

Achat

Objectif de cours	5,60 €
Cours au 28/11/2023	3,56 €
Potentiel	57%

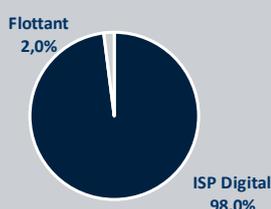
Données valeur	
ISPD.PA / ISPD.FP	
Euronext Growth	
Capitalisation (M€)	53
Nb de titres (en millions)	14,9
Volume moyen 12 mois (titres)	116
Extrêmes 12 mois	3,3 € 4,2 €

Performances boursières				
Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-15,3%	-2,7%	-6,3%	-11,1%
Perf CAC Small	-11,0%	9,9%	-11,4%	-9,3%

Données financières (en M€)				
<i>au 31/12</i>	2022	2023e	2024e	2025e
CA	105,9	130,1	145,1	160,2
var %	0,2%	22,9%	11,5%	10,4%
EBE	6,9	5,9	8,1	11,6
% CA	6,5%	4,6%	5,6%	7,2%
ROC	5,6	4,6	6,6	10,0
% CA	5,3%	3,6%	4,6%	6,2%
RN	4,4	3,5	5,0	7,6
% CA	4,2%	2,7%	3,5%	4,7%
Bnpa (€)	0,3	0,2	0,3	0,5
ROCE (%)	51,2%	46,5%	84,6%	151,0%
ROE (%)	63,8%	33,5%	32,6%	32,8%
Gearing (%)	-19,9%	-56,6%	-82,1%	-92,4%
Dettes nette	-1,2	-5,5	-12,0	-20,4
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation				
	2022	2023e	2024e	2025e
VE/CA (x)	0,6	0,4	0,3	0,2
VE/EBE (x)	8,7	7,9	5,0	2,7
VE/ROC (x)	10,6	10,1	6,0	3,2
P/E (x)	14,0	15,2	10,5	7,0

Actionnariat



Un profil de croissance attractif

Avec la récente publication de ses résultats semestriels, ISPD (ex-Antevenio) a démontré sa capacité à générer une croissance forte de son chiffre d'affaires. Avec des investissements significatifs en IT (non capitalisés) réalisés lors du premier semestre et une bonne maîtrise de ses autres coûts opérationnels, le groupe nous semble bien orienté pour continuer sa progression au cours des prochains exercices tout en améliorant sa rentabilité sur la deuxième partie de 2023. Nous profitons de cette publication pour réinitier la valeur avec une recommandation à l'achat et un objectif de cours de 5,60€, soit un potentiel de hausse de +57%.

Publication des résultats semestriels 2023

Il y a quelques semaines, ISPD a publié des résultats semestriels en demi-teinte, avec un chiffre d'affaires en hausse de +29% à 58,3 M€ mais un EBE et un ROC en baisse de -30% et -54% respectivement. Le rythme de croissance a été important, soutenu par des segments géographiques dynamiques à l'image des Etats-Unis (+42%) et l'activité Digital Media Trading en forte expansion (+33%). La société reste toutefois dans une période de transition et a réalisé d'importants investissements IT au cours de la période.

Un semestre de transition au niveau de la rentabilité

Sur le semestre, deux éléments ont pesé sur l'évolution des marges. Premièrement, la nouvelle répartition du mix géographique et du mix produits a contribué négativement à la marge brute, qui s'est établie à 40,5% contre 49% au S1 2022. Selon ISPD, cette baisse de 8,5 points n'est pas liée à l'effet prix, la société étant en mesure de répercuter les hausses de tarifs pratiqués par les médias aux annonceurs. La marge brute, en absolu, a cependant progressé de +6% en valeur absolue pour atteindre 23,6 M€.

Deuxièmement, le groupe a cherché à s'adapter à un environnement de marché sujet à la disruption. ISPD a réalisé des investissements importants pour renforcer ses systèmes d'information. Le groupe a notamment renforcé sa cybersécurité, mis en place un nouveau CRM et développé des systèmes à base d'IA pour le planning stratégique, les outils de prise de décision et l'automatisation des process. Ces investissements passés en charges ont impacté négativement les marges du groupe mais ne sont pas de nature récurrente. L'EBE a ainsi reculé de -30%, à 1,7M€, contre 2,4 M€ et le REX est ressorti en baisse de -54% à 0,6 M€ (contre 1,3 M€ au S1 2022). L'EBE ajusté d'ISPD est ressorti en hausse de 38% à 3,3 M€ et le ROC en hausse de 69% à 2,2 M€, soit une MOC semestrielle de 3,8%. Ce cycle d'investissement, nécessaire, est désormais derrière ISPD et le groupe devrait retourner dès 2024 à des niveaux de rentabilité supérieurs à ceux de 2022 (voir plus loin).

Ces résultats témoignent par ailleurs de la bonne gestion des autres coûts (charges de personnels en hausse de seulement 2% au S1 2022) et laissent entrevoir le potentiel d'amélioration de la rentabilité d'ISPD). Enfin, le résultat net est ressorti en baisse de 0,6 M€ contre 1,1 M€ lors du S1 2022 suite à la hausse des coûts financiers et de la charge d'impôts.

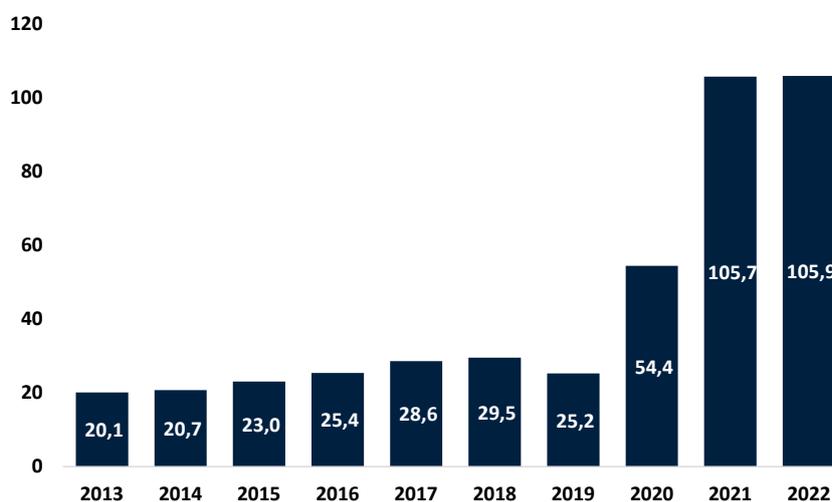
Une activité bien orientée pour le S2 2023

En matière de perspectives, le management d'ISPD table sur une croissance toujours aussi dynamique au deuxième semestre. Stimulée par l'essor du digital mais aussi par son exposition à des zones géographiques en forte croissance comme l'Amérique du Sud. La top line pourrait, selon nous, franchir le seuil des 130 M€ cette année.

Un nouveau profil de croissance et de taille après la fusion

La croissance générée par le groupe a pris un tournant en 2019 lorsqu'Antenevio et Rebold ont fusionné pour former ISPD Network. D'un chiffre d'affaires de 25,2 M€ chez Antenevio en 2019, le nouvel ensemble a réalisé un CA 2020 proforma de 89,5 M€. Le groupe a également poursuivi sa croissance en organique et a atteint 105,9 M€ de CA au cours de l'exercice 2022. Depuis la fusion, la société s'est réorganisée et son reporting a évolué. Aujourd'hui, ISPD structure son activité autour de trois métiers et sur trois principales zones géographiques: Latam, États-Unis et Europe.

Evolution du CA consolidé d'ISPD, 2013-2022 (M€)



Sources : Société, Euroland Corporate

Digital Media Trading (82% du CA 2022)

Depuis la fusion, le segment Digital Media Trading a pris une ampleur considérable en doublant sa part dans le chiffre d'affaires entre 2019 et 2022 (de 40% à 82%). Au sein de cette activité, ISPD agit comme un intermédiaire et fournit différents services pour aider les annonceurs à placer leurs campagnes marketing sur les espaces publicitaires d'éditeurs. Ces services vont du marketing à la performance (campagnes rémunérées au coût par clic ou encore au coût par lead) au marketing programmatique, en passant par la diffusion des campagnes des annonceurs sur les réseaux sociaux.

Au cours du S1 2023, le segment a bénéficié d'une forte demande aux États-Unis et a progressé de +33,2% YoY. Sans précisions chiffrées de la part d'ISPD, nous pensons, de nos différentes conversations avec le management, que cette activité génère une marge brute plus faible que les deux autres segments. Cependant, le Digital Media Trading reste le segment le plus dynamique. Il a généré de nombreux succès et constitue le fer de lance de la croissance organique d'ISPD. L'activité a connu une première impulsion grâce à la fusion avec Rebold. Le CA généré est alors passé de 10,3 M€ en 2019 à 43,5 M€ en 2020. En 2021, le segment a également enregistré une croissance soutenue (+129%) grâce à une forte hausse de la demande de services liés au e-commerce et au marketing digital pour atteindre 99,8 M€. En 2022, la croissance de ce métier a été modeste (+2,5%) mais a franchi la barre des 100 M€ de CA.

Technologie Marketing (12% du CA 2022)

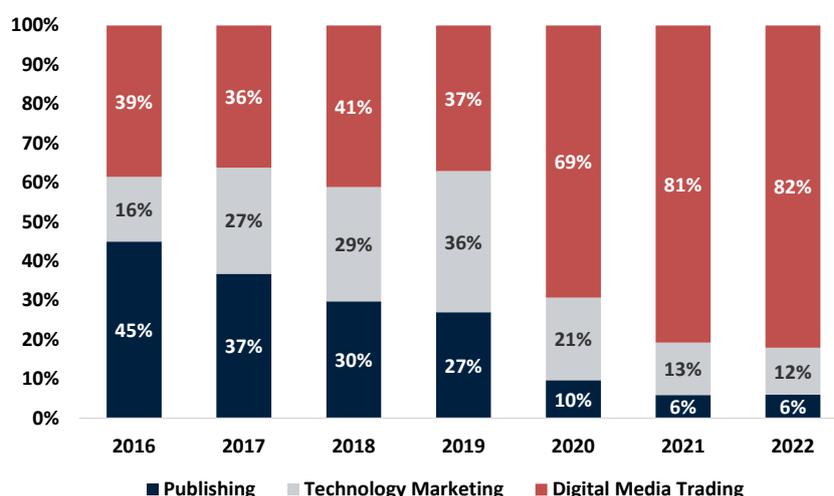
Cette activité englobe des solutions technologiques visant à analyser et améliorer l'efficacité des campagnes marketing des clients. Les services proposés comprennent notamment l'analyse de données, l'automatisation de tâches marketing (envois d'emails, sms, etc...) ou encore des solutions CRM pour permettre aux entreprises de suivre les interactions avec leurs clients.

La performance technologique est au cœur de l'activité et ISPD investit continuellement pour renforcer son offre notamment en s'appuyant sur le Big Data et l'Intelligence Artificielle. En 2022, le segment a généré 14,9 M€ de chiffre d'affaires, une baisse de -10% YoY, expliquée par un ralentissement du marché européen, auquel l'activité est significativement exposée. A l'image du Pôle Digital Media Trading, l'activité a bénéficié de l'intégration de Rebold en 2020 (+32%) et du rebond du secteur du marketing digital de la période post-covid en 2021(+25%).

Publishing (6% du CA 2022)

Activité historique du groupe, le Publishing occupe désormais une place modeste dans la top line d'ISPD. Les activités liées à ce métier sont essentiellement axées sur la création de contenu numérique (visuels, blogs, podcasts...) et font l'objet d'un déclin progressif. En 2016, le groupe générait ainsi 12,6 M€ de CA. Ce montant a été divisé par deux en quatre ans, pour atteindre 6,1 M€ en 2020. La reprise des échanges internationaux a redynamisé l'activité en 2021 (+19,7%) et en 2022 (+2,7%), lorsque des clients importants comme Trivago, Expedia ou encore Logitravel.com ont recommencé à publier des annonces sur les contenus d'ISPD liés aux voyages.

Evolution du mix ISPD, hors inter segments, 2016-2022, (%)



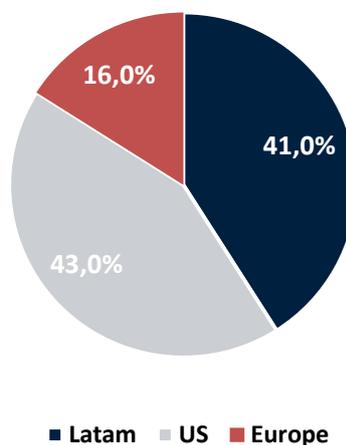
Sources : Société, Euroland Corporate

Une forte présence internationale

La fusion avec Rebold a également permis une expansion géographique significative, notamment dans la zone Americas. Aujourd'hui, en proforma, l'exposition à l'Europe (principalement constituée de la France, de l'Italie et de l'Espagne) a atteint un point bas de 16% du CA en 2022 (vs 63% avant la fusion). Dans le même temps, l'exposition à la zone Latam a représenté 41% du CA proforma 2022 (contre 15% auparavant) et celle aux États-Unis 43% (contre 22% avant la fusion). En données publiées, (le proforma réintègre les ventes d'espaces publicitaires au Mexique, facturées aux clients directement par les éditeurs depuis le 2e semestre 2021 dans le cadre de la nouvelle loi sur la transparence publicitaire). Sans prendre en compte la méthode proforma, le mix de CA est sensiblement différent: les États-Unis représentent 69% du chiffre d'affaires du groupe, l'Europe 16% et la zone Latam 15%.

Cette nouvelle allocation géographique a permis au groupe de renforcer sa présence sur des marchés très dynamiques et plus résilients que l'Europe face à la conjoncture macroéconomique actuelle. En 2022, les revenus européens du groupe ont baissé de -20%, impactés par le ralentissement des dépenses marketing des entreprises. Dans le même temps, ISPD a vu ses revenus de la zone Latam progresser de +21%, une tendance similaire à celle observée sur la zone Amériques (croissance à deux chiffres).

Mix géographique pf 2022 (%)



Sources : Société, Euroland Corporate

Un nouveau profil de rentabilité

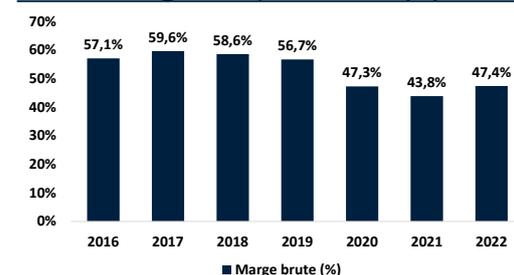
La fusion avec Rebold a modifié la structure des marges du groupe. La pondération plus importante des activités liées au Digital Media Trading s'est matérialisée par une marge brute plus faible (57% en 2019 vs 47% en 2020). Cette tendance s'est poursuivie en 2021 (MB à 44%) et 2022 (MB à 47,4%). Après deux exercices consécutifs de résultats opérationnels négatifs, ISPD a entamé un redressement progressif de sa MOC: 4,9% en 2021 et 5,3% en 2022. Enfin, le RNpg du groupe est passé en territoire positif en 2021 après deux années de pertes. En 2022, la bottom line est cependant ressortie à 4,4 M€ (-20% YoY) après une hausse du coût de l'endettement financier de 0,7 M€ et d'une augmentation du taux d'imposition effectif de 4,6% à 18%.

EBE et marge EBE, 2016-2022 (M€, %)



Sources: Société, Euroland

Taux de marge brute, 2016-2022 (%)



Sources: Société, Euroland

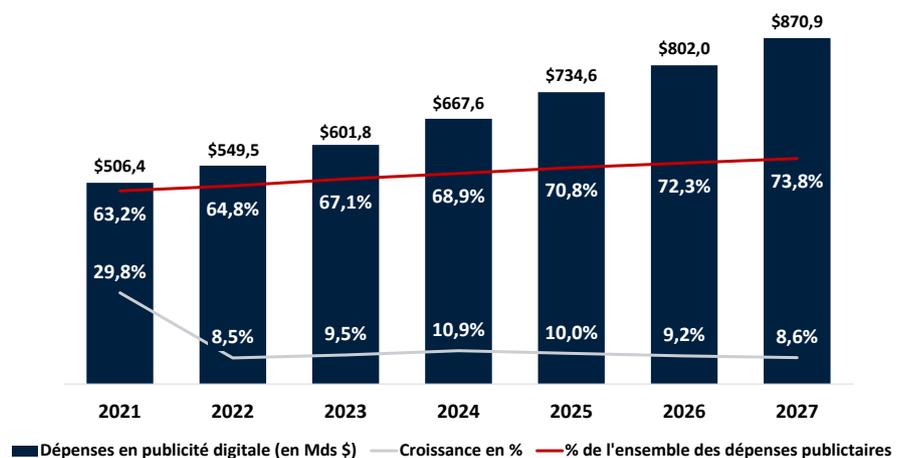
Un secteur en croissance structurelle

Un marché mondial en croissance

En 2022, les dépenses mondiales sur la publicité digitale ont avoisiné les 500 milliards de dollars. Différentes tendances séculaires comme la digitalisation de l'économie mondiale, l'adoption massive du téléphone portable ou encore l'essor du e-commerce (favorisé par la pandémie) et de l'IA incarnent les leviers de croissance de ce marché et laissent entrevoir un potentiel attractif sur le long terme.

Selon eMarketer, le marché du marketing digital pourrait ainsi atteindre le seuil de 870 milliards de dollars en 2027, impliquant une croissance moyenne annuelle 2022-2027 de +9,6%. Toujours selon eMarketer, la part des dépenses en publicité digitale dans le monde représente près de 65% des dépenses publicitaires totales. Ce pourcentage devrait s'améliorer et atteindre 74% en 2027.

Dépenses mondiales en publicité digitale entre 2021 et 2027 (en Mds \$)



Source: eMarketer

La croissance du marché est notamment très soutenue en Amérique Latine. A titre d'exemple, cinq pays latino-américains figureront dans le top 10 des nations ayant les plus hauts taux de croissance en 2023 sur le marché de la publicité digitale. Les États-Unis représentent quant à eux le plus gros marché adressable au monde (271 Mds \$ en 2023) et devraient croître à un TCAM soutenu, bien qu'en dessous de la moyenne mondiale (+8,1% 2023-2027). Enfin, le marché européen est plus mature. Selon Statista, il devrait croître à un taux annualisé moyen de +7,8% entre 2023 et 2027.

Mais sensible au cycle économique...

Le taux de croissance annuel de +29,8% observé en 2021 correspond au rebond de période post-Covid. Durant cette période, la part du CA allouée au marketing par les entreprises américaines est passée de 11% à 6,4%. Ce chiffre illustre la tendance des entreprises à couper leurs investissements en marketing lorsque l'économie ralentit. Le marché de la publicité est également corrélé aux dépenses des consommateurs. Les vents contraires actuels sur la consommation (inflation, hausse des taux, crise de l'énergie, croissance atone) ralentissent le marché et expliquent des taux de croissance 2022 et 2023 moins dynamiques que les prévisions de croissance 2024, bien que toujours vigoureux.

Perspectives financières

Une croissance bien orientée pour les prochains exercices

A l'occasion des résultats semestriels, la direction d'ISPD a annoncé que la croissance soutenue observée au premier semestre devrait se poursuivre sur la deuxième moitié de l'exercice 2023. Le groupe devrait continuer à s'appuyer sur le dynamisme du marché latino-américain tout en profitant de la poursuite du rebond aux États-Unis. Ces deux marchés vont soutenir la croissance du pôle Digital Media Trading en 2023. Les difficultés rencontrées en Europe devraient, quant à elles se poursuivre sur le S2 2023. Les marchés de la publicité et de la communication restent sous pression, notamment en France et en Italie.

ISPD a toutefois renforcé sa présence en Italie avec l'acquisition de 51% de Rocket, une agence spécialisée dans le marketing de performance. Rocket devrait apporter de nouvelles synergies dans les activités du pôle Digital Media Trading et l'entreprise prévoit de réaliser un chiffre d'affaires 2023 de 1,6 M€. Nous pensons que Rocket devrait avoir un effet relutif sur les marges d'ISPD. La société prévoit notamment de générer une marge d'EBE de près de 20% pour l'année 2023.

Au niveau groupe, nous estimons un chiffre d'affaires 2023e de 130,1 M€ impliquant une croissance de +22,9%. Cette attente de CA fait ressortir une croissance S2 de +19,6%. A plus long terme, nous tablons sur une progression à deux chiffres du CA 2024 et 2025 de +11,5% et +10,4% respectivement. Du fait de sa capacité à exécuter, et après avoir échangé longuement avec le management, nous pensons que le groupe devrait de nouveau surperformer le marché sur la période, en particulier dans les zones géographiques les plus dynamiques.

Une belle marge de progression sur la rentabilité

En matière de marges, nous pensons que le cycle d'investissement du groupe arrive à son terme. Nous attendons donc un redressement naturel des marges au S2 2023 avec une MOC qui devrait atteindre 5,6%. Sur l'ensemble de l'exercice 2023, nous anticipons un ROC 2023e de 4,6 M€ (-18,4% vs 2022), impliquant une marge de 3,6%.

Sur les exercices suivants, nous voyons la rentabilité du groupe poursuivre son redressement progressif avec une MOC 2024e de 4,6% et de 6,2% pour 2025e, sous l'effet 1/ d'une belle progression du chiffre d'affaires, 2/ d'un mix produit contributif (Digital Media Trading) et 3/ d'un levier opérationnel conséquent. Pour contextualiser, ces niveaux de profitabilité sont attractifs mais restent en deçà de ceux réalisés entre 2016 et 2017 (MOC >10%). Des seuils désormais difficiles à atteindre selon nous du fait de la fusion et de l'intensification de l'univers concurrentiel. A long terme, nous situons la MOC normative d'ISPD entre 6% et 7%.

Dans le bas du P&L, nous prévoyons un résultat net 2023e de 3,5 M€ en baisse de -21,2% par rapport à l'exercice 2022. À l'image de la rentabilité du groupe, nous anticipons un redressement progressif du RNpg qui devrait croître à un TCAM de +20% entre 2022 et 2025e.

Nous proposons ci-dessous, un récapitulatif de nos estimations sur la période 2020-2025e.

P&L ISPD, 2019-2025e, prévisions Euroland

P&L simplifié (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	25,2	54,4	105,7	105,9	130,1	145,1	160,2
Croissance (%)	-14,6%	115,8%	94,2%	0,2%	22,9%	11,5%	10,4%
COGS	-11,3	-29,2	-59,8	-56,4	-78,1	-85,6	-94,5
Marge brute	13,9	25,2	45,9	49,4	52,1	59,5	65,7
Marge brute (%)	55,2%	46,3%	43,4%	46,7%	40,0%	41,0%	41,0%
OPEX	-14,5	-24,8	-39,5	-42,5	-46,1	-51,4	-54,1
EBITDA	-0,6	0,4	6,4	6,9	5,9	8,1	11,6
Marge (%)	-2,5%	0,8%	6,0%	6,5%	4,6%	5,6%	7,2%
DAP	-0,7	-0,9	-1,2	-1,2	-1,3	-1,5	-1,6
EBIT	-1,4	-0,4	5,1	5,6	4,6	6,6	10,0
Marge (%)	-5,4%	-0,8%	4,9%	5,3%	3,6%	4,6%	6,2%
Résultat net	-1,6	-3,9	5,3	4,4	3,5	5,0	7,6

Sources: Société, Euroland

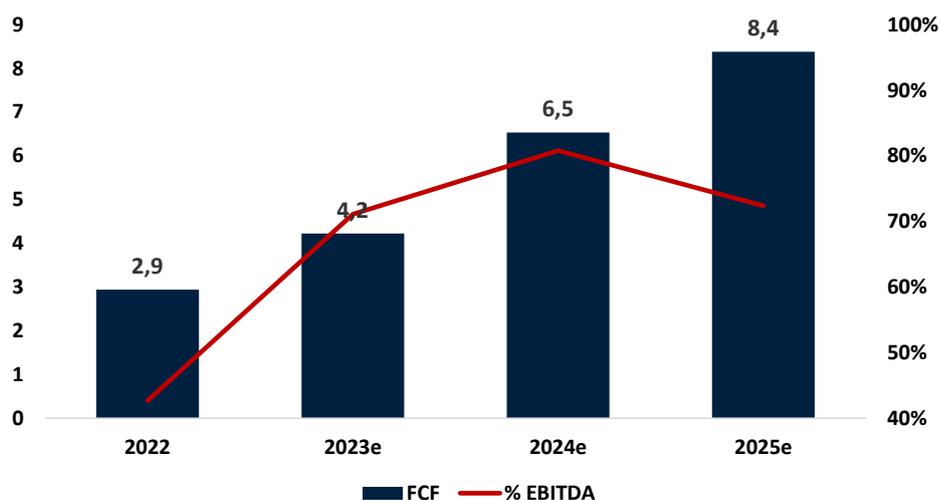
Un bilan solide et une activité génératrice de cash

À la fin de l'exercice 2022, ISPD disposait d'une position net cash de 1,2M€ (19,0 M€ de trésorerie pour 17,7 M€ de dette brute). En effet, le modèle économique du groupe n'est pas capitalistique (CAPEX à environ 1% du CA) et jouit d'un BFR négatif, deux caractéristiques inhérentes au secteur du marketing digital.

De ce fait, et étant donnée la belle rentabilité du groupe, ISPD est en mesure de générer un FCF positif. En 2022, ce dernier a atteint 2,9 M€. Nous pensons qu'à horizon 2025, cette génération de cash pourrait atteindre 8,4 M€, un taux de conversion de l'EBITDA proche de 70%. A noter, l'existence d'une forte saisonnalité du BFR du groupe, qui a l'obligation de régler la plupart de ses fournisseurs au S1.

Nous pensons par ailleurs que cette génération de FCF devrait donner des options supplémentaires au groupe en matière d'allocation du capital dans les trois prochaines années (poursuite de la croissance externe, potentielle reprise de la distribution de dividende arrêtée en 2019).

FCF et % conversion de l'EBITDA (M€, %)



Sources: Euroland

Valorisation

Pour évaluer la société, nous utilisons deux approches: un DCF modélisé sur 10 ans ainsi qu'une méthode de valorisation par les comparables.

Méthode des DCF

En ce qui concerne le DCF, nous dérivons une valeur des capitaux propres de 6,5 € par action. Notre approche par DCF contient les hypothèses suivantes:

- **Chiffres d'affaires:** Nous modélisons une croissance à deux chiffres pour la période 2023-2025e. Nous voyons ensuite le rythme de croissance ralentir progressivement. Nous choisissons un taux de croissance à l'infini de 1,5%.

- **Marge opérationnelle:** Nous modélisons l'atteinte d'une marge opérationnelle de 6,2% en 2025e, marge que nous voyons ensuite progresser à 6,5%. ISPD a selon nous un potentiel significatif d'augmentation de ses marges en comparaison des niveaux actuels.

- **CAPEX:** Nous attendons un niveau de capex conforme à ceux observés au cours des années précédentes (<1% du CA). ISPD a pour habitude de ne pas capitaliser ses investissements, ce qui contribue à maintenir les capex à des niveaux relativement bas.

- **Taux d'imposition:** Nous prenons un taux normatif de 25%, qui est le taux d'imposition en vigueur dans le pays d'immatriculation d'ISPD, l'Espagne.

- **Un taux d'actualisation de 11,45% basé sur:**

- Un taux sans risque de 3,2% (OAT 10 ans au 20/11/2023)
- Une prime de risque de 5,5%
- Un beta de 1,5, comprenant une prime de taille et une prime de liquidité.

DCF d'ISPD (6,5€/action)

En M€	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Chiffre d'affaires	130,1	145,1	160,2	173,0	185,9	197,1	207,0	217,3	226,0	229,4
Croissance (%)	22,9%	11,5%	10,4%	8,0%	7,5%	6,0%	5,0%	5,0%	4,0%	1,5%
Résultat opérationnel courant	4,6	6,6	10,0	11,2	12,1	12,8	13,5	14,1	14,7	14,9
MOC (%)	3,6%	4,6%	6,2%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
- Impôts	-1,1	-1,6	-2,5	-2,8	-3,0	-3,2	-3,4	-3,5	-3,7	-3,7
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	1,3	1,5	1,6	1,7	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3	2,3
en % du CA	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Cash flow opérationnel	4,8	6,4	9,1	10,2	10,9	11,6	12,2	12,8	13,3	13,5
BFR	-10,5	-12,0	-12,9	-14,7	-15,8	-16,8	-17,6	-18,5	-19,2	-19,5
en % du CA	-8,0%	-8,3%	-8,1%	-8,5%	-8,5%	-8,5%	-8,5%	-8,5%	-8,5%	-8,5%
- Variation du BFR	0,8	1,5	0,9	1,8	1,1	0,9	0,8	0,9	0,7	0,3
- Investissements opérationnels	-1,3	-1,4	-1,6	-1,7	-1,9	-2,0	-2,1	-2,2	-2,3	-2,3
en % du CA	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Free Cash flow	4,3	6,6	8,4	10,2	10,2	10,6	10,9	11,5	11,8	11,5
Free Cash flow actualisé	3,9	5,3	6,1	6,6	5,9	5,5	5,1	4,8	4,4	3,9
Somme des FCF actualisés	51,5									
Valeur terminale actualisée	39,6									
Valeur d'entreprise	91,1									
Dettes nettes	-5,5									
Actifs financiers	0,1									
Intérêts minoritaires	-0,7									
Valeur des capitaux propres	97,4									
Nombre d'actions	14,9									
Valeur par action	6,5									

Source : Euroland

Matrice de sensibilité

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

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

Source : Euroland

Méthode des comparables

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

-**Obiz** est spécialisé dans la conception, le développement et l'animation de programmes de marketing relationnel. La société propose des programmes d'avantages sur des plateformes web responsives personnalisées ainsi que des solutions de collecte et d'analyses de données pour améliorer la connaissance et le ciblage des clients.

-**Bilendi** figure parmi les leaders européens des technologies digitales et des données notamment pour les études de marché. Elle se positionne au cœur de la data, pour deux segments de marchés : Technologies & Services for Market Research (marché des études) et Technologies & Services for Customer Engagement and Loyalty (marché de la fidélisation).

- **HighCo** est un expert en marketing et communication, la société accompagne les marques et retailers dans l'accélération de la transformation du commerce.

-**Invibes Advertising N.V.** est une société technologique internationale spécialisée dans l'innovation publicitaire numérique. Elle propose des publicités qui créent une attention positive en exploitant la puissance du big data, des formats in-feed innovants, et des services d'intelligence étendus.

-**Reworld Media** est le leader français des médias thématiques (1er éditeur de presse thématique, 2ème groupe média thématique dans le digital) et un acteur international présent dans 13 pays. Le groupe combine une activité média de « Branding » à une activité média de « Performance » via sa plateforme d'affiliation Tradedoubler.

Multiples de valorisation

Société	Capitalisation (€M)	VE/CA			VE/EBITDA		
		2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Bilendi SA	58	1,0x	0,9x	0,8x	5,9x	4,8x	4,1x
Obiz SA	33	0,6x	0,4x	0,4x	16,8x	9,1x	7,4x
ReWorld Media SA	209	0,5x	0,5x	0,5x	4,8x	4,1x	3,7x
Invibes Advertising NV	24	0,5x	0,5x	0,4x	29,3x	14,7x	5,6x
Moyenne	80,9	0,6x	0,6x	0,5x	14,2x	8,2x	5,2x
Médiane	45,4	0,6x	0,5x	0,4x	11,4x	7,0x	4,9x

En M€	CA			EBITDA		
	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
ISPD	130,1	145,1	160,2	5,9	9,5	11,6
VE induite moyenne (M€)	84,5	83,2	84,2	84,5	78,2	60,5
VE induite médiane (M€)	71,8	70,9	71,1	67,6	66,6	56,4
VE moyenne induite (M€)	73,3					
Dette nette	-5,5					
Actifs financiers	0,1					
Intérêts minoritaires	-0,7					
Valeur des capitaux propres	78,9					
Décote	10,0%					
Nombre d'actions	14,9					
Valeur par action	4,8					

Source : Euroland

Nous appliquons la moyenne et la médiane des ratios de l'échantillon aux agrégats de CA et d'EBITDA d'ISPD sur les années 2023, 2024 et 2025. Avec cette méthode de valorisation, et une décote de 10% pour tenir compte de la faible liquidité du titre (flottant <3%), la valeur des capitaux propres d'ISPD ressort à 4,8€ par action.

Au global, la moyenne des deux méthodes fait ressortir une valorisation de 5,6€ par action. Au cours actuel, cela matérialise un potentiel de hausse de +57%, avec une recommandation à Achat.

Compte de résultat (M€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	29,5	25,2	54,4	105,7	105,9	130,1	145,1	160,2
Excédent brut d'exploitation	3,4	-0,6	0,4	6,4	6,9	5,9	8,1	11,6
Résultat opérationnel courant	3,1	-1,4	-0,4	5,1	5,6	4,6	6,6	10,0
Résultat opérationnel	3,1	-1,4	-0,4	5,1	5,6	4,6	6,6	10,0
Résultat financier	-0,1	-0,1	-3,3	0,6	0,0	-0,1	0,0	0,0
Impôts	-0,5	-0,1	-0,4	-0,3	-1,2	-1,1	-1,6	-2,5
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Résultat net part du groupe	2,4	-1,6	-3,9	5,3	4,4	3,5	5,0	7,6
Bilan (M€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	12,9	15,8	15,8	18,1	17,9	17,9	17,9	17,9
dont goodwill	10,2	11,2	7,1	8,9	8,6	8,6	8,6	8,6
BFR	1,5	-1,3	-5,7	-14,4	-9,7	-10,5	-12,0	-12,9
Disponibilités + VMP	5,6	3,0	9,1	20,1	19,0	23,2	29,7	38,1
Capitaux propres	16,3	13,2	-3,6	2,3	6,2	9,7	14,6	22,1
Emprunts et dettes financières	3,5	0,6	18,0	18,7	17,7	17,7	17,7	17,7
Total Bilan	27,9	26,4	59,2	76,0	77,1	82,9	94,2	107,4
Tableau de flux (M€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Marge brute d'autofinancement	3,5	-0,7	2,8	10,1	4,8	4,7	6,4	9,1
Variation de BFR	-0,9	1,4	0,4	2,4	-1,0	0,8	1,5	0,9
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	2,6	0,7	3,1	12,5	3,8	5,5	7,9	10,0
CAPEX nets	-0,1	-0,6	0,0	-0,9	-0,8	-1,3	-1,4	-1,6
FCF	2,5	0,1	3,1	11,6	2,9	4,2	6,5	8,4
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	0,0	-0,6	1,4	-1,2	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	-1,3	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	-1,9	-1,3	-0,6	0,8	-1,3	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie	0,3	-2,7	6,1	11,0	-1,1	4,2	6,5	8,4
Ratios (%)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Variation chiffre d'affaires	3,2%	-14,6%	115,8%	94,2%	0,2%	22,9%	11,5%	10,4%
Marge EBE	11,6%	-2,5%	0,8%	6,0%	6,5%	4,6%	5,6%	7,2%
Marge opérationnelle courante	10,4%	-5,4%	-0,8%	4,9%	5,3%	3,6%	4,6%	6,2%
Marge opérationnelle	10,4%	-5,4%	-0,8%	4,9%	5,3%	3,6%	4,6%	6,2%
Marge nette	8,2%	-6,2%	-7,2%	5,0%	4,2%	2,7%	3,5%	4,7%
CAPEX (% CA)	0,4%	2,5%	0,1%	0,8%	0,8%	1,0%	1,0%	1,0%
BFR (% CA)	5,2%	-5,3%	-10,5%	-13,6%	-9,1%	-8,0%	-8,3%	-8,1%
ROCE	14,2%	-6,3%	-2,8%	104,9%	51,2%	46,5%	84,6%	151,0%
ROE	14,9%	-11,9%	125,8%	179,5%	63,8%	33,5%	32,6%	32,8%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Gearing (%)	-12,8%	-18,3%	-250,1%	-61,0%	-19,9%	-56,6%	-82,1%	-92,4%
Dette nette/EBE	-0,6	3,8	20,1	-0,2	-0,2	-0,9	-1,5	-1,8
EBE/charges financières	27,6	5,9	0,3	11,3	153,7	90,9	180,4	258,2
Valorisation	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	4,2	4,2	15,0	14,7	14,9	14,9	14,9	14,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	4,2	4,2	15,0	14,7	14,9	14,9	14,9	14,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	7,7	6,7	5,7	5,0	4,2	3,6	3,6	3,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	32,2	28,3	84,8	74,3	61,9	53,0	53,0	53,0
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-2,1	-2,4	8,9	-1,4	-1,2	-5,5	-12,0	-20,4
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9
(4) Valeur des actifs financiers	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	30,0	25,7	93,2	72,2	59,9	46,7	40,1	31,6
VE/CA	1,0	1,0	1,7	0,7	0,6	0,4	0,3	0,2
VE/EBE	8,8	-40,7	210,5	11,3	8,7	7,9	5,0	2,7
VE/ROC	9,8	-18,9	-216,2	14,1	10,6	10,1	6,0	3,2
P/E	13,3	-18,0	-21,6	14,0	14,0	15,2	10,5	7,0
P/B	2,0	2,1	-23,9	32,1	9,9	5,5	3,6	2,4
P/CF	12,5	39,6	27,2	5,9	16,4	9,6	6,7	5,3
FCF yield (%)	8,2%	0,4%	3,3%	16,1%	4,9%	9,1%	16,3%	26,5%
Données par action (€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Bnpa	0,6	-0,4	-0,3	0,4	0,3	0,2	0,3	0,5
Book value/action	3,9	3,1	-0,2	0,2	0,4	0,6	1,0	1,5
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Système de recommandations :

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

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

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

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

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

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

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

Historique de recommandations :

Achat: Depuis le 27/11/2023

Accumuler: (-)

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

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

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

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

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

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

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

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

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

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

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

« Disclaimer / Avertissement »

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de ISPD (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