

**Achat**

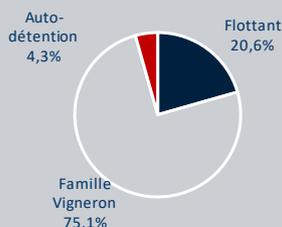
<b>Objectif de cours</b>	<b>43,2 €</b>
Cours au 03/12/2024	34,90 €
<b>Potentiel</b>	<b>24%</b>

<b>Données valeur</b>		
DKUPL-FR		
Euronext Paris		
Capitalisation (M€)		145
Nb de titres (en millions)		4,2
Volume moyen 12 mois (titres)		770
Extrêmes 12 mois	217 €	42,5 €

<b>Performances boursières</b>				
<b>Performances (%)</b>	<b>Ytd</b>	<b>1m</b>	<b>3m</b>	<b>12m</b>
Perf. Absolue	26,4%	1,9%	9,7%	45,1%
Perf CAC Small	-4,5%	-3,1%	0,9%	2,2%

<b>Données financières (en M€)</b>					
	<b>au 31/12</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
CA		199,7	215,7	237,6	261,3
var %		10,2%	8,0%	10,2%	10,0%
EBE		24,6	21,8	26,3	31,2
% CA		12,3%	10,1%	11,1%	11,9%
ROC		17,5	14,9	18,6	22,9
% CA		8,8%	6,9%	7,8%	8,8%
RN		12,4	9,6	12,5	15,6
% CA		6,2%	4,5%	5,3%	6,0%
Bnpa (€)		3,1	2,4	3,1	3,9
ROCE (%)		25%	22%	30%	40%
ROE (%)		24,3%	16,8%	18,7%	19,9%
Gearing (%)		-3,9%	-19,6%	-35,8%	-49,7%
Dettes nette		-2	-11	-24	-39
Dividende n (€)		0,9	0,8	1,0	1,2
Yield (%)		3,0%	2,2%	2,8%	3,6%

<b>Multiples de valorisation</b>				
	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
VE/CA (x)	0,6	0,6	0,5	0,4
VE/EBE (x)	4,6	5,7	4,3	3,2
VE/ROC (x)	6,5	8,4	6,1	4,3
P/E (x)	9,4	14,4	11,0	8,8

**Actionnariat****Un changement de paradigme réussi**

Acteur majeur du marketing digital en France, Dékuple (ex ADLPartner) est un groupe familial à suivre de près. Fin 2020, la société a entamé son plan stratégique quinquennal «Ambition 2025» avec pour objectif de devenir un leader européen du marketing de données. Le groupe bâtit ainsi son projet autour de la croissance organique de ses activités ainsi que d'acquisitions stratégiques comme Converteo, Reech, Brainsonic ou encore GUD.berlin. Fort de son positionnement unique sur le marché en plein essor de l'exploitation des données marketing et doté d'une expertise technologique différenciante, Dékuple a depuis lors considérablement amélioré ses fondamentaux et enregistré une croissance soutenue de son chiffre d'affaires (TCAM 2020-2023: +12,7%). Nous initions le titre avec une recommandation à Achat et un objectif de cours de 43,2€, traduisant un potentiel de hausse significatif (+24% d'upside).

**Un virage vers le marketing digital réussi**

Dékuple a su capitaliser sur son héritage historique (marketing par abonnement presse) pour se transformer et devenir un acteur agile, présent sur différents segments d'activité (marketing digital, conseil, assurances). Avant d'entamer sa transition vers le marketing digital, le groupe affichait une croissance molle (TCAM 2014-2020 +2,8%). La croissance s'est ensuite nettement accélérée entre 2020 et 2023 avec un TCAM de +12,7% sur la période (CA 2023 proche de 200 M€). Nous estimons que Dékuple pourrait atteindre un niveau de chiffre d'affaires proche des 250 M€ à horizon 2025.

**Une politique de croissance externe judicieuse**

La croissance externe joue un rôle important dans le développement de Dékuple. Avec des acquisitions telles que Converteo (cabinet de conseil en transformation digitale), l'actuel fer de lance de la croissance du groupe, Brainsonic (marketing d'engagement), Reech (marketing d'influence) ou encore GUD.berlin plus récemment, Dékuple a su diversifier son offre et étoffer son expertise technologique (notamment en termes d'IA et d'analyse de données). Avec 19,2 M€ de trésorerie nette (ex IFRS 16) au terme de l'exercice 2023, Dékuple continue de disposer d'une puissance de feu conséquente pour financer ses prochaines acquisitions.

**Des relais de croissance en nombre**

Si les activités BtoC (abonnements presse magazine) devraient connaître quelques turbulences du fait du déclin structurel de la presse papier, le groupe dispose de catalyseurs forts. Sur le BtoB (marketing digital conseil en transformation numérique), la croissance des activités permet à la société de dégager des FCF largement positifs.

Sur le long terme, la société se positionne sur des secteurs porteurs (marketing digital, conseil en data & technologies, etc.) et compte bien intégrer les innovations liées à l'intelligence artificielle et à l'exploitation des données 'first-party'. Avec la disparition progressive du marketing basée sur les cookies-tiers et la data 'third party', la société se place en figure de proue de la tendance. En outre, l'exposition à une clientèle retail dans un contexte de reprise de pouvoir d'achat et de ralentissement de l'inflation devrait permettre à Dékuple de se dégager une place parmi les leaders européens du marketing de données.

Enfin, la montée en puissance du marketing digital dans le mix de Dékuple (63% au S1 2024 vs 31% en 2019) devrait avoir un effet positif sur les marges du groupe.





Acteur historiquement positionné sur la presse magazine, Dékuple est récemment entré dans une nouvelle phase ambitieuse de son développement. Portée par une croissance externe réussie et sous l'impulsion du PDG Bertrand Laurioz, le groupe opère une stratégie d'acquisitions et d'intégrations dans le marketing digital. La société s'appuie également sur ses segments d'activité historiques générateurs de cash avec d'une part la presse magazine (36% du CA 2023), et d'autre part les assurances, bien que ce dernier soit minoritaire (4% du CA 2023). Dékuple fait état d'un bilan solide capable de financer les prochaines acquisitions et affiche une dette nette négative (-19,2 M€ en 2023, ex IFRS 16).

## Pourquoi investir dans Dékuple ?

### Un potentiel de croissance significatif



TCAM 2023-2026  
**9,4%**

### Une topline solide



**>80%** de marge  
brute en 2023

### Une entreprise familiale



**≈75%** du capital  
détenu par la  
famille

### Une exposition à des marchés dynamiques



Ex: TCAM de  
**+13,1%** à horizon  
2032 dans la  
publicité digitale

### Un bilan résilient



Une position cash  
nette de 19,2 M€ (ex  
IFRS 16)

### Un upside important



**+24%** de potentiel  
de hausse

# Sommaire

<b>ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT</b>	<b>4</b>
<b>SWOT</b>	<b>5</b>
<b>HISTORIQUE</b>	<b>6</b>
<b>UNE RÉUSSITE PROPULSÉE PAR UNE POLITIQUE DE RECRUTEMENT CLEF</b>	<b>9</b>
<b>STRUCTURE DE L'ACTIONNARIAT</b>	<b>8</b>
<b>UNE ORGANISATION EN TROIS SEGMENTS COMPLÉMENTAIRES</b>	<b>9</b>
UNE CROISSANCE AXÉE AUTOUR DES ACTIVITÉS DE MARKETING DIGITAL (60% DU CA)	9
LA PRESSE MAGAZINE, MÉTIER HISTORIQUE (35% CA)	14
POLE ASSURANCES (5% CA)	16
<b>UNE ACTIVITÉ M&amp;A À LA HAUTEUR DE SES AMBITIONS...</b>	<b>17</b>
<b>...NON SANS DÉFI</b>	<b>18</b>
<b>UN ANCRAGE SOLIDE DANS UN MARCHÉ EN CROISSANCE (MARKETING DIGITAL)</b>	<b>19</b>
<b>UN MARCHÉ RÉMUNÉRATEUR EN DÉCLIN STRUCTUREL (PRESSE MAGAZINE)</b>	<b>21</b>
<b>DES FONDAMENTAUX STIMULÉS POUR AMBITION 2025</b>	<b>22</b>
ÉVOLUTION DE LA TOP LINE	22
UN APPORT BÉNÉFIQUE SUR LES MARGES	26
UN BILAN SOLIDE SOUTENU PAR UNE GÉNÉRATION DE CASH POSITIVE	26
<b>PERSPECTIVES</b>	<b>27</b>
ÉVOLUTION DE LA TOP LINE	27
ENCORE DU POTENTIEL SUR LA RENTABILITÉ	29
HORIZON DÉGAGÉ POUR LA GÉNÉRATION DE CASH	30
<b>VALORISATION DE DÉKUPLE</b>	<b>31</b>

## Argumentaire d'investissement

### Une complémentarité de l'offre qui a le vent en poupe

Créée en 1972 sous le nom de France Abonnements, Dékuple s'est dans un premier temps tournée vers le marketing direct à travers la vente d'abonnements de presse par correspondance. Par la suite, le groupe a progressivement orienté ses activités vers le marketing et le conseil digital. La montée en puissance de ce nouveau segment a considérablement renforcé les perspectives de croissance et de marges du groupe. Entre 2020 et 2023 le TCAM atteint +12,7% (contre seulement +3,9% entre 2017 et 2020). Par ailleurs, la société continue de s'appuyer sur la nature récurrente de ses activités historiques à portefeuilles (abonnements magazines et assurances) pour financer son développement. Au terme du S1 2024, les revenus associés aux activités de marketing digital représentent ainsi près de 63% des revenus contre 31% en 2019.

### Un plan quinquennal ambitieux et sur de très bons rails

En 2020, Dékuple a initié son plan stratégique Ambition 2025 avec pour objectif de devenir un leader européen du data marketing cross canal. Le plan prévoit notamment de doubler les revenus de la société en assurant un mix équilibré entre la croissance organique et le M&A. D'autre part, le renforcement de l'ancrage international du groupe ainsi que la poursuite des investissements dans la technologie (Big data, IA...) constituent également des piliers du projet. Depuis lors, le chiffre d'affaires de Dékuple a atteint le seuil des 200 M€ en 2023, enregistrant ainsi une croissance annuelle moyenne de +12,7% depuis le lancement du plan stratégique. Dékuple a aussi étoffé son offre et sa puissance technologique avec différentes acquisitions au cours des dernières années à l'image de Reech ou De Brainsonic. Enfin, le groupe continue d'étendre son empreinte géographique avec le développement de l'activité en Chine depuis deuxans, l'arrivée de son cabinet de conseil Converteo en Amérique du nord (États-Unis et Canada) ainsi que l'acquisition de GUD.berlin en Allemagne.

### Une expertise technologique grâce à des acquisitions stratégiques

L'excellence technologique est également au cœur de la stratégie de Dékuple. D'une part à travers Converteo, son cabinet de conseil spécialisé en stratégie data et digitale mais également par l'intermédiaire des nombreuses acquisitions réalisées depuis 2020 dans des entreprises innovantes. Ces dernières, à l'image de Reech (2021), Brainsonic (2022), Le Smart Traffik (2023) ou plus récemment de CoupdePoiing (2024) renforcent l'offre de Dékuple dans des domaines en plein essor et augmentent considérablement le potentiel de croissance et de rentabilité du groupe.

### Des fondamentaux attractifs

En plus d'améliorer la qualité de l'offre de Dékuple, le virage vers le marketing digital et le conseil numérique permet au groupe d'afficher des fondamentaux attractifs. Comme évoqué précédemment, la croissance des revenus a pris un tournant après 2019 avec des revenus en hausse de +44% entre 2019 et 2023. Sur cette même période, le ROC du groupe a augmenté de +128% à 17,5 M€ (MOC 2023 de 8,8% vs 6,7% en 2019). Nous tablons sur un TCAM 2023-2026e de +9,4% des ventes ainsi que d'une amélioration de 190 bps de la MOC entre 2024 et 2026.

Dékuple dispose également d'une excellente capacité de génération de cash avec des FCF 2023 qui s'établissent à 21 M€ (vs 3 M€ en 2019). Le groupe dispose d'une très solide position de trésorerie nette (Ex IFRS 16) de 15,1 M€ au terme du S1 2024. Fort d'une trésorerie brute de 59 M€, Dékuple dispose d'une puissance de feu conséquente pour financer de potentielles acquisitions stratégiques.

### Une valorisation toujours abordable

Avec un cours en hausse de plus de 25%, le titre affiche une excellente performance depuis le début de l'année. Actuellement valorisé 11x PER 2025e, le titre affiche un niveau de valorisation toujours accessible qui laisse selon nous de l'upside au titre.

## SWOT

### Forces

- Une capacité à combiner des expertises en data science, en intelligence artificielle et en marketing pour accompagner les entreprises dans l'optimisation de leurs stratégies de relation client et de croissance.
- Des plateformes technologiques différenciantes notamment en marketing d'influence (Reech), en Native advertising (Ividence) et en achat d'articles sponsorisés (RocketLinks)
- Un portefeuille d'activité diversifié: allant du marketing digital à l'abonnement magazines, en passant par les produits d'assurance et au conseil.
- Un positionnement historique sur un segment générateur de cash (la presse magazine).
- Des synergies notables entre les différents pôles d'activité.
- Une structure familiale (capital détenu à 75% par la famille fondatrice) et une direction stable.
- Un portefeuille prestigieux (la société travaille avec 2/3 des entreprises du CAC 40).

### Opportunités

- Possibilité d'étendre l'empreinte géographique du groupe (ex arrivée de Convertio en Amérique du Nord en 2024, activité en Chine).
- La disparition des cookies tiers, favorisant l'accès aux datas first-party (en opposition aux datas third-party).
- Un besoin grandissant pour les entreprises de s'adapter aux nouvelles techniques de marketing au profit des stratégies incluant de l'IA.

### Faiblesses

- Une surexposition au marché français avec plus de 90% de ses ventes générées en France.
- Faibles barrières à l'entrée sur certaines activités BtoB, notamment pour les agences marketing
- Une taille encore modeste par rapport aux leaders du secteur (ex: Publicis dont la capitalisation actuelle avoisine les 25 Mds€).

### Menaces

- Les revenus du marketing digital sont sensibles au cycle économique et le secteur est également sujet à une compétition intense.
- L'évolution rapide de nouvelles technologies peut rendre les solutions de Dékuple obsolètes.

## Historique

Créé en 1972 par Philippe Vigneron, France Abonnements est d'abord positionné dans le marketing relationnel. L'entreprise opère alors dans la vente d'abonnements magazines, travaillant avec des éditeurs de presse pour stimuler les abonnements et accroître la fidélité des lecteurs. Ce modèle d'affaires, basé sur des campagnes de marketing direct par voie postale et par téléphone, a permis à la société de se développer et de construire une base de plusieurs millions d'abonnés qui a été soutenue par le développement de l'offre de magazine à durée libre et des partenariats en marque blanche via la filiale ADLPartner. Avec l'arrivée d'internet, la société a vu l'opportunité de se diversifier et de transformer son modèle d'affaires. Le marketing direct traditionnel a ainsi évolué vers le marketing digital, et l'entreprise a commencé à offrir de nouveaux services numériques.

En 1998 ADLPartner lance ainsi sa première campagne de marketing par e-mail et entre en bourse la même année. Ce n'est que sept ans plus tard qu'ADLPartner et France Abonnements fusionnent. Jean Marie Vigneron, second PDG en date, prend alors la direction du groupe en assurant une présidence familiale, marque de fabrique du groupe.

Par la suite, la société s'est aussi orientée vers la collecte et l'analyse de données numériques, utilisant ces informations pour affiner ses stratégies de ciblage et améliorer les performances des campagnes de ses clients. Au fil des années, ADLPartner a développé une expertise dans le data marketing et s'est positionnée en tant que référence en France dans ce domaine.

L'augmentation de la demande pour des stratégies de marketing plus personnalisées et axées sur les données a constitué une aubaine pour l'entreprise. Cette transition a été cruciale pour la société, qui a rapidement intégré des techniques de data-driven marketing, et a élargi ses services pour inclure des outils CRM (Customer Relationship Management) et d'optimisation de l'expérience client.

Afin d'accentuer son virage vers le marketing numérique et d'étoffer son expertise technologique, ADLPartner s'est également appuyé sur la croissance externe. En effet, le parcours du groupe est jalonné d'acquisitions stratégiques à l'image de Converteo (2014), son cabinet de conseil spécialisé dans la transformation digitale et l'optimisation des performances marketing et commerciales des entreprises.

En 2020, ADLPartner a initié le plan stratégique quinquennal Ambition 2025. Par ce dernier, le groupe vise à devenir un leader européen du data marketing cross canal et entend doubler son chiffre d'affaires entre 2020 et 2025. ADLPartner prend alors le nom commercial de Dékuple (2021) et le marketing digital devient le pilier de la croissance du groupe passant de 30% du CA en 2019 à 63% au S1 2024.

Au cours de cette période Dékuple s'est appuyé sur l'excellente dynamique de Converteo pour croître organiquement (TCAM 2019-2023 +27,8%) tout en continuant d'intégrer de nouvelles sociétés à l'image de Reech (2021), de Brainsonic (2022), du Nouveau Bélier et de Smart Traffik (2023) ou plus récemment d'Ereferer, GUD.berlin et CoupdePoing (2024).

Ces opérations stratégiques ont considérablement redessiné le profil du groupe et les revenus ont progressé à un TCAM de +12,7% entre 2020 et 2023 contre seulement +3,9% entre 2017 et 2020. La plus forte pondération du marketing digital dans le mix a aussi permis au groupe de d'améliorer ses marges et sa capacité de génération de cash. Cette progression s'est matérialisée dans l'évolution de la capitalisation boursière du groupe qui gravite aujourd'hui autour de 150 M€ (vs 59 M€ à fin 2019).

## Une réussite propulsée par une politique de recrutement clef

Dékuple s'articule aujourd'hui autour d'une équipe. La société se positionne comme un acteur majeur dans le marketing et la communication, en grande partie grâce à une stratégie de recrutement ciblée, un investissement substantiel dans la formation, et une forte tradition familiale dans son management.



### Bertrand Laurioz – Président Directeur Général

Diplômé de Polytechnique en 1990, Bertrand Laurioz a rejoint le Groupe Dékuple en 2019 en tant que Président Directeur Général. Il est le troisième dirigeant familial à diriger l'entreprise. Monsieur Laurioz a joué un rôle crucial dans la transformation stratégique de Dékuple, en particulier en impulsant le plan "Ambition 2025" qui vise à faire de l'entreprise un leader européen du marketing de données.



**Emmanuel Gougeon**  
Directeur Général Adjoint  
Groupe Finances, M&A & DSI



**Marie-Laure Ricard**  
Directrice Ressources  
Humaines  
Et RSE Groupe



**Philippe Le Meau**  
Directeur Stratégie,  
Marketing et Communication  
Groupe



**Claude Charpin**  
Directeur Commercial  
Groupe



**NANCY FAURE**  
Directrice Générale du Pôle  
Solutions Abonnements



**GUILLAUME MIKOWSKI**  
CEO de Brainsonic - Pôle  
Marketing d'engagement



**CLAUDE CHARPIN**  
Directeur Général du Pôle  
Services Marketing France



**ARNAUD DELPIERRE**  
Directeur Général du Pôle  
Assurance



**THOMAS FAIVRE-DUBOZ**  
Directeur Associé & Directeur  
Général du Pôle Conseil



**RAPHAËL FÉTIQUE**  
Directeur Associé & Directeur  
Général du Pôle Conseil



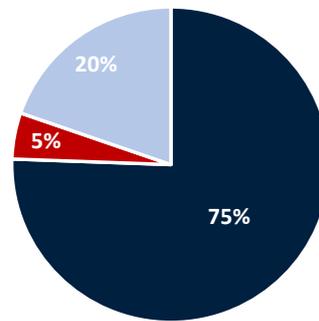
**RODRIGO SERRANO**  
Directeur Général du Pôle  
Services Marketing Iberia

## Structure de l'actionariat

Dékuple bénéficie d'une structure actionnariale stable et familiale depuis sa création en 1972. Le capital social est détenu à hauteur de 75,1% par son actionnaire de référence la famille Vigneron, qui conserve des droits de vote à hauteur de 87,1%, avec un flottant à 20,6% du capital.

### Structure de l'actionariat

---



■ Groupe familial Vigneron ■ Titres auto-détenus ■ Public

---

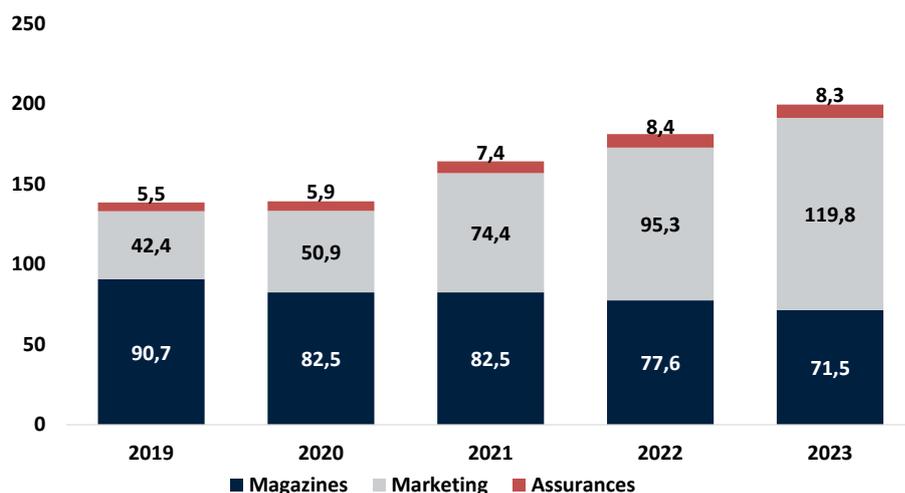
Source : Euroland Corporate

## Une organisation en trois segments complémentaires

L'organisation du groupe Dékuple s'articule autour de trois segments d'activités principaux. Dans un premier temps, le segment Solutions Abonnements incarne les activités historiques de la société et représente près de 36% du CA 2023 soit 71,5 M€. Au sein de cette activité, le groupe commercialise des abonnements magazines depuis plus de 40 ans. À travers le pôle Courtage en Assurance Dékuple propose des produits d'assurance affinitaire par marketing direct via la marque AvoCotés Assurances. Avec un CA 2023 de 8,3 M€, le segment apporte une contribution modeste aux revenus du groupe (4,2% du CA 2023).

Alors que les deux premiers segments ciblent une clientèle BtoC, l'activité Conseil et Services en Marketing Digital s'adresse directement aux entreprises. Fer de lance de la croissance du groupe, le Marketing Digital représente 60% des revenus en 2023 (soit près de 120 M€). Dékuple y fournit des services de conseil en data & technologie marketing à travers son cabinet Converteo ainsi que des prestations au sein de ses différentes agences de marketing. La puissance du modèle d'affaires de Dékuple réside dans la capacité du groupe à s'appuyer sur la récurrence des revenus provenant des activités BtoC afin de développer les activités à fort potentiel de croissance, représentées par le Conseil et le Marketing digital.

### Chiffre d'affaires par segment (en M€)



Source : Société, Euroland Corporate

### 1) Une croissance axée autour des activités de marketing digital (60% du CA 2023)

Le marketing digital englobe les solutions numériques et data-driven pour accompagner les marques dans leur stratégie de croissance. En utilisant différents canaux médiatiques (mails, réseaux sociaux, TV...), les entreprises cherchent à promouvoir leurs produits, services et marques auprès d'un public connecté. Pour Dékuple, il s'agit de campagnes marketing personnalisées, de gestion des données clients, et de stratégies multicanales visant à renforcer l'engagement des consommateurs. La partie data quant à elle, vise à collecter, mesurer et renforcer l'impact de ces stratégies dans l'utilisation concrète qu'en fait la société pour ses clients. La division digitale offre également des services de publicité en ligne, de gestion des réseaux sociaux, d'email marketing et d'optimisation de référencement web (SEO).

En partant d'un modèle principalement basé sur l'activité presse, Dékuple a su orienter une partie significative de ses revenus vers le digital. Le groupe compte aujourd'hui plus de 60% de son chiffre d'affaires dans les activités de marketing digital, avec une marge brute en augmentation de +39% sur l'année 2023 sur le segment. Chez Dékuple, les activités de marketing digital sont réparties en quatre pôles d'activités.

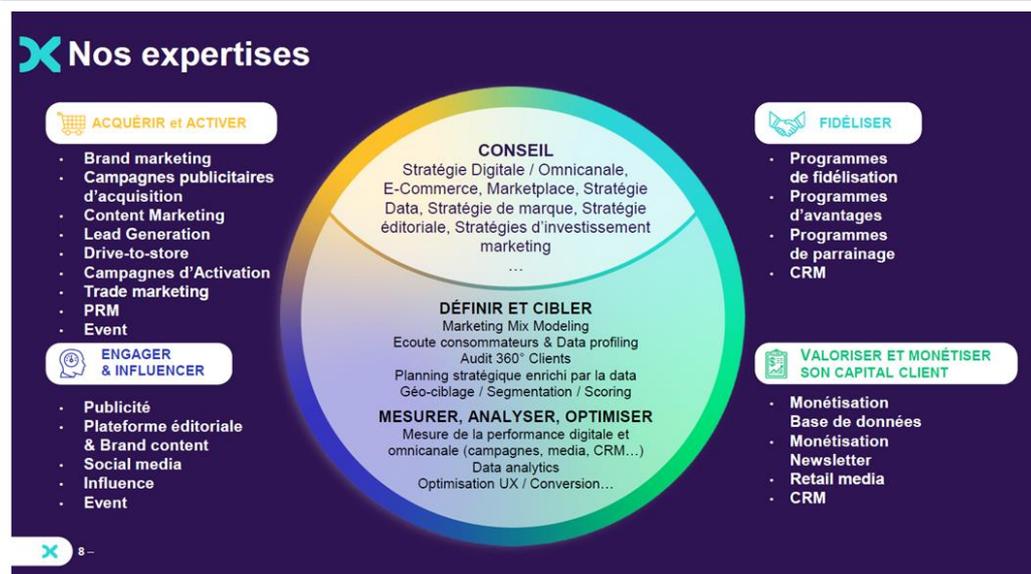
### Pôle conseil & Technologie (Converteo)

Le pôle Conseil & Technologie (TCAM +22,3% 2020-23), est incarné par la filiale Converteo. Pure Player de la data et fondé en 2007 par deux anciens Telecom Paris / HEC, le cabinet est en forte croissance (+20% en 2023). Il emploie des consultants spécialisés sur toute la chaîne de valeur de la data et intervenant auprès de la plupart des industries. En 2023, le cabinet réalise une progression de sa marge brute annuelle de +20%, pour atteindre les 40 M€. Depuis 2020, Converteo s'est imposé comme le maillon fort de la croissance organique du groupe. Le cabinet compte à ce jour plus de 420 consultants contre 15 à son rachat en 2014. La filiale agit sur tout le processus d'exploitation de data pour ses clients (B2B), de la collecte au stockage et à l'analyse, en passant par la modélisation des données. Converteo profite notamment de l'émergence des besoins des entreprises dans des domaines tels que l'intelligence artificielle générative ou encore l'exploitation des données marketing.

### Pôle Engagement marketing (Brainsonic)

À travers sa filiale Brainsonic, Dékuple propose des stratégies et des créations pour engager divers publics (BtoC, BtoB et collaborateurs) dans différents secteurs tels que la grande distribution, la banque-assurance, les médias, l'industrie et la high-tech. L'agence se distingue par ses expertises variées : digital, réseaux sociaux, événementiel, publicité et communication corporate. Riche de 120 collaborateurs et pionnière dans l'utilisation de l'IA générative, Brainsonic propose également des formations spécialisées pour sensibiliser les dirigeants et les professionnels de la communication aux avantages concrets de l'IA, tout en les aidant à se préparer pour l'avenir. L'année de son rapprochement avec Dékuple (2022) l'agence a réalisé un chiffre d'affaires avoisinant 17 M€. Au niveau du reporting, les revenus du pôle Engagement marketing sont comptabilisés dans le sous-segment Agences et solutions marketing France.

### Des pôles complémentaires dans le digital



Source : Société

### Agences et solutions marketing - France

Le pôle Agences et Solutions marketing France fédère d'une part des agences conjuguant des talents stratégiques, créatifs et data pour créer et mettre en œuvre les dispositifs marketing les plus performants, et d'autre part des solutions MarTech interfaçables avec les principales plateformes du marché pour maximiser les performances data marketing. La filiale comprend en son sein différentes entités dont Le Nouveau Bélier, Reech, Smart Traffik, Leoo, Ividence Dékuple Ingénierie Marketing ou Groupe Grand Mercredi. Ce pôle s'est non seulement étendu en France mais également en Chine, intégrant avec succès de nouvelles acquisitions. Plus récemment, l'acquisition d'Ereferer par Reech (2024) permet également au groupe de mettre à disposition de ses clients une plateforme self-service entièrement automatisée, reconnue pour son efficacité et sa simplicité d'utilisation en matière de Netlinking. L'ensemble de l'offre du pôle est résumée ci-dessous:

Dekuple Ingénierie Marketing	
<b>Datamatch</b>	Un référentiel de +30 millions de contacts opt-in en email, téléphone, courrier et SMS
<b>Family Square</b>	Une solution de géomarketing enrichie grâce aux données socio-démographiques, permettant une amélioration de 15 à 60% de la rentabilité des campagnes marketing
<b>Ividence</b>	Une plateforme technologique qui se spécialise dans l'emailing programmatique. Elle aide les entreprises à cibler les bons clients potentiels en utilisant des données comportementales et démographiques en proposant des campagnes d'email marketing segmentées. La plateforme permet aux éditeurs d'emails de monétiser leur base d'abonnés, tout en offrant aux annonceurs un moyen de diffusion de messages publicitaires pertinents.
<b>Reech Influence Cloud</b>	Une solution de gestion des campagnes d'influence permettant de toucher 8 millions d'influenceurs en France et à l'International.
<b>Intelligence Senior</b>	Un programme qui vise à comprendre les habitudes, les préférences et les comportements d'achat des seniors. Cette initiative fournit des données aux entreprises qui souhaitent développer des produits et services pertinents pour ce public, tout en adaptant leur stratégie marketing pour répondre à leurs besoins spécifiques. L'activité compte 3,5 millions de seniors touchés par mois et une base propriétaire de 700 000 membres.
<b>Code For Gifts</b>	Une solution configurable de programmes de gratification s'appuyant sur +8000 expériences en France
<b>Leoo</b>	Une solution complète et configurable de programmes de fidélité et de parrainage.
<b>Decide AI</b>	Une Customer Intelligence Platform (CIP) qui propose des solutions de scoring des clients, prospects et campagnes marketing
<b>Ereferer</b>	Une solution de Netlinking à destination des entreprises, destinée à améliorer le référencement organique (SEO)

Source : Société

### Agences et solutions marketing - Iberia

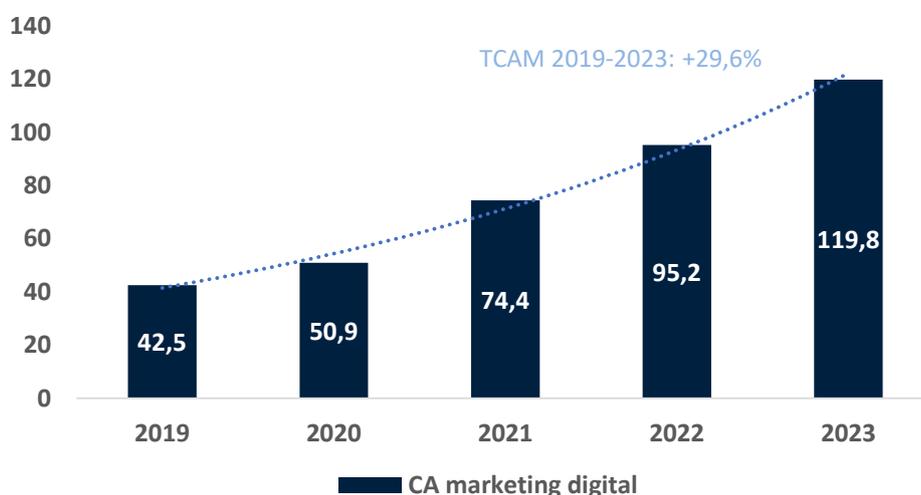
L'agence Iberia, représentée par Dékuple Promoción y Fidelización propose des prestations marketing aux annonceurs, en Espagne et au Portugal, principalement constituées d'opérations de promotion des ventes, de gratification, de fidélisation et de rétention client. Dirigée par Rodrigo Serrano, diplômé du MIT et ancien de McKinsey, l'agence génère la majeure partie des revenus internationaux de Dékuple. Le segment est en légère croissance, et affiche une marge brute de 5,1 M€ contre 4,6 M€ en 2022.

### Un apport considérable sur le profil de croissance et de rentabilité

La pertinence et la complémentarité de l'offre de Dékuple en marketing digital ont permis au groupe de se constituer un portefeuille de clients très étoffé. Ce dernier regroupe des comptes prestigieux tels que *BNP Paribas*, *Air Liquide*, *Carrefour* ou encore *Hermès* ou encore le groupe industriel japonais Sumitomo). Ainsi, Dékuple travaille désormais avec près de 2/3 des entreprises du CAC 40 et dispose d'une notoriété non-négligeable dans le secteur de la publicité en ligne et de la data. Par ailleurs, Dékuple s'est progressivement construit une clientèle diversifiée en termes de secteurs. Cela permet au groupe d'avoir une exposition à des industries cycliques (consommation discrétionnaire, industrie, loisir, automobile, luxe) mais également des industries plus défensives (Banques, alimentaire, télécoms) assurant une forme de résilience à la top line.

L'attractivité de l'offre du pôle marketing digital se matérialise également dans les chiffres. Le segment enregistre un TCAM 2019-2023 proche de +30%.

### Évolution du chiffre d'affaires (En M€)



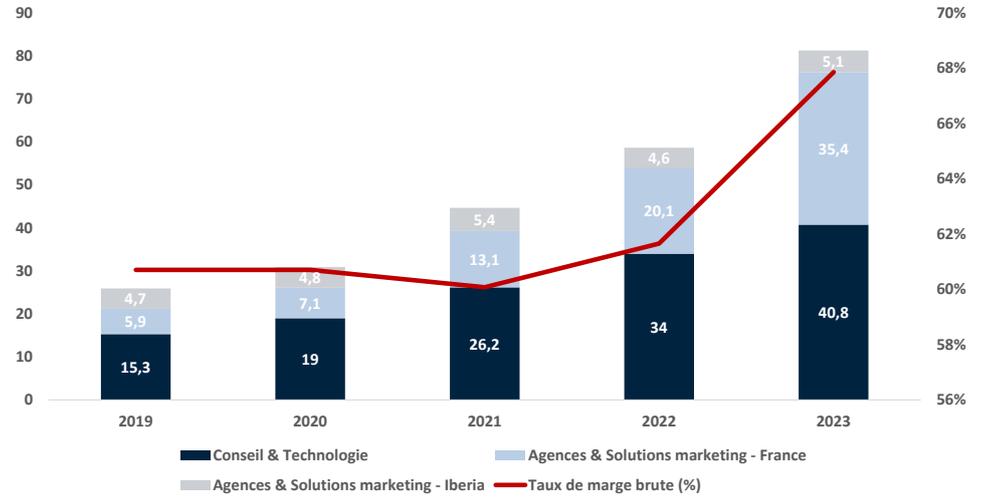
Source : Société

Avec le déroulement du plan stratégique Ambition 2025, le Marketing Digital représente une part croissante au sein du mix produit du groupe. Les revenus associés à ce segment d'activité sont passés de **36%** à **60%** du chiffre d'affaires total entre 2020 et 2023.

La transition effectuée par Dékuple s'aligne sur les tendances du marché et répond aux besoins croissants de digitalisation des entreprises clientes. La plus forte exposition au marketing digital et au conseil constitue ainsi le moteur de croissance du groupe. Au sein du segment marketing, Convertéo incarne cette dynamique avec une croissance annuelle moyenne de +27,8% de ses revenus entre 2019 et 2023.

Les différentes acquisitions du groupe (deux à trois par an en moyenne depuis 2020) ont également contribué à l'évolution positive de la marge brute du segment Marketing digital. Le segment a vu sa marge brute croître de +39 % en 2023, preuve de la pertinence de la digitalisation et de l'adoption des technologies innovantes comme leviers de croissance à faible coûts.

Décomposition de la marge brute du marketing digital



Source : Euroland, Factset

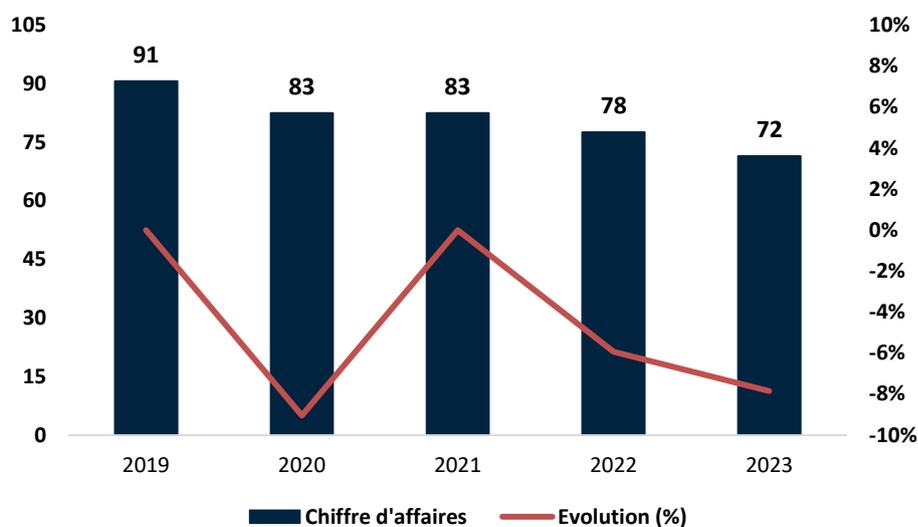
## 2) La presse magazine, métier historique (35% du CA)

Dékupe est historiquement lié au secteur de la presse et détient un rôle clé auprès des éditeurs de magazines en étant un des principaux collecteurs d'abonnements en France. Dans ce domaine, la société propose des solutions d'acquisition et de fidélisation à partir de l'abonnement presse pour le compte de grandes marques partenaires opérant principalement dans les secteurs de la banque, de la grande distribution et des services. Concrètement, le groupe commercialise des abonnements à des magazines via des campagnes marketing directes, notamment par téléphone, courrier ou digital.

Dékupe gère ainsi des offres promotionnelles d'abonnements pour de nombreux magazines dans divers secteurs (culture, actualités, loisirs, etc.), tout en développant des solutions pour prolonger la durée de vie des abonnements et maximiser la satisfaction des clients. L'entreprise combine cette expertise dans les magazines avec des outils de data marketing et des approches omnicanales pour améliorer l'efficacité de ces campagnes. Bien que la vente d'abonnements imprimés reste importante, la transition vers le numérique fait partie intégrante de la stratégie des solutions d'abonnements.

Malgré une volonté de moderniser l'activité, le segment presse chez Dékupe souffre d'un recul structurel, lié à la baisse d'intérêt des lecteurs pour le format papier. Les consommateurs recherchent davantage des formats audiovisuels pour s'informer et se divertir. Les 600 M€ débloqués par l'État en 2010, qui faisaient suite aux États généraux de la presse (2008) visant à améliorer la distribution et moderniser les imprimeries, n'ont pas résolu le problème de fond. De fait, depuis les années soixante, la presse française, et plus particulièrement la presse écrite connaît une érosion continue de sa diffusion.

### Évolution du Chiffre d'Affaires (En M€)



Source : Société

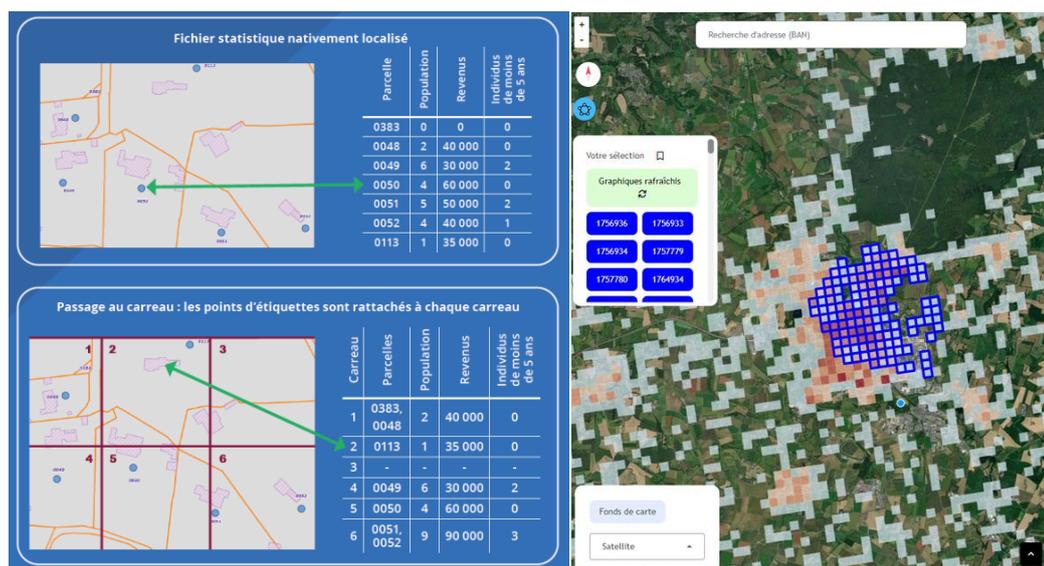
Au S1 2024, le segment affiche une marge brute de 34,1 M€ (-7,0 %). Cette baisse est moins prononcée que celle du portefeuille d'abonnements actifs à durée libre, qui a diminué de -10 % pour atteindre 1,9 M d'abonnements au 30 juin 2024 (contre 2,1 M au 30/06/2023). Cette différence s'explique notamment par un effet prix favorable avec l'augmentation des prix des éditeurs et par un nombre plus élevé de parutions hors-série au premier trimestre 2024 par rapport à l'an dernier.

### Un segment au cœur de la stratégie du groupe

Malgré la tendance structurelle en repli, la poursuite d'investissements commerciaux significatifs et les lancements de nouvelles opérations de fidélisation avec des marques partenaires permettent d'enregistrer des marges suffisantes pour générer des flux de trésorerie, moteurs dans le financement de la croissance dans les activités de marketing digital. Malgré un contexte de consommation défavorable en 2023, Dékuple a maintenu des investissements commerciaux significatifs afin de consolider son portefeuille d'abonnements générateurs de revenus récurrents. Ce dernier apparaît cependant en recul de -10% à 1,9 M d'abonnés actifs au terme du premier semestre 2024..

En effet, le groupe ne compte pas se séparer de son segment historique. La division presse continue d'innover avec par exemple, la récente utilisation des données accessibles en open-source proposés par l'INSEE. Ces données, qui détaillent des informations démographiques et socio-économiques par segments de 200 mètres carrés, aident à mieux comprendre les caractéristiques et les besoins spécifiques des populations locales. L'expertise data du groupe devrait permettre au segment presse de gagner en compétitivité.

### L'exploitation des données au cœur de la stratégie BtoC : exemple de l'exploitation de Family Square, a customer knowledge solution



Source : Société

Ainsi, le segment Solutions Abonnements cherche à adapter plus précisément ses offres de magazines, cibler efficacement ses campagnes marketing, et optimiser sa distribution en fonction des particularités régionales.

### 3) Pôle Assurance (5% du CA)

Le segment Assurance est opéré par la filiale ADLP Assurances et il repose sur le courtage de produits d'assurances affinitaires destinés aux particuliers. Cette activité, opérée en synergies avec le pôle Magazines, se distingue par un modèle disruptif s'appuyant sur la data et les technologies marketing. Elle représente une part relativement stable du chiffre d'affaires du groupe (5% en 2023), avec une marge brute en croissance annuelle moyenne de +10,8% entre 2019 et 2023.

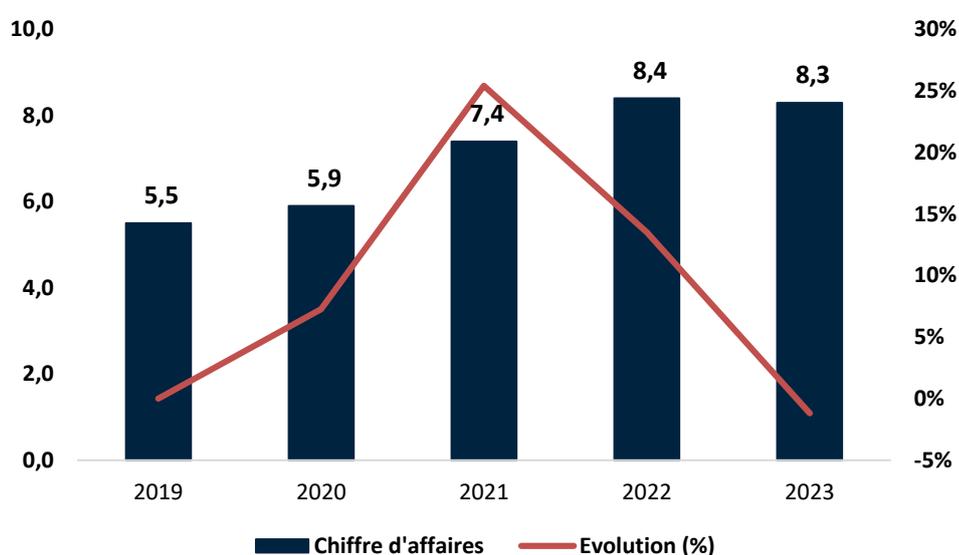
À l'instar du segment Magazines, Dékuple continue d'investir dans ses activités d'assurance malgré une croissance plus modeste que celle affichée par le marketing digital. Le pôle assurance permet également de générer des revenus récurrents utiles au développement des activités du groupe.

Ainsi, en 2023, le segment Assurances a enregistré une marge brute de 2,1 M€, en hausse de +3,1 % par rapport à l'année précédente. Cette croissance fait suite à une augmentation exceptionnelle de +27 % en 2022, à la faveur de l'intégration d'actifs stratégiques de la société InsurTech Qape notamment de sa branche santé complémentaire KOVERS.

Malgré son rôle stratégique au sein des activités de Dékuple, le segment Assurance fait face à un environnement de marché exigeant. De fait, ce type d'assureur peut souffrir des termes de coûts d'acquisition clients souvent supérieurs à cent euros, sur un marché saturé. La satisfaction client est difficile à atteindre, avec des taux de résiliation plus élevés que chez des clients institutionnels.

Toutefois, les activités de Dékuple dans les assurances font l'objet d'un parcours d'achat rapide: les clients BtoC envisagent un ensemble spécifique de produits ou de services, évaluent les différences et prennent une décision dans un délai bref, en opposition avec une clientèle B2B plus susceptible de ralentir les procédés.

#### Évolution du chiffre d'affaires des Assurances (en M€)

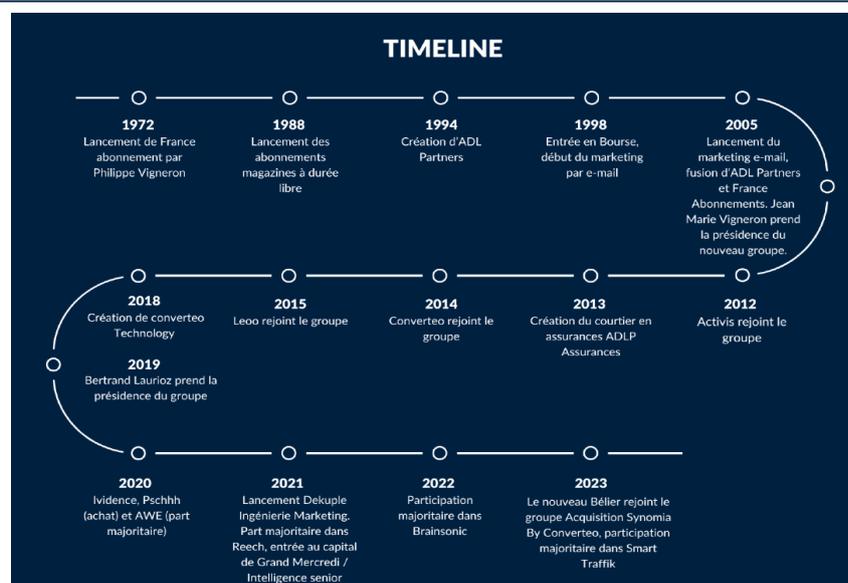


Source : Société

## Une activité M&A à la hauteur des ambitions...

La croissance externe représente un des piliers de la stratégie de développement de Dékuple. L'historique d'acquisitions de la société lui permet d'étoffer son portefeuille d'expertise et de poser des bases solides dans le cadre de sa croissance future à travers des solutions à forte valeur ajoutée. On compte douze acquisitions sur les cinq dernières années, avec une forte propension pour les activités de d'ingénierie marketing et de conseil. Sa capacité à assimiler ces acquisitions à travers les contrats mis en place avec le management de chaque société en fait un atout de taille.

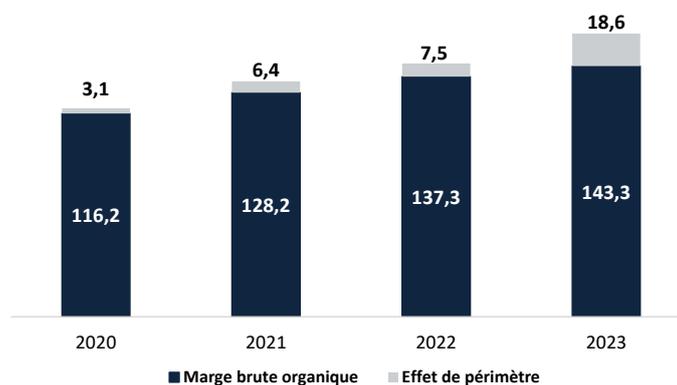
### Une activité de M&A soutenue



Source : Société, EuroLand Corporate

En 2023, le groupe prend une participation majoritaire dans l'agence Le Nouveau Béliér (4 M€ de CA en 2022), spécialisée en stratégie publicitaire pour le secteur du retail. Cette acquisition permet à Dékuple de renforcer les synergies entre les compétences data-driven du groupe et la créativité publicitaire du Nouveau Béliér, offrant ainsi une offre marketing globale aux clients retails. Toujours en 2023, l'acquisition de Smart Traffik a également permis d'alimenter la croissance du groupe grâce au succès de sa solution Okube. Plus récemment, le groupe s'est illustré à travers l'acquisition d'Ereferer, une plateforme automatisée de Netlinking, spécialisée dans l'optimisation de stratégies marketing digital grâce à des solutions à bas prix. En octobre 2024, les agences marketing GUD.berlin et CoupdePoing ont également rejoint le groupe. En plus de d'améliorer l'offre de Dékuple, les acquisitions permettent de stimuler la marge brute du groupe. En 2023, plus de 75% de la croissance est liée aux opérations de M&A.

### Évolution de la marge brute organique (en M€)



Source : Société

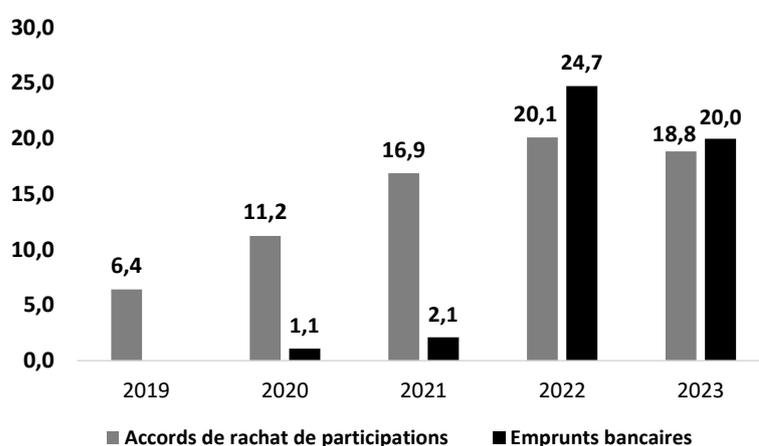
## ...Non sans défi

Les prises de participations de Dékuple s'accompagnent généralement de clauses d'earn-out. Ces dernières permettent aux dirigeants des sociétés acquises de conserver un intérêt financier dans leur entreprise, favorisant ainsi leur engagement et alignant leurs intérêts avec la maison mère.

Pour Dékuple, cela se traduit par un impact sur le bilan financier. Les emprunts et autres dettes financières du groupe sont principalement constitués des engagements de rachat liés aux "earn-out" des actionnaires minoritaires dans des sociétés telles que Converteo, Dékuple Ingénierie Marketing B2B, Reech, Groupe Grand Mercredi, Brainsonic et Le Nouveau Béliet et Smart Traffik. Les earn out à payer s'accumulent ainsi au fur et à mesure des opérations de M&A.

En 2023, ces passifs s'élevaient à 18,8 millions d'euros, contre seulement 2,1 millions en 2021, une augmentation due aux acquisitions réalisées en 2022.

### Évolution de la structure de la dette non-courante (en M€)



Source : Société

Le point d'ombre pour ces acquisitions pourrait se situer dans l'éventualité où Dékuple ne parviendrait pas à intégrer les sociétés acquises, qui s'appuient en général sur des organisations et des processus spécifiques. S'agissant de sociétés émergentes, les différences entre les processus de gestion et de prise de décisions, avec des dirigeants-entrepreneurs fortement impliqués dans leur société pourrait rendre difficile leur maintien et la fidélisation des équipes, limitant ainsi les synergies avec le groupe. Chaque acquisition constitue un relais de croissance important. Ainsi, ne pas réussir l'intégration pourrait se traduire par des délais de mise en œuvre importants, voire un détachement de la société vis-à-vis du groupe et à terme un ralentissement de la croissance.

## Un ancrage solide dans un marché en croissance (marketing digital)

Depuis plusieurs années, le marketing digital est en forte croissance. L'adoption de nouvelles technologies et l'utilisation de l'IA devient de plus en plus courante, stimulant l'innovation dans les solutions de marketing digital. En 2023, le marché de la publicité digitale en France a atteint un chiffre d'affaires de 9 Mds€, marquant un taux de croissance de +6 % par rapport à l'année précédente. L'utilisation progressive des smartphones et d'internet stimule la croissance du secteur. Les réseaux sociaux continuent d'être une plateforme majeure pour la publicité digitale (80,5% des français sont des utilisateurs), avec une part significative des dépenses publicitaires digitales allouée à ces canaux.

### Évolution du Marché de la publicité digitale en France de 2011 à 2023 (Mds €)



Source : Statista

### Croissance du marché

Le marché mondial des investissements publicitaires a atteint un record historique en 2021, enregistrant une croissance exceptionnelle de +22%. Cette hausse spectaculaire est principalement attribuable à la reprise économique post-pandémie et à l'augmentation des budgets publicitaires des entreprises cherchant à regagner la visibilité perdue précédemment. Aujourd'hui, les investissements dans la publicité digitale représentent une part significative de ce marché, contribuant à plus de 60% des dépenses totales en publicité. Cette tendance s'est légèrement affaïssée en 2023 avec un taux de croissance du marché globale à +9% atteignant 9 Mds€ contre +19% l'année passée.

Cependant, le marketing data-driven reste crucial. On estime à 80% la part des annonceurs B2B qui considèrent que cette stratégie améliore la visibilité, et à 70% la part qui estiment qu'elle renforce la crédibilité globale de leur offre. L'IA, avec les chatbots et les outils d'IA générative, devrait jouer un rôle majeur en 2024, avec 75% des spécialistes du marketing prévoyant une domination de ces technologies. La personnalisation devient de plus en plus importante, avec 88% des annonceurs notant une croissance liée à ces efforts.

### Acteurs clés

Le secteur du marketing digital est composé par des agences publicitaires historiques telles que WPP, Omnicom, Publicis, Interpublic, Dentsu et Havas, qui ont su diversifier leurs offres et investir massivement dans le numérique. Parallèlement, de nouveaux acteurs émergent, notamment des cabinets de conseil en stratégie digitale et des agences spécialisées en exploitation de données first party. Des entreprises telles qu'Accenture Interactive et Deloitte Digital se positionnent de plus en plus comme des concurrents sérieux en combinant conseil en transformation digitale et exécution marketing. Cette diversification et l'entrée de nouveaux acteurs intensifient la concurrence, incitant à l'innovation et à l'excellence opérationnelle.

### Évolution du marché du marketing sur les réseaux sociaux (Mds \$)



Source : Statista

### Tendances et perspectives

La publicité digitale est désormais le plus grand segment du marché publicitaire, surpassant les médias traditionnels tels que la télévision, la radio et la presse écrite. Les plateformes de e-commerce, telles qu'Amazon, et les réseaux sociaux, comme Facebook, Instagram, et TikTok, jouent un rôle central en offrant des outils publicitaires sophistiqués et des audiences ciblées.

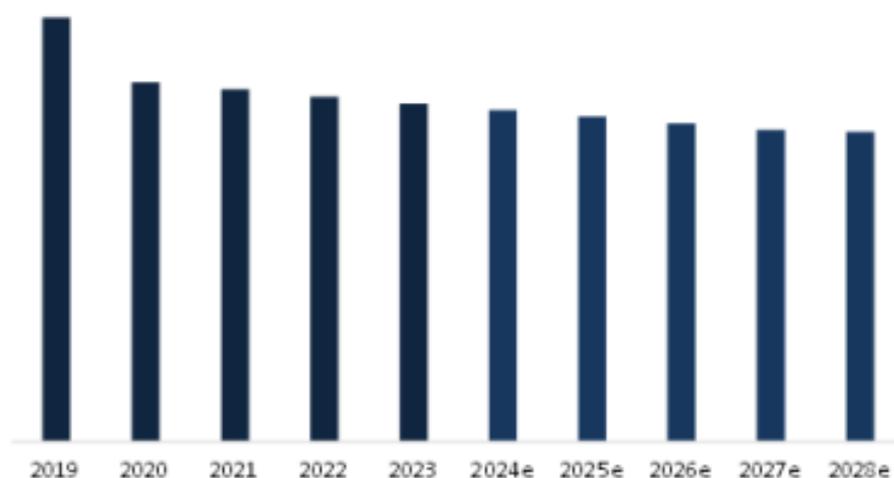
En 2023, le marché de la publicité digitale en France est estimé à 9,3 Mds€ avec un TCAM de +13,1% à horizon 2032. En outre, l'émergence de nouvelles stratégies publicitaires offre des opportunités de personnalisation et de mesure de performance sans précédent. En 2024, le marché de la publicité digitale en France devrait atteindre environ 10 milliards d'euros, marquant une croissance prudente de +8 % selon les prévisions du cabinet Oliver Wyman. Toutefois, le secteur doit également faire face à des défis, notamment la fin imminente des cookies tiers, obligeant les annonceurs à adopter des solutions alternatives pour la mesure et le suivi des performances publicitaires.

## Un marché rémunérateur malgré un déclin structurel (presse magazine)

Depuis l'avènement d'internet et des médias digitaux, le secteur de la presse magazine connaît un déclin structurel, en particulier dans les marchés occidentaux, où l'on a assisté à un abandon notable de l'imprimé au profit de la consommation numérique, diminuant les recettes publicitaires du segment. De fait, le format traditionnel des magazines imprimés est en déclin, les nouvelles générations optant pour du contenu digital au détriment des copies physiques. La diffusion payée en France a chuté d'environ -30 % en 7 ans, témoignant d'une rupture significative avec les habitudes de consommation traditionnelles des lecteurs.

Le marché français reflète spécifiquement cette tendance, avec une diffusion payée pour la presse magazine en baisse de -4,9% cette année. Malgré ce repli, les Français semblent toujours afficher un attachement important à la presse écrite, laissant présager un avenir en demi-teinte pour un secteur en pleine transformation. Ces défis s'inscrivent dans une tendance mondiale plus large, où le secteur enregistre un TCAM de -5,5 % sur les dix dernières années.

### Evolution du marché de la presse magazine en Europe (TCAM 2023-2028e: -2,2%)



Malgré un marché en baisse, le lectorat de la presse en France est resté stable, avec 85% des français lisant la presse mensuellement, et plus des trois quarts au format numérique. La lecture digitale est particulièrement répandue dans la sphère journalistique, où un nombre croissant de Français préfèrent accéder au contenu via cet intermédiaire. Le paysage des canaux de distribution des magazines évolue. Les abonnements directs et les formats numériques gagnent du terrain, représentant actuellement plus de la moitié de la diffusion des magazines, tandis que les points de vente physiques sont responsables d'une part moins importante à environ 37 %.

## Des fondamentaux stimulés par Ambition 2025

### Évolution de la top line

Au terme de l'exercice 2023, Dékuple a enregistré un chiffre d'affaires de 199,7 M€, en hausse de +10,2% par rapport à l'année 2022. Le marketing digital représentait alors 60% du mix produit du groupe, une évolution considérable par rapport à 2019 où les revenus du pôle marketing représentaient moins d'un tiers de ceux de la société.

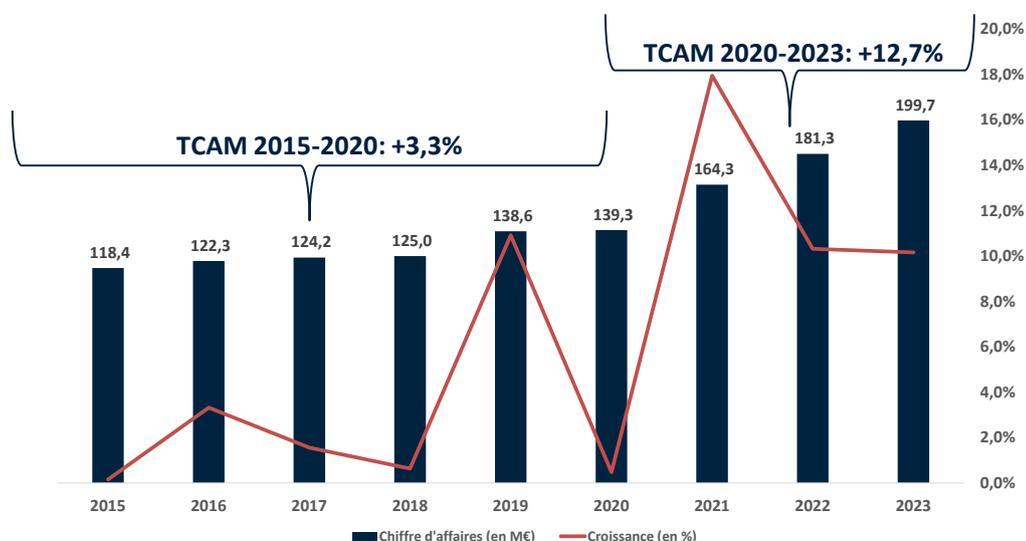
Cette évolution favorable du mix est attribuable au plan *Ambition 2025* par lequel Dékuple se donne pour objectif de devenir le leader européen du data marketing cross canal et de doubler ses revenus par rapport à l'année 2019.

La mise en pratique du plan a été incarnée par la montée en puissance du cabinet de Conseil Converteo (détenu à plus de 75% par Dékuple) ainsi que par une kyrielle d'acquisitions stratégiques depuis 2020 à l'image de Brainsonic, Reech ou plus récemment des agences GUD .berlin et CoupdePoing. Dans le même temps, la part des activités BtoC (Magazines & Assurances) a reculé en partie à cause du déclin structurel de la presse papier.

Le focus sur le pôle Marketing digital a ainsi permis de dynamiser les revenus du groupe en bénéficiant d'une exposition à des tendances de marchés porteuses. L'essor des données marketing ou encore celui de l'intelligence artificielle générative ont fait l'objet d'une demande soutenue notamment auprès du cabinet Converteo. La qualité ainsi que la différenciation de l'offre de Dékuple, notamment en termes d'apport technologique a ainsi permis à son pôle marketing de prendre de l'ampleur.

Cette montée en puissance a redessiné les perspectives de croissance du groupe et a fortement redynamisé la top line de ce dernier. Alors que les revenus de Dékuple affichaient un TCAM modeste de +3,3% entre 2015 et 2020, le CA réalisé une croissance annuelle moyenne à deux chiffres (+12,7%) entre 2020 et 2023.

### Évolution des revenus 2015-2023 (en M€)



Source : Euroland Corporate

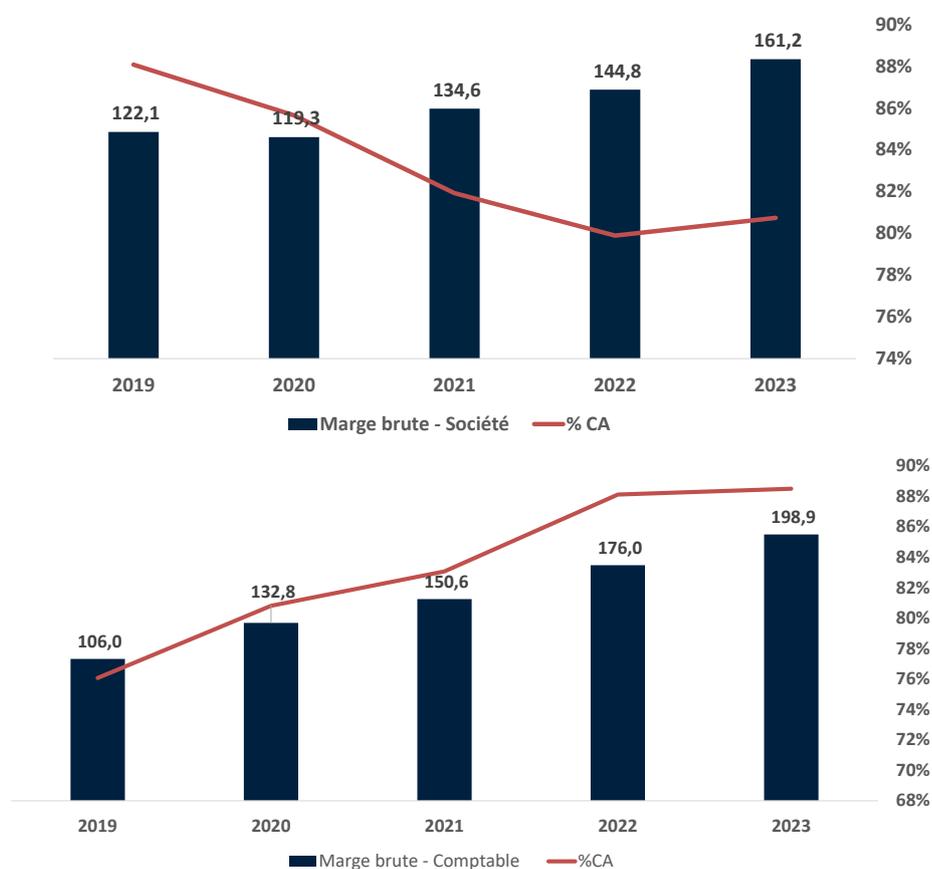
## Un apport bénéfique sur les marges

À l'instar de la croissance, les marges de Dékuple ont pris une nouvelle impulsion avec le tournant vers le marketing digital. La marge brute de la société a progressé de +32% entre 2019 et 2023 pour atteindre 161,2 M€ (TCAM 2019-2023 de +7,2%). Sur la période, la marge brute venant du segment Marketing digital a plus que triplé pour s'établir à 81 M€ en 2023 (+216% vs 2019). Cette progression a permis de limiter l'impact de la baisse de la marge brute du segment magazine (en baisse de -26,4%) mais aussi de servir de levier aux marges opérationnelles.

Il est important de préciser que le taux de marge brute publié par la société ressort en baisse de près de 730 bps sur la période à 80,7%. Cela s'explique par le fait que Dékuple comptabilise le chiffre d'affaires des segments BtoC (assurances et Magazines) en marge brute. Autrement dit ces deux segments ont dans les comptes de la société un taux de marge brute de 100% à l'inverse des activités en marketing digital. La prise d'ampleur de ce segment dans le mix de la société a mécaniquement réduit le taux de marge brute au fil des années.

Nous avons de notre côté reconstitué une marge brute comptable définie comme la différence entre les revenus du groupe et les achats consommés. Cette méthode de calcul montre que la montée en puissance des activités en marketing digital a un effet positif sur le taux de marge brute. Entre 2019 et 2023, ce dernier s'est considérablement amélioré, passant de 74,0% en 2019 à 88,1% en 2023. La progression positive du taux de marge brute permet ainsi à Dékuple d'améliorer ses marges opérationnelles.

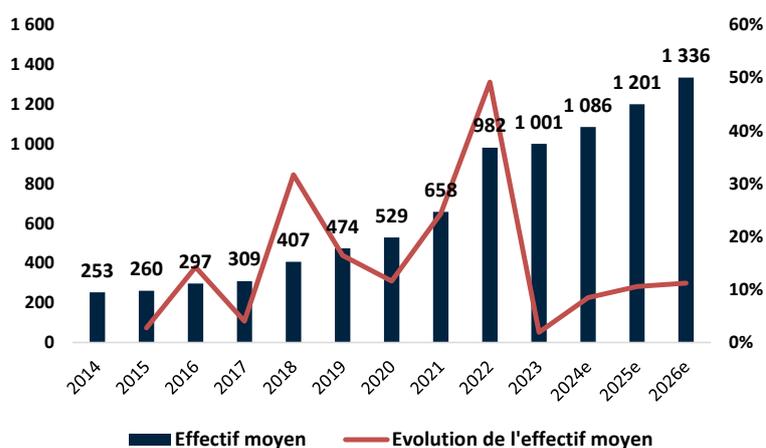
## Évolution de la marge brute, calculée par Dékuple (2019-2023)



Source : Euroland Corporate

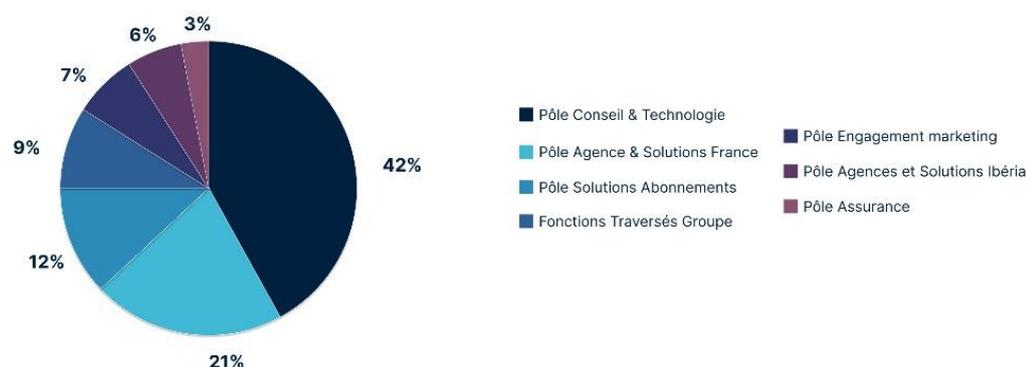
Le déroulement du plan stratégique a également eu pour conséquence d'engendrer une hausse importante des charges externes et des charges de personnels. Ces dernières sont passées de 37,6 M€ en 2019 à 80,6 M€ en 2023, soit une hausse annuelle moyenne de +21,0%. Cette augmentation est attribuable à la hausse des activités marketing dans le mix (30% en 2019 vs 63% au S1 2024) ainsi qu'à la croissance externe qui a renforcé les effectifs du groupe. Avec en moyenne deux à trois acquisitions par an depuis 2020, Dékuple a vu son nombre d'employés évoluer de 529 à 985 collaborateurs sur la période. Par ailleurs, la montée en puissance des activités de conseil avec Converteo a également largement contribué à alourdir la masse salariale du groupe. Le cabinet comptait 180 consultants en 2020 contre plus de 450 aujourd'hui. Malgré la hausse soutenue des charges, la dynamique positive du chiffre d'affaires et de la marge brute a permis à la rentabilité opérationnelle du groupe de progresser considérablement.

### Évolution des effectifs de Dékuple (2014-2023)



Source : Euroland Corporate

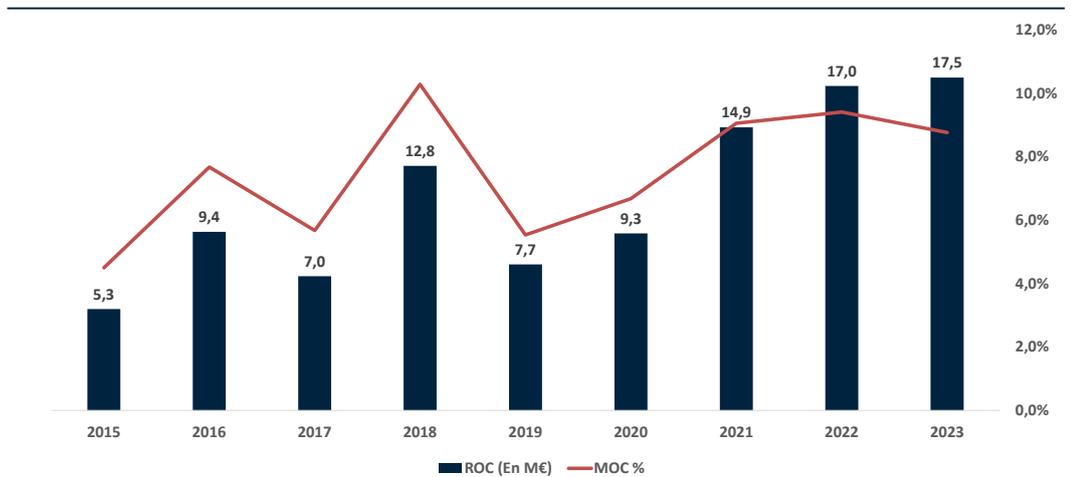
### Répartition du personnel



Source : Euroland Corporate

Entre 2016 et 2019, l'EBE du groupe a progressé à un TCAM de +6,1% contre un TCAM de +19,8% entre 2020 et 2023. Entre 2019 et 2023, l'EBE du groupe a ainsi doublé pour atteindre 24,6 M€ (vs 12,1 M€ en 2019) et le ROC a progressé de +128% à 17,5 M€. Avec des DAP historiquement inférieurs à 4%, cette performance a également été accompagnée par une amélioration de la rentabilité opérationnelle avec une MOC en augmentation de 330 bps sur la période pour atteindre 8,8% en 2023.

### Évolution de la MOC (2015-2023)



Source : Euroland Corporate

### Un bilan solide soutenu par une génération de cash positive

Au bilan, Dékule possède une trésorerie conséquente. Cette dernière ressort à 58,7 M€ au terme du premier semestre 2024 contre 63,4 M€ au 31 décembre 2023.

La dette financière brute s'élève quant à elle à 58,9 M€ au S1 2024, contre 61,6 M€ en 2023. La dette de Dékule est constituée en partie des dettes d'earn-out. Pour rappel, dans le cadre de sa politique de croissance externe, l'entreprise aligne ses intérêts avec ceux des dirigeants des sociétés acquises en leur offrant des options d'achat sur le reste du capital, avec une échéance généralement comprise entre 8 et 10 ans.

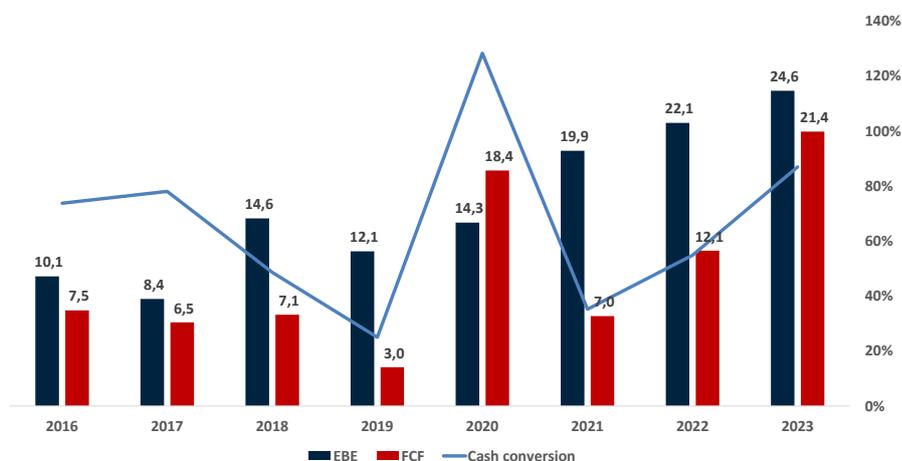
À fin 2023, la dette financière intègre également un montant de 25,5 M€ d'emprunts bancaires, souscrits avant la hausse des taux. La société dispose ainsi d'une exposition relativement faible aux variations de taux d'intérêt sur ses passifs financiers.

Au S1 2024, la dette nette de Dékule est de fait quasi nulle, à 200 K€. Hors IFRS 16, l'entreprise est même en situation de trésorerie nette de 15,1 M€ au terme du premier semestre 2024.

La robustesse du bilan du groupe est également favorisée par une génération de trésorerie conséquente. De par son exposition importante aux activités de portefeuille, Dékule jouit d'un BFR négatif favorable à la génération de cash. Par ailleurs, les inventaires de la société constitués par les primes et offres promotionnels ne représentent que 1,4 M€ au bilan du groupe. Cette caractéristique, associée à un modèle disposant d'une faible intensité capitalistique (capex historiquement inférieurs à 1,5% du CA) permet à Dékule de générer des FCF positifs. Avec des flux de trésorerie opérationnels de 7,5 M€ et des capex de -1,5 M€ au S1 2024, les FCF de Dékule se sont établis à 6 M€ au S1 2024. Depuis 2019, les FCF de la société ont évolué à un TCAM (2019-2023) de +63% pour s'établir à 21,4 M€ en 2023. Ce montant représente un taux de conversion de l'EBITDA moyen remarquable de 76% entre 2020 et 2023.

À noter que la hausse des activités de marketing digital dans le mix contribuent à augmenter le BFR du groupe. Les activités à portefeuille contribuent quant à elles à réduire le BFR.

### Évolution des FCF 2016-2023 (en M€)



Source : Euroland Corporate

## Perspectives

### Évolution de la top line

Dékuple prévoit de continuer de capitaliser sur la récurrence de ses revenus issus de son activité historique (segment presse magazine), tout en assurant le développement de son segment de marketing digital à travers différents leviers.

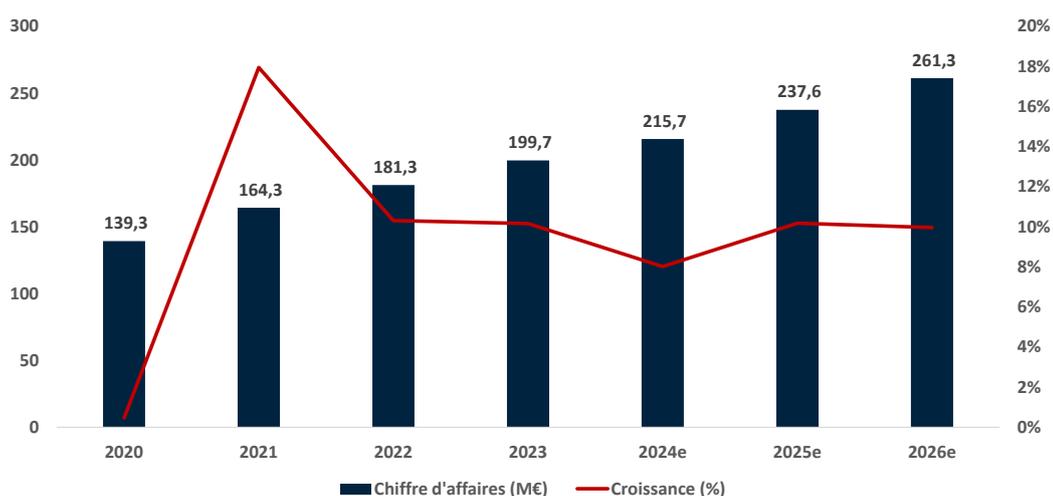
La croissance organique devrait notamment être alimentée par la forte demande et les besoins croissants liés à l'utilisation des données marketing et à l'exploitation de l'IA générative. Le cabinet Converteo, fortement exposé à ces thématiques, occupe selon nous un rôle majeur dans la croissance organique de la société.

La croissance externe représente également un levier de croissance incontournable pour le groupe. L'intégration des nouvelles filiales permet à la société d'étoffer considérablement son offre et de se placer à la pointe de la technologie pour gagner des parts de marché. Ce dernier aspect est essentiel au sein d'une industrie sujette à la disruption comme le marketing digital.

D'autre part, l'expansion internationale représente une opportunité considérable pour le groupe, dont seulement 8,1% des revenus proviennent de l'étranger au S1 2024. Alors que le groupe est principalement présent en Espagne, au Portugal et en Chine, l'ouverture de bureaux par Converteo en Amérique du Nord (Canada et États-Unis) constitue une étape dans l'accompagnement de ses clients à l'international. La récente acquisition de l'agence GUD.berlin (octobre 2024) permet également à Dékuple d'accéder au marché allemand, l'un des plus importants d'Europe.

Forte de ces différents leviers conséquents, nous pensons que Dékuple en mesure de réaliser une croissance soutenue de son chiffre d'affaires au cours des prochains exercices. Nous tablons ainsi sur un TCAM 2023-2026e de +9,4%. Le segment marketing devrait quant à lui croître à un TCAM 2023-2026e de +17,5%, proche de celui du marché de la publicité numérique.

### Prévision de CA 2023-2026e



Source : Euroland Corporate

Par ailleurs, nous pensons que les tendances séculaires suivantes pourraient contribuer à alimenter la croissance de Dékuple au cours des prochains exercices, en particulier en favorisant les revenus associés aux activités de marketing digital:

- **Un besoin de personnalisation accru**

Les entreprises du secteur retail se tournent de plus en plus vers des solutions avancées pour offrir des expériences client hautement personnalisées. Cette tendance est alimentée par la nécessité de répondre aux attentes croissantes des consommateurs qui souhaitent des interactions et des recommandations de produits spécifiquement adaptées à leurs préférences individuelles. Plus de 56% des consommateurs indiquent être plus susceptibles de faire des achats répétés après une expérience personnalisée, d'après *twilio segment*. Cela présente donc une opportunité pour Dékuple de répondre aux besoins des acteurs retail en proposant des solutions B2B.

- **Une nécessité grandissante d'exploiter les données clients**

Dans un marché de plus en plus compétitif, l'adoption de stratégies de personnalisation est un facteur clé de différenciation. Les entreprises qui réussissent à personnaliser efficacement leurs interactions sont non seulement capables de fidéliser leur clientèle existante, mais aussi d'attirer de nouveaux clients à la recherche d'expériences d'achat enrichies. On estime à plus de 70% la part des entreprises qui augmentent leurs investissements dans le marketing ciblé malgré les incertitudes économiques. Cela s'explique en partie par la mesurabilité des ROI des campagnes, et donc de leur pertinence. Cette tendance s'est accrue suite à l'annonce de la fin des cookies tiers par Apple sur ses navigateurs, entraînant une fuite des capitaux investis vers ces nouvelles stratégies d'exploitation de la donnée client.

- **Une forte demande pour les nouvelles technologies**

Dans le secteur retail, les technologies d'identification-client gagnent du terrain. On estime que le marché des technologies de reconnaissance faciale dans la vente au détail devrait croître à un taux de croissance annuel moyen (TCAM) de +15,4 % à horizon 2028. Le marché de l'IA dans le secteur du retail était quant à lui évalué à 6 Md€ en 2023 et est prévu d'atteindre une croissance annuelle composée de plus de 30% de 2023 à 2032.

## Encore du potentiel sur la rentabilité

Alors que le plan Ambition 2025 a insufflé une dynamique positive aux fondamentaux du groupe, nous voyons cette progression se poursuivre au cours des prochains exercices. Dékuple dispose d'une marge de progression significative de sa rentabilité à travers différents leviers.

1/ Selon nous, la bonne exécution du plan Ambition 2025 devrait continuer de stimuler la marge brute du groupe. Cette dernière devrait avoisiner 170 M€ en 2024e, représentant une progression de près de +41% par rapport à la marge brute 2019. Au terme du S1 2024, les activités de marketing digital ont représenté 63,5% du chiffre d'affaires consolidé, avec une marge brute en hausse de 18,6%. Cette tendance devrait se poursuivre, soutenue par le développement des services de conseil, l'expansion des activités d'ingénierie et d'engagement marketing, ainsi que l'internationalisation croissante des offres et solutions.

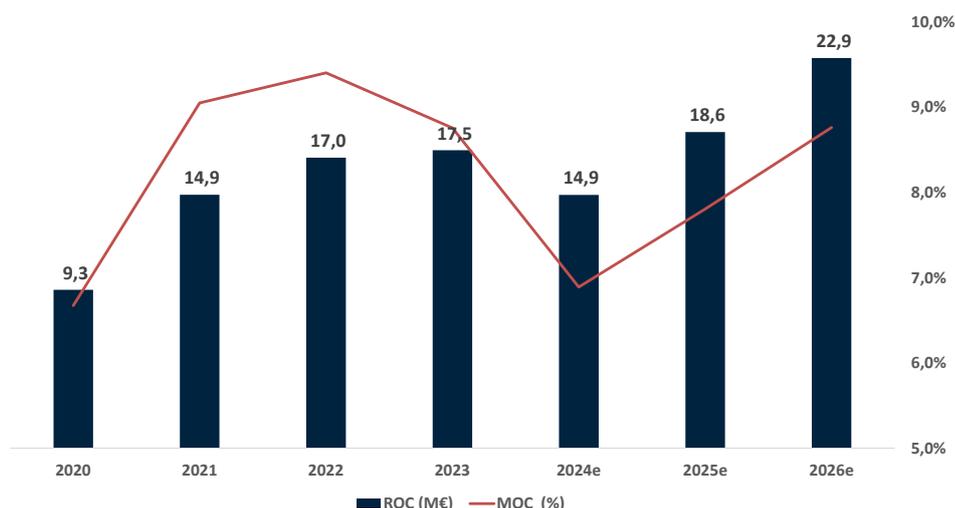
2/ Dékuple investit activement dans l'IA générative, intégrant ces technologies dans ses solutions technologiques, de marketing à la performance, de conseil via Converteo, et de création avec Brainsonic. Ces initiatives devraient améliorer l'efficacité opérationnelle et offrir des services à plus forte valeur ajoutée, renforçant ainsi la rentabilité.

3/ Le groupe poursuit une stratégie de croissance externe, explorant des opportunités de développement en France et à l'international. Alors que Dékuple affiche un historique de M&A judicieux, la société dispose d'une puissance feu non négligeable (58,9 M€ de trésorerie) pour financer de futures acquisitions au potentiel relatif sur les marges. Par ailleurs, ces acquisitions stratégiques devraient apporter de nouvelles compétences, élargir la base de clients et ainsi contribuer à une augmentation de la rentabilité.

En combinant ces initiatives, Dékuple est bien positionné pour améliorer sa rentabilité au cours des années à venir. L'essor des activités de marketing digital devrait permettre d'atteindre un EBE 2026e proche de 31,2 M€, soit une marge d'EBE 2026e de 11,9%. En maintenant les DAP à un niveau moyen pour ce type d'acteur peu capitalistique à 3,2% du CA, nous projetons un ROC 2026e de 22,9 M€ soit une MOC 2026e de 8,8%.

À noter qu'en 2024, nous prévoyons un recul de la MOC à 6,9% du CA 2024e. Cette prévision reflète le contexte politique compliqué en France qui conduit de nombreux annonceurs à reporter leurs dépenses publicitaires, ainsi qu'aux investissements réalisés par Dékuple pour l'acquisition de clients récurrents sur les activités à portefeuille en 2024.

## Évolution de la MOC (2019-2026e)



Source : Euroland Corporate

### Horizon dégagé pour la génération de cash

La progression de la rentabilité opérationnelle de Dékuple devrait également soutenir la génération de cash au cours des prochains exercices. Le RNpg devrait, selon nos estimations, croître à un TCAM 2023-2026e de +7,9% pour avoisiner 16 M€ en 2026e.

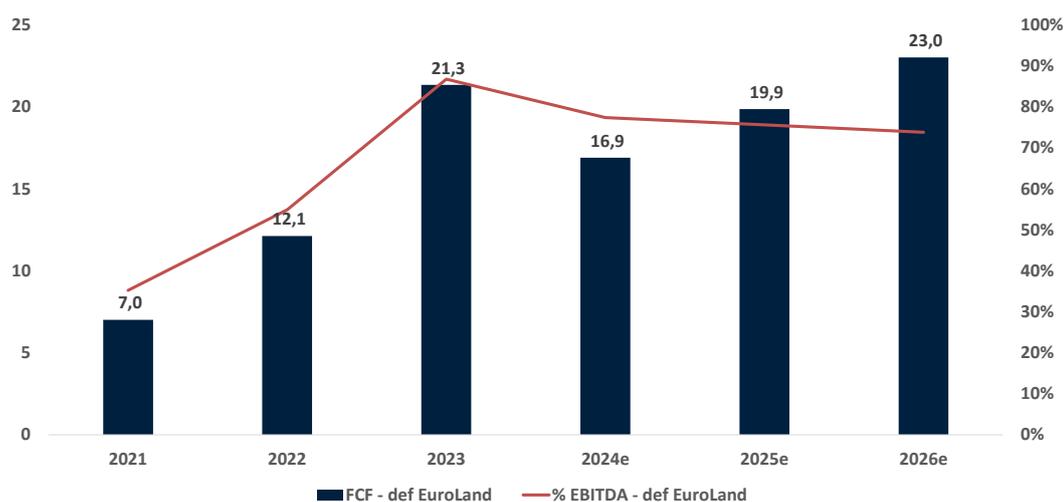
En plus de l'évolution positive des marges, Dékuple dispose d'un BFR structurellement négatif grâce à ses activités en BtoC. La part croissante des activités en marketing digital (à BFR positif) devrait ramener le BFR à des niveaux plus proche de 0 bien que ce dernier devrait rester négatif.

Par ailleurs, la faible intensité capitalistique des activités du groupe devrait également favoriser la génération de flux de trésorerie libre. Nous estimons que les capex devraient ainsi se maintenir sous le seuil de 1,5% du chiffre d'affaires lors des trois prochains exercices.

Nous modélisons une progression annuelle moyenne des free cash flow de +26,9% entre 2021 et 2026e pour atteindre 23,0 M€ en 2026e qui traduit une génération de cash de plus de 70% de l'EBITDA.

Cette génération de FCF devrait permettre au groupe de poursuivre le financement de sa croissance externe ainsi que la distribution régulière de dividendes. Entre 2021 et 2023 le payout moyen s'est établi à 31%.

### Évolution des FCF (2021-2026e)



Source : Euroland Corporate

## Valorisation de Dékuple

Pour valoriser la société, nous avons retenu la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) et celle des comparables boursiers.

### Valorisation par les DCF

Les principales hypothèses de notre valorisation par les DCF sont les suivantes :

- **Horizon du DCF:** Etant donné la visibilité du modèle à long terme, nous modélisons notre DCF sur un horizon à 10 ans (2033).
- **Croissance du chiffre d'affaires :** Nous tablons sur une poursuite de la croissance jusqu'en 2026 puis une croissance normative dégressive jusqu'en 2033.
- **Rentabilité opérationnelle :** Nous prenons l'hypothèse d'une marge normative de 9,2% à partir de 2027e.
- **Investissements :** Nous maintenons les capex sous 1,5% au cours des trois prochains exercices. À partir de 2027e, nous modélisons des capex normatifs à 2,0% du chiffre d'affaires.
- **Un taux d'actualisation (WACC) de 10,7% basé sur :**
  - un taux sans risque de 2,91% (OAT 10 ans au 04/12/2024) ;
  - une dette financière nette de -13 M€ (ex IFRS 16) en 2024e.
  - une prime de risque de 4,95%
  - un bêta de 1,57
  - un taux de croissance à l'infini de 1,0%.

### Hypothèses retenues pour le calcul du WACC

<b>Calcul du WACC</b>	
Taux sans risque (OAT 10 ans)	2,9%
Prime de risque	5,0%
Beta	1,6
<b>Coût des capitaux propres</b>	<b>10,7%</b>
Coût de la dette	0,9%
Dette (% EV)	0%
Equity (% EV)	100%
<b>Coût moyen pondéré du capital</b>	<b>10,7%</b>
Taux de croissance à l'infini	1,0%

Source : EuroLand Corporate

## Tableau des DCF

En M€	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>215,7</b>	<b>237,6</b>	<b>261,3</b>	<b>279,6</b>	<b>297,8</b>	<b>312,6</b>	<b>325,1</b>	<b>338,2</b>	<b>348,3</b>	<b>351,8</b>
Croissance (%)	8,0%	10,2%	10,0%	7,0%	6,5%	5,0%	4,0%	4,0%	3,0%	1,0%
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>14,9</b>	<b>18,6</b>	<b>22,9</b>	<b>25,7</b>	<b>27,4</b>	<b>28,8</b>	<b>29,9</b>	<b>31,1</b>	<b>32,0</b>	<b>32,4</b>
MOC (%)	6,9%	7,8%	8,8%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
- Impôts	-4,3	-4,7	-6,0	-6,4	-6,8	-7,2	-7,5	-7,8	-8,0	-8,1
Taux d'IS (%)	25,1%	28,7%	25,8%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
+ DAP nettes	7,0	7,7	8,3	8,9	9,5	9,9	10,3	10,7	11,1	11,2
en % du CA	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
<b>Cash flow opérationnel</b>	<b>17,6</b>	<b>21,5</b>	<b>25,2</b>	<b>28,2</b>	<b>30,0</b>	<b>31,5</b>	<b>32,8</b>	<b>34,1</b>	<b>35,1</b>	<b>35,4</b>
BFR	-21,7	-24,5	-27,1	-27,5	-27,7	-27,6	-27,0	-26,4	-25,5	-24,0
en % du CA	-9,3%	-10,1%	-10,3%	-9,8%	-9,3%	-8,8%	-8,3%	-7,8%	-7,3%	-6,8%
- Variation du BFR	3,1	2,8	2,6	0,3	0,3	-0,2	-0,5	-0,6	-0,9	-1,5
- Investissements opérationnels	-3,2	-3,6	-3,9	-5,6	-6,0	-6,3	-6,5	-6,8	-10,4	-11,2
<b>Free Cash flow</b>	<b>17,5</b>	<b>20,8</b>	<b>23,9</b>	<b>22,9</b>	<b>24,3</b>	<b>25,1</b>	<b>25,7</b>	<b>26,7</b>	<b>23,7</b>	<b>22,8</b>
<b>Free Cash flow actualisé</b>	<b>15,9</b>	<b>17,1</b>	<b>17,7</b>	<b>15,4</b>	<b>14,8</b>	<b>13,8</b>	<b>12,8</b>	<b>12,0</b>	<b>9,6</b>	<b>8,3</b>

Source : Euroland Corporate

## Matrice de sensibilité

		Taux de croissance à l'infini				
		0,0%	0,3%	1,0%	1,3%	1,5%
WACC	9,7%	58	58	61	61	62
	10,2%	55	55	57	58	59
	10,7%	52	53	55	55	56
	11,2%	50	50	52	52	53
	11,7%	48	48	50	50	51

source : Euroland Corporate

Notre valorisation de Dékuple par DCF ressort à 54,6€ par action avec un WACC de 10,7%.

## Méthode des comparables

Nous avons retenu un échantillon de sociétés comparables à Dékuple présentes dans le paysage du marketing digital en France et en Europe:

**HighCo** est une entreprise française spécialisée dans le marketing et la communication. Elle accompagne les marques et les distributeurs dans la transformation du commerce, en proposant des solutions innovantes pour optimiser l'engagement des consommateurs, de la première interaction jusqu'à la transaction finale.

Issu de la fusion entre Antevenio et Rebold en 2019, **ISPD Network** est un groupe de marketing digital international et innovant. Ses activités sont structurées autour de trois pôles: 1/ Le Digital Media Trading (87% du CA 2023) où la société agit comme un intermédiaire et fournit différents services pour aider les annonceurs à placer leurs campagnes marketing sur les espaces publicitaires d'éditeurs, 2/ la Technologie Marketing (10% du CA 2023) qui englobe des solutions technologiques visant à améliorer l'efficacité des campagnes des clients d'ISPD, et 3/ le Publishing (3% du CA 2023), activité historique du groupe axée sur la création de contenus numériques (visuels blogs, podcasts).

**ReWorld Media** est une entreprise française de médias numériques qui se concentre sur la création et la diffusion de contenus éditoriaux, notamment à travers des magazines en ligne, des sites web et des applications mobiles, tout en utilisant les technologies pour optimiser l'engagement des utilisateurs.

Créé en 2010 par son actuel PDG et actionnaire majoritaire, **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 où elle propose des offres promotionnelles à ses clients, désireux de développer la fidélisation de leurs collaborateurs et de leurs propres clients.

**Bilendi** est une entreprise européenne, fondée en 1999, spécialisée dans la collecte de données pour les études de marché et l'engagement client. Avec plus de 400 employés répartis dans 14 bureaux à travers l'Europe, elle offre des services innovants allant de l'échantillonnage à la mesure de l'efficacité des campagnes publicitaires en ligne. Bilendi conçoit également des programmes de fidélité et de CRM, en s'appuyant sur sa plateforme technologique brevetée, le Bilendi Membership System.

**Criteo** est une entreprise française spécialisée dans le ciblage publicitaire. Elle utilise des technologies d'intelligence artificielle pour proposer des publicités personnalisées et optimisées en temps réel, aidant les entreprises à augmenter leur taux de conversion et à maximiser leur retour sur investissement publicitaire.

**Future Plc** est une entreprise britannique de médias et de marketing numérique, spécialisée dans la création de contenus et de solutions publicitaires. Elle opère à travers un large portefeuille de marques influentes dans la tech, le gaming, et le lifestyle.

**Qwamplify** est une entreprise française de marketing digital qui offre des solutions pour augmenter l'acquisition de clients et la fidélisation. Ses services incluent le marketing par email, les campagnes publicitaires en ligne, les programmes de fidélité, et l'analyse de données pour optimiser les performances marketing.

## Valorisation par les comparables boursiers

Nous avons sélectionné un échantillon de société de l'écosystème, évoluant dans l'univers des agences de marketing, de publicité et de communication, au niveau européen et mondial.

### Consensus des analystes sur les comparables

Société	VE	Dettes nettes	Capitalisation	CA			EBITDA			EBIT			RN		
				2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
HighCo SA	48,5	-47,9	0,6	130,2	125,0	125,8	15,2	13,9	13,8	10,9	9,8	9,9	6,3	6,0	6,0
ISPD Network	45,0	1,6	46,6	153,9	167,4	179,9	4,4	7,8	10,5	2,6	6,4	9,0	1,3	5,0	7,1
Obiz SA	26,8	13,5	40,2	132,1	143,1	155,4	4,3	5,9	8,5	2,6	4,0	6,4	1,2	2,2	4,4
Bilendi SA	59,4	-1,1	58,4	65,1	69,5	74,4	13,7	15,4	17,2	7,7	9,4	11,0	5,0	6,5	7,7
Criteo SA Sponsored ADR R	2 164,3	-331,6	1 832,7	1 063,7	1 126,7	1 208,4	337,0	352,7	392,2	270,6	298,2	322,6	235,1	239,9	258,4
Future plc	1 267,1	327,0	1 594,1	948,5	943,5	979,9	289,1	291,9	309,8	267,9	268,7	286,9	147,3	155,0	171,9
Qwamplify SA	15,3	-1,4	13,9	33,4	34,7	35,8	3,0	4,2	4,5	2,5	3,7	4,0	1,7	2,7	2,9
Reworld Media SA	89,2	92,9	182,1	540,0	542,8	547,6	54,8	57,5	60,5	49,4	55,2	58,2	23,6	30,0	33,0
Dekuple	144,1	-14,3	129,8	215,7	237,6	261,3	23,8	27,4	31,0	16,8	19,7	22,7	12,0	14,5	16,5
<b>Moyenne</b>	<b>518,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>512,4</b>	<b>361,0</b>	<b>372,8</b>	<b>394,2</b>	<b>95,2</b>	<b>98,8</b>	<b>108,1</b>	<b>80,7</b>	<b>85,7</b>	<b>92,8</b>	<b>56,8</b>	<b>59,6</b>	<b>65,5</b>
<b>Médiane</b>	<b>48,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>46,6</b>	<b>132,1</b>	<b>143,1</b>	<b>155,4</b>	<b>13,7</b>	<b>13,9</b>	<b>13,8</b>	<b>7,7</b>	<b>9,4</b>	<b>9,9</b>	<b>5,0</b>	<b>6,0</b>	<b>7,1</b>

Source : Factset au 03/12/2024

Etant donné la maturité de la société, nous avons appliqué les multiples EV/CA, EV/EBITDA, EV/EBIT et P/E, 2024e/25e/26e à nos estimations de Dékuple.

### Multiples de valorisation

Société	Capitalisation	Dettes nettes	EV	EV/Sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
				2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
HighCo SA	48	-48	1	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,1x	0,1x	0,1x	7,7x	8,1x	8,0x
ISPD Network	45	2	47	0,3x	0,3x	0,3x	10,7x	6,0x	4,4x	16,8x	7,2x	5,2x	35,4x	9,1x	6,3x
Obiz SA	27	13	40	0,3x	0,3x	0,3x	9,3x	6,8x	4,7x	15,6x	10,1x	6,3x	22,3x	12,0x	6,1x
Bilendi SA	59	-1	58	0,9x	0,8x	0,8x	4,3x	3,8x	3,4x	7,6x	6,2x	5,3x	11,8x	9,2x	7,7x
Criteo SA Sponsored ADR R	2164	-332	1 833	1,7x	1,6x	1,5x	5,4x	5,2x	4,7x	6,8x	6,1x	5,7x	9,2x	9,0x	8,4x
Future plc	1267	327	1 594	1,7x	1,7x	1,6x	5,5x	5,5x	5,1x	6,0x	5,9x	5,6x	8,6x	8,2x	7,4x
Qwamplify SA	15	-1	14	0,4x	0,4x	0,4x	4,6x	3,3x	3,1x	5,6x	3,8x	3,5x	9,0x	5,7x	5,3x
Reworld Media SA	89	93	182	0,3x	0,3x	0,3x	3,3x	3,2x	3,0x	3,7x	3,3x	3,1x	3,8x	3,0x	2,7x
<b>Moyenne</b>	<b>6,6x</b>	<b>471,1x</b>	<b>0,7x</b>	<b>0,7x</b>	<b>0,6x</b>	<b>5,4x</b>	<b>4,2x</b>	<b>3,6x</b>	<b>7,8x</b>	<b>5,4x</b>	<b>4,3x</b>	<b>13,5x</b>	<b>8,0x</b>	<b>6,5x</b>	
<b>Médiane</b>	<b>13,4x</b>	<b>529,9x</b>	<b>0,8x</b>	<b>0,8x</b>	<b>0,7x</b>	<b>6,1x</b>	<b>4,7x</b>	<b>4,0x</b>	<b>8,7x</b>	<b>6,0x</b>	<b>4,9x</b>	<b>14,2x</b>	<b>8,0x</b>	<b>6,3x</b>	

Dékuple	CA			EBITDA			EBIT			RN		
	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Dékuple	216	238	261	22	26	31	15	19	23	10	13	16
VE induite moyenne	153	162	169	118	111	111	115	99	99	135	104	104
VE induite médiane	172	182	190	133	125	125	130	112	112	143	104	101

VE induite moyenne	130
Dettes nettes	-11
Actifs financiers	1
Intérêts minoritaires	5,256
Provisions	4,01
Valeur des capitaux propres	133
Décote	0%
Nombre d'actions	4 165
Valeur par action	31,9
Moyenne Comps & DCF	43,2

Source : Factset au 03/12/2024

Nous obtenons une valorisation de 31,9€ par action avec la méthode des comparables boursiers.

**Au global, notre valorisation (50% DCF et 50% comparables) ressort à 44,4€ par action traduisant un potentiel de hausse supérieur de +24% et notre recommandation est à l'Achat.**

Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	138,6	139,3	164,3	181,3	199,7	215,7	237,6	261,3
Excédent brut d'exploitation	12,1	14,3	19,9	22,1	24,6	21,8	26,3	31,2
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>7,7</b>	<b>9,3</b>	<b>14,9</b>	<b>17,0</b>	<b>17,5</b>	<b>14,9</b>	<b>18,6</b>	<b>22,9</b>
Résultat opérationnel	7,7	9,3	14,5	16,4	17,5	14,9	18,4	22,7
Résultat financier	-0,2	-0,2	0,2	-0,3	0,4	-0,1	-0,1	-0,1
Impôts	-2,2	-2,9	-5,5	-3,8	-4,5	-4,3	-4,7	-6,0
Mise en équivalence	0,0	0,0	-0,1	-1,0	-0,6	-0,5	-0,7	-0,6
Part des minoritaires	0,0	-0,3	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>5,2</b>	<b>6,5</b>	<b>8,5</b>	<b>10,9</b>	<b>12,4</b>	<b>9,6</b>	<b>12,5</b>	<b>15,6</b>
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	34,6	35,6	50,0	62,6	71,7	71,7	71,0	70,0
dont goodwill	8,2	11,1	21,9	31,0	39,3	39,3	39,3	39,3
BFR	-14,4	-24,9	-20,7	-16,8	-18,6	-21,7	-24,5	-27,1
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>29,3</b>	<b>42,5</b>	<b>39,4</b>	<b>60,6</b>	<b>63,6</b>	<b>72,8</b>	<b>85,4</b>	<b>100,5</b>
Capitaux propres	22,7	23,1	30,8	37,3	51,1	57,2	66,7	78,4
Emprunts et dettes financières	20,1	25,4	35,4	66,6	61,6	61,6	61,6	61,6
<b>Total Bilan</b>	<b>114,7</b>	<b>125,4</b>	<b>149,8</b>	<b>183,6</b>	<b>197,6</b>	<b>209,8</b>	<b>225,9</b>	<b>245,0</b>
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Marge brute d'autofinancement	15,4	12,3	19,9	23,4	26,4	17,0	20,6	24,4
Variation de BFR	-4,5	9,0	-8,5	-4,8	0,7	3,1	2,8	2,6
<b>Flux nets de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>10,9</b>	<b>21,3</b>	<b>11,4</b>	<b>18,6</b>	<b>27,1</b>	<b>20,1</b>	<b>23,4</b>	<b>26,9</b>
CAPEX nets	-2,1	-2,2	-2,1	-2,8	-2,8	-3,2	-3,6	-3,9
<b>FCF</b>	<b>8,7</b>	<b>19,1</b>	<b>9,3</b>	<b>15,8</b>	<b>24,3</b>	<b>16,9</b>	<b>19,9</b>	<b>23,0</b>
Augmentation de capital	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-2,5	-2,6	-2,4	18,9	-7,4	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	-4,0	-1,7	-3,2	-3,5	-3,5	-3,5	-3,0	-3,9
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>-6,8</b>	<b>-5,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>14,6</b>	<b>-12,5</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,9</b>
Variation de trésorerie	-5,7	13,3	-3,3	19,7	4,9	9,2	12,6	15,1
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Variation chiffre d'affaires	10,9%	0,5%	17,9%	10,3%	10,2%	8,0%	10,2%	10,0%
Marge EBE	8,7%	10,3%	12,1%	12,2%	12,3%	10,1%	11,1%	11,9%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>5,5%</b>	<b>6,7%</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,4%</b>	<b>8,8%</b>	<b>6,9%</b>	<b>7,8%</b>	<b>8,8%</b>
Marge opérationnelle	5,5%	6,7%	8,8%	9,1%	8,8%	6,9%	7,7%	8,7%
Marge nette	3,8%	4,6%	5,2%	6,0%	6,2%	4,5%	5,3%	6,0%
CAPEX (% CA)	1,5%	1,6%	1,3%	1,5%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%
BFR (% CA)	-10,4%	-17,9%	-12,6%	-9,2%	-9,3%	-10,1%	-10,3%	-10,4%
ROCE	25,3%	58,3%	38,0%	27,9%	24,7%	22,3%	29,9%	40,0%
ROE	23,1%	28,0%	27,6%	29,2%	24,3%	16,8%	18,7%	19,9%
Payout	75,8%	27,6%	37,8%	32,2%	28,2%	31,5%	31,5%	31,5%
Dividend yield	7,0%	3,0%	3,7%	2,9%	3,0%	2,2%	2,8%	3,6%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Gearing (%)</b>	<b>-40,5%</b>	<b>-73,9%</b>	<b>-13,1%</b>	<b>16,1%</b>	<b>-3,9%</b>	<b>-19,6%</b>	<b>-35,8%</b>	<b>-49,7%</b>
Dettes nettes/EBE	-0,8	-1,2	-0,2	0,3	-0,1	-0,5	-0,9	-1,2
EBE/charges financières	55,9	68,8	107,6	73,6	54,0	436,7	525,3	624,0
Valorisation	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Nombre d'actions moyen (en millions)	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Cours (moyenne annuelle en euros)	14,3	14,9	22,1	30,0	29,5	34,6	34,6	34,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	57	59	88	120	118	138	138	138
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-9	-17	-4	6	-2	-11	-24	-39
(3) Valeur des minoritaires	0	0	0	0	0	0	0	0
(4) Valeur des actifs financiers	-1	-1	-2	-2	-2	-1	-1	0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	47	41	82	124	114	125	113	99
<b>VE/CA</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>
VE/EBE	3,9	2,9	4,1	5,6	4,6	5,7	4,3	3,2
<b>VE/ROC</b>	<b>6,1</b>	<b>4,4</b>	<b>5,5</b>	<b>7,3</b>	<b>6,5</b>	<b>8,4</b>	<b>6,1</b>	<b>4,3</b>
P/E	10,8	9,1	10,3	11,0	9,4	14,4	11,0	8,8
P/B	2,5	2,5	2,8	3,2	2,3	2,4	2,1	1,8
P/CF	5,2	2,8	7,7	6,4	4,3	6,8	5,9	5,1
<b>FCF yield (%)</b>	<b>18,7%</b>	<b>46,8%</b>	<b>11,3%</b>	<b>12,8%</b>	<b>21,4%</b>	<b>13,5%</b>	<b>17,5%</b>	<b>23,3%</b>
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Bnpa	1,3	1,6	2,1	2,7	3,1	2,4	3,1	3,9
<b>Book value/action</b>	<b>5,7</b>	<b>5,8</b>	<b>7,8</b>	<b>9,4</b>	<b>12,8</b>	<b>14,4</b>	<b>16,7</b>	<b>19,7</b>
Dividende /action	1,0	0,5	0,8	0,9	0,9	0,8	1,0	1,2

**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 05/12/2024

**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 Dékuple (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