



Capitalisation (M€)	76,8	Ticker	ALBLD-FR
Objectif de cours	26,4 €	Nb de titres (en millions)	4,7
Cours au 16/06/2026	16,5 €	Volume moyen 12m (titres)	5 489
Potentiel	59,9%	Extrêmes 12m (€)	12,90€/24,30€

Achat

Le tournant de l'IA

Bilendi est un acteur de référence dans la collecte de données pour les professionnels des études de marché. Fondé en 1999 et coté sur Euronext Growth Paris depuis 2005, le groupe gère plus de quatre millions de panélistes propriétaires dans 44 pays. Renforcé en 2025 par l'acquisition de Netquest, Bilendi a changé d'échelle avec un chiffre d'affaires de 91,5 M€ et une marge EBITDA de 21,9%. Le groupe engage désormais une transformation stratégique autour de l'intelligence artificielle : passer d'un modèle centré sur la fourniture d'échantillons à une offre plus complète, permettant aux clients de lancer, piloter et analyser leurs études plus directement. Le plan 2026-2030 vise 175 à 200 M€ de chiffre d'affaires et une marge EBITDA supérieure à 25%. Nous initions la valeur à 26,4€, traduisant un upside de +59,9% par rapport au cours du 16/06/2026.



Snapshot

Bilendi s'impose comme l'un des acteurs les plus dynamiques du secteur européen de la recherche en ligne. Depuis sa création, le groupe a bâti une trajectoire de croissance remarquable, passant de 12,7 M€ de chiffre d'affaires en 2014 à 91,5 M€ en 2025, soit un TCAM de +19,7% sur la période, porté à parts égales par la croissance organique et par une politique d'acquisitions ciblées et disciplinées.

Le coeur du modèle repose sur un actif stratégique rare : un portefeuille de panels propriétaires couvrant 44 pays et regroupant plus de 4 millions de panélistes actifs, avec une présence particulièrement forte en Europe et en Amérique Latine. Dans un secteur où la qualité de la donnée humaine devient un avantage concurrentiel croissant à l'ère de l'intelligence artificielle, cet actif constitue une barrière à l'entrée difficile à répliquer. Le groupe sert aujourd'hui près de 2 700 clients, principalement des agences d'études de marché, des entreprises et des cabinets de conseil, au travers de 21 bureaux répartis dans 18 pays.

Sur le plan financier, l'exercice 2025 a marqué une accélération significative. Le chiffre d'affaires a progressé de +42,2% à 91,5 M€, porté par l'intégration de Netquest, tandis que l'EBITDA atteint 20 M€, en hausse de +45%, avec une marge de 21,9%. Le résultat net ajusté ressort à 7,6 M€, en progression de +47,5%.

Bilendi entre aujourd'hui dans une phase de transformation stratégique profonde. Porté par l'essor de l'intelligence artificielle, le groupe ambitionne de passer du statut de fournisseur de terrain à celui de plateforme d'insights intégrée et automatisée, capable de couvrir l'ensemble de la chaîne de valeur de l'étude de marché, de la conception du questionnaire jusqu'à la génération du rapport final. Cette vision se concrétise à travers le déploiement de BARI, son moteur d'intelligence artificielle propriétaire, et le développement de la Bilendi Platform, une solution en self-service destinée aussi bien aux professionnels de la recherche qu'aux entreprises souhaitant accéder directement à la donnée consommateur.

Le plan stratégique 2026-2030 traduit cette ambition en objectifs financiers clairs : atteindre 175 à 200 M€ de chiffre d'affaires avec une marge EBITDA supérieure à 25%, grâce à une croissance combinant développement organique et acquisitions créatrices de valeur.

Nous jugeons l'atteinte de ces objectifs crédible, portée par un repositionnement sur un segment de marché plus dynamique, la réalisation des synergies avec Netquest et l'élargissement de son marché adressable, notamment auprès des corporates. À moyen terme, de nouvelles opérations de croissance externe pourraient également soutenir cette trajectoire.



Pourquoi investir dans Bilendi ?



Une trajectoire de croissance remarquable : TCAM 2014-2025 : **+20%**



Une rentabilité attractive : Marge d'EBITDA 2025 : **21,9%**



Un portefeuille de **4 millions** de panélistes dans **44 pays**



Une transformation IA en cours avec BARI et la Bilendi Platform

Un plan stratégique 2026-2030 ambitieux : 175-200 M€ de CA attendu



Un titre décoté offrant un potentiel de revalorisation significatif : Upside :

Sommaire

SWOT	5
THESE D'INVESTISSEMENT	6
HISTOIRE	7
PRESENTATION	8
ACTIVITÉ	12
UN ACTEUR EN PLEINE MUTATION	14
VALORISATION ET OBJECTIF DE COURS	29



SWOT

S

Forces

- Portefeuille de panels propriétaires unique : > 4 M de panélistes dans 44 pays
- Capacité de croissance éprouvée : TCAM 2014-2025 : +19,7%
- Trajectoire de rentabilité positive : EBITDA/CA (2025 : 21,9% vs 2015 : 12,8%)
- Positionnement unique : panels propriétaires et technologie intégrée
- Fondateur-dirigeant aligné : 15,1% du capital détenu
- Base diversifiée de 2 700 clients
- Infrastructures technologiques en France

W

Faiblesses

- Croissance organique limitée à 2-3% dans un marché mûr
- Plateforme IA dont la finalisation n'est attendue que mi-2027
- Levier post-Netquest à 2,4x EBITDA, limitant les capacités M&A à court terme
- Faible exposition aux États-Unis, 1er marché mondial du secteur

O

Opportunités

- Marché des plateformes self-service en plein essor : TCAM +14,3%
- L'essor de l'IA renforce la valeur des données humaines vérifiées
- Élargissement du marché adressable (en particulier aux entreprises)
- Synergies de coûts attendues post-intégration Netquest (est.2027)
- Fort potentiel de montée en marge (modèle de plateforme & revenus récurrents)

T

Menaces

- Risque d'exécution sur la transformation technologique et le repositionnement commercial
- Concurrence des grandes plateformes mondiales : Qualtrics, SurveyMonkey
- Hausse structurelle du coût d'acquisition et de fidélisation des panélistes
- Environnement réglementaire en évolution sur la donnée personnelle et l'IA



Thèse d'investissement

Un actif rare dans un marché oligopolistique

Le marché des panels externalisés est dominé par seulement quatre acteurs mondiaux : Dynata, Prodege, Bilendi et Norstat. Bilendi est le seul d'entre eux à être coté en bourse. Constituer et maintenir des panels de qualité dans plusieurs pays représente un investissement de long terme considérable, qui décourage toute nouvelle entrée. Avec plus de 4 millions de panélistes profilés selon plus de 300 critères dans 44 pays, Bilendi dispose d'un actif stratégique rare dont la valeur s'apprécie avec le temps.

Une transformation stratégique au bon moment

Bilendi amorce une évolution clé de son histoire. Le groupe complète son positionnement de fournisseur de terrain pour devenir une plateforme d'insights intégrée et automatisée. Grâce à BARI, son IA propriétaire, un client pourra bientôt concevoir son questionnaire, lancer son étude et recevoir un rapport structuré en totale autonomie. Cette évolution cible un marché qui croît à +14,3% par an contre seulement +1,8% pour les panels traditionnels. Bilendi est l'un des rares acteurs mondiaux à combiner panels propriétaires de qualité et plateforme technologique intégrée.

L'IA : une opportunité structurelle, pas une menace

Bilendi se trouve dans une position paradoxalement renforcée par l'essor de l'IA. En tant que propriétaire de données humaines vérifiées et collectées de façon éthique, le groupe détient exactement ce dont les modèles d'IA ont besoin. À mesure que les contenus synthétiques se multiplient, la valeur des données déclarées par de vrais consommateurs ne fait qu'augmenter. Par ailleurs, l'IA permet au groupe d'automatiser les étapes les plus chronophages de la chaîne de valeur, améliorant délais de livraison et marges.

Un catalyseur de croissance organique à venir

Le marché sanctionne depuis 2022 le ralentissement de la croissance organique, limitée à environ 2% par an. Cette prudence nous semble excessive au regard des investissements engagés. La finalisation de la plateforme mi-2027, la montée en puissance de panels encore en développement et l'élargissement vers de nouveaux segments clients constituent un cocktail convaincant pour une réaccélération dès 2027. Le potentiel est considérable : de 2 700 clients aujourd'hui à un marché adressable estimé à 10 000 à 15 000 clients.

Un point d'entrée attractif sur un actif de grande qualité

Le titre se traite aujourd'hui à environ **1,1x** son chiffre d'affaires, soit une décote significative par rapport aux 1,9x payés par Bilendi pour acquérir Netquest début 2025. Cette valorisation ne reflète pas la qualité du modèle ni le potentiel de la transformation en cours. Avec un TCAM de +19,7% sur dix ans, une marge EBITDA en progression constante et un fondateur détenant 15,1% du capital, Bilendi présente toutes les caractéristiques d'un actif de premier plan injustement décoté. Par ailleurs, le plan quinquennal dévoilé en avril dernier nous semble cohérent avec l'évolution du modèle de Bilendi : mieux monétiser ses actifs existants grâce à Netquest, à la plateforme et à l'élargissement vers les clients corporate. Cette trajectoire, renforcée par un segment de marché plus dynamique et un levier M&A encore mobilisable, rend selon nous les objectifs ambitieux mais crédibles.



Bilendi : Histoire

1999 : Fondation de la société par Marc Bidou sous le nom de Maximiles, pionnier de la fidélisation en ligne en France.

2001 : Diversification vers la constitution de panels en ligne pour les études de marché, activité qui deviendra le cœur du groupe.

2005 : **Introduction en bourse sur Euronext Growth Paris**, pour une valorisation initiale de 28 M€.

2014 : Changement de nom en Bilendi, reflétant le nouveau positionnement centré sur la donnée et les études de marché.

2015 : Acquisitions de M3 Research Group et Springboard UK, premières opérations de croissance externe, financées sur fonds propres.

2017 : Acquisition d'iVOX, numéro 1 des panels en ligne en Belgique. Augmentation de capital de 3,5 M€, sursouscrite (5,4 x).

2019 : Acquisition de Via!, principal panel en ligne en Italie.

2021 : Acquisitions de Discussnow, première brique de l'offre qualitative, et de Respondi, acteur européen de référence des panels en ligne, pour un montant de 15,9 millions d'euros avec earn-outs jusqu'à 20,5 millions d'euros, financé par emprunt bancaire de 12 millions d'euros.

2024 : Acquisition de Tandemz, ouvrant le marché de l'UX Research.

2025 : Acquisition de Netquest auprès de NielsenIQ pour 54 millions d'euros, leader en Espagne, au Portugal et dans 19 pays d'Amérique Latine. Bilendi franchit le cap des 90 millions d'euros de chiffre d'affaires et s'impose comme numéro 3 mondial de son secteur. L'opération a été financée e intégralement par emprunt bancaire auprès d'un syndicat mené notamment par LCL et la Société Générale.

2026 : Présentation du plan stratégique 2026-2030, ambition de devenir une plateforme d'insights intégrée et AI-native visant 175 à 200 millions d'euros de chiffre d'affaires à horizon 2030.

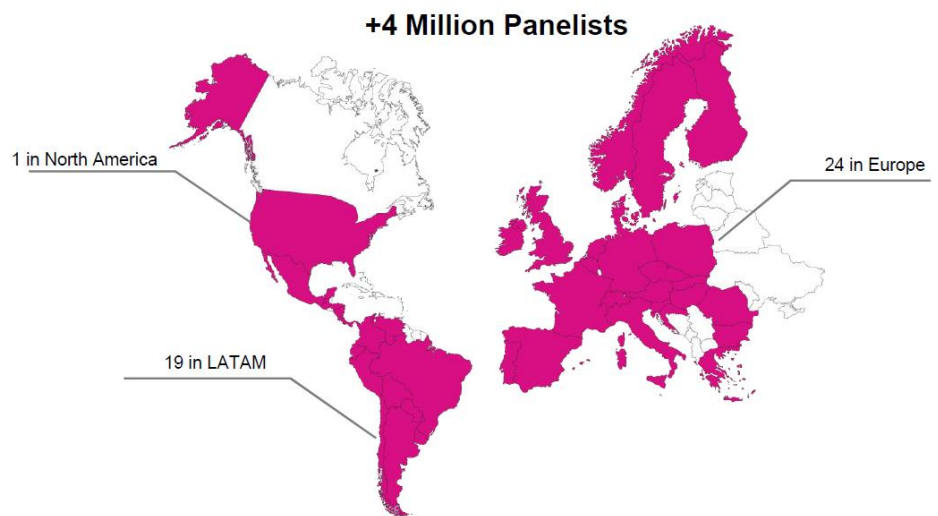


Bilendi : Présentation

Bilendi est un acteur mondial de la collecte et du traitement de données pour les professionnels de l'étude de marché. Fondé en 1999 sous le nom de Maximiles et coté sur Euronext Growth Paris depuis 2005, le groupe a connu une transformation profonde pour devenir aujourd'hui l'un des quatre leaders mondiaux de son secteur, aux côtés de Dynata, Prodege et Norstat. Avec 91,5 M€ de chiffre d'affaires en 2025 et plus de 620 collaborateurs répartis dans 21 bureaux dans 18 pays, Bilendi est le seul acteur coté de ce marché oligopolistique.

Le cœur du modèle repose sur la gestion de panels propriétaires, ces bases de données de consommateurs volontaires profilés selon plus de 300 critères, qui constituent la matière première indispensable aux études de marché quantitatives. Avec plus de 4 millions de panélistes dans 44 pays, Bilendi dispose d'une couverture géographique particulièrement forte en Europe et en Amérique Latine.

Un acteur de référence au niveau mondial avec 44 pays couverts



Sources : Bilendi, EuroLand

La présence en Amérique Latine a été construite grâce à l'acquisition en février 2025 de Netquest, leader des technologies et des données pour les études de marché en Ibérie et dans 19 pays d'Amérique Latine, acquis auprès de NielsenIQ pour 54 millions d'euros, intégralement financés par dette bancaire.

Cette opération, la plus importante de l'histoire du groupe, marque un véritable changement d'échelle. Elle permet à Bilendi d'étendre fortement sa couverture géographique, de renforcer son exposition internationale, avec désormais plus de 80% des revenus réalisés hors de France, d'entrer en Amérique Latine et de franchir le seuil des 90 M€ de chiffre d'affaires. Au-delà de l'effet de taille, elle accroît surtout la profondeur du portefeuille de panels propriétaires, un actif construit sur plus de vingt ans d'investissements continus et difficilement répliquable par de nouveaux entrants.

L'offre du groupe s'articule autour de quatre piliers complémentaires. 1/ La donnée constitue le socle, avec la fourniture d'échantillons représentatifs issus des panels propriétaires ainsi que des données comportementales. 2/ Les services regroupent les prestations d'accompagnement : scripting, sampling et data processing. 3/ La technologie s'appuie sur la Bilendi Platform, solution self-service en cours de déploiement, et Bilendi Discuss, plateforme dédiée aux études qualitatives. Enfin, 4/ l'intelligence artificielle est incarnée par BARI, le moteur IA propriétaire du groupe qui automatise progressivement l'ensemble de la chaîne de valeur de l'étude.

Une offre structurée autour de quatre piliers complémentaires

1 Données	2 Services	3 Technologie	4 IA : BARI
<ul style="list-style-type: none"> Panels : échantillons de données Panels : données comportementales Échantillonnage de niche 	<ul style="list-style-type: none"> Scripting Sampling Data processing 	<ul style="list-style-type: none"> Bilendi Platform (self-service) Bilendi Discuss (études quali) Bilendi Text Coding 	<ul style="list-style-type: none"> Bilendi Discuss Bilendi Text Coding Solutions internes
Le socle : panels propriétaires	Prestations d'accompagnement	Plateforme intégrée	Moteur IA propriétaire

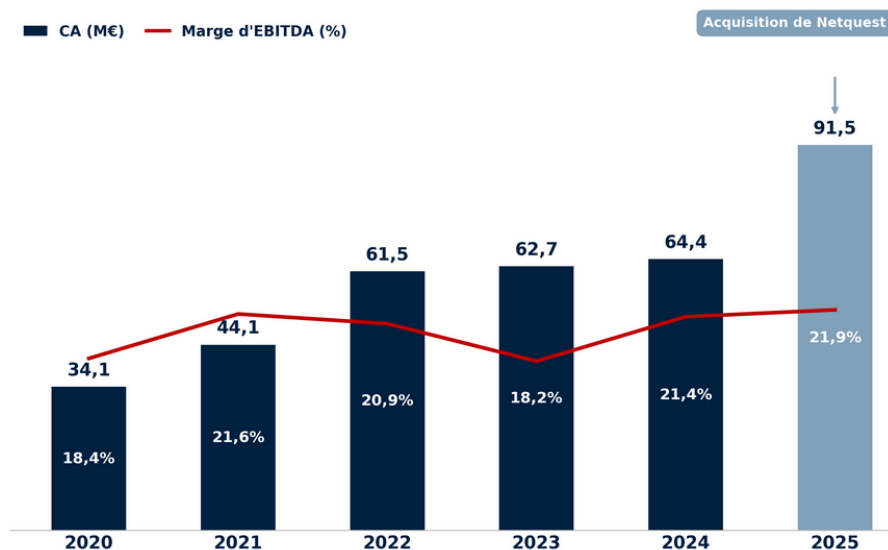
Sources : Bilendi, EuroLand

La clientèle de Bilendi est diversifiée et compte aujourd'hui près de 2 700 clients. Elle se compose principalement d'agences d'études de marché et d'instituts d'études (c.2/3 des revenus 2025), qui constituent le cœur historique de l'activité, mais aussi d'agences médias, de cabinets de conseil, d'institutions académiques et, de façon croissante, d'entreprises souhaitant accéder directement à la donnée consommateur. Cette dernière catégorie représente le plus grand potentiel de croissance du groupe, avec un marché adressable estimé à 10 000 à 15 000 clients potentiels grâce au déploiement de la plateforme self-service.



Sur le plan financier, le groupe exhibe des fondamentaux solides. En 2025, le chiffre d'affaires a bondi de +42,2% à 91,5 millions d'euros, porté par l'intégration de Netquest. L'EBITDA atteint 20 millions d'euros, en hausse de +45%, avec une marge de 21,9%, tandis que le résultat net ajusté progresse de +47,5% à 7,6 millions d'euros.

Des fondamentaux solides



Sources : Bilendi, EuroLand

Fort de cette nouvelle dimension, Bilendi a présenté en avril 2026 un plan stratégique ambitieux pour la période 2026-2030. L'ambition est claire : passer du statut de fournisseur de panels à celui de plateforme d'insights intégrée et AI-native, capable de couvrir l'intégralité de la chaîne de valeur de l'étude de marché, de la conception du questionnaire jusqu'à la génération du rapport final.

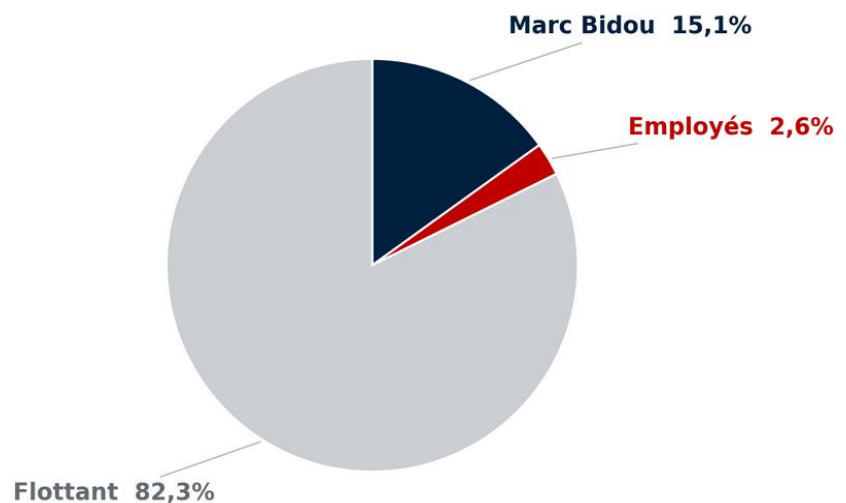
Cette transformation s'appuie sur six axes stratégiques : le développement de plateformes d'insights AI-natives, le renforcement des panels propriétaires, l'expansion géographique sélective, une approche commerciale par segment de clientèle, un modèle opérationnel piloté par l'IA et une politique M&A disciplinée. Les objectifs financiers à horizon 2030 sont ambitieux : 175 à 200 millions d'euros de chiffre d'affaires avec une marge EBITDA supérieure à 25%, sans recours à une augmentation de capital sauf dans le cadre d'un programme M&A accéléré.

Le flottant constitue la majeure partie de l'actionariat

La structure actionnariale de Bilendi est simple. Marc Bidou, fondateur et PDG, en est le premier actionnaire individuel avec 15,1% du capital. Les salariés détiennent 2,6% supplémentaires et le flottant représente 82,3% du capital.

Depuis l'augmentation de capital de 3,45 millions d'euros réalisée en 2017 et destinés à financer la croissance externe et les investissements technologiques, le groupe n'a procédé à aucune dilution significative.

Répartition de l'actionariat de Bilendi



Sources : Bilendi, EuroLand

Un groupe dirigé par son fondateur

Bilendi est dirigé par son fondateur, Marc Bidou, depuis la création de la société en 1999. Diplômé de Paris Dauphine, de Sciences Po et d'HEC, Marc Bidou a démarré sa carrière chez The Walt Disney Company avant de fonder Maximiles, devenue Bilendi. Plus de vingt-cinq ans après la création du groupe, il en reste le PDG et le premier actionnaire individuel.

L'équipe dirigeante s'est progressivement structurée autour de lui. Gilles Richard a rejoint le groupe en 2023 en tant que Directeur Financier, après une longue carrière de CFO dans des sociétés technologiques. Hervé Piedvache, cofondateur du groupe, en assure la direction technique depuis l'origine. Corinne Villalba, Chief Operating Officer, apporte une expérience solide du secteur acquise notamment chez Ipsos et Kantar. Orkan Dolay, ancien COO de Respondi intégré lors de l'acquisition de 2021, dirige aujourd'hui l'innovation produit du groupe. Esteban Gay, ancien PDG de Netquest, pilote désormais les opérations Ibérie et Amérique Latine depuis l'acquisition de 2025.

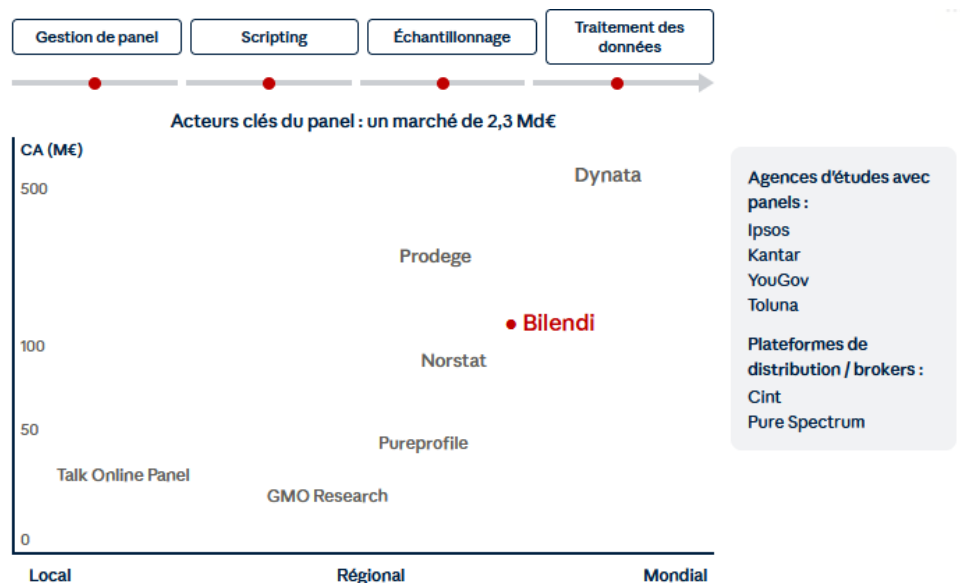


Activité

Pour comprendre Bilendi, il faut distinguer les maillons d'une étude de marché. Un institut généraliste comme Ipsos peut accompagner un client de la définition de la problématique jusqu'aux recommandations finales. Bilendi intervient historiquement sur un maillon plus spécifique, mais essentiel : l'accès aux répondants qualifiés, la gestion du terrain, le contrôle qualité et le traitement des réponses.

Une étude peut être résumée en cinq étapes : 1/ formulation de la question business, 2/ construction du questionnaire, 3/ recrutement des répondants, 4/ collecte et traitement des réponses, 5/ analyse et restitution des résultats. Le cœur historique de Bilendi se situe sur les étapes 3 et 4, grâce à ses panels propriétaires et à ses capacités de sampling. Le groupe travaille principalement pour des instituts d'études, mais aussi directement pour des entreprises, agences médias, cabinets de conseil, acteurs publics ou institutions académiques.

Panorama des acteurs clés du panel



Sources : Bilendi, EuroLand

L'enjeu stratégique est désormais de remonter la chaîne de valeur. Avec la Bilendi Platform et BARI, le groupe veut intervenir davantage sur la préparation des études et l'exploitation des résultats, tout en donnant plus d'autonomie aux clients. Bilendi ne cherche donc pas à devenir un institut généraliste, mais à capter une part plus large du budget d'étude en s'appuyant sur son actif historique : la donnée humaine qualifiée.

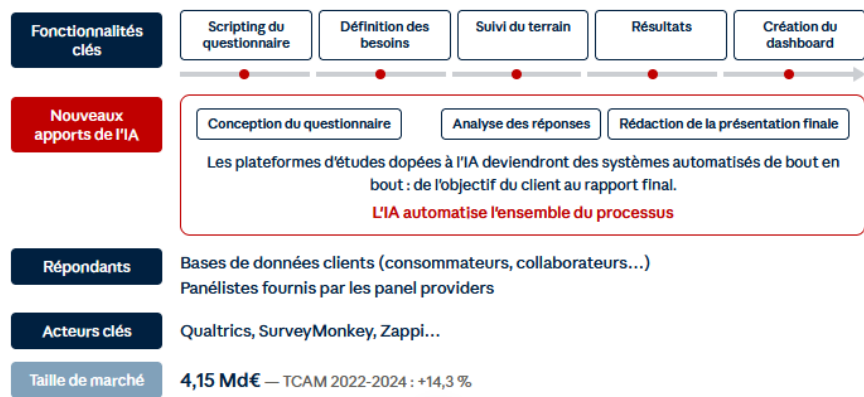
La collecte quantitative reste le cœur de l'activité. Le client définit sa cible, Bilendi vérifie la faisabilité de l'étude, sélectionne les répondants, administre l'enquête et contrôle la qualité des réponses. Selon les besoins, le groupe peut aussi prendre en charge le scripting du questionnaire, la traduction, le codage, le traitement des données et la mise en forme des résultats.

Bilendi a progressivement élargi son offre. Bilendi Discuss couvre les études qualitatives et hybrides, avec des réponses sous forme de texte, image, audio ou vidéo. BilendiUX, issu de l'acquisition de Tandemz, adresse l'UX Research, avec le recrutement de participants pour des tests utilisateurs, des entretiens ou des enquêtes d'usage. Le groupe propose également des offres spécialisées, comme les tests produits à domicile, les communautés de répondants, les panels santé ou la mesure d'efficacité publicitaire.

La Bilendi Platform doit simplifier l'accès à ces offres. Elle permet aux clients de tester la faisabilité d'un projet, d'obtenir une estimation de coût, de suivre leurs demandes et de lancer certaines études avec davantage d'autonomie. Pour Bilendi, l'intérêt est double : réduire la friction commerciale et rendre le modèle plus scalable.

La Bilendi Platform : un nouveau levier pour Bilendi

Une plateforme d'études self-service est une solution logicielle qui permet aux clients de concevoir, lancer et gérer leurs projets d'études de marché en toute autonomie, sans intervention manuelle des équipes commerciales ou opérationnelles.



Sources : Bilendi, EuroLand

BARI, l'outil d'intelligence artificielle propriétaire du groupe, complète cette évolution. Il vise à automatiser certaines tâches comme l'aide à la conception de questionnaires, l'analyse de réponses ouvertes, la traduction, la synthèse de verbatims ou la génération de supports de restitution. L'objectif n'est pas de remplacer les panels, mais d'accélérer le passage de la donnée collectée à une analyse exploitable.

Le groupe évolue ainsi d'un modèle centré sur la fourniture d'échantillons vers une offre plus complète, combinant panels propriétaires, services de données, plateforme technologique et IA. Cette évolution doit permettre au groupe d'adresser une clientèle plus large, notamment corporate, et de mieux monétiser ses actifs existants.

Un acteur en pleine mutation

Bilendi dispose d'un modèle déjà éprouvé, construit autour d'un actif propriétaire, d'une exécution régulière et d'une rentabilité élevée pour son secteur. Le groupe entre aujourd'hui dans une nouvelle phase, portée par l'évolution du marché des études, l'automatisation croissante des processus et le développement de nouvelles offres technologiques. L'enjeu est désormais de transformer cette base existante en un modèle plus large, plus scalable et mieux exposé aux besoins directs des clients.

Selon nous, quatre éléments fondent notre conviction sur la pertinence du modèle : 1/ la solidité de l'actif panel, construit dans la durée, 2/ un environnement sectoriel plus favorable aux propriétaires de données humaines vérifiées, 3/ un repositionnement vers la plateforme et l'intelligence artificielle, qui élargit le marché adressable du groupe, et 4/ des relais de croissance identifiés, entre expansion géographique, nouveaux segments clients et politique M&A disciplinée.

1) Une construction pertinente sur le temps long

La valeur de Bilendi repose d'abord sur un actif qui ne se reconstitue ni rapidement ni à faible coût. Le groupe a construit, sur plus de vingt-cinq ans, un portefeuille de panels propriétaires couvrant aujourd'hui 44 pays et regroupant plus de 4 millions de panélistes. Cet actif ne se résume pas à une base de répondants. Sa valeur provient de la capacité à recruter, qualifier, fidéliser et activer des profils suffisamment nombreux pour répondre à des demandes très diverses, parfois dans plusieurs pays simultanément, avec un niveau de granularité élevé.

Un actif rare, complet et difficilement reproductible



Sources : Bilendi, EuroLand



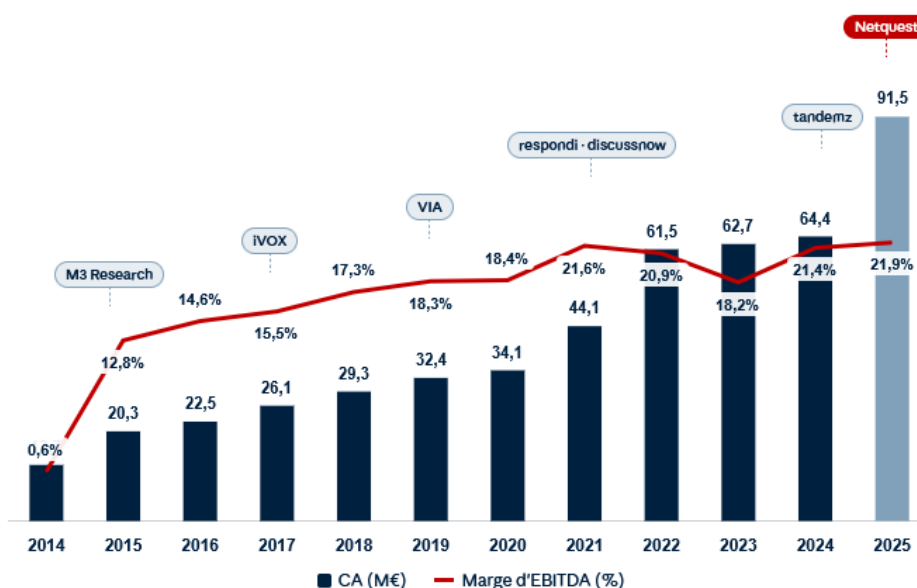
La construction de cet actif repose d'abord sur le développement organique. Lancer un panel dans un pays donné suppose un investissement initial à perte. Il faut recruter les premiers répondants, les inciter à rester engagés, enrichir progressivement leur profil et atteindre une masse critique avant que le panel puisse être utilisé de manière rentable. Pendant cette phase, le groupe doit souvent compléter son propre dispositif par l'achat de panélistes tiers, ce qui pèse sur les marges locales. Cette difficulté est démultipliée lorsqu'il s'agit de couvrir plusieurs pays, car la promesse commerciale ne porte plus seulement sur la taille du panel, mais sur la capacité à délivrer des échantillons homogènes, qualifiés et disponibles sur plusieurs géographies.

Bilendi a pu mener cette stratégie dans la durée grâce à une maîtrise interne de sa technologie. Le groupe dispose d'une infrastructure propriétaire, depuis les serveurs jusqu'aux couches logicielles, et s'appuie sur une équipe technique significative au sein d'un effectif total de plus de 620 collaborateurs. Cette intégration technologique est importante. Elle permet d'industrialiser le recrutement et la gestion des panélistes, d'uniformiser les outils utilisés dans les différents pays et de faciliter l'intégration des sociétés acquises. Elle constitue aussi un élément de différenciation dans un métier où la qualité opérationnelle, la rapidité d'exécution et la fiabilité des données conditionnent la fidélité des clients.

Le second pilier de cette construction est la croissance externe. La logique suivie par Bilendi est restée constante : acquérir des acteurs disposant de panels établis dans des géographies ou des expertises complémentaires, puis les intégrer progressivement à une plateforme commune. Cette stratégie a permis d'élargir l'empreinte européenne avec iVOX en Belgique, Via! en Italie et Respondi en Europe, tout en renforçant le périmètre d'expertise du groupe avec Discussnow dans les études qualitatives et Tandemz dans l'UX Research. Ces opérations n'ont donc pas seulement apporté du chiffre d'affaires. Elles ont enrichi la profondeur des panels, élargi les cas d'usage adressables et renforcé les effets d'échelle du modèle.

Un historique de croissance organique associé à une politique de build-up

TCAC 2014-2025 : +19,7 % ±10 % organique & ±10 % acquisitions



Sources : Bilendi, EuroLand



L'acquisition de Netquest, finalisée en février 2025 auprès de NielsenIQ pour 54 M€, constitue l'opération la plus structurante de cette trajectoire. Netquest a apporté à Bilendi une position de référence en Ibérie et dans 19 pays d'Amérique Latine, permettant au groupe d'accéder à un nouveau continent, de renforcer fortement son exposition internationale et de franchir le seuil des 90 M€ de chiffre d'affaires.

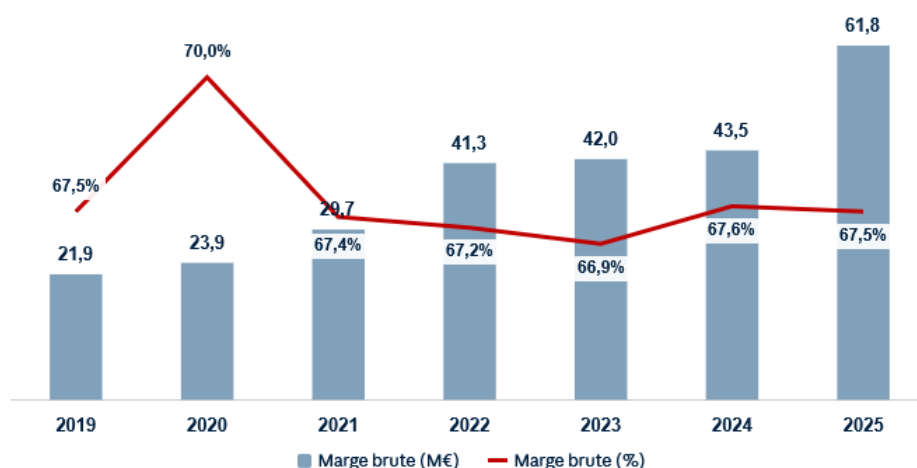
L'opération accroît mécaniquement la taille du groupe, mais son intérêt dépasse l'effet de périmètre. Elle densifie la couverture géographique, améliore la profondeur de l'offre multi-pays et renforce la valeur stratégique du portefeuille de panels propriétaires. L'implantation dans une nouvelle zone géographique étant longue et coûteuse, la croissance externe permet ainsi à Bilendi d'accélérer son développement international en acquérant des panels déjà constitués.

L'intégration de Netquest constitue désormais un enjeu opérationnel central. La migration de sa plateforme technologique vers les systèmes de Bilendi, attendue courant 2027, doit permettre de fonctionner avec une architecture unifiée plutôt qu'avec deux environnements parallèles. Cette étape devrait générer des synergies de coûts et améliorer la scalabilité du modèle, notamment au niveau de l'EBIT. Elle illustre l'intérêt de la stratégie de build-up suivie par le groupe : les acquisitions créent de la taille, mais la création de valeur dépend ensuite de la capacité à les absorber dans un socle technologique commun.

Cette combinaison entre construction organique et croissance externe rend l'actif de Bilendi structurellement difficile à répliquer. Un nouvel entrant devrait accepter plusieurs années d'investissement avant d'atteindre une masse critique par pays, puis reproduire ce travail sur plusieurs géographies tout en garantissant la qualité, l'engagement et la qualification des répondants. La profondeur de profilage, qui dépasse 300 critères, renforce encore cette barrière à l'entrée. La taille du panel est donc importante, mais elle ne suffit pas à expliquer l'avantage concurrentiel. Celui-ci repose aussi sur la qualité de la donnée, la couverture internationale, la capacité d'échantillonnage et l'intégration technologique.

Cette solidité se retranscrit dans les fondamentaux du groupe. Entre 2019 et 2025, le chiffre d'affaires est passé de 32,4 M€ à 91,5 M€, soit un TCAM de +18,9%. Le groupe n'a pas connu une seule année de décroissance sur la période.

Évolution de la marge brute (en M€) et du taux de marge brute (en %) 2019-2025



Sources : Bilendi, EuroLand



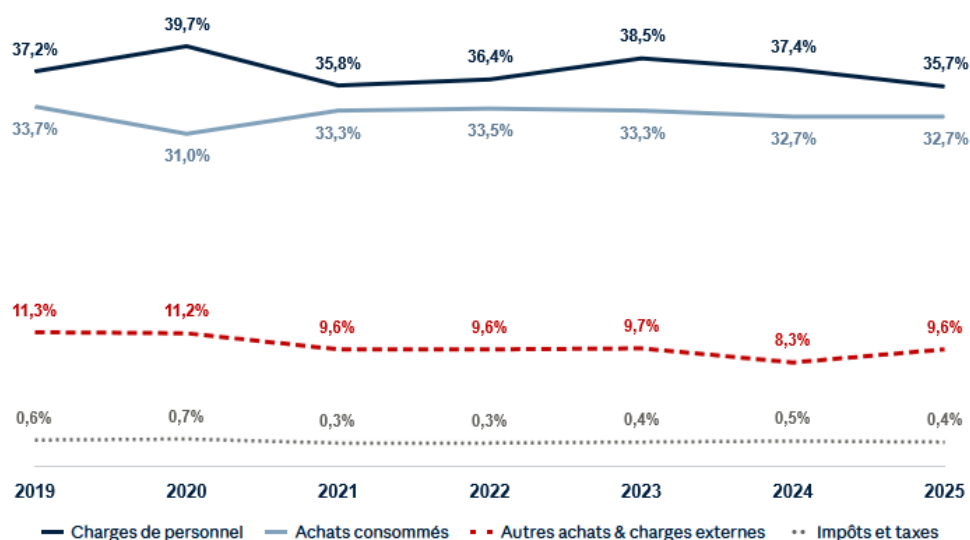
Concernant la structure de coûts, les achats ont progressé de 10,9 M€ en 2019 à 29,9 M€ en 2025, mais leur poids dans le chiffre d'affaires est resté globalement stable, de 33,7% à 32,7%. Cette évolution explique la tenue de la marge brute autour de 67%. Elle montre que la hausse des coûts liés aux panélistes, notamment dans les pays où la couverture propriétaire doit encore être complétée par des achats tiers, a globalement été absorbée dans les prix.

Les charges externes ont également augmenté avec la taille du groupe, de 3,7 M€ en 2019 à 8,8 M€ en 2025. Leur poids a toutefois reculé de 11,3% à 9,6% du chiffre d'affaires. Rapportées aux effectifs, elles sont restées très stables, autour de 15 K€ par salarié sur longue période. Cette évolution traduit une bonne maîtrise des coûts de structure, même si le modèle conserve une dimension locale importante dans la gestion des panels et de la relation client.

Les charges de personnel sont passées de 12,0 M€ en 2019 à 32,7 M€ en 2025, soit une progression légèrement inférieure à celle du chiffre d'affaires. Leur poids a ainsi reculé de 37,2% à 35,7% du chiffre d'affaires, malgré la hausse des effectifs et l'intégration de plusieurs acquisitions. Cette évolution montre que Bilendi a été capable d'absorber une partie de sa croissance sans augmenter ses coûts salariaux au même rythme que ses revenus.

Au total entre 2019 et 2025, les charges opérationnelles (hors D&A) sont ainsi passées de 82,9% à 78,3% soit une baisse de 460 bps sur la période.

Évolution des postes de dépenses (en % du CA)



Sources : Bilendi, EuroLand

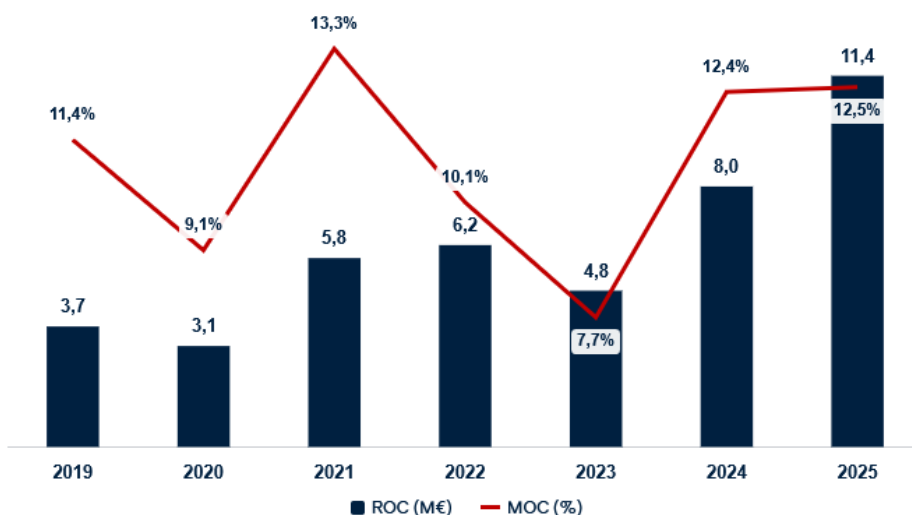
Ainsi, sur la période, l'EBITDA a progressé de 5,9 M€ en 2019 à 20,0 M€ en 2025, avec une marge s'établissant en moyenne à 19% sur la période, progressant de 18,3% à 21,9% et traduisant une hausse de 360 bps.

Le résultat opérationnel courant a suivi la même trajectoire, mais avec une progression moins rapide en raison de la hausse des dotations aux amortissements et provisions.



Celles-ci sont passées de 2,2 M€ en 2019 à 8,6 M€ en 2025, soit de 6,9% à 9,4% du chiffre d'affaires. Cette hausse est liée à un point central du modèle économique de Bilendi, à savoir la capitalisation puis l'amortissement du coût d'acquisition des panélistes. Elle reflète également l'intensification des investissements technologiques, la capitalisation de développements internes et l'effet des acquisitions successives, notamment Respondi puis Netquest. Le ROC progresse ainsi de 3,7 M€ à 11,4 M€, avec une marge moyenne de 11%, passée de 11,4% à 12,5% en 2025.

Évolution du ROC (en M€) et de la MOC (en % du CA) 2019-2025

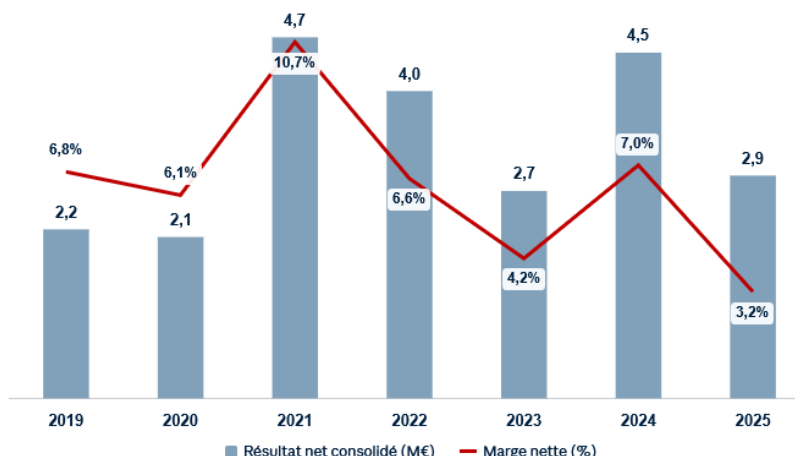


Sources : Bilendi, EuroLand

L'exercice 2025 doit toutefois être lu à part, car il intègre pour la première fois la contribution de Netquest. Cette acquisition explique l'essentiel du changement de taille du groupe, avec un chiffre d'affaires en hausse de +42,2% à 91,5 M€ et un EBITDA en progression de +45,4% à 20,0 M€. La croissance sous-jacente reste en revanche plus modérée, la progression pro forma à taux de change constant ressortant à +1,3%.

Cette opération rend également le bas de compte de résultat moins lisible à court terme. Le résultat net publié ressort à 3,0 M€, contre 4,5 M€ en 2024, pénalisé par la hausse de la charge financière à 2,9 M€ et par les amortissements liés aux actifs identifiés lors des acquisitions, principalement Netquest. Retraité de ces éléments, le résultat net ajusté atteint 7,6 M€, en hausse de +47,5%

Évolution du RN 2019-2025 (en M€ et en % du CA)

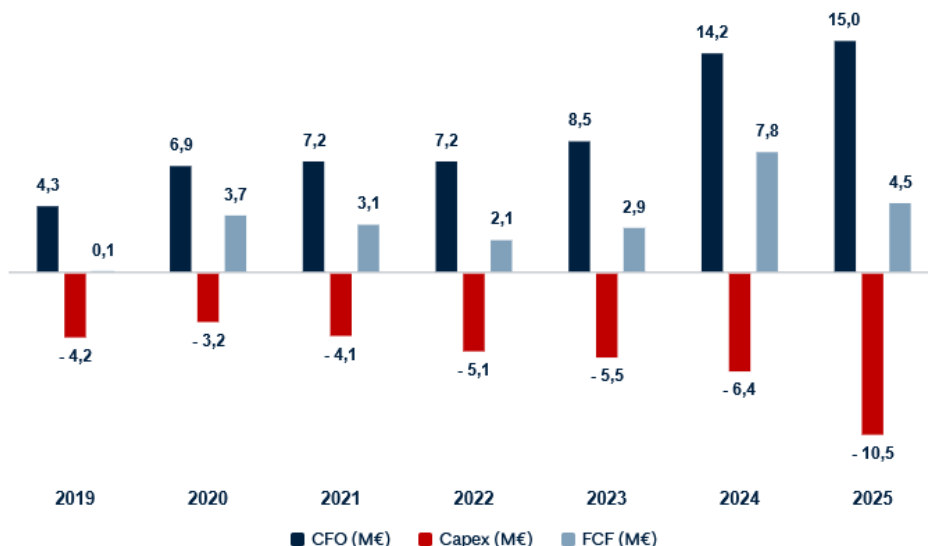


Sources : Bilendi, EuroLand



Sur le plan du cash, les capex ont progressé à 10,5 M€ en 2025, soit 11,5% du chiffre d'affaires, pesant sur le free cash-flow qui ressort à 4,5 M€ contre 7,9 M€ en 2024 (-43,0%). La dette nette s'établit donc à 47,6 M€, soit 2,4x l'EBITDA, un niveau appelé à se réduire progressivement, nos estimations tablant sur un ratio de 1,6x en 2027e et 1,2x en 2028e.

Évolution du RN 2019-2025 (en M€ et en % du CA)



Sources : Bilendi, EuroLand

2) Un secteur en mutation favorable aux propriétaires de données

Le marché mondial des insights représentait 153 Mds\$ en 2024 selon ESOMAR, mais cette taille agrégée masque des dynamiques très différentes selon les segments. Le market research traditionnel, qui inclut notamment les fournisseurs de panels comme Bilendi, pèse 56,1 Mds\$ et affiche une croissance moyenne de +3,6% par an sur la période 2015-2024. Au sein de ce segment, le marché des panels externalisés demeure plus étroit, estimé à 2,3 Mds\$, avec une croissance moyenne limitée à +1,8% entre 2022 et 2024.

À l'inverse, le marché des logiciels de recherche pèse 62,2 Mds\$ et croît à +18,1% par an sur la même période. Le sous-segment des plateformes self-serve affiche quant à lui un CAGR de +14,3% entre 2022 et 2024 pour atteindre 4,15 Mds\$. Cette asymétrie est au cœur de la transformation stratégique engagée par Bilendi : le groupe évolue aujourd'hui dans le segment le moins dynamique de son industrie, mais dispose de tous les atouts pour migrer vers le segment le plus porteur.

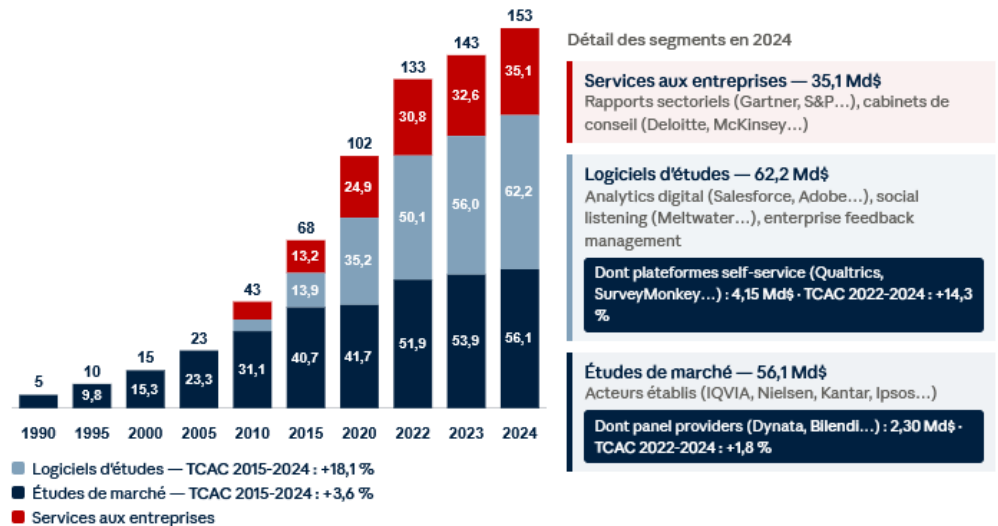
Au sein du marché des panels, les dynamiques varient fortement selon les segments de clientèle. Les agences d'études de marché, cœur historique de la base clients de Bilendi, sont sous forte pression tarifaire et affichent une croissance faible.

À l'opposé, les entreprises et corporates représentent un gisement de croissance considérable : ils souhaitent accéder directement à la donnée consommateur sans intermédiaire mais ne disposent pas aujourd'hui des outils pour traiter des données brutes. Les cabinets de conseil constituent un segment à forte valeur ajoutée avec une



demande croissante pour des insights décisionnels rapides. Les agences médias représentent un segment en croissance régulière, porté par les besoins de mesure d'audience et d'efficacité publicitaire. Le potentiel d'élargissement de la base clients est considérable : de 2 700 clients aujourd'hui, Bilendi estime son marché adressable à 10 000 à 15 000 clients potentiels grâce au déploiement de sa plateforme self-service.

Le marché des études est mature, les logiciels d'études en forte croissance



Sources : Bilendi, EuroLand

L'intelligence artificielle est le principal catalyseur de cette transformation. Elle agit d'abord sur les étapes les plus chronophages de la chaîne de valeur, comme la conception des questionnaires, le traitement des données, l'analyse des réponses ouvertes et la génération de rapports. Elle permet ensuite de développer des offres plus self-service, accessibles à des clients qui ne disposaient pas toujours des ressources internes nécessaires pour piloter directement des études. Elle peut enfin favoriser des modèles plus récurrents et plus scalables que le modèle transactionnel traditionnel.

Pour Bilendi, l'IA nous semble davantage constituer une opportunité qu'une menace. Les modèles d'IA ont besoin de données humaines fiables, représentatives et récentes pour produire des résultats exploitables. À mesure que les contenus synthétiques se multiplient, la valeur des réponses issues de consommateurs réels, identifiés et qualifiés, devrait donc se renforcer.

Dans ce contexte, les acteurs les mieux positionnés devraient être ceux capables de combiner données propriétaires, plateforme technologique et capacités d'automatisation. Bilendi dispose déjà des deux premières briques et avance sur la troisième avec BARI, son moteur d'intelligence artificielle propriétaire. Cette combinaison justifie le repositionnement engagé vers une offre plus intégrée, capable de capter une part plus large de la chaîne de valeur des études.



3) Bilendi à la croisée des chemins

Bilendi aborde une phase charnière de son développement. Le groupe ne cherche pas à changer de métier, mais à mieux monétiser l'actif qu'il a construit. Le point de départ reste la collecte de données auprès de panels propriétaires. La différence tient désormais à la capacité de proposer davantage de services autour de cette donnée, avec un accès plus direct, plus automatisé et plus simple pour les clients.

Cette évolution est importante car le modèle historique reste largement centré sur la fourniture de panels. Les services complémentaires, comme le scripting, le redressement statistique, le traitement des données ou l'aide à la structuration des résultats, existent déjà, mais ne représentent encore qu'une part minoritaire du chiffre d'affaires Market Research. Le potentiel de création de valeur réside donc dans la montée en puissance de ces services, sans remettre en cause le socle du modèle.

La Bilendi Platform répond à cette logique. Elle ne remplace pas l'intervention des équipes, notamment pour les études complexes ou multi-pays, mais ajoute un canal plus direct pour les demandes simples, standardisées ou récurrentes. Le client peut tester la faisabilité d'un projet, obtenir une estimation de prix, configurer une étude et suivre son avancement. Pour Bilendi, l'enjeu est double. D'une part, réduire le temps de traitement commercial et opérationnel. D'autre part, rendre l'offre accessible à des clients qui ne passaient pas naturellement par les circuits traditionnels des études.

Une transition pour prendre le virage de l'IA

DE...

Un panel provider de premier plan

Un fournisseur d'études de marché

La collecte de données et l'exécution

Des prestations au projet

VERS...

Une plateforme d'insights de référence, dopée à l'IA

Un propriétaire de plateforme intégrée, pour chercheurs et décideurs

La génération d'insights et l'aide à la décision de bout en bout

Un modèle platform-first, scalable, aux revenus récurrents

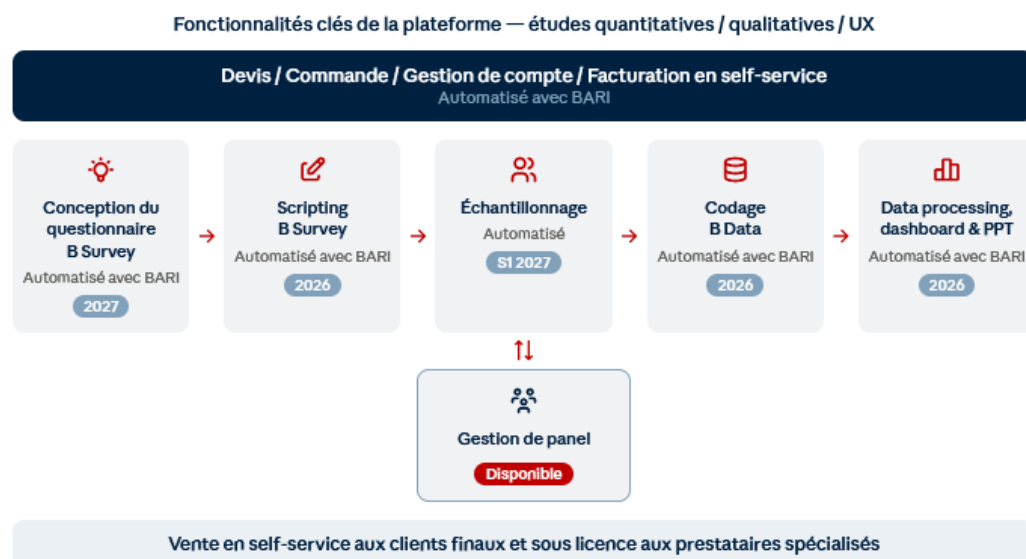
Sources : Bilendi, EuroLand

BARI complète cette évolution en automatisant certaines tâches à forte intensité de main-d'œuvre. L'outil peut aider à concevoir un questionnaire, analyser des réponses ouvertes, produire des tableaux de bord ou générer des supports de restitution. L'intérêt économique n'est pas seulement de gagner du temps. Il est surtout de permettre à Bilendi de vendre des prestations plus complètes sans augmenter les coûts au même rythme que le chiffre d'affaires.

Le repositionnement engagé repose donc sur une logique de montée en valeur. Un projet qui se limitait historiquement à l'accès à un échantillon peut progressivement intégrer davantage de services autour de la préparation, du traitement et de l'exploitation des résultats. Cette évolution devrait soutenir le revenu moyen par projet, améliorer la récurrence de certaines demandes et renforcer la scalabilité du modèle.



Une chaîne d'étude automatisée de bout en bout d'ici 2027



Sources : Bilendi, EuroLand

Le plan stratégique 2026-2030 formalise cette trajectoire. Il s'appuie sur le renforcement des panels propriétaires, le développement de plateformes d'insights Alternatives, une approche commerciale plus segmentée, l'automatisation progressive des processus internes, une expansion géographique sélective et une politique M&A disciplinée. Les objectifs financiers traduisent l'ampleur de l'ambition, avec 175 M€ à 200 M€ de chiffre d'affaires en 2030 et une marge EBITDA supérieure à 25%.

Cette trajectoire reste dépendante de l'exécution. La plateforme doit encore monter en fonctionnalités, BARI doit prouver sa capacité à enrichir l'offre de manière récurrente et l'intégration de Netquest doit être finalisée. Toutefois, l'intérêt du repositionnement est clair. Bilendi ne part pas d'un modèle à créer, mais d'un actif déjà constitué qu'il cherche à mieux exploiter.

4) Des relais de croissance concrets

La croissance organique de Bilendi a ralenti ces dernières années, autour de 2% par an sur la période 2022-2025. Cette dynamique reflète davantage une phase de transition qu'un affaiblissement structurel du modèle. Le groupe a absorbé plusieurs acquisitions, dont Netquest, tout en continuant d'investir dans ses panels, sa plateforme et ses outils d'automatisation. Cette mobilisation a temporairement pesé sur la dynamique commerciale, mais elle prépare selon nous une nouvelle phase de croissance.

La réaccélération attendue à partir de 2027 repose d'abord sur la montée en puissance de la Bilendi Platform et de BARI. Ces outils doivent permettre d'adresser plus efficacement des clients qui ne passaient pas naturellement par les circuits traditionnels des études, notamment les entreprises et les clients corporate. L'enjeu est important, Bilendi estimant son marché adressable à 10 000 à 15 000 clients potentiels, contre environ 2 700 clients aujourd'hui.

Une stratégie commerciale différenciée par segment de clientèle

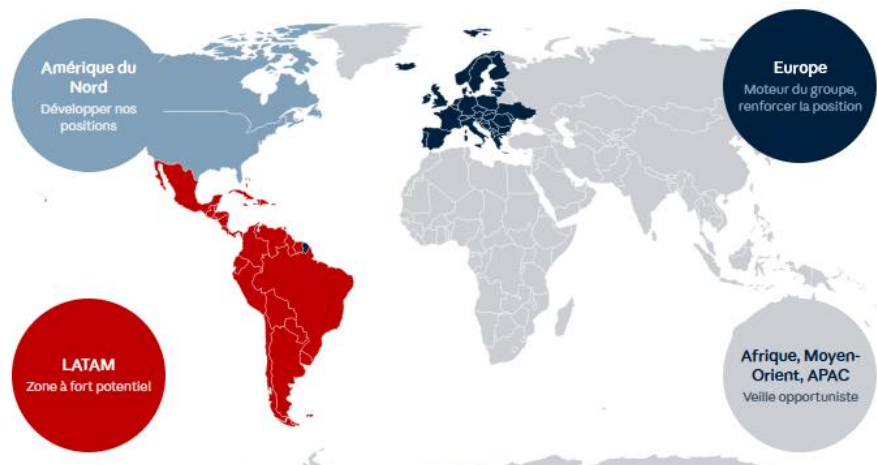


Sources : Bilendi, EuroLand

Le deuxième levier réside dans l'augmentation du revenu moyen par projet. Un client qui commandait historiquement un accès à un échantillon pourra progressivement accéder à une offre plus complète, intégrant davantage de préparation, de traitement, d'analyse et de restitution. Cette montée en valeur doit permettre à Bilendi de capter une part plus importante du budget d'étude, sans remettre en cause le socle de son modèle.

L'expansion géographique constitue également un relais de croissance. En Europe, le groupe dispose encore de marges de progression dans certains marchés récemment adressés. En Amérique Latine, l'intégration de Netquest lui donne une base commerciale et opérationnelle plus large, à partir de laquelle il pourra développer son activité de façon organique. Aux États-Unis, la présence reste limitée, mais le groupe privilégie à ce stade une approche progressive, cohérente avec la priorité donnée à l'intégration de Netquest et au déploiement de la plateforme.

Une stratégie commerciale différenciée par segment de clientèle



Sources : Bilendi, EuroLand



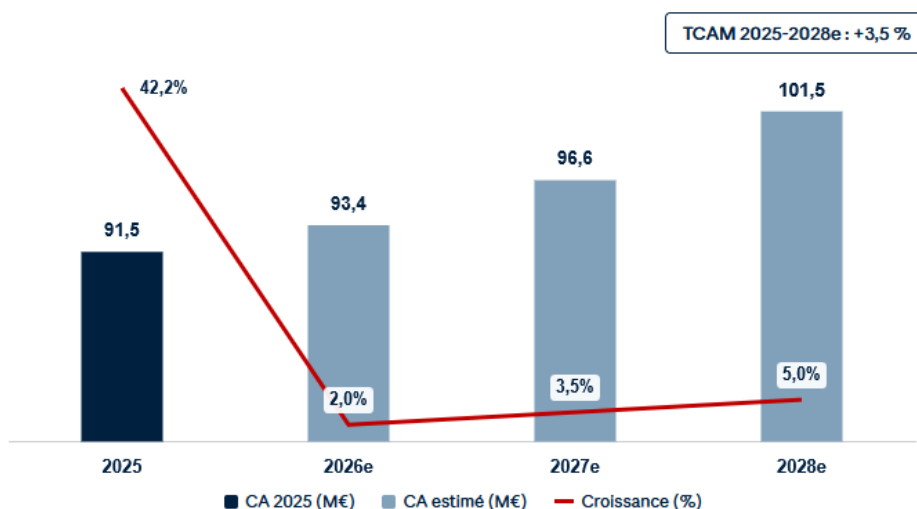
Enfin, la croissance externe devrait redevenir un levier à moyen terme. Le niveau d'endettement post-Netquest limite la capacité d'action à court terme, avec une dette nette de 2,4x l'EBITDA à fin 2025. Cette trajectoire devrait redonner au groupe des marges de manœuvre pour réaliser des acquisitions ciblées, soit dans des géographies complémentaires, soit dans des expertises technologiques renforçant son positionnement.

Au total, Bilendi dispose de plusieurs relais de croissance identifiés. La plateforme et BARI doivent soutenir l'élargissement de la base clients, la montée en valeur de l'offre devrait améliorer le revenu par projet, l'expansion géographique reste incomplète et la capacité M&A pourrait se reconstituer à partir de 2027. Cette combinaison rend crédible une reprise progressive de la croissance, sous réserve d'une bonne exécution opérationnelle.

Des leviers de croissance clairs

Notre scénario de chiffre d'affaires repose sur une reprise graduelle de la croissance organique après un exercice 2025 marqué par l'intégration de Netquest et par une dynamique organique encore limitée. Nous retenons une croissance de +2,1% en 2026, puis une accélération progressive sur les deux exercices suivants. Sur la période 2025-2028e, le chiffre d'affaires progresserait ainsi à un TCAM de +3,5%.

Estimations EuroLand 2025-2028e : CA (en M€) et taux de croissance (en %)



Sources : EuroLand

Cette trajectoire reflète une montée en puissance progressive des relais identifiés dans la thèse d'investissement. La croissance resterait modérée en 2026, le groupe étant encore mobilisé sur l'intégration de Netquest, la finalisation des développements technologiques et le déploiement commercial de la Bilendi Platform.

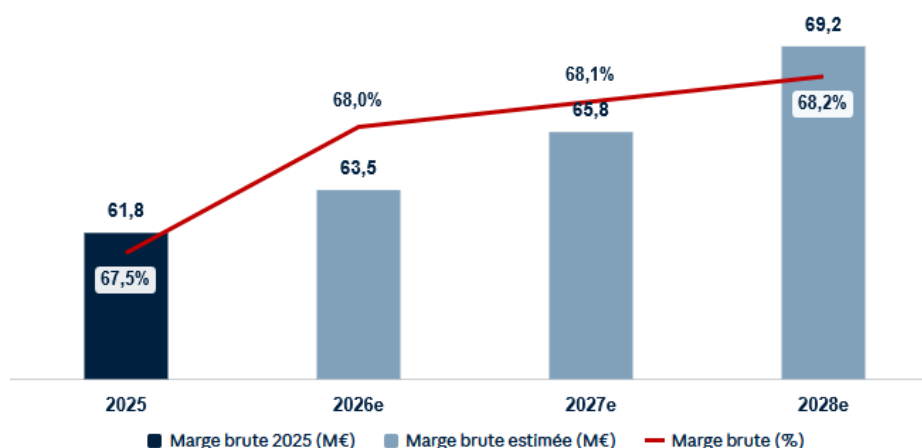
L'accélération attendue ensuite devrait être selon nous portée par trois facteurs. 1/ La mise en service progressive de la plateforme et de BARI, qui doit faciliter l'accès aux panels et ouvrir de nouveaux segments clients. 2/ L'augmentation du revenu moyen par projet, grâce à une part plus élevée de services à valeur ajoutée autour de la donnée. 3/ La montée en maturité des pays récemment ouverts ou renforcés, notamment en Amérique Latine et dans certaines zones encore sous-exploitées.

Dans notre DCF, cette dynamique se poursuit au-delà de 2028, avec une croissance organique qui reste soutenue mais progressivement normalisée. Nous intégrons par ailleurs une acquisition structurante en 2030, apportant 75 M€ de chiffre d'affaires supplémentaire. Cette hypothèse permet d'atteindre un niveau de revenus de 187,4 M€, cohérent avec la fourchette communiquée par le management à horizon 2030, comprise entre 175 M€ et 200 M€. Elle reflète également la place historique du M&A dans le modèle de Bilendi, tout en retenant un calendrier prudent, les prochaines années devant d'abord être consacrées à l'intégration de Netquest et au désendettement.

Qui devrait soutenir la hausse des marges

Notre scénario retient une amélioration progressive de la rentabilité sur l'ensemble de la période explicite. Cette progression est d'abord visible au niveau de la marge brute, qui passerait de 67,5% en 2025 à 68,2% en 2028 dans notre modèle. Elle reflète une meilleure absorption des coûts de panels, la montée en maturité des géographies récemment développées et une contribution plus importante des services à valeur ajoutée dans le mix. Elle traduit également une moindre dépendance aux panélistes tiers dans certains pays, au fur et à mesure que les panels propriétaires gagnent en profondeur.

Estimations EuroLand 2025-2028e : MB (en M€) et taux de MB (en %)



Sources : EuroLand

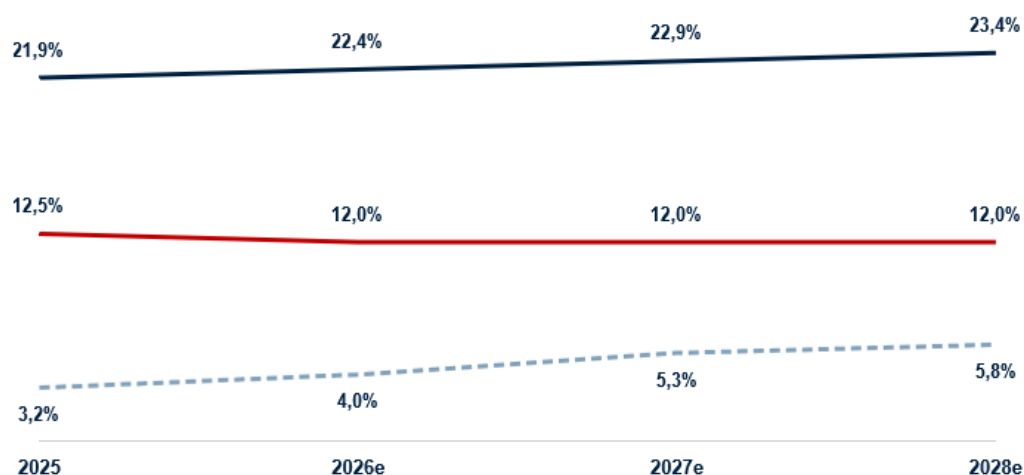
Cette amélioration se retrouve progressivement au niveau de l'EBITDA. Celui-ci passerait de 20,0 M€ en 2025 à 23,7 M€ en 2028, soit un TCAM de +5,8%. La marge d'EBITDA progresserait ainsi de 21,9% à 23,4% sur la période. Cette trajectoire repose sur l'effet d'échelle lié à la croissance du chiffre d'affaires, les premières synergies d'intégration de Netquest, l'automatisation de certaines tâches opérationnelles et la montée en valeur de l'offre autour de la donnée.

Le résultat opérationnel courant progresserait de manière plus mesurée à court terme. Il passerait de 11,4 M€ en 2025 à 12,1 M€ en 2028, soit un TCAM de +2,0%. La marge opérationnelle courante resterait proche de 12% sur la période 2026e-2028e. Cette stabilité relative s'explique par le poids des amortissements liés aux acquisitions, notamment Netquest, et par les investissements technologiques encore nécessaires au déploiement de la plateforme. L'amélioration deviendrait plus visible à horizon 2030, avec une marge opérationnelle courante de 15,0% dans notre modèle.

À cet horizon, notre trajectoire converge avec les objectifs communiqués par Bilendi. En ajoutant les DAP au résultat opérationnel courant, l'EBITDA implicite ressortirait à environ 26,4% du chiffre d'affaires en 2030, soit un niveau supérieur à l'objectif de marge d'EBITDA de plus de 25% fixé par le management. Cette progression suppose que les synergies liées à Netquest, l'effet d'échelle et l'automatisation des processus produisent pleinement leurs effets dans la seconde partie du plan.

Le résultat net part du groupe publié suivrait une trajectoire de normalisation plus marquée. Il progresserait de 3,0 M€ en 2025 à 6,0 M€ en 2028, soit un TCAM de +26,0%. Cette hausse reflète principalement la normalisation progressive du compte de résultat après un exercice 2025 pénalisé par la hausse des frais financiers et les effets comptables liés à l'intégration de Netquest.

Estimations EuroLand 2025-2028e : Marges D'EBITDA, MOC et marge nette (en %)



Sources : EuroLand

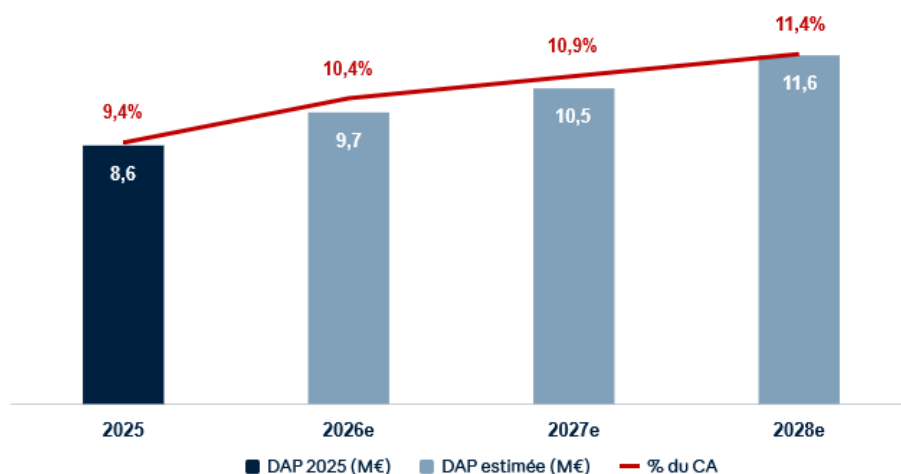
Free cash-flow

Notre scénario de free cash-flow s'appuie d'abord sur l'évolution du résultat opérationnel courant. Comme présenté précédemment, celui-ci progresse de manière mesurée sur les premiers exercices du plan, de 11,4 M€ en 2025 à 12,1 M€ en 2028. Cette trajectoire reste prudente à court terme, les effets positifs de l'intégration de Netquest, de la plateforme et de l'automatisation étant encore partiellement compensés par les investissements nécessaires au développement du modèle.

Le passage au cash-flow opérationnel bénéficie ensuite d'un niveau élevé de dotations aux amortissements et provisions. Dans notre tableau de flux, les dotations ressortent à 15,3 M€ en 2025, puis resteraient élevées sur les exercices suivants, autour de 13,0 M€ à 13,7 M€ entre 2026 et 2028. Ce niveau reflète à la fois les acquisitions passées, les investissements technologiques et les actifs liés à Netquest. Dans le DCF, les DAP nettes sont modélisées autour de +10,4% du chiffre d'affaires en 2026e, +10,9% en 2027e et 11,4% en 2028e.



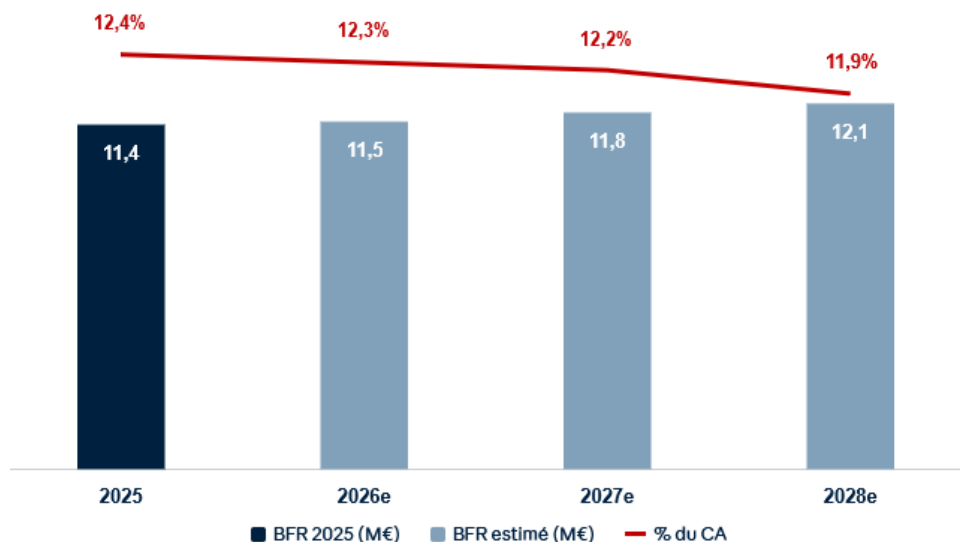
Des DAP en hausse avec les investissements



Sources : EuroLand

Le besoin en fonds de roulement reste maîtrisé dans notre scénario. Après une consommation limitée de 0,3 M€ en 2025, la variation de BFR resterait peu significative sur la période 2026e-2028e, avec une consommation comprise entre 0,1 M€ et 0,3 M€ par an. Sur cette période, le BFR reste à des niveaux proches de 2025, à savoir autour de 12% du CA.

Nous modélisons un BFR globalement stable sur la période



Sources : EuroLand

Dans le DCF, nous retenons un BFR normatif de 11,9% du chiffre d'affaires à partir de 2028. Cette hypothèse traduit un modèle relativement peu consommateur en capital d'exploitation au regard de la croissance attendue.

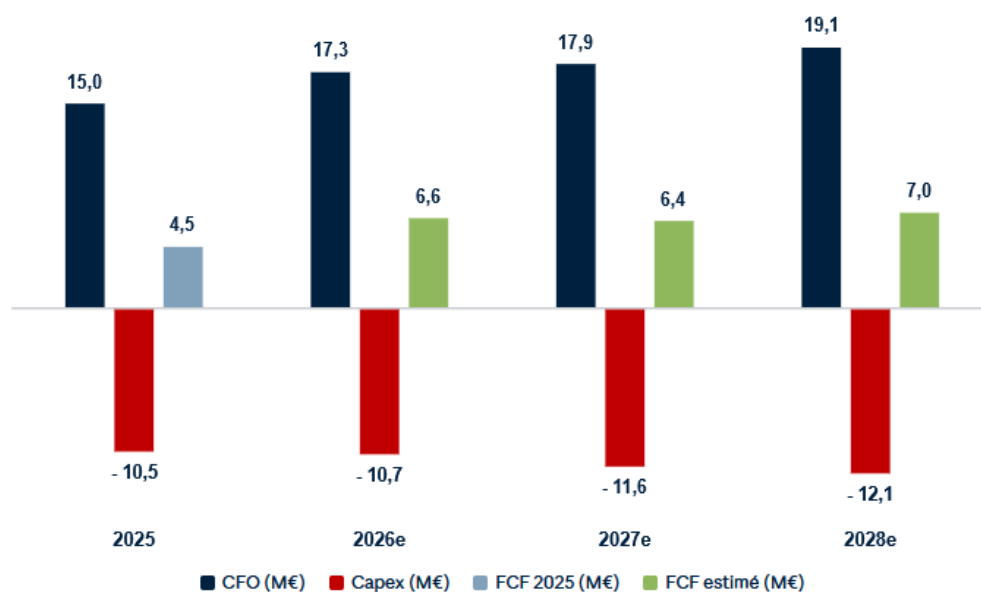
Le taux d'impôt normatif retenu dans le DCF est de 25,0%. Il est appliqué au résultat opérationnel courant afin de calculer un flux après impôt indépendant de la structure financière. Cette approche permet de raisonner sur la valeur économique de l'activité avant prise en compte de la dette nette.

Les capex restent le principal poste de consommation de trésorerie. Après 10,5 M€ en 2025, nous retenons 10,7 M€ en 2026, 11,6 M€ en 2027 et 12,1 M€ en 2028. Ils représenteraient ainsi environ 11,5% à 12,0% du chiffre d'affaires sur la période, en lien avec les investissements dans les panels, la plateforme et les outils technologiques. Dans le DCF, le niveau normatif de capex converge ensuite vers 11,5% du chiffre d'affaires.

Sur cette base, le free cash-flow présenté dans notre tableau de flux passerait de 4,5 M€ en 2025 à 6,6 M€ en 2026, 6,4 M€ en 2027 et 7,0 M€ en 2028, soit un TCAM de +15,9% sur la période 2025-2028.

Cette amélioration progressive de la génération de flux de trésorerie libre devrait contribuer à assainir le bilan. Nous modélisons une dette nette ramenée à 27,7 M€ en 2028 (contre 47,6 M€ en 2025), traduisant un ratio dette nette/EBITDA de 1,2x contre 2,4x en 2025.

Synthèse DCF



Sources : EuroLand

Valorisation et objectif de cours

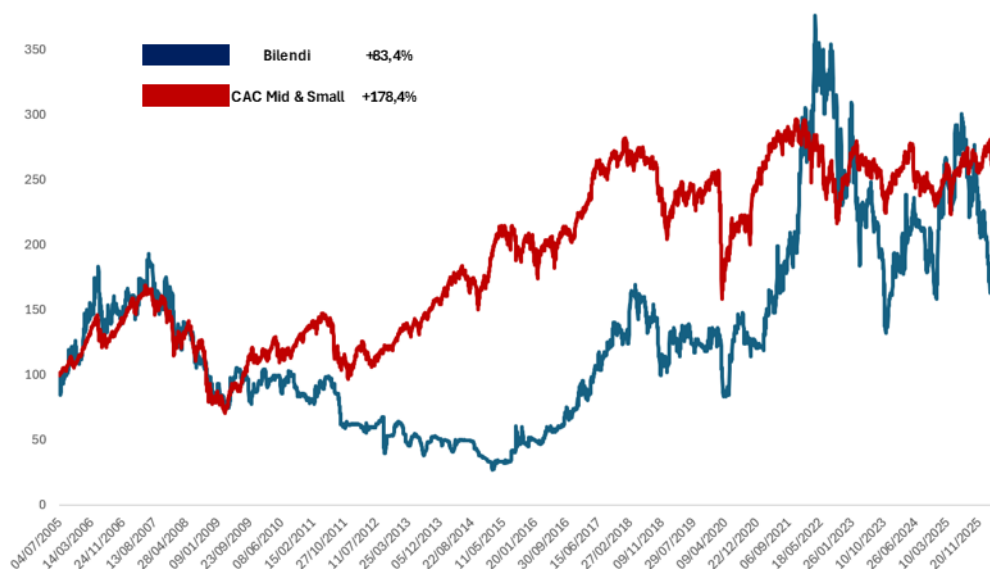
Parcours boursier depuis l'IPO

Depuis son introduction en bourse en 2005, Bilendi a connu une progression boursière plus modérée que sa trajectoire opérationnelle. Introduite à 8,05€ par action, la valeur évolue autour de 14,5€ mi-juin 2026, soit une progression d'environ +80% sur la période, équivalente à une performance annualisée de l'ordre de +3%. Cette évolution reste mesurée au regard de la transformation du groupe, dont le chiffre d'affaires est passé de 12,7 M€ en 2014 à 91,5 M€ en 2025.

Après une phase de revalorisation portée par la croissance et les acquisitions, le titre a subi depuis 2022 un derating marqué. Le ralentissement de la croissance organique a pesé sur la perception du dossier, alors même que la rentabilité est restée élevée et que le groupe a continué à investir dans ses panels, sa technologie et son expansion internationale. À cette prudence s'ajoutent les interrogations du marché sur l'impact de l'intelligence artificielle dans les métiers des études.

Nous estimons toutefois que cette lecture sous-estime la capacité de Bilendi à transformer son actif propriétaire en levier de croissance technologique. L'enjeu ne se limite pas à la détention d'une donnée humaine qualifiée, récente et difficile à substituer. Il réside aussi dans la capacité du groupe à l'exploiter plus efficacement grâce à la Bilendi Platform, au self-service et à BARI, son moteur d'intelligence artificielle propriétaire. Le titre ne reflète donc pas pleinement le potentiel de monétisation des panels, le changement d'échelle apporté par Netquest, ni la remontée progressive vers des services d'insights plus automatisés et à plus forte valeur ajoutée.

Évolution du cours de bourse depuis l'IPO (Juillet 2005)



Sources : Factset, EuroLand Corporate



Valorisation

Méthodologie

Notre valorisation repose sur deux méthodes. Nous réalisons d'abord un DCF, afin de valoriser Bilendi à partir de ses perspectives de croissance, de rentabilité et de génération de cash-flow.

Nous complétons cette approche par une valorisation fondée sur les transactions comparables. La principale référence retenue est l'acquisition de Netquest par Bilendi en 2025, qui porte sur un actif proche et directement comparable.

L'objectif de cours retenu correspond ensuite à la moyenne pondérée des valeurs obtenues par ces deux méthodes (2/3 DCF et 1/3 Transactions).

1) Valorisation par DCF

Nous retenons une approche DCF classique, construite à partir des principaux moteurs financiers de Bilendi. Le modèle part du chiffre d'affaires, puis intègre une trajectoire de marge opérationnelle et d'investissements afin d'aboutir aux flux de trésorerie disponibles.

Cette approche permet de valoriser Bilendi en fonction de sa capacité à faire croître ses revenus, à améliorer progressivement sa rentabilité et à convertir cette progression en génération de cash.

Hypothèses normatives

Après 2030, notre scénario retient une normalisation progressive de la croissance, avant l'application d'un taux de croissance à l'infini de 1,5%. Ce niveau nous semble cohérent avec le profil d'un acteur combinant une activité de panels plus mature et une exposition croissante aux plateformes d'insights, tout en conservant une approche prudente sur la croissance terminale.

Sur le plan de la rentabilité, nous pensons que la société devrait arriver à atteindre une marge opérationnelle normative de 15%, portée par un effet taille mais aussi par la meilleure rentabilité associée à la plateforme.

Sur la période du DCF nous maintenons un taux d'imposition normatif de 25,0%.

Concernant les DAP et les Capex, nous modélisons un niveau normatif convergent) 10,5% du CA. Dans le même temps nous estimons que le BFR devrait rester légèrement en dessous des niveaux observés aujourd'hui et nous projetons un BFR normatif proche de 12% du CA.

Enfin, nous utilisons un WACC de 10,7% construit avec une prime de risque de 6,0% et l'OAT française à 3,7%.

Au total notre valorisation par DCF traduit une valeur par action de 23,5€. À cet objectif de cours, la valorisation implicite de Bilendi est de 1,6x EV/Sales 2026 et 7,1x EV/EBITDA 2026e.



Synthèse DCF

En M€	2026	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e
Chiffre d'affaires	93,4	96,6	101,5	107,1	187,4	198,7	209,6	220,1	230,1	233,6
variation (%)	2,0 %	3,5 %	5,0 %	5,5 %	75,1 %	6,0 %	5,5 %	5,0 %	4,6 %	1,5 %
Résultat opérationnel courant	11,2	11,6	12,1	15,0	28,1	29,8	31,4	33,0	34,5	35,0
MOC (%)	12,0 %	12,0 %	12,0 %	14,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %
- Impôts	-1,2	-1,7	-2,0	-3,7	-7,0	-7,4	-7,9	-8,3	-8,6	-8,8
Taux d'IS (%)	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %
+ DAP nettes	9,7	10,5	11,6	12,2	21,4	22,6	23,9	24,2	24,2	26,9
en % du CA	10,4 %	10,9 %	11,4 %	11,4 %	11,4 %	11,4 %	11,4 %	11,0 %	10,5 %	11,5 %
Cash flow opérationnel	19,7	20,4	21,7	23,4	42,4	45,0	47,5	49,0	50,0	53,1
BFR	11,5	11,8	12,1	12,8	22,3	23,7	25,0	26,2	27,4	27,9
en % du CA	12,3 %	12,2 %	11,9 %	11,9 %	11,9 %	11,9 %	11,9 %	11,9 %	11,9 %	11,9 %
- Variation du BFR	-0,1	-0,2	-0,3	-0,7	-9,6	-1,3	-1,3	-1,2	-1,2	-0,4
- Investissements opérationnels	-10,7	-11,6	-12,1	-13,2	-98,4	-23,8	-24,1	-25,3	-26,5	-26,9
en % du CA	11,5 %	12,0 %	12,0 %	12,3 %	52,5 %	12,0 %	11,5 %	11,5 %	11,5 %	11,5 %
Free Cash Flow	8,8	8,6	9,2	9,6	-65,6	19,8	22,1	22,4	22,4	25,9
Coefficient d'actualisation	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
Free Cash Flow actualisé	8,4	7,4	7,2	6,7	-41,5	11,3	11,4	10,5	9,4	9,9

Somme des FCF actualisés	40,6
Valeur terminale actualisée	108,7
Valeur d'entreprise	149,3
Dette nette	41,1
Actifs financiers	1,2
Intérêts minoritaires	0,1
en % des fonds propres	0,0 %
Valeur des capitaux propres	109,3
Nombre d'actions	4,7

Valeur par action

23,5 €

Valeur d'entreprise 149,3 M€ · capitaux propres 109,3 M€ · 4,7 M d'actions

Sources : EuroLand

Matrice de sensibilité

MATRICE DE SENSIBILITÉ — VALEUR PAR ACTION (€)

CMPC × taux de croissance à l'infini					CMPC × marge opérationnelle courante						
CMPC \ croissance	0,0%	0,5%	1,5%	2,0%	2,5%	CMPC \ MOC	14,0%	14,5%	15,0%	15,5%	16,0%
9,0%	28,2	30,0	34,2	36,8	39,7	9,0%	31,6	32,9	34,2	35,5	36,8
10,0%	22,9	24,2	27,3	29,2	31,2	10,0%	25,2	26,3	27,3	28,4	29,5
10,7%	19,9	20,9	23,5	24,9	26,6	10,7%	21,6	22,5	23,5	24,4	25,3
11,0%	18,7	19,7	22,0	23,4	24,9	11,0%	20,2	21,1	22,0	22,9	23,8
12,0%	15,3	16,0	17,8	18,8	20,0	12,0%	16,3	17,1	17,8	18,6	19,3

Scénario central en surbrillance : 23,5 € (CMPC 10,7% · croissance 1,5% · MOC 15,0 %).

Sources : EuroLand



2) Valorisation par transactions comparables

Nous complétons le DCF par une approche fondée sur les transactions comparables. L'objectif est d'apprécier la valeur stratégique des actifs de panels à partir de multiples observés lors d'opérations récentes dans le secteur.

Le marché des études de marché et des panels en ligne a fait l'objet de plusieurs transactions significatives ces dernières années, offrant un référentiel de valorisation utile. L'acquisition la plus directement comparable est celle de Netquest par Bilendi en février 2025 pour 54 M€, soit 1,9x le chiffre d'affaires. Cette transaction porte sur un actif très proche du profil de Bilendi, avec des panels propriétaires, une forte présence géographique et une exposition directe aux études de marché en ligne. Elle constitue à ce titre notre référence principale.

D'autres transactions viennent compléter ce référentiel. L'acquisition du Consumer Panel Business de GfK par YouGov en juillet 2023 a été réalisée à 2,35x le chiffre d'affaires, témoignant de la valeur stratégique attachée aux panels propriétaires à grande échelle. L'acquisition de The BVA Family par Ipsos en juin 2025 à 1,0x le chiffre d'affaires constitue le bas de la fourchette, reflétant un profil plus orienté services que technologie. Enfin, l'acquisition de Synthesio par Ipsos en 2018 à 2,75x le chiffre d'affaires illustre la prime accordée aux acteurs disposant d'une composante technologique et data forte.

Synthèse de la valorisation par somme des parties

Date	Cible	Acheteur	EV	CA	EV/CA	EV/EBITDA	Marge
10.2021	Lucid	Cint Group	1 070	85	-	-	-
06.2023	MetrixLab	Toluna	-	-	-	-	-
10.2015	CSA	Havas	-	-	-	-	-
06.2025	BVA Family	Ipsos	150,0	150,0	1,0x	7,5x	-
07.2023	Consumer Panels	YouGov	315,0	134,0	2,4x	10,0x	24%
09.2014	Cogenta	GfK SE	6,2	1,0	6,2x	-	-
09.2015	Leatherhead	Science Group	1,6	8,9	0,2x	2,7x	7%
10.2018	Synthesio	Ipsos	44,0	16,0	2,8x	-	-
07.2023	Panelbase	Norstat	-	-	-	-	-
12.2024	Netquest	Bilendi	54,0	28,4	1,9x	-	-
07.2022	OpinionWay	Les Échos	-	17,7	-	-	8%
Moyenne					2,40x	6,7x	12,80%
Médiane					2,13x	7,5x	8,25%

Sources : EuroLand

Sur l'ensemble de ces transactions, la moyenne des multiples VE/CA ressort à 2,4x et la médiane à 2,1x. Ces niveaux se comparent à une valeur d'entreprise proche de 115 M€ pour Bilendi en juin 2026, soit environ 1,2x notre chiffre d'affaires 2026 estimé de 93,4 M€.

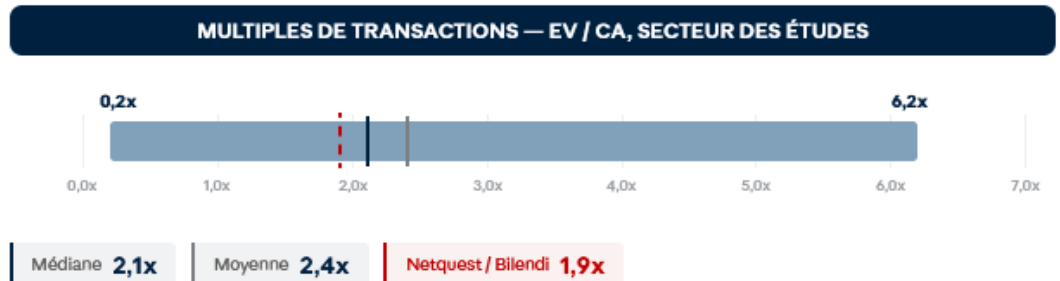
La décote ressort donc à un niveau significatif par rapport aux multiples observés dans les transactions récentes du secteur, alors même que Bilendi dispose aujourd'hui d'un périmètre élargi, d'une rentabilité supérieure à la moyenne de l'échantillon et d'un potentiel de monétisation additionnel lié au déploiement de la plateforme et de BARI.

En retenant la médiane sectorielle de 2,1x appliquée à notre estimation de chiffre d'affaires 2026 de 93,4 millions d'euros, nous aboutissons à une valeur d'entreprise de 198,5 millions d'euros.



Après déduction de la dette nette estimée à 41,1 M€ nous obtenons une valeur des fonds propres de 157,4 M€, soit une valeur par action de 33,8€.

Synthèse de la valorisation par somme des parties



Fourchette observée sur les transactions du secteur (déc. 2024 pour Netquest). Sources : Mergermarket, Capital IQ, communiqués sociétés.

Sources : EuroLand

3) Valorisation finale

Compte tenu des pondérations en vigueur dans notre méthode de valorisation (pour rappel : 2/3 DCF et 1/3 Transactions), notre valorisation finale de Bilendi ressort à 26,4€ traduisant un multiple implicite de 1,6x EV/Sales 2026e ainsi qu'un upside de +59,9% par rapport au cours du 16/06/2026.



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 5% 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 -5% 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 27/04/2026

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 Tikehau Capital (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. 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

