



Achat

NETGEM group

Capitalisation	26,9	Ticker	ALNTG-FR	Divertissement
Objectif de cours	1,50 €	Nb de titres (en millions)	34,89	Flash
Cours au 29/01/2026	0,77 €	Volume moyen 12m (titres)	23 732	
Potentiel	94,3%	Extrêmes 12m (€)	0,72€/1,04€	30/01/2026

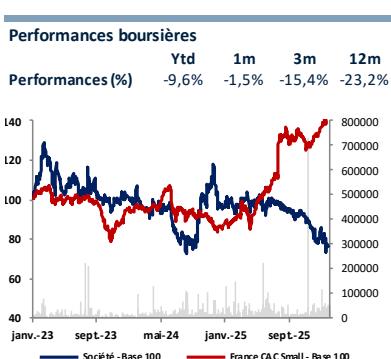
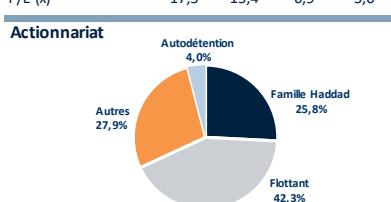
Recentrage stratégique toujours en cours

A retenir

- Le chiffre d'affaires ressort à 31,7M€ en recul de -6%
- La marge brute s'établit à 22,8M€ en retrait de -3%
- La trésorerie brute du groupe atteint 5,9M€

Données financières (en M€)					
au 31/12	2024	2025e	2026e	2027e	
CA	33,8	31,7	33,3	35,3	
var %	-5,1%	-6,1%	4,9%	6,2%	
EBE	8,4	6,3	7,3	8,1	
% CA	24,8%	19,9%	21,9%	22,9%	
ROC	2,1	1,9	4,7	6,5	
% CA	6,2%	6,0%	14,0%	18,3%	
RN	2,0	1,8	3,9	5,4	
% CA	5,8%	5,5%	11,8%	15,3%	
Bnpa (€)	0,06	0,05	0,11	0,15	
ROCE (%)	8,1%	7,1%	21,4%	30,7%	
ROE (%)	7,8%	7,0%	14,5%	17,5%	
Gearing (%)	-24,1%	-19,6%	-40,4%	-49,4%	
Dette nette	-6,3	-5,2	-11,3	-15,5	
Dividende n (€)	1,7	1,7	1,7	1,7	
Yield (%)	5,1%	6,5%	6,5%	6,5%	

Multiples de valorisation				
	2024	2025e	2026e	2027e
VE/CA (x)	0,8	0,7	0,5	0,3
VE/EBE (x)	3,3	3,5	2,2	1,4
VE/ROC (x)	13,4	11,4	3,4	1,8
P/E (x)	17,5	15,4	6,9	5,0



Publication du CA 2025

Netgem a publié hier son chiffre d'affaires annuel 2025 en baisse de -6% sur un an à 31,7M€. Les revenus récurrents progressent de +3%, à 24,3M€, et représentent désormais près de 77% de l'activité. Le second semestre montre une amélioration séquentielle, avec un chiffre d'affaires en hausse de +6% par rapport au S1. La marge brute atteint 22,8 M€, en léger retrait de -3% par rapport à 2024 (23,6 M€).

Un mix toujours plus récurrent

Le chiffre d'affaires consolidé de 31,7M€ ressort en deçà de nos attentes (33,8M€), malgré une révision déjà opérée au S1, lorsque nous avions abaissé notre hypothèse de 34,2M€ à 33,8M€ pour tenir compte d'une dynamique moins favorable. La publication confirme néanmoins la poursuite du basculement vers un modèle plus récurrent : en 2025, les revenus récurrents progressent de +3 % (24,3M€) et atteignent 77% de l'activité, contre 69,8 % en 2024, un niveau toutefois inférieur de 3,9 % à nos anticipations. À l'inverse, les revenus non récurrents reculent de -26%, ce qui continue de peser sur la top line. Cette évolution reste cohérente avec le repositionnement stratégique vers les nouvelles offres et usages et ne reflète pas, selon nous, une fragilité structurelle de l'activité.

La marge brute recule légèrement (-3 %), une évolution attendue au regard du repli du chiffre d'affaires. La contraction reste toutefois limitée, le mix continuant de s'améliorer avec une part croissante de revenus récurrents, mieux margés que les activités non récurrentes, notamment le hardware.

Enfin, la trésorerie brute ressort à 5,9 M€, un niveau principalement lié au retour à la normale du BFR, après un effet exceptionnel qui avait porté la position de trésorerie à 7 M€ fin 2024.



Victor Lamarre – Analyste - 01 44 70 20 76 - vlamarre @elcorp.com



Perspectives 2026 : une année d'accélération commerciale et d'élargissement de l'offre

L'année 2026 devrait être marquée par une montée en puissance des relais de croissance identifiés en 2025. Le lancement réussi de Pleio au Royaume-Uni, tant en B2C qu'auprès des opérateurs alternatifs, ouvre la voie à une accélération des déploiements au sein du réseau existant et auprès de nouveaux partenaires attendus dès le premier semestre. Cette dynamique commerciale, combinée à l'arrivée de Vialis en France, pourrait constituer un moteur tangible de croissance incrémentale pour l'activité Streaming.

Le marché indien, en progression au second semestre 2025, offre également un potentiel additionnel, porté par la base d'abonnés de Jio et par une demande croissante pour les services intégrés.

Du côté des Media Services, la traction observée sur les solutions basées sur l'IA devrait se renforcer en 2026 avec le lancement de nouvelles offres dans l'automatisation de sous-titres. Le renouvellement de contrats majeurs en 2025 crée un socle favorable, même si cette dynamique devrait surtout bénéficier au non récurrent, encore largement porté par des projets et prestations ponctuelles.

Dans ce contexte, la révision du chiffre d'affaires 2025 conduit à un atterrissage de ROC 2025e désormais attendu à 1,9M€, contre 2,2 M€ dans notre précédente estimation. Nous ajustons en conséquence nos estimations de chiffre d'affaires 2026e à 33,3M€ (vs 34,4M€), ce qui porte la marge brute attendue en 2026e à 23,6 M€. Cette révision reflète essentiellement une base de croissance 2025 moins porteuse qu'anticipé. Nous attendons désormais de voir une accélération plus substantielle des leviers de croissance dans les prochains trimestres pour valider le recentrage stratégique.

Recommandation

À la suite de cette publication et à la révision de nos estimations, nous réitérons notre recommandation à Achat et notre OC de 1,5€ sur le titre, objectif qui fait ressortir un potentiel de +94,3%.



Présentation de la société

Historiquement positionné comme un acteur clé du marché du hardware à travers ses box internet, Netgem a amorcé un virage stratégique majeur dès 2020 en se repositionnant sur une offre SaaS via sa plateforme Netgem.tv. Le groupe bénéficie d'une expertise reconnue dans l'édition de contenus et adopte une stratégie de montée en gamme pour maximiser la création de valeur sur un marché en quête de nouveaux relais de croissance.

Netgem repose désormais sur deux segments d'activité :

1. La plateforme B2B2C Netgem.tv, offrant un service par abonnement à destination des opérateurs télécoms en quête d'amélioration de leur ARPU.
2. Des activités non récurrentes, qui complètent son modèle économique.

Ce repositionnement stratégique a permis au groupe d'améliorer significativement la qualité de ses revenus, désormais majoritairement récurrents (77% du mix en 2025), et de renforcer sa capacité à générer du cash.

Argumentaire d'investissement

Un virage stratégique payant : Depuis 2021, Netgem a délaissé progressivement son activité historique de fourniture de box pour se recentrer sur son service Netgem.tv. Ce pivot a permis une forte croissance des revenus récurrents (+55% en 2023) et une amélioration notable de la rentabilité, avec une marge brute atteignant 61,8% (+648,8 bps) et un FCF positif de 1,2 M€. La société anticipe un TCAM de +7,7% des revenus récurrents sur la période 2023-2026 et une marge d'EBITDA de 25% à horizon 2026.

Une position bilancielle saine : Avec une trésorerie nette de 5,2M€, Netgem dispose des ressources nécessaires pour poursuivre sa stratégie de croissance externe tout en offrant des retours attractifs à ses actionnaires. Cette solidité financière confère au groupe une flexibilité stratégique précieuse pour saisir de nouvelles opportunités.

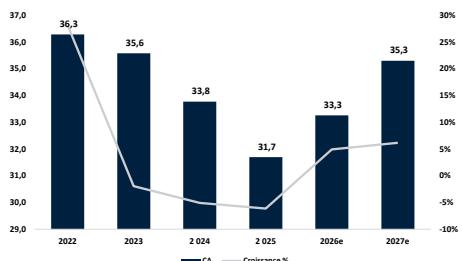
Une valorisation attractive : Malgré une amélioration franche des fondamentaux, l'action Netgem semble sous-valorisée. Elle se traite à des multiples attractifs sur nos estimations 2025e: 2,8x EV/EBITDA, 9,4x EV/EBIT, 15,4x P/E.

Le marché peine encore à bien cerner le repositionnement stratégique du groupe, offrant une opportunité d'investissement intéressante. La combinaison d'une trésorerie nette solide, d'une réorientation vers une croissance rentable et d'une génération de cash en nette amélioration nous conduit à initier une recommandation à l'Achat.

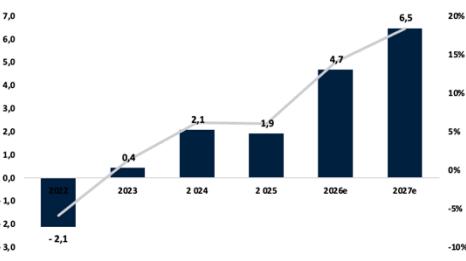
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation (€M)	Dette nette	VE	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
				2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
Agile Content SA	62,7	15,0	77,7	0,9x	0,9x	0,8x	8,9x	8,0x	7,1x	40,9x	31,1x	23,9x	ns	221,9x	119,5x
Kudelski SA	68,4	-38,2	30,1	0,1x	0,1x	0,0x	6,3x	1,4x	0,3x	ns	2,6x	0,3x	ns	5,1x	0,4x
Vogo SA	16,2	2,0	18,2	1,7x	1,5x	1,4x	22,8x	20,2x	16,6x	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Moyenne	49,1	-7,1	42,0	0,9x	0,8x	0,8x	12,7x	9,9x	8,0x	40,9x	16,8x	12,1x	ns	113,5x	60,0x
Médiane	62,7	2,0	30,1	0,9x	0,8x	0,7x	13,9x	10,5x	8,3x	40,9x	9,7x	6,2x	ns	59,3x	30,2x

Prévisions de CA 2022-2027e (M€, %)



Prévisions de ROC 2022- 2027 (M€, %)



Compte de résultat (K€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Chiffre d'affaires	28 318	36 291	35 583	33 774	31 700	33 258	35 303
Excédent brut d'exploitation	-3 678	6 714	7 837	8 378	6 297	7 271	8 072
Résultat opérationnel courant	-4 418	-2 122	437	2 078	1 911	4 671	6 472
Résultat opérationnel	-3 693	-2 248	331	2 355	2 174	4 819	6 617
Résultat financier	-88	-71	-64	-340	-34	-34	-34
Impôts	481	1 004	423	-61	-385	-861	-1 185
Mise en équivalence	0	0	0	0	0	0	0
Part des minoritaires	1 989	1 423	-149	0	0	0	0
Résultat net part du groupe	-1 311	108	541	1 954	1 755	3 924	5 398
Bilan (K€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Actifs non courants	27 111	23 270	24 036	21 657	19 547	17 945	17 404
dont goodwill	12 008	10 446	11 704	11 704	11 704	11 704	11 704
BFR	-4 837	-5 238	-3 320	-2 499	733	-1 558	-1 608
Disponibilités + VMP	6 442	6 161	6 598	7 011	5 900	11 972	16 217
Capitaux propres	25 880	23 802	25 052	24 961	24 971	27 150	30 804
Emprunts et dettes financières	2 430	2 858	2 019	1 001	1 001	1 001	1 001
Total Bilan	43 845	47 099	43 200	38 211	37 742	39 890	44 207
Tableau de flux (K€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Marge brute d'autofinancement	5 557	7 322	8 556	8 451	5 355	6 524	6 998
Variation de BFR	887	-261	-2 730	-566	-3 232	2 291	51
Flux nets de trésorerie générés par l'activité	6 444	7 061	5 826	7 885	2 123	8 814	7 049
CAPEX nets	-6 419	-6 275	-1 743	-4 420	-1 490	-998	-1 059
FCF	25	786	4 083	3 465	633	7 816	5 990
Augmentation de capital	0	0	4 937	0	0	0	0
Variation emprunts	-3 404	-242	-1 116	-992	0	0	0
Dividendes versés	0	-877	-1 464	-1 675	-1 744	-1 744	-1 744
Flux nets de trésorerie liés au financement	-3 398	-1 296	2 528	-2 659	-1 744	-1 744	-1 744
Variation de trésorerie	-3 755	-282	436	416	-1 111	6 072	4 245
Ratios (%)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Variation chiffre d'affaires	-6,5%	28,2%	-2,0%	-5,1%	-6,1%	4,9%	6,2%
Marge EBE	-13,0%	18,5%	22,0%	24,8%	19,9%	21,9%	22,9%
Marge opérationnelle courante	-15,6%	-5,8%	1,2%	6,2%	6,0%	14,0%	18,3%
Marge opérationnelle	-13,0%	-6,2%	0,9%	7,0%	6,9%	14,5%	18,7%
Marge nette	-4,6%	0,3%	1,5%	5,8%	5,5%	11,8%	15,3%
CAPEX (% CA)	22,7%	17,3%	4,9%	13,1%	4,7%	3,0%	3,0%
BFR (% CA)	-17,1%	-14,4%	-9,3%	-7,4%	2,3%	-4,7%	-4,6%
ROCE	-14,9%	-8,8%	1,6%	8,1%	7,1%	21,4%	30,7%
ROCE hors GW	-32,3%	-21,0%	3,6%	20,9%	16,7%	74,8%	118,6%
ROE	-5,5%	0,5%	2,2%	7,8%	7,0%	14,5%	17,5%
Payout	0,0%	0,0%	32,2,4%	89,3%	99,4%	44,5%	32,3%
Dividend yield	0,0%	0,0%	4,8%	5,1%	6,5%	6,5%	6,5%
Ratios d'endettement	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Gearing (%)	-15,5%	-13,9%	-18,3%	-24,1%	-19,6%	-40,4%	-49,4%
Dette nette/EBE	1,1	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-1,5	-1,9
EBE/charges financières	83,6	559,5	237,5	226,4	185,2	213,9	237,4
Valorisation	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Nombre d'actions (en milliers)	51 150,0	28 320,0	34 887,7	34 887,7	34 887,7	34 887,7	34 887,7
Nombre d'actions moyen (en milliers)	51 150,0	28 320,0	34 887,7	34 887,7	34 887,7	34 887,7	34 887,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	1,3	1,2	1,1	1,0	0,8	0,8	0,8
(1) Capitalisation boursière moyenne	67 007	34 834	36 632	34 190	26 933	26 933	26 933
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-) ex IFRS 16	-4 393	-4 889	-5 713	-6 317	-5 206	-11 278	-15 523
(3) Valeur des minoritaires	1 840	340	0	0	0	0	0
(4) Valeur des actifs financiers	0	0	0	0	0	0	0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	64 454	30 285	30 919	27 873	21 727	15 655	11 410
VE/CA	2,3	0,8	0,9	0,8	0,7	0,5	0,3
VE/EBE	ns	4,5	3,9	3,3	3,5	2,2	1,4
VE/ROC	ns	ns	70,8	13,4	11,4	3,4	1,8
P/E	ns	322,5	67,7	17,5	15,4	6,9	5,0
P/B	2,6	1,5	1,5	1,4	1,1	1,0	0,9
P/CF	10,4	4,9	6,3	4,3	12,7	3,1	3,8
FCF yield (%)	0,0%	2,6%	13,2%	12,4%	2,9%	49,9%	52,5%
Données par action (€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Bnpa	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
Book value/action	0,5	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,9
Dividende /action	0,00	0,00	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05



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 12 novembre 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 Netgem (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

