inter CSE, contrats d'une durée moyenne comprise entre 3 et 5 ans. L'exclusivité est garante d'un churn quasi nul, complété par un très fort taux de satisfaction

Pourquoi s'intéresser à la société ?

« Skin in the game »

Une équipe dirigeante complémentaire

L'organisation d'Obiz s'articule aujourd'hui principalement autour d'un tandem, Brice Chambard et Leïla Chojnacki.

Brice Chambard – Fondateur, PDG et actionnaire majoritaire du groupe



- Diplômé d'un MBA de l'EM Lyon BS et d'un Master en Management général de l'IAE Lyon School of Management
- A travaillé pendant plus de 20 ans au sein de multinationales et a occupé des fonctions de cadre dirigeant
- Ancien sportif de haut niveau
- Conseiller du Commerce Extérieur de la France

Leïla Chojnacki – Directrice Administrative et Financière



- DCG, Comptabilité et Finance
- Plus de 20 ans d'expérience en tant que DAF
- Membre des commissions Fiscale et Finance de Numeum et affectée au projet de taxonomie verte
- Consultante fonctionnelle (gestion de projet finance et contrôle de gestion)

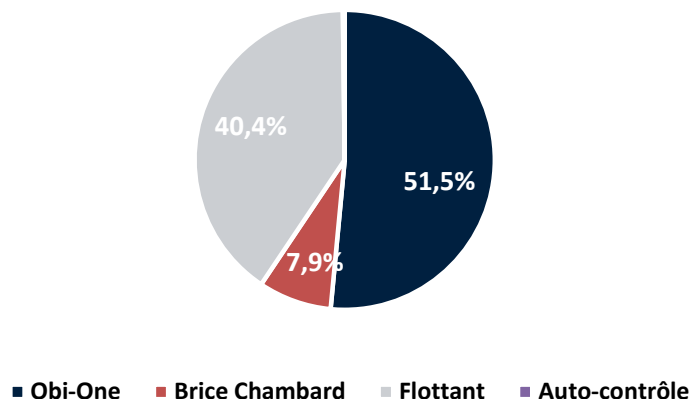
Ce tandem est accompagné par un comité de direction de huit membres et d'un conseil d'administration de quatre personnes, dont Brice Chambard et trois autres administrateurs indépendants.

Un actionariat dominé par le fondateur

Obiz dispose d'un actionariat stable et propice au développement au long terme de la société. Brice Chambard, le fondateur, détient près de 8% de la société en direct et plus de 50% via sa holding personnelle, Obi-One.

Nous apprécions évidemment que le fondateur et actuel PDG ait toujours un lien capitalistique important avec la société, gage selon nous d'un excellent alignement d'intérêt entre toutes les parties prenantes de la société, parmi lesquels les actionnaires.

Composition de l'actionnariat d'OBIZ



Sources: Société, Euroland

Un modèle avec de fortes barrières à l'entrée

La société a construit un positionnement assez unique, autour duquel elle a érigé de fortes barrières à l'entrée, ce qui lui confère un avantage concurrentiel certain et qui devrait lui permettre de continuer à gagner des parts de marché. Nous pouvons, de manière non exhaustive, citer:

- Un positionnement atypique, à la croisée de quatre segment de marché du marketing, qui permet de capitaliser sur chacun d'eux et d'opérer de façon non silotée.

- Un réseau de partenaires sans équivalent (45 000+), qui garantit à Obiz une longueur d'avance sur ses potentiels concurrents. Cette longueur d'avance se traduit aussi par la prime au leader dont Obiz dispose sur le reste du marché.

- Une exclusivité sectorielle sur tous les programmes relationnels et affinitaires mis en place (hors distribution, fédérations sportives, collectivités locales) qui accroît fortement la proposition de valeur pour le client.

- Des contrats longs (3-5 ans), récurrents, qui s'accompagnent d'une satisfaction client de grande qualité et donc d'un churn proche de zéro.

- L'acquisition de sociétés en quasi monopole sur un segment de marché travaillé par Obiz (rappelons que Ski Loisirs Diffusion a plus de 80% de parts sur la partie inter-CSE).

- Un avantage technologique certain, avec la détention et l'exploitation d'une plateforme propriétaire. Fruit d'un travail de plus d'une décennie, la plateforme avec laquelle Obiz travaille est « homemade » et entièrement détenue par le groupe. A la fois innovante, scalable et évolutive, cette plateforme dédiée à l'analyse de données permet à Obiz d'affiner et de parfaire ses solutions « data driven ». Elle repose sur une équipe de plus de dix personnes (développeurs, experts de la donnée, marketing produit)

Des leviers sur la poursuite de la croissance organique...

Même si la société ne donne pas de guidance au-delà de 2023 et qu'elle communique à présent uniquement en données consolidées, elle a identifié par le passé cinq axes de croissance organique, auxquels nous souscrivons et qui devraient continuer à porter le groupe dans les années à venir:

1/ L'augmentation du nombre de programmes affinitaires et relationnels. Comme dit précédemment, Obiz table désormais sur un accroissement de 20-25 programmes/an, tout en conservant son exclusivité sectorielle

2/ Une plus forte monétisation de l'activité boutiques en ligne, avec la transition progressive d'un modèle « freemium » à un modèle « premium » d'abonnement mensuel.

3/ Déployer Merciz, qui permettra aux partenaires locaux de faire bénéficier leurs clients de mini-programmes relationnels personnalisés moyennant un abonnement mensuel. Cette offre, développée conjointement avec Adelya, promet de belles réalisations.

4/ La montée en puissance de B2C Only, une offre de vente directe à l'ensemble des consommateurs et non plus seulement aux seuls bénéficiaires des boutiques d'Obiz. Ce modèle prendra aussi la forme d'un abonnement mensuel à la portée de tous.

5/ La poursuite du développement à l'international avec le renforcement de la présence dans les pays déjà opérés (Belgique) et l'ouverture de nouvelles géographies. Ce développement pourra potentiellement s'effectuer par le biais de la croissance externe.

Au-delà des objectifs annoncés par le management à horizon 2023 (CA >75 M€, MB > 8 M€, EBITDA > 2 M€), notre modélisation pointe vers l'atteinte d'un chiffre d'affaires 2025e de près de 125 M€, soit un TCAM de près de +50% sur la base des éléments suivants:

- Le passage en revue détaillé de chacun des relais de croissance évoqués par la société. Nous estimons que le potentiel est significatif.

- L'intégration en année pleine de Ski Loisirs Diffusion, qui est une acquisition transformante pour le groupe.

- Le fort potentiel d'upselling et de cross-selling sur la plupart des offres du groupe.

Nous résumons nos estimations par activité dans le tableau suivant.

Evolution du CA divisionnel, 2020-2025e

Chiffre d'affaires groupe (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Boutiques e-commerce	12,7	34,2	34,8	68,3	104,7	109,9
Programmes affinitaires	2,7	2,7	5,2	9,4	11,3	13,5
Total groupe	15,4	36,9	40,0	77,7	116,0	123,5
Boutiques e-commerce		169,3%	1,8%	96,2%	53,3%	5,0%
Programmes affinitaires		0,0%	92,6%	80,4%	20,6%	19,7%
Variation (%)	0,1%	139,6%	8,4%	94,1%	49,4%	6,4%

Sources: Société, Euroland

... Et sur les marges

La croissance de la top line du groupe devrait, selon nous s'accompagner d'une progression significative des marges. Nous identifions, à nouveau, plusieurs éléments susceptibles d'aller en ce sens:

- Une évolution positive du mix produits dans l'activité de e-billetterie, avec le décollage progressif des offres payantes (de type abonnement).

- Une intégration de Ski Loisirs Diffusion légèrement relative sur la marge brute – nous pensons que le scale de la société lui permet de dégager une marge brute supérieur (c4-5%) à celle d'Obiz (<3%) sur son activité de revente.

- A plus long terme, un mix consolidé qui devrait laisser davantage de place aux programmes affinitaires. Au-delà de 2025e, nous pensons que cette activité, bien mieux margée que celle de la billetterie, devrait compter pour près de 15% du CA du groupe.

- Des économies d'échelle importantes sur les achats et les volumes du groupe, au fur et à mesure que ce dernier va gagner en taille.

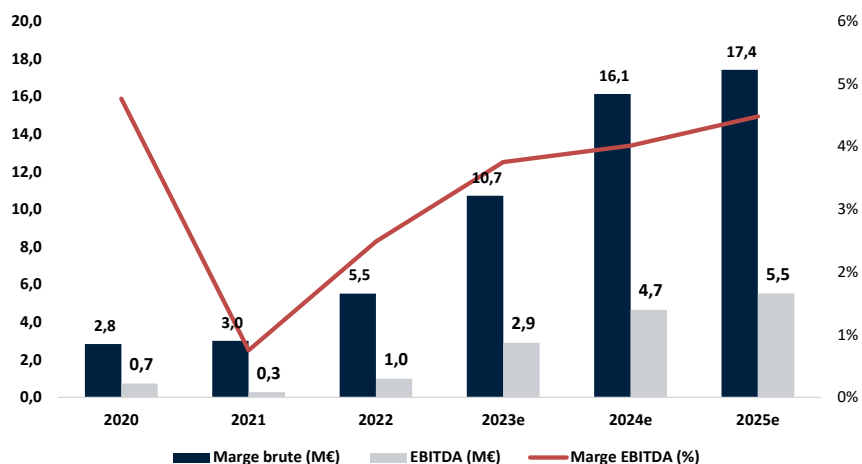
- Un potentiel d'upselling sur une part importante de l'offre

- Des synergies de cross-selling entre Obiz, Adelya et Ski Loisirs Diffusion, qui devraient déboucher sur 1/ d'importantes économies de coût, 2/ la construction d'une stratégie clients commune, que ce soit en matière d'offre, mais également d'outils, de CRM, d'évènements...

- Un contrôle relatif des coûts fixes, bien que la société va très certainement devoir recruter sous le poids de la croissance et du besoin d'encore davantage structure son activité.

Nous pensons ainsi qu'à horizon 2025e, Obiz devrait générer une marge brute d'environ 17,5 M€, pour un EBITDA de 5,5 M€, soit une marge d'EBITDA de 4,5%.

Evolution CA, EBITDA et marge EBITDA, 2020-2025e (M€, %)



Sources: Société, Euroland

Nous résumons nos principales estimations dans le tableau ci-dessous. Nous pensons qu'à horizon 2025e, le ROC du groupe devrait atteindre 3 M€, pour un résultat net de 2 M€, soit des BPA de 0,48€/action, en accord avec les points précédemment évoqués sur les différents drivers de croissance et de rentabilité.

Estimations P&L Obiz, 2020-2025e (M€, %)

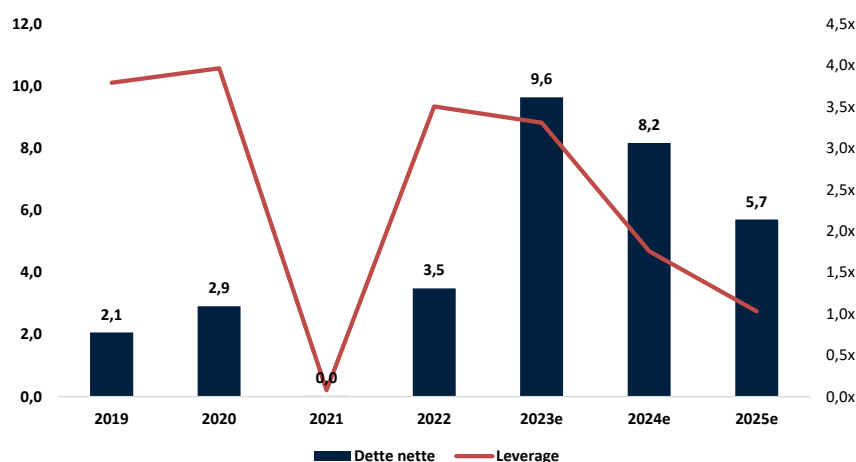
M€	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	9,5	15,4	36,9	40,0	77,7	116,0	123,5
Croissance (%)	79,2%	62,1%	139,6%	8,4%	94,2%	49,4%	6,4%
Dont Boutiques		12,7	34,2	34,8	68,3	104,7	109,9
Croissance (%)			169,3%	1,8%	96,2%	53,3%	5,0%
Dont Programmes affinitaires		2,7	2,7	5,2	9,4	11,3	13,5
Croissance (%)			0,0%	92,6%	80,4%	20,6%	19,7%
Marge brute	2,7	2,8	3,0	5,5	10,7	16,1	17,4
Marge (%)	28,2%	18,4%	8,1%	13,8%	13,8%	13,9%	14,1%
Dont Boutiques		0,4	0,7	1,0	2,6	6,3	5,6
Marge (%)		3,2%	1,9%	2,9%	3,8%	6,0%	5,1%
Dont Programmes affinitaires		2,4	2,3	4,5	8,2	9,8	11,8
Marge (%)		90,0%	87,0%	87,0%	87,0%	87,0%	87,0%
EBITDA	0,5	0,7	0,3	1,0	2,9	4,7	5,5
Marge (%)	5,7%	4,8%	0,8%	2,5%	3,8%	4,0%	4,5%
bps		-96,2	-401,4	173,3	126,8	26,2	46,4
EBIT	0,1	0,2	-0,4	0,2	1,3	2,3	3,0
Marge (%)	1,4%	1,2%	-1,0%	0,4%	1,7%	2,0%	2,4%
bps		-14,2	-218,8	139,0	126,8	26,2	46,4
Résultat net, part du groupe	0,1	0,2	-0,6	0,1	0,8	1,5	2,0
Marge (%)	0,8%	1,0%	-1,7%	0,2%	1,1%	1,3%	1,7%
BPA			-0,15	0,01	0,20	0,36	0,48
Croissance (%)			-109,9%	1272,3%	78,5%	35,2%	

Sources: Société, Euroland

Côté bilan et génération de trésorerie, le modèle d'Obiz n'appelle à aucun commentaire particulier hormis les suivants:

- Suite aux acquisitions d'Adelya en 2022 et de Ski Loisirs Diffusion en 2023, le bilan du groupe reste plutôt bien capitalisé. Le rachat de Adelya a été financé par des emprunts et celui de Ski Loisirs Diffusion par 1/ une augmentation de capital de 8M€ et 2/ deux nouveaux emprunts pour 6,5 M€ (cinq au total, dont deux auprès de BPI). Le levier du groupe est non négligeable, mais il devrait retrouver des niveaux plus normatifs à horizon 2024e et 2025e.

Dette nette Obiz et levier, estimations Euroland, 2019-2025e

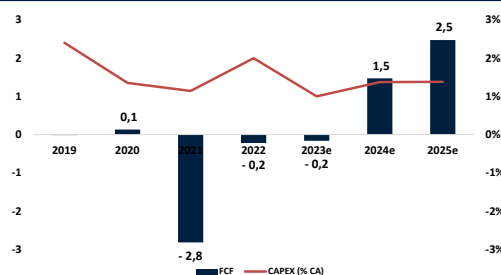


Sources: Société, Euroland

- Le modèle d'Obiz appelle à peu de BFR. Ce dernier est principalement constitué de créances clients (c8% du CA). Les stocks (c5%) ne sont pas significatifs et sont principalement constitués de bons d'achats dématérialisés. Plus l'activité va progressivement migrer vers un modèle d'abonnement (notamment sur la partie boutiques), plus le BFR diminuera.

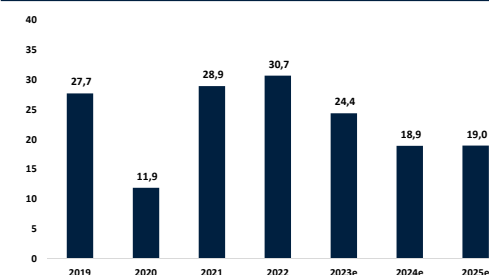
- Les CAPEX de la société sont essentiellement constitués de CAPEX de maintenance et ne devraient pas nécessiter, à l'avenir, de besoins significativement supplémentaires. La plateforme mise en place par Obiz est scalable. Conséquemment, le modèle devrait commencer à générer un flux de trésorerie libre positif dès 2024e.

FCF (% CA) vs CAPEX (% CA), 2019-2025e



Sources: Société, Euroland

BFR Obiz, en jours de CA, 2019-2025e



Sources: Société, Euroland

Des résultats semestriels très bien orientés

Une belle croissance du chiffre d'affaires

En début de semaine, Obiz a publié les résultats de son premier semestre 2023. Ces derniers sont excellents et traduisent la très bonne dynamique commerciale et financière du groupe. La société a fait état d'un CA de 19 M€, en croissance de +18% et de +11% en organique.

Par activité, les programmes affinitaires ont enregistré une progression de +79% (+40% en organique, Adelya est consolidée depuis mai 2022) avec le lancement de 20 nouveaux programmes avec des clients de renom (Adecco, Cogedim...). Rappelons que la société vise 25 programmes en année pleine. Côté boutiques, l'activité affiche aussi une belle orientation, avec un CA en hausse de +6%, purement organique étant donné que Ski Loisirs Diffusion est seulement consolidée depuis juillet.

Des résultats en forte progression

Sous le poids 1/ de la croissance marquée du chiffre d'affaires, 2/ d'une belle progression de la marge brute (3,5 M€, +66%) grâce à un effet mix important, 3/ du plein effet de la consolidation d'Adelya sur le semestre et 4/ d'une progression linéaire des charges opérationnelles du groupe (+18%, en phase avec celle du CA), l'EBITDA d'OBIZ ressort à 0,7 M€ sur le semestre, soit une hausse YoY de +75%.

Sur le bas du P&L, le principal enseignement à tirer est l'atteinte d'un résultat net semestriel positif (+13k€ vs -45k€ au S1 2022) malgré l'alourdissement de la charge d'intérêt du groupe due 1/ à la hausse des taux et 2/ aux différentes acquisitions financées en partie par le levier.

Un bilan renforcé

Au 30 juin 2023, la dette brute du groupe atteint 15,2 M€ (dont 3,2 M€ d'avances remboursables auprès de BPI) pour une trésorerie de 5,9 M€ (vs 2,1 M€) et des capitaux propres de 14,8 M€. La société nous a confirmé ne pas avoir de covenants trop exigeants sur sa dette mais doit conserver un niveau de trésorerie brute supérieur à 3 M€.

Guidance 2023 réitérée et confiance affichée du management

Obiz, qui avait revu à la hausse ses objectifs annuels il y a quelques semaines, les a confirmés: un CA (consolidée) supérieur à 75 M€, une marge brute supérieure à 8M€ et un EBITDA supérieur à 2 M€ sont attendus pour 2023. Nous estimons que ces objectifs sont relativement prudents et rappelons que nos estimations se situent au dessus de la guidance du groupe.

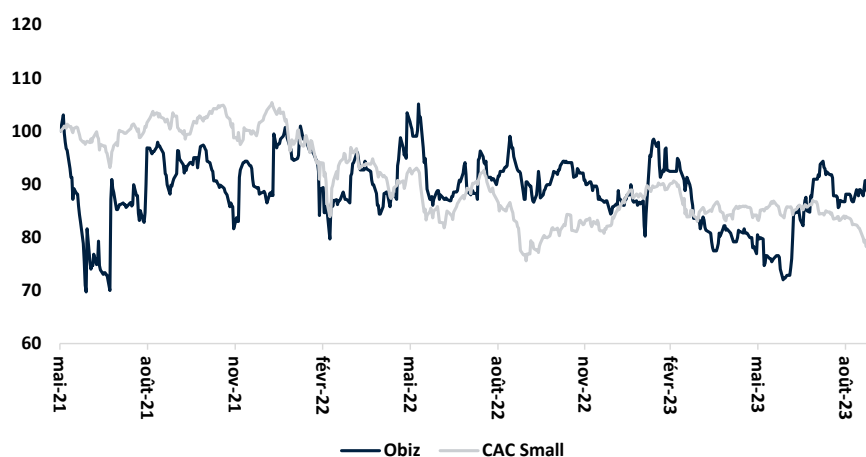
Valorisation et objectif de cours

Parcours boursier depuis l'IPO

Coté depuis fin mai 2021 et introduit à un prix de 7,50 €, le groupe connaît un parcours boursier contrasté, avec un titre en recul d'environ -15% depuis l'IPO. Ce constat est toutefois à nuancer sur deux horizons de temps différents:

1/ Relativement au CAC Small, le titre se tient plutôt bien et affiche une performance supérieure à celle de son indice (en fort recul, certes) depuis fin mai 2021.

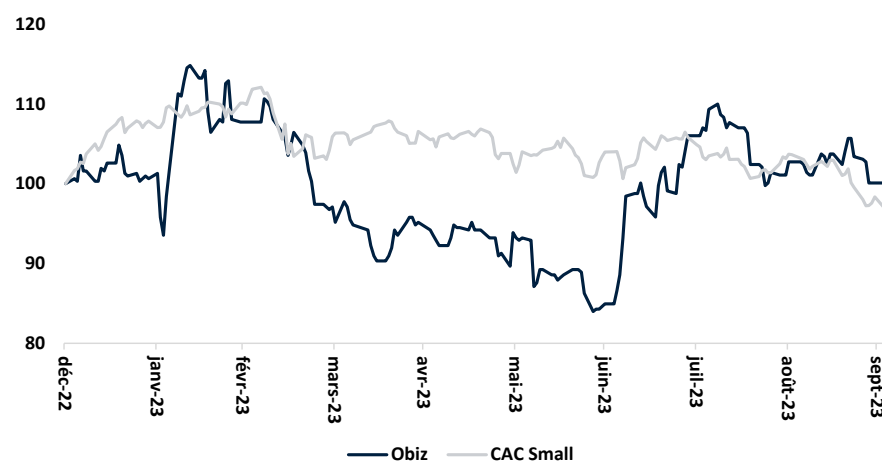
Obiz vs CAC Small, base 100 depuis IPO (28/05/2021)



Sources: Factset, Euroland

2/ Le titre connaît une progression flat depuis le début de l'année, traduisant à la fois une nette surperformance par rapport à un indice de référence en difficulté, mais aussi un accueil relativement positif des investisseurs sur un newsflow 2023 très fourni (acquisition Ski Loisirs Diffusion, première communication d'une guidance consolidée vs pro forma, etc.).

Obiz vs CAC Small, base 100, YTD



Sources: Factset, Euroland

DCF: valorisation intrinsèque de 10€/action

Pour évaluer la société, nous avons retenu une seule approche, celle du DCF, modélisé sur dix ans. Nous avons exclu une approche par comparables du fait du positionnement très hybride de la société. Le modèle se rapproche de celui d'autres acteurs cotés du marketing, mais s'éloigne suffisamment (structure de marges avec la prépondérance de la billetterie, activité de conception de programmes qui se rapproche plus de l'édition de logiciels, etc.) pour estimer que la méthode n'est pas suffisamment pertinente.

Nous dérivons une valeur des capitaux propres d'Obiz de 10€/action, faisant ressortir un potentiel de hausse (au cours du 10/10/2023) de +66%. Les principales hypothèses de notre approche par DCF sont les suivantes:

- **Chiffre d'affaires.** Nous tablons sur une poursuite de la croissance sur la période 2023e-2025e (TCAM c50%), puis modélisons une nette décélération sur le reste du DCF. Nous prenons un taux de croissance à perpétuité de 2%. Le taux de croissance moyen qui ressort entre 2023e et 2032e est proche de 20%, en phase avec le statut de valeur de croissance de la société.

- **Marge opérationnelle.** Nous modélisons l'atteinte d'une marge opérationnelle de 2,4% en 2025e, marge que nous voyons ensuite progresser au-delà de 6,5%: le modèle d'Obiz est, selon nous, très loin de sa maturité, notamment en matière de marges, et ce pour les raisons évoquées précédemment.

- **CAPEX.** Nous attendons un niveau moyen de CAPEX de 1,3% du CA sur la période du DCF, du fait de la faible intensité capitalistique du modèle, y compris sur la partie plateforme.

- **Taux d'imposition:** Nous prenons un taux normatif de 25%.

- **Un taux d'actualisation de 10,1%, basé sur:**

- Un taux sans risque de 3,5% (OAT 10 ans au 09/10/2023)

- Une prime de risque de 6%

- Un beta de 1,25, en ligne avec le secteur du marketing

- Une prime spécifique de -0,5% étant donné le positionnement « best-in-class » d'Obiz en matière d'ESG et son statut d'entreprise à mission

DCF d'Obiz (10 €/action)

En M€	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Chiffre d'affaires	77,7	116,0	123,5	130,9	138,1	145,0	151,5	157,6	162,3	165,5
Croissance (%)	94,2%	49,4%	6,4%	6,0%	5,5%	5,0%	4,5%	4,0%	3,0%	2,0%
Résultat opérationnel courant	1,3	2,3	3,0	4,0	5,0	6,1	7,3	8,6	9,8	11,0
MOC (%)	1,7%	2,0%	2,4%	3,0%	3,6%	4,2%	4,8%	5,4%	6,0%	6,6%
- Impôts	-0,3	-0,5	-0,7	-1,0	-1,3	-1,5	-1,8	-2,1	-2,4	-2,7
Taux d'IS (%)	25,5%	25,5%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
+ DAP nettes	1,6	2,4	2,5	1,8	1,9	2,0	2,0	1,9	1,8	1,7
en % du CA	2,1%	2,1%	2,1%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%	1,0%
Cash flow opérationnel	2,6	4,1	4,8	4,8	5,7	6,6	7,5	8,3	9,1	9,9
BFR	5,2	6,0	6,4	6,8	7,2	7,5	7,9	8,2	8,4	8,6
en % du CA	6,7%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
- Variation du BFR	-1,8	-0,8	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2
- Investissements opérationnels	-0,8	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-1,9	-1,8	-1,7
en % du CA	1,0%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%	1,0%
Free Cash flow	0,0	1,7	2,7	2,6	3,4	4,2	5,1	6,1	7,1	8,1
Free Cash flow actualisé	0,0	1,4	2,1	1,8	2,1	2,4	2,7	2,9	3,0	3,1

Somme des FCF actualisés	21,7
Valeur terminale actualisée	39,7
Valeur d'entreprise	61,3
Dette nette (au 31/12/2022)	3,5
Actifs financiers	0,8
Intérêts minoritaires	0,0
Valeur des capitaux propres	58,6
Nombre d'actions	5,9
Valeur par action	10,0

Calcul du WACC – estimations Euroland

Calcul du WACC	
Taux sans risque (OAT 10 ans)	3,5%
Prime de risque	6,0%
Beta	1,3
Coût des capitaux propres	11,5%
Coût de la dette	2,0%
Dette (% EV)	9%
Equity (% EV)	91%
Coût moyen pondéré du capital	10,6%
Taux de croissance à l'infini	2,0%
Prime de risque spécifique	-0,5%
CMPC post prime	10,1%

Sur la base de nos estimations, notre valorisation par DCF ressort à 10€/action. Ci-dessous, la sensibilité de notre valorisation aux hypothèses de taux d'actualisation, de croissance perpétuelle et de marge opérationnelle normative.

Matrices de sensibilité

		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	9,1%	11,4	11,6	11,9	12,0	12,2
	9,6%	10,2	10,4	10,5	10,7	10,9
	10,1%	9,7	9,8	10,0	10,2	10,6
	10,6%	9,5	9,7	9,8	10,0	10,2
	11,1%	9,3	9,5	9,7	9,7	9,8

		Marge opérationnelle				
		3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
WACC	9,1%	11,2	11,7	12,0	12,3	12,5
	9,6%	10,5	10,7	11,0	11,4	12,0
	10,1%	9,4	9,8	10,0	11,0	11,5
	10,6%	9,2	9,4	9,5	9,7	11,0
	11,1%	8,5	8,6	8,8	8,9	9,0

Annexes

Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	9,5	15,4	36,9	40,0	77,7	116,0	123,5
Excédent brut d'exploitation	0,5	0,7	0,3	1,0	2,9	4,7	5,5
Résultat opérationnel courant	0,1	0,2	-0,4	0,2	1,3	2,3	3,0
Résultat opérationnel	0,1	0,2	-0,4	0,2	1,3	2,3	3,0
Résultat financier	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
Impôts	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,3	-0,5	-0,7
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	0,1	0,2	-0,6	0,1	0,8	1,5	2,0
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	3,7	4,0	4,2	7,7	20,9	20,1	19,3
BFR	0,7	0,5	2,9	3,4	5,2	6,0	6,4
Disponibilités + VMP	0,2	0,4	4,0	2,8	3,2	4,6	7,1
Capitaux propres	0,8	1,0	6,9	7,0	15,9	17,4	19,4
Emprunts et dettes financières	2,2	3,3	4,0	6,3	12,8	12,8	12,8
Total Bilan	5,6	6,3	12,9	17,1	35,4	39,9	42,5
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Marge brute d'autofinancement	0,2	0,3	0,1	0,8	2,4	3,9	4,6
Variation de BFR	0,0	0,0	-2,5	-0,2	-1,8	-0,8	-0,4
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	0,2	0,3	-2,4	0,6	0,6	3,1	4,2
CAPEX nets	-0,2	-0,2	-0,4	-0,8	-0,8	-1,6	-1,7
FCF	0,0	0,1	-2,8	-0,2	-0,2	1,5	2,5
Augmentation de capital	0,0	0,0	7,2	0,0	8,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	0,0	0,0	2,0	6,5	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	-0,1	0,0	7,1	2,0	14,5	0,0	0,0
Variation de trésorerie	-0,1	0,1	3,5	-1,1	0,3	1,5	2,5
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Variation chiffre d'affaires	NA	61,8%	140,2%	8,3%	94,2%	49,4%	6,4%
Marge EBE	5,7%	4,8%	0,8%	2,5%	3,8%	4,0%	4,5%
Marge opérationnelle courante	1,4%	1,2%	-1,0%	0,4%	1,7%	2,0%	2,4%
Marge opérationnelle	1,4%	1,2%	-1,0%	0,4%	1,7%	2,0%	2,4%
Marge nette	0,8%	1,0%	-1,7%	0,2%	1,1%	1,3%	1,7%
CAPEX (% CA)	2,4%	1,4%	1,1%	2,0%	1,0%	1,4%	1,4%
BFR (% CA)	7,6%	3,3%	7,9%	8,4%	6,7%	5,2%	5,2%
ROCE	2,0%	2,8%	-3,7%	1,2%	3,8%	6,5%	8,7%
ROCE hors GW	2,0%	2,8%	-4,1%	1,8%	12,0%	20,6%	28,5%
ROE	9,4%	15,5%	-8,9%	0,9%	5,3%	8,7%	10,5%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Gearing (%)	248,8%	295,6%	0,3%	49,7%	60,8%	47,1%	29,4%
Dettes nettes/EBE	3,8	4,0	0,1	3,5	3,3	1,8	1,0
EBE/charges financières	13,1	12,9	3,3	6,3	15,6	18,4	21,2
Valorisation	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	0,0	9,7	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Nombre d'actions moyen (en millions)	0,0	9,7	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Cours (moyenne annuelle en euros)	0,0	0,0	6,4	6,6	6,0	6,0	6,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	0,0	0,0	27,1	28,1	25,6	25,6	25,6
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	2,1	2,9	0,0	3,5	9,6	8,2	5,7
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	-0,1	-0,1	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	2,0	2,8	26,5	30,8	34,5	33,0	30,5
VE/CA (x)	0,2	0,2	0,7	0,8	0,4	0,3	0,2
VE/EBE (x)	3,7	3,9	95,2	31,0	11,8	7,1	5,5
VE/ROC (x)	15,4	15,0	-74,7	178,2	26,1	14,5	10,2
P/E (x)	0,0	0,0	-43,8	456,3	30,3	17,0	12,6
P/B (x)	0,0	0,0	3,9	4,0	1,6	1,5	1,3
P/CF (x)	0,0	0,0	-11,3	48,4	41,7	8,4	6,1
FCF yield (%)	-0,6%	4,7%	-10,7%	-0,7%	-0,5%	4,5%	8,1%
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Bnpa		15,7	-0,1	0,0	0,2	0,4	0,5
Book value/action		0,1	1,6	1,7	3,7	4,1	4,6
Dividende /action		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations :

Achat: Depuis le 11/10/2023

Accumuler:

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui

« Disclaimer / Avertissement »

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Obiz (la « Société ») et est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la Société, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la Société, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude.

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate.

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient.

Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus."

EuroLand Corporate
17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80