

<b>Neutre</b>	Potentiel	1%
<b>Objectif de cours</b>		<b>6,20 €</b>
Cours au 28/11/2017 (c)		6,16 €
Euronext Growth		
Reuters / Bloomberg		

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	8,1%	4,8%	7,9%	19,4%
Perf CAC Small	17,7%	-2,0%	3,0%	27,7%

**Informations boursières (en M €)**

Capitalisation (M€)	319
Nb de titres (en millions)	5,2
Volume 12 mois (titres)	5 172
Extrêmes 12 mois	5,03 € / 6,50 €

**Actionnariat**

Cédric Reny	32%
Actionnaires historiques	5%
Salariés	10%
Autodétenues	1%
Flottant	52%

**Données financières (en M €)**

au 30/09	2016	2017e	2018e	2019e
CA	18,0	19,8	23,0	25,8
var %	-2,8%	10,3%	16,0%	11,9%
EBE	2,3	1,1	3,3	3,7
%CA	2,6%	5,6%	14,4%	14,4%
ROC	1,9	0,6	2,8	3,2
%CA	10,6%	3,2%	2,3%	2,5%
RN pdg	-1,0	-0,1	1,0	1,2
%CA	-5,3%	-0,5%	4,5%	4,7%
Bnpa (€)	-0,20	-0,02	0,22	0,25
Dette nette	-2,8	1,9	1,8	1,4
Gearing (%)	-11%	-63%	-67%	-70%
ROCE (%)	-55%	-25%	-27%	0%
ROE (%)	-6%	-1%	6%	7%
Dividende n (€)	0,10	0,10	0,10	0,10
Yield (%)	1,8%	1,6%	1,6%	1,6%

**Ratios**

	2016	2017e	2018e	2019e
VE/CA (x)	1,8	1,6	1,4	1,2
VE/EBE (x)	14,1	28,6	9,6	8,6
VE/ROC (x)	16,6	50,5	11,3	9,9
PE (x)	ns	ns	30,4	26,2

**Analyste :**

Cécile Aboulian  
01 44 70 20 70  
[caboulian@elcorp.com](mailto:caboulian@elcorp.com)

# Custom Solutions

Internet

## La transformation digitale

2017 est une année charnière pour Custom Solutions qui passe d'une offre promotionnelle (déjà digitalisée à près de 70%) à **une offre globale de l'engagement client permise par l'intégration des acquisitions réalisées ces deux dernières années.**

Custom Solutions déploie désormais une stratégie groupe se concrétisant par une nouvelle offre, articulée principalement autour de la promotion et intégrant les services de stratégie digitale (dont mobile et réseaux sociaux), d'exploitation de la data et d'acquisition de prospects. A ce titre Custom Solutions a annoncé l'adoption de son nouveau nom, **Qwamplify**, symbolisant l'union du monde réel et du monde virtuel. Il devrait être adopté lors de l'assemblée générale annuelle de mars 2018.

La stratégie de cross sell et d'up sell mise en place entre les offres du groupe devrait permettre à Custom Solutions d'afficher une croissance annuelle moyenne de 12,7% entre 2016 et 2019.

Après une phase de transition sur l'activité historique due à une intensité concurrentielle accrue et à une phase d'intégration des acquisitions, nous attendons, à partir de l'exercice en cours, un redressement de la rentabilité et une MOC qui devrait atteindre 12,5% en 2019. Avec une maîtrise continue de son BFR, la génération de cash devrait s'accélérer et largement couvrir les besoins liés aux investissements de la société.

Forte d'une trésorerie propriétaire nette des dettes court terme de 13,2 M€ à fin S1 2017, Custom Solutions présente un bilan solide, lui permettant de financer de futures acquisitions dans le digital.

**Nous initions la couverture de Custom Solutions avec une opinion à Neutre et un objectif de cours de 6,20 € issu de la moyenne des valorisations par DCF et par comparables.**

## Sommaire

<b>ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT</b>	<b>3</b>
<b>MATRICE SWOT</b>	<b>4</b>
<b>HISTORIQUE</b>	<b>5</b>
<b>L'EXPERT DE LA PROMOTION</b>	<b>6</b>
LES QUATRE PILLIERS DE L'OFFRE PROMOTIONNELLE	8
LE DIGITAL AU CŒUR DE L'OFFRE	10
L'ENGAGEMENT CLIENT A 360°	12
UNE OFFRE COMPARTIMENTEE QUI DEVIENT UNE OFFRE GROUPE	13
<b>DES MARCHES CIBLES EN FORTE CROISSANCE</b>	<b>15</b>
UN POSITIONNEMENT SUR LA PROMOTION...	17
EN PHASE DE DIGITALISATION IMPORTANTE	18
OUVERTURE VERS DE NOUVEAUX MARCHES PORTEURS	20
PANORAMA CONCURRENTIEL	22
<b>PERSPECTIVES STRATEGIQUES ET FINANCIERES</b>	<b>24</b>
CROISSANCE ORGANIQUE A NOUVEAU AU RENDEZ-VOUS	24
UNE RENTABILITE PONCTUELLEMENT GREVEE PAR L'HISTORIQUE ET LES INVESTISSEMENTS	25
UN BILAN SOLIDE	26
<b>VALORISATION</b>	<b>27</b>
VALORISATION PAR LES DCF	27
VALORISATION PAR LES COMPARABLES BOURSIERS	29
CONCLUSION	31
<b>ELEMENTS FINANCIERS</b>	<b>32</b>

## Argumentaire d'investissement

2017 marque un tournant pour Custom Solutions qui propose à partir du S2 une offre Groupe permettant de capitaliser sur l'ensemble des services de ses filiales.

### **Positionné sur un marché en forte croissance**

La société a acquis la confiance d'un portefeuille de clients diversifié sur un marché de la promotion de 5,6 Mds € en 2016 (+2,4%). Compte tenu des récentes acquisitions du groupe dans le digital, l'offre de Custom Solutions s'enrichit et la société s'ouvre au marché du marketing digital de 41,8 Mds € en Europe (vs 37,1 Mds € en 2015), affichant une croissance de 12,2% ce qui devrait favorablement soutenir la croissance à court et moyen terme.

### **Une offre intégrée de l'engagement client à 360 ° ...**

Les récentes acquisitions du groupe permettent à Custom Solutions de proposer une offre intégrée permettant l'engagement client multicanal. Présent sur des offres innovantes, Custom intègre des solutions permettant de multiplier les interactions intelligentes entre la marque et le client dans l'espace digital et le monde réel. Les données ainsi récoltées nourrissent la stratégie omni-canal des marques et le ciblage de leurs campagnes. Custom peut désormais aller de la stratégie digitale (incluant solutions mobiles et réseaux sociaux), à la promotion on et offline tout en passant par l'acquisition de nouveaux clients et l'exploitation des données.

### **...Qui va permettre d'accélérer la croissance organique...**

Les solutions digitales complémentaires à l'offre historique de Custom Solutions sont un atout concurrentiel fort. A ce titre, nous pensons que Custom Solutions est désormais doté des outils nécessaires pour accélérer sa croissance et afficher une hausse annuelle moyenne de son chiffre d'affaires de +12,7% entre 2016 et 2019.

### **... et d'améliorer la rentabilité**

Passée la phase d'investissement, dans le mobile notamment, Custom devrait bénéficier de la montée en puissance de son offre groupe et de la digitalisation globale de la société. La MOC devrait selon nous atteindre 12,5% en 2019.

**Custom voit aboutir ses efforts et démarrer son nouvel exercice 2018 (1<sup>er</sup> octobre 2017- 30 septembre 2018) avec la mise en place d'une nouvelle offre qui va lui permettre de générer à nouveau de la croissance organique.**

## Matrice SWOT

### Forces

- Savoir-faire reconnu dans l'offre de remboursement différé
- Complémentarité des acquisitions
- Positionnement online/offline porteur
- Forte capacité d'adaptation

### Faiblesses

- Faible diversification géographique
- Déclin de l'activité promotionnelle historique

### Opportunités

- Synergies de chiffre d'affaires et de coûts avec les filiales récemment acquises
- Développement de l'offre digitale
- Diversification à l'international
- Dynamique du marché de la promotion digitale

### Menaces

- Développement des adblockers
- Pression sur les prix

## Historique

1997 : Création de Custom CD par Patrice Macar pour la vente de services télématiques minitel et audiotel.

1999 : Arrivée de Cedric Reny qui met en place les 1<sup>ères</sup> opérations de promotion avec Sony et Perrier.

2005 : Création de l'activité Logistique Marketing favorisant l'ouverture vers le marché de la distribution spécialisée et de la logistique «hors production»

2009 : Création du département CRM, Custom Relation et lancement d'une nouvelle plateforme web de contenus, Numériclub.com

2010 : Introduction en bourse sur Alternext Paris au prix de 5,64€ par action. L'augmentation de capital est de 7,3 M€

2010 : Acquisition de GECIP, spécialisé dans le marketing opérationnel afin de renforcer sa position dans ce secteur.

2013 : Custom Solutions prend une participation de 25% dans Q3, une agence spécialisée dans l'Advocacy Marketing.

2014 : Prise de participation de 70% au capital de APP, holding détenant les sociétés de marketing opérationnel Flexibreaks, Start et SGP.

2014 : Prise de participation de 55% au capital de Loyaltic, spécialiste finlandais des opérations marketing promotionnelles de recrutement et fidélisation

2014 : Cession des activités Custom Logistique afin de se recentrer sur le digital

2015 : Custom Solutions devient le 1<sup>er</sup> actionnaire de Bilendi, prenant une participation de 29,9% du capital de la société spécialisée dans les programmes de fidélité sur Internet.

2015 : Entrée au capital à hauteur de 40% de la société Highten, spécialiste de la conception et la gestion d'offres marketing digitales dans les réseaux de distribution.

2016 : Acquisition de 55% du capital de Advertise Me, agence webmarketing française spécialisée dans le marketing à la performance. Montée au capital de Highten (à 50,1%).

2017 : Rachat de l'intégralité du capital d'Audience+, spécialiste du marketing mobile venant fortement enrichir l'offre de Custom dans le mobile.

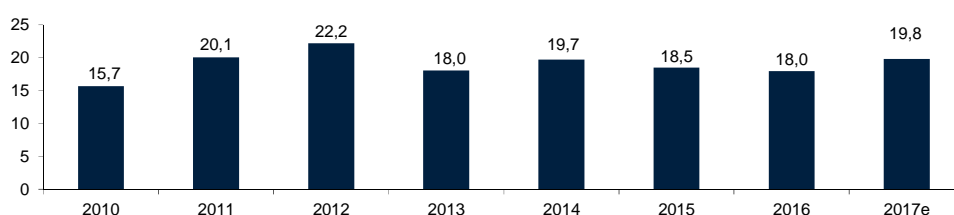
2017 : Acquisition du solde des titres de Loyaltic Oy

2017 : Acquisition de 100% de Advvisers, spécialiste de SEA et SMO

## L'expert de la promotion

Depuis 1997, la société accompagne ses clients dans la conception, le déploiement et l'analyse de campagnes promotionnelles visant à recruter et fidéliser leurs consommateurs, à motiver leurs équipes commerciales et leurs réseaux de distribution. Avec près de 70% de son chiffre d'affaires généré par des offres digitales (vs 25% en 2013), Custom Solutions a négocié le virage de la digitalisation du marketing opérationnel. Les 8 acquisitions réalisées depuis 2013 enrichissent l'offre de Custom Solutions qui peut désormais offrir un panel large de services marketing orienté vers la Promotion. La diversité de l'offre (marketing opérationnel, Promoplace, emailing, co-registation, plateforme d'avis, baromètre de satisfaction) est un levier de croissance pour le groupe qui entend multiplier les synergies entre ses filiales via des recrutements spécifiques (commerciaux, marketing) et bénéficier dès ce nouvel exercice 2017/18 de sa stratégie d'upsell et de cross sell.

### Evolution du chiffre d'affaires depuis 2010 (M€)



source: société / Euroland Corporate

Le chiffre d'affaires 2017 attendu en hausse de 10,3% à 19,8 M€ sera mécaniquement porté par les acquisitions.

#### Acquisitions

Date	Société	Opération	CA 2017e	ROC 2017e	Impact CA 2017	Impact Mino 2017
15/09/2016	Advertise Me	Acquisition de 55% du capital	5,8 M€	1,7 M€	x	x
13/02/2017	Audience +	Acquisition de 100% du capital	0,5 M€	-0,8 M€	x	x
T4 2017	Advisers	Acquisition de 100% du capital	1,4 M€	0,7 M€	0	0

#### Montée au capital

Date	Société	Opération	CA 2017e	ROC 2017e	Impact CA 2017	Impact Mino 2017
01/06/2016	Flexistart	Montée au capital de 70% à 80%	4,2 M€	0,9 M€	0	x
24/10/2016	Highten	Montée au capital de 40% à 50%	1,5 M€	0 M€	0	0
21/02/2017	Loyaltic	Montée au capital de 60% à 100%	1,9 M€	0,0 M€	0	x
01/06/2017	Flexistart	Montée au capital de 80% à 90%	4,2 M€	0,9 M€	0	x

Sur le S1, le chiffre d'affaires s'est inscrit en hausse de 32,1% à 11,4 M€. Sur le périmètre historique, le chiffre d'affaires est néanmoins ressorti en baisse de 14,3% à 7,4 M€ compte tenu, principalement, de la fin du contrat avec Total, et de la concurrence accrue en terme de prix sur l'offre de marketing opérationnel. Le chiffre d'affaires additionnel de 4,0 M€ est généré par les nouvelles filiales et les anciennes filiales dans lesquelles Custom est monté au capital.

Sur le S2, l'arrêt du contrat Total joue défavorablement à plein sur le chiffre d'affaires qui devrait, selon nous, ressortir à 8,4 M€ (-9,7%). Nous attendons ainsi un CA 2017 de 19,8 M€.

**Custom Solutions devrait bénéficier à court terme de l'intégration de ses récentes acquisitions à travers une offre Groupe centrée sur le recrutement, la fidélisation et l'incentive, soit l'expérience client.**

## Les 4 piliers de l'offre promotionnelle

Avec près de 1 000 offres gérées en 2016, le Groupe maîtrise toute la chaîne des opérations promotionnelles et des promotions digitales. Le levier promotionnel permet à la marque d'influencer le consommateur dans son parcours d'achat à travers des offres temporaires à sa destination ou à celle des distributeurs. Depuis sa création Custom Solutions compte ainsi plus de plusieurs milliers de campagnes promotionnelles gérées pour le compte de grandes marques dont des offres de remboursement, des offres à prime différée, des jeux concours sur tous supports, des Promoplace, des offre d'incentives réseaux.

**1- L'Offre de Remboursement** (ODR), permet au consommateur de bénéficier d'un montant de remboursement différé pour l'achat d'un ou de plusieurs produits. Ce type de campagne promotionnelle est aussi bien mis en place pour capter de nouveaux consommateurs, accompagner le lancement de nouveaux produits ou fidéliser des consommateurs de la marque.

### ***Exemples d'offres de remboursement développées par Custom Solutions***



**Les offres de remboursement peuvent revêtir différentes formes (virement, bons de réduction immédiat ou différés, bon d'achat).**

**2- L'Offre à prime** donne droit à une dotation pour l'achat d'un ou de plusieurs produits d'une marque. Le consommateur renvoie ses preuves d'achat pour recevoir sa prime, qui peut être physique ou dématérialisée (code cadeau, film, musique, abonnement...). C'est une mécanique de recrutement efficace, et qui ne déprécie pas la valeur du produit.



**Exemples d'offres à prime développées par Custom Solutions**



Custom Solutions s'investit auprès de son client pour sélectionner la prime, l'acheter et l'expédier au consommateur.

**3- Le jeu** est une mécanique ludique favorisant la présence à l'esprit de la marque auprès des consommateurs. Il se décline avec ou sans obligation d'achat, et permet de renforcer sa notoriété, animer un point de vente, obtenir des cases catalogue, constituer une base de contacts qualifiés...

**Exemples de jeux développés par Custom Solutions**



Custom Solutions organise ainsi des tirages au sort, instant gagnant, concours, loterie, 100% gagnant, codes uniques, cartes à gratter, winner per store, révélation immédiate, viral, social ...

**4- L'incentive** est un dispositif visant à animer, stimuler et fidéliser les principaux prescripteurs des produits d'une marque. Il peut s'adresser aux commerciaux, aux revendeurs, aux réseaux de distribution, aux installateurs... Les actions proposées doivent être non contraignantes, motivantes et fédératrices.

**Exemples d'incentive développés par Custom Solutions**



Custom développe ainsi des programmes annuels, challenges saisonniers, dispositifs B2B2C...

Sur une grande partie de son activité, Custom Solutions se rémunère à la performance. Effectivement, les contrats passés pour la mise en place de campagnes promotionnelles sont soit au forfait (montant fixe quelque soit le nombre de remontées de coupons ou de preuve d'achats à traiter) soit au variable (facture estimée suivi de régularisation avec avoirs ou factures complémentaires).

## Le digital au cœur de l'offre

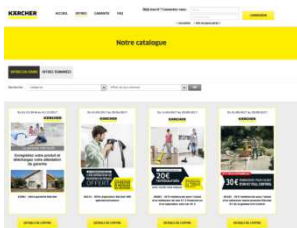
Aujourd'hui plus d'une offre sur deux est digitale. Avec près de 70% de son chiffre d'affaires réalisé par le digital (estimé), Custom Solutions a pris le virage de la digitalisation des usages. Pour chacune des opérations historiques de promotion, Custom propose ainsi un volet digital

### Digitalisation de l'offre historique

Opérations	In store	Digital
<b>Offre de remboursement</b>	Publicité sur lieu de vente Envoi de coupons papiers Carte nominative prepayée Appel pack Flash d'un QR code en magasin	Plateforme web réunissant toutes les promotions de la marque Jeu SMS avec instants gagnants
		<i>Virement+ traitement éventuel des preuves d'achat</i>
<b>Offre à prime</b>	Appel pack Publicité sur lieu de vente	Plateforme web réunissant toutes les promotions de la marque Jeu SMS avec instants gagnants Flash d'un QR code en magasin
		<i>Expedition des dotations + traitement éventuel des preuves d'achat</i>
<b>Jeu</b>	Cartes à gratter en magasin Winner per store Mise en avant en magasin (totem) Animation- Jeu à instants gagnants	Renseignement d'un code unique et participation à tirage au sort Concours en ligne Jeu SMS avec instants gagnants Jeu SMS avec mini-site dédié Jeu à instants gagnants
		<i>Expedition des dotations+ traitement éventuel des preuves d'achat</i>
<b>Programme incentive BtoB</b>	Carte de paiement nominative créditée Jeu avec preuve de vente en échange de cadeaux	Cumul de points transformables en cadeaux sur plateforme dédiée Plateforme communautaire
		<i>Expedition des dotations+ traitement éventuel des preuves de vente</i>
<b>Programme de fidélité</b>	Appel pack permettant de cumuler points Carte de paiement	Plateforme web réunissant toutes les promotions de la marque Développement du site de fidélité Mise en place du module de cumul de points grace aux achats Mise en place du module de commande de cadeaux
		<i>Expedition des dotations+ traitement éventuel des preuves d'achat</i>
<b>Mobilisation en CtoC</b>		Partage d'avis sur internet pour bénéficier de l'offre de remboursement
<b>Poids CA 2017 estimé</b>	<b>30%</b>	<b>70%</b>

Face aux nouveaux enjeux que sont la montée en puissance du e-commerce et l'usage croissant des smartphones, les caractéristiques des campagnes de ventes promotionnels se réinventent en se digitalisant. Custom Solutions s'inscrit dans cette exigence à travers de solutions innovantes.

### Plateforme de promotions



En complément de la digitalisation de son offre historique, Custom Solutions développe des « Promoplace » pour ses clients leur permettant de rendre accessible en ligne toutes les offres de promotion en cours. A ce titre, Custom a développé le site [www.offreskarcher.fr/](http://www.offreskarcher.fr/) pour Kärcher.

La marque peut ainsi fidéliser le consommateur, lui présenter l'ensemble de sa gamme et favoriser l'achat. Dans le même temps, à travers une inscription directement sur le site, **la marque étoffe sa base de données et enrichit la connaissance de ses consommateurs.**

*Custom se rémunère sur le développement du site facture ensuite à la campagne.*

### Plateforme de recueil d'avis



Suite à une campagne de promotion, Custom propose désormais de générer du buzz sur la marque à travers les plateformes de recueils d'avis, telles que <http://www.karchersatisfaction.com/avis/>. *Custom se rémunère sur le développement du site et sa maintenance.*

### Un savoir-faire historique mis au service d'une clientèle de grands comptes



Custom propose son offre à environ 250 clients provenant de secteurs de plus en plus diversifiés et essentiellement des grands comptes.

En tant qu'expert multisectoriel, Custom conçoit à la fois des campagnes pour des produits d'électroménager avec Kärcher, et des produits alimentaires avec Nestlé. Présent également dans l'automobile, Custom assure la promotion de la gamme de pneus motos Michelin en Europe.

## L'engagement client à 360°

**La mise en place d'une politique d'acquisitions soutenue depuis 2013 renforce la stratégie du groupe de proposer une plateforme de l'engagement client complète (recrutement, fidélisation, influence).**

### **Spécialiste de l'engagement mobile**

Avec l'acquisition de 100% d'Audience + en février 2017, Custom Solutions se dote d'une brique technologique à forte valeur ajoutée dans le mobile. En internalisant cette technologie, Custom peut désormais proposer d'envoyer des « push notifications interactives » à ses clients pour pousser leurs promotions, en temps réel de façon géolocalisée. Audience + se rémunère sur la base d'un forfait annuel basé sur le nombre d'utilisateurs de la plateforme. Audience + peut ponctuellement vendre des missions de Conseil.

La technologie nouvellement détenue consiste à faire embarquer un SDK sur une application qui permet de le géolocaliser et de compiler les data clientes (base de données clients articulées avec usage de l'application).

L'augmentation de capital de 1,8 M€ sur Audience + était destinée à développer la plateforme.

### **Spécialiste de l'email et de la co-registation (Advertise me)**

Avec l'acquisition, en septembre 2016, de 55% de l'agence marketing Advertise me (CA 2015 de 5,5 M€ et MOC de 30%), Custom Solutions se réserve un accès à une équipe de 25 personnes, un savoir-faire reconnu et une technologie avancée pour la mise en place de campagnes digitales de recrutement à la performance principalement par e-mailing et co-registation (media et e-mailing).

Advertise me propose ainsi des campagnes d'acquisitions de profils (pour que les e-marchands constituent leur base de données) permettant la génération de clics, de leads ou des ventes. La diffusion est assurée par la base de données en propre et par les 400 partenaires en France; Italie et Pologne (sites medias et marchands).

### **Spécialiste de la visibilité sur les moteurs de recherche (SEA) et les réseaux sociaux (SMO)**

Avec l'acquisition de 100% d'Advisers en octobre 2017, Custom étoffe son offre de services et permet à ses clients d'améliorer leur visibilité sur les moteurs de recherche et les réseaux sociaux afin d'optimiser les campagnes de recrutement et de fidélisation. Dans ce cadre, Advisers se rémunère proportionnellement au budget géré. Il peut lui arriver de vendre des mission de conseil en amont (au forfait).

**Spécialiste de l'engagement en BtoB**

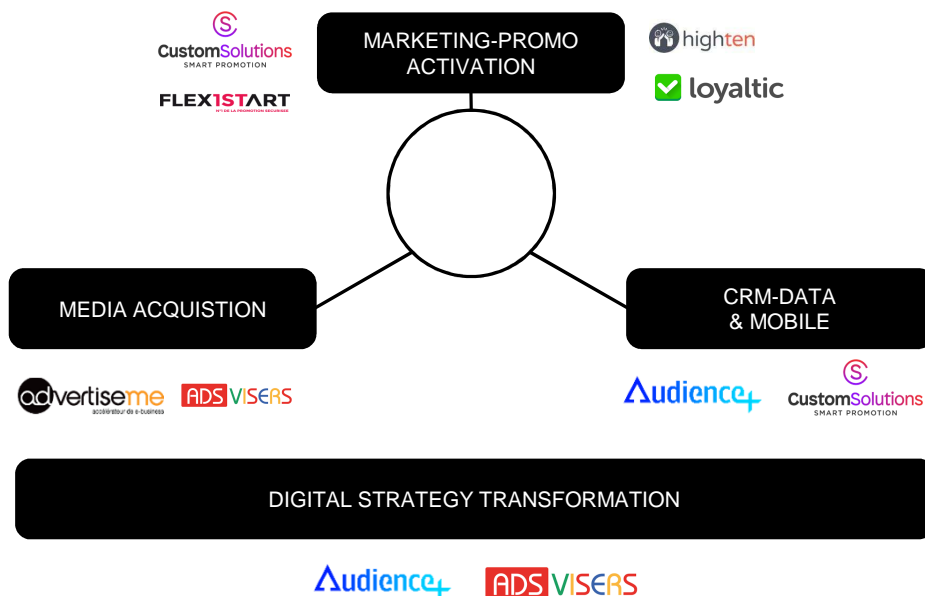
Avec la montée dans le capital de Highten de 40% (acquis en octobre 2015) à 50% (en octobre 2016), Custom Solutions renforce son ses moyens sur son offre de service d'engagement en BtoB à travers la mise en place de campagnes clés en main d'animation de réseau (challenges, motivation, promotion). Highten se rémunère au forfait sur ses prestations.

**L'enjeu pour Custom Solutions est de pouvoir intégrer une force de vente capable de vendre toutes les solutions du groupe et favoriser l'upsell et le cross sell entre toutes les offres.**

Une offre compartimentée qui devient une offre groupe

Des la fin du S1 2017, Custom Solutions s'est organisé en interne pour renforcer son équipe commerciale transversale pouvant proposer l'offre globale et faire ainsi jouer les synergies entre les filiales. Custom est ainsi présent sur l'acquisition, l'optimisation du CRM, l'activation (marketing promotionnel) et la stratégie digitale.

**Nouvelle offre groupe de Custom Solutions**



## **Piliers de l'offre groupe**

### **Stratégie de transformation digitale**

Appuyée par une équipe constituée de conseillers en stratégie, de marqueteurs et de techniciens, Custom proposera à ses clients des solutions associant l'élaboration et la diffusion de messages de marques, à l'aide de campagnes à 360°. Le chiffre d'affaires 2017 est estimé à 1,0 M€ sur ce pôle, supportant les investissements, notamment sur le mobile. Ce pôle n'a pas encore atteint le point mort mais devrait être rentable dès 2018.

### **Data – CRM**

Disposant d'un back office puissant, capable d'appréhender le profil et le comportement des consommateurs, Custom assistera ses clients dans le ciblage des utilisateurs, leur permettant d'optimiser la participation à l'aide d'outils de géolocalisation, de communication multicanaux et de dialogue. Les clients bénéficieront de rapports et d'analyses des données récoltées pour toujours mieux optimiser la performance de leurs campagnes.

### **Media acquisition**

Custom propose un programme d'acquisition multicanal global permettant d'améliorer le ROI des campagnes de ses clients. Orientée vers les réseaux sociaux et le mobile et supportée par des dispositifs comme la co-registation ou l'emailing, cette offre permettra à l'annonceur de recruter des profils hautement qualifiés. Toujours dans une perspective d'optimisation de la performance des campagnes, Custom assure le réengagement du trafic de façon pertinente, sans pénaliser le parcours de l'internaute. Le chiffre d'affaires 2017 estimé est de 5,8 M€ sur ce pôle avec un REX estimé à 1,7 M€. Avec l'intégration d'Advisers en 2018 en année pleine, le pôle devrait générer 2,0 M€ de CA supplémentaires.

### **Marketing activation**

La plateforme marketing de Custom Solutions développera des offres promotionnelles personnalisées et clefs en main pour assurer la performance des ventes. A l'aide d'outils comme l'offre de remboursement, l'offre à prime, le jeu et l'incentive, le groupe sera en mesure de stimuler à la fois les relations BtoB et BtoC. Résolument tourné vers le digital, Custom Solutions déclinera cette offre historique sur les réseaux sociaux, le mobile et le web. Le chiffre d'affaires 2017 estimé sur ce pôle est de 13,6 M€ (-26%), affectant la rentabilité avec un ROC ressortant selon nous à -0,4 M€.

## Des marchés cibles en forte croissance

Avec sa stratégie de build up, Custom Solutions est parvenu à construire une plateforme complète dédiée au marketing de l'engagement client. Sa gamme de solution diversifiée permet de répondre de manière optimale aux besoins des entreprises quelque soit la stratégie marketing suivie (marketing direct, publicité, vente promotionnelle...).

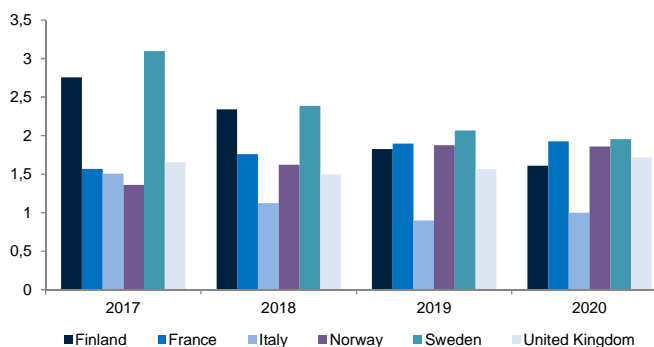
Le virage de la digitalisation entrepris par le Groupe depuis ces dernières années le positionne comme un business partner adéquat pour accompagner les entreprises dans leur stratégie marketing Internet et mobile.

## Un environnement économique porteur

Il y a une forte corrélation entre la croissance économique et les investissements en marketing opérationnel (promotion des ventes, marketing direct, publicité). Les dépenses de marketing représentent le principal poste de dépenses que les entreprises sacrifient en cas de crise économique.

Le Fonds Monétaire International (FMI) a révisé ses perspectives de croissance mondiale à la hausse en 2017 pour atteindre 3,7%. L'institution souligne toutefois les incertitudes qui résident à moyen terme et pourrait freiner la reprise.

## Croissance du PIB (%)



source : International Monetary Fund, World Economic Outlook Database

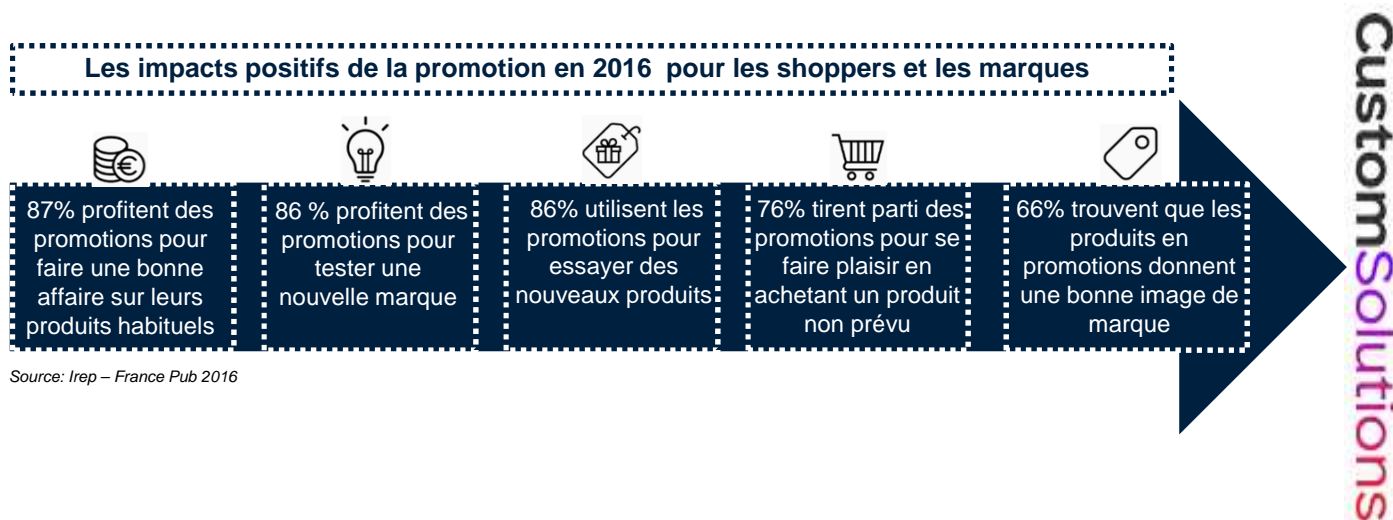
Cette conjoncture économique devrait stimuler les résultats des entreprises européennes et développera les budgets alloués à la stratégie marketing . **Custom Solutions bénéficiera d'un contexte macro-économique avantageux pour se développer en Europe.**

### Des consommateurs friands de promotions

**91%** des shoppers regardent aujourd'hui les promotions en rayon ou sur les applications internet avant d'acheter (ConsoLab). Lors de leur dernière participation à une promotion, **59%** affirment avoir découvert la promotion en magasin. L'offre en magasin a déclenché l'achat du produit dans **68%** des cas et grâce à la promotion **plus d'un consommateur sur trois a dépensé plus** que ce qu'il avait prévu d'acheter.

Les réductions numériques téléchargées sur Internet ou reçues par e-mail rencontrent un fort succès. Il y a une logique forte à ce que le digital poursuive sa progression. Ces opérations digitales qui offrent plus de simplification et de personnalisation séduisent des consommateurs induisant ainsi les entreprises à revoir leur stratégie marketing et à se tourner vers le marketing promotionnel pour accélérer les ventes.

**Custom Solutions se retrouve idéalement positionné pour offrir un panel complet de solutions promotionnelles et relationnelles pour permettre aux marques de réaliser leurs objectifs.**



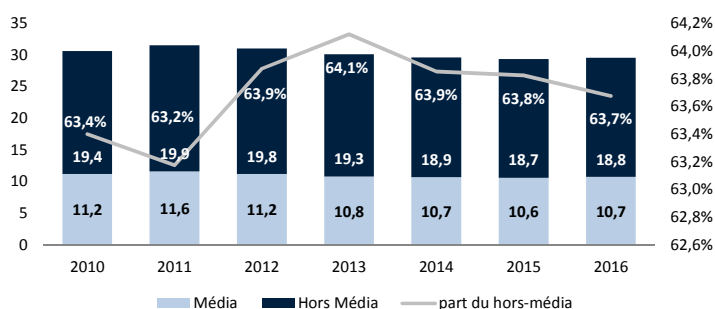


## Un positionnement sur la promotion...

Custom Solutions est historiquement positionné sur la communication promotionnelle hors-média des grandes marques majoritairement françaises. Ce positionnement ciblé leur permet d'adresser un marché représentant près de 45% des dépenses globales de communication. De plus, ce segment de la communication hors média, le Groupe se positionne sur les 2 secteurs qui captent la plus grande part des dépenses publicitaires, à savoir le marketing direct et la promotion.

Les graphiques suivants permettent d'apprécier le positionnement stratégique de Custom Solutions, du fait de la part du hors-média dans les dépenses de communications totales des annonceurs, et de parts du marketing direct et de la promotion dans le hors-média.

### Dépenses de communication média et hors média en France en mds €

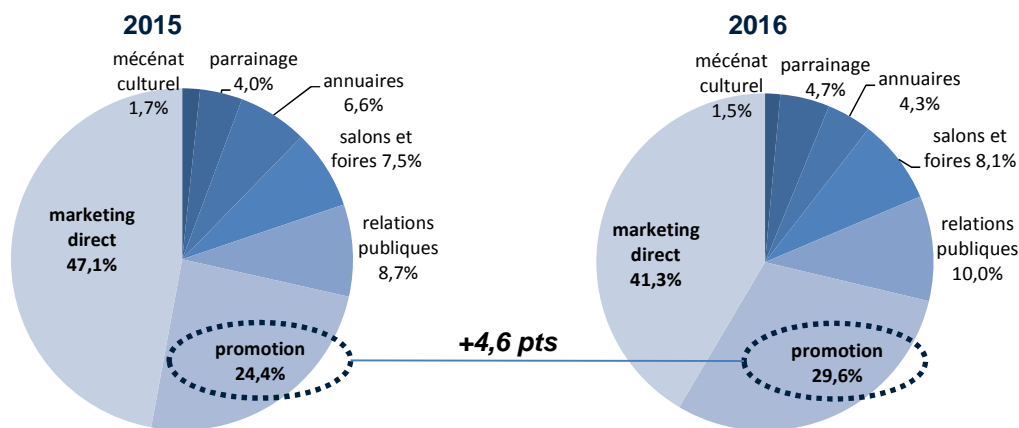


Source: Irep – France Pub 2016

Les dépenses de communication média et hors-média des marques française tendent à décroître depuis ces dernières années avec un TCAM de -1,0% sur la période 2012-16. Ces dépenses ont représenté 29,5 mds € en 2016, affichant tout de même une croissance de 1%. Les dépenses de communication média, portée par la bonne tenue du vecteur Internet (display, search) porte cette croissance et prennent toujours plus de place face au déclin des dépenses hors-média.

Cette décroissance du secteur spécifique de Custom Solutions s'explique par la volonté des marques à utiliser de nouveaux vecteurs de communication pour toucher plus facilement et plus rapidement le consommateur. Dans ces conditions, les multiples avantages qu'offrent Internet de par son audience et sa faculté à toucher n'importe quelle cible poussent les entreprises à délaisser les techniques marketing traditionnelles pour des approches digitales.

Ventilation des dépenses de communication hors-média



Source: Irep – France Pub 2016

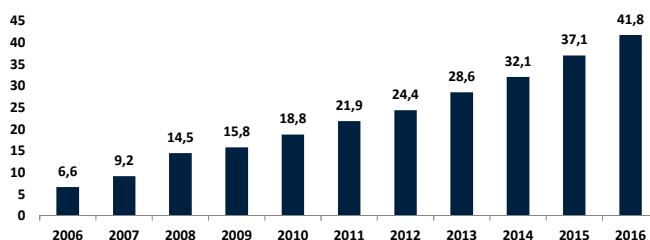
Le secteur la promotion, représentant le marché historique du Groupe est également entré dans une phase de digitalisation. Les offres promotionnelles doivent être adaptées aux nouveaux canaux de distribution afin d’optimiser l’expérience consommateur. Le virage digital entrepris par Custom Solutions et ses concurrents répondent aux nouvelles attentes des marques en matière de promotions des ventes, stimulant ainsi les investissements sur ce segment. Le marché français de la promotion a représenté 5,6 Mds €, en croissance de 2,4%. Il a représenté 29,6% des dépenses de communication hors-média contre 24,4% l’année précédente, confirmant le retour des efforts des marques vers cette technique de communication.

... en phase de digitalisation importante

Custom Solutions n’intervient pas directement sur le marché des investissements publicitaires. Cependant, son activité de gestion d’offres promotionnelles est corrélée aux tendances de fond observées sur ce marché. Cela est principalement dû à la digitalisation de la communication hors-média.

En 2016, les investissements publicitaires digitaux en Europe se sont élevés à 41,8 Mds € (vs 37,1 Mds € en 2015), affichant une croissance de 12,2% selon l’institut d’études IAB Europe. Sans surprise, le mobile porte la croissance, à la fois sur le display et sur le mobile Search avec des progressions allant au-delà de 50% sur l’année. La vidéo quand à elle s’affiche également en plein essor, enregistrant un revenu de 2,9 Mds € et qui devrait encore augmenter en 2018.

Marché de la publicité digitale en Europe en mds €



Source: Irep – France Pub 2016

A l'heure où l'expérience client constitue un facteur de différenciation majeur, les entreprises ont un besoin croissant de personnaliser leur stratégie marketing. Le mobile leur permet de toucher une audience importante (88% des mobinautes se connectent au moins une fois à internet dans la journée) et de récolter de la DATA complémentaires.

L'association de ces deux données vont permettre d'hyper-segmenter les cibles, et ainsi optimiser les campagnes de communication en envoyant le bon message, à la bonne cible, au bon moment (amélioration du taux de conversion).

Le mobile est donc un levier de croissance puissant pour les exercices à venir. Custom Solutions commercialise donc sa plateforme marketing sur un créneau porteur. Son offre promotionnelle va permettre aux marques de différencier leur stratégie marketing tout en développant leur ROI.

Custom Solutions s'est positionné dans des marchés européens en phase de digitalisation. Avec l'essor du mobile, et les changements de modes de consommation et d'achat (développement du e-commerce, un parcours d'achat mobile), les entreprises européennes ont un besoin important de développer leur approche marketing vis-à-vis de leurs clients.

**Custom Solutions bénéficie d'un positionnement géographique sur des marchés porteurs. Tous les voyants sont au vert afin de favoriser son développement.**

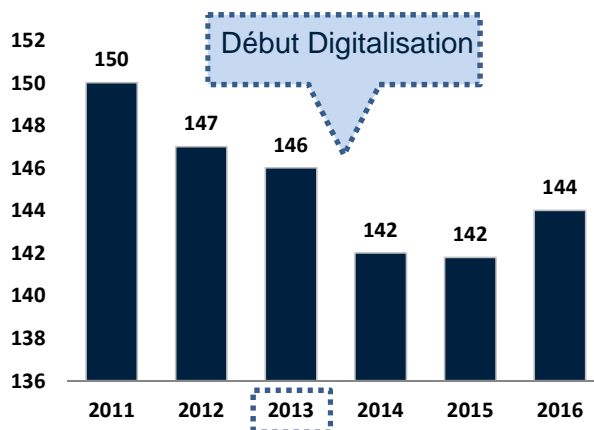
## Ouverture vers de nouveaux marchés porteurs

Avec la prise de participation majoritaire au capital d'Advertise Me en septembre dernier, le Groupe Custom Solutions ajoute une nouvelle corde à son arc en diversifiant ses métiers avec l'apport de «l'emailing» et la «co-registration».

Ces nouvelles briques formant un mix entre le marketing direct et la publicité digital viennent agrémenter la plateforme du Groupe en apportant une dimension Data au Groupe. La solution Custom répond aujourd'hui à toutes les problématiques du marketing opérationnel (publicité, marketing direct, promotion).

Après avoir vécu des années compliquées, l'e-mailing redevient un vecteur de communication prisé des entreprises pour sa faculté à envoyer des messages personnalisés rapidement à une large base de données.

### Investissement dans l'e-mailing en France en M€



Source: Irep – France Pub 2016

Le marché français de l'e-mailing a représenté 144 M€ en 2016, en croissance de 1,6%. Après avoir enregistré une décroissance annuelle moyenne de 1,8% sur la période 2012-14, la digitalisation, qui a pris de l'ampleur à partir de 2013, a relancé la croissance de ce marché.

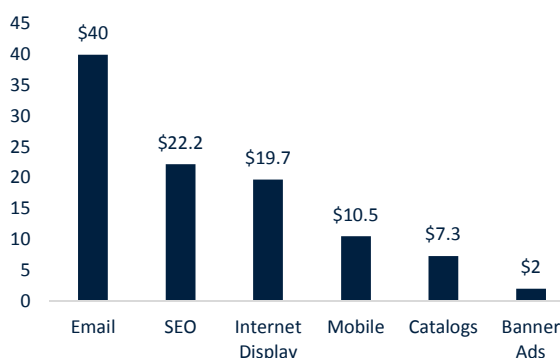
Les consommateurs sont devenus plus faciles à atteindre à l'aide des différents dispositifs complètement adoptés dans leurs modes de vie. Avec la montée du Smartphone, les marques se retrouvent à investir dans des techniques de marketing direct comme l'e-mailing afin de miser sur la personnalisation, la sécurité et la connaissance client.

Avec Advertise me, le Groupe Custom Solution adresse aux marques une offre de marketing directe séduisante qui lui permettra de gagner des parts de marchés face à une concurrence peu intensive.

Avec l'e-mailing, les marques s'offrent un outil de communication idéale pour réaliser leurs différents objectifs opérationnels.

Selon une étude menée par le spécialiste des nouvelles technologies VentureBeat auprès de 257 sociétés d'e-mailing, cette technique de communication séduit pour son efficacité et sa simplicité.

### ROI en fonction de la campagne marketing



source : Campaign Monitor

En 2015, 56% des entreprises faisaient appel à elles, elles seraient 75% en 2016. Les raisons invoquées sont une amélioration du taux d'ouverture (+70%) et du «click through rate» (+152%) par rapport à une campagne de marketing traditionnelle. Le cabinet McKinsey confirme ces éléments dans une étude expliquant que l'email est 40x plus efficace que les réseaux sociaux (Facebook et Twitter) pour capter de nouveaux clients.

**La co-registation** reste avant tout un moyen de devenir propriétaire d'un bassin de prospects à travailler dans la durée. Moins rependu que les campagnes d'e-mailing qui vise l'efficacité immédiate par son coté opportuniste, la co-registation est un outil très apprécié des annonceurs pour son coté « Data » essentiel pour développer une relation commerciale sur la durée.

**La co-registation appartient au domaine de la publicité digital**, et suit pleinement les tendances de croissance présentées auparavant. Advertise me est un leader en co-registation avec en exclusivité des médias du groupe Prisma (gala, Capital,...) et NRJ Group.

## Panorama concurrentiel

Le Groupe Custom Solutions adresse un marché fortement concurrentiel où une multitude d'entreprises positionnent d'ores et déjà leur offre de communication digitale.

Avec l'essor d'Internet, la frontière entre la communication média et hors-média se fait de plus en plus fine. Le Groupe se retrouve donc en concurrence face à des acteurs généralistes comme des agences de communication ou des agences digitales, qui peuvent également fournir aux entreprises des services de marketing opérationnel.

Malgré cela, Custom Solutions se différencie par son positionnement d'ultra spécialiste de la promotion. Ce segment du marketing opérationnel, qui recommence à séduire les marques comporte peu d'acteurs en France, favorisant ainsi l'essor du Groupe et le gain de part de marché.

### L'environnement concurrentiel de Custom Solutions



En fonction de leurs stratégie de communication, les marques ont donc à leur disposition un grand nombre de solutions de communication proposées par ces 4 types d'acteurs.

Avec le développement rapide du mobile et d'Internet, de nouvelles tendances se dégagent et certain vecteur de communication deviennent de moins en moins prisé. En revanche, d'autres techniques marketing, comme la promotion bénéficie de l'essor du digital pour se développer et proposer de nouvelles solutions aux marques. Les investissement dans ce segment sont en croissance, et Custom Solutions se retrouve idéalement placé pour tirer profit.

Sur le segment de la promotion, Custom Solution détient des avantages concurrentiels caractérisés principalement par le positionnement de son offre. Le Groupe adresse à son marché une offre différente notamment par l'aspect technologique (Data + Promo place) qui lui permettra de consolider sa position de leader de la promotion.

### Positionnement concurrentiel sur le segment de la promotion

Société	Spécialisation	Digital	Remboursement différé	Plateforme promo	Data
Custom Solutions	Promotion				
	e-mailing	X	X	X	X
HighCo	Solution Marketing	X	X	X	X
	Smart Promotion				
TLC Marketing	Smart Promotion	X	X		
Tessi Marketing	Smart promotion	X	X		
	Conseil				
Accengage	Notification Push	X			X
	Webmarketing				

Source: Société



**Highco** est un acteur français spécialisé dans la conception de solutions marketing promotionnelles à destination des marques industrielles et des enseignes de la grande distribution. Ce Groupe international (31% du CA 2016) adresse une offre articulée autour de 2 pôles: les solutions **Drive to Store digitale** et **In-store**. Le Groupe a réalisé un CA 2016 à 155,5 M€



**TLC Marketing** est une agence de marketing spécialisée dans la mise en place de campagnes promotionnelles. Créée depuis 20 ans, le Groupe collabore avec 100 000 marques partenaires et compte 700 campagnes à son actif.



Créée en 1971, **Tessi** est le spécialiste du traitement de flux en France. Le Groupe accompagne les entreprises depuis 40 ans dans la gestion de leurs éléments essentiels : **marketing promotionnel, transactions devises...** Avec 5 646 collaborateurs dans le monde, Tessi a réalisé un CA 2016 de 404,0 M€.



Leader français des Technologies et Notifications Push, **Accengage** propose depuis 2011 une solution SaaS de CRM digital permettant aux marketeurs et responsable CRM d'accélérer l'engagement des utilisateurs sur le mobile et le web. Opérant dans 70 pays, Accengage délivre plus **de 6 milliards de messages** relationnels chaque mois à 750 millions de mobinautes et internautes.

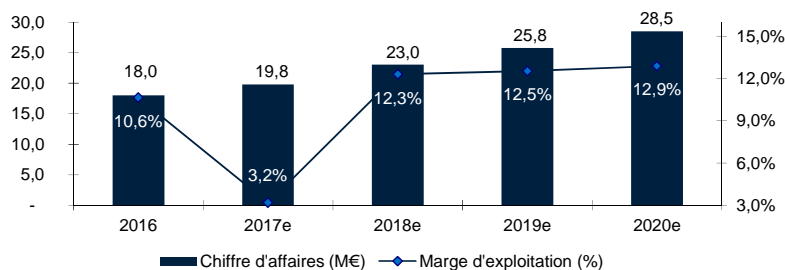
## Perspectives stratégiques et financières

Avec un chiffre d'affaires 2017 attendu en hausse de 10,3% à 19,8 M€, Custom Solutions réussit à contrebalancer la chute du chiffre d'affaires des activités historiques (-26,0% à 13,6 M€ selon nous) avec l'intégration des 3 nouvelles acquisitions depuis le T3 2016. Compte tenu de la mise sur le marché de l'offre Groupe, du renforcement des équipes de vente et de la dynamique du marketing digital (~70% du CA 2017 de Custom Solutions), nous sommes confiants dans la capacité du groupe à renouer rapidement avec la croissance organique et attendons un CA en hausse de 16,0% en 2018 à 23,0 M€.

### Une croissance organique à nouveau au rendez-vous

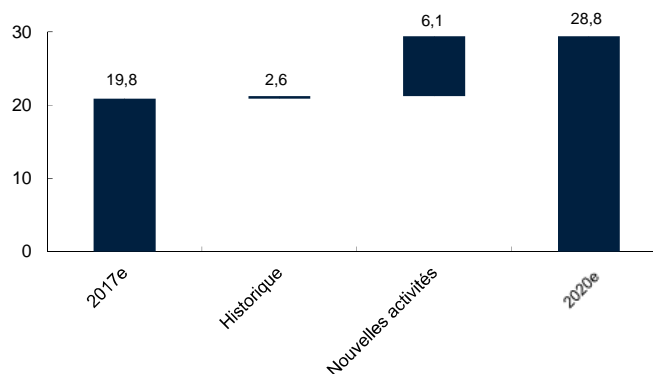
En accélérant sa transformation digitale à travers des acquisitions pertinentes, Custom Solutions s'est doté de services complémentaires stratégiques pour améliorer les campagnes de recrutement et de fidélisation de ses clients. L'activité historique devrait ainsi renouer avec la croissance avec un TCAM attendu à 11,2% entre 2017 et 2020. Les nouvelles activités devraient ressortir en hausse de près de 25,5% sur la période selon nous compte tenu des synergies attendues entre les offres et des qualités intrinsèques des acquisitions.

### Evolution du chiffre d'affaires et de la marge d'exploitation 2016-2020e



source : Euroland Corporate

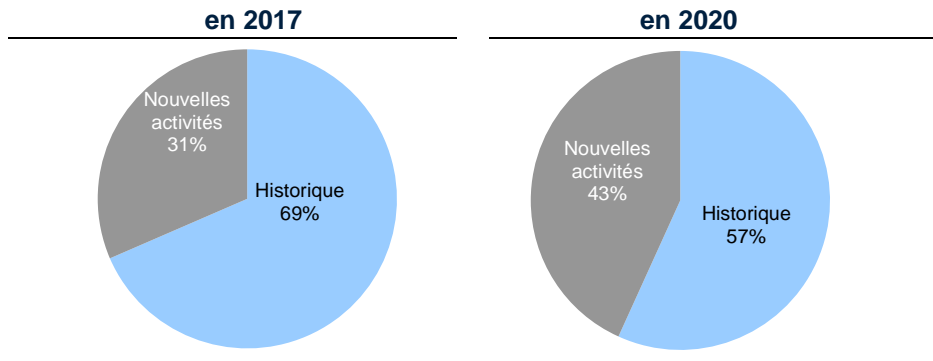
### Contribution de chaque segment à la croissance du CA 2017e/2020e



source : Euroland Corporate



**Répartition du chiffre d'affaires par segment**

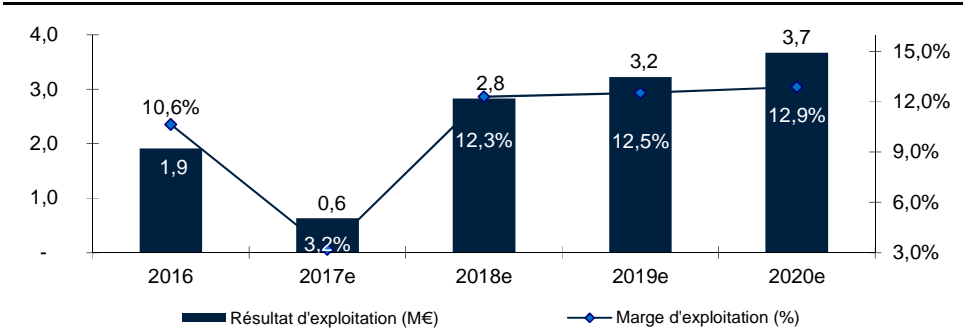


source : Euroland Corporate

**Une rentabilité ponctuellement grevée par l'historique et les investissements**

Avec une baisse qui s'accélère sur le chiffre d'affaires du périmètre historique, nous attendons un résultat opérationnel négatif sur cette branche qui va venir grever le résultat opérationnel de la société. En complément, les efforts d'investissements déployés sur Audience plus vont également peser sur la rentabilité à court terme. Néanmoins, l'intégration relative de Advisers sur 2017/18 va jouer favorablement sur la rentabilité.

**Evolution du résultat et de la marge d'exploitation et 2016-2020e**



source : Euroland Corporate

## Compte de résultat prévisionnel

En M€	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>18,0</b>	<b>19,8</b>	<b>23,0</b>	<b>25,8</b>	<b>28,5</b>
<i>Taux de croissance</i>	-2,8%	10,3%	16,0%	11,9%	10,5%
Frais de personnel	7,0	8,5	9,0	10,1	11,2
Frais généraux	6,4	8,8	9,7	10,8	11,8
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>1,9</b>	<b>0,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7</b>
<i>Taux de marge opérationnelle courante</i>	10,6%	3,2%	12,3%	12,5%	12,9%
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>1,9</b>	<b>0,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7</b>
<i>Taux de marge opérationnelle</i>	10,6%	3,2%	12,3%	12,5%	12,9%
Résultat financier	0,4	0,6	0,2	0,2	0,2
Impôts	0,9	0,4	1,5	1,7	1,9
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>
<i>Marge nette</i>	-5,3%	-0,5%	4,5%	4,7%	5,0%

source : Euroland Corporate

## Un bilan solide

Avec une grande majorité du chiffre d'affaires généré par le montage d'opérations de remboursement en différé, Custom Solutions dispose, dans sa trésorerie, des appels de fonds versés sur les opérations en cours (16,1 M€ en 2016 sur une trésorerie de 25,8 M€). Cette trésorerie est non disponible et destinée à être reversée aux gagnants des ODR. Le pendant est situé en dettes dans « appels de fonds sur opérations promotionnelles » (15,7 M€ en 2016). Nous retraitons le montant de la trésorerie des appels de fonds versés pour l'intégrer au BFR de la société.

## Bilan

Bilan (M€)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Actifs non courants	13,0	19,9	20,7	21,6	22,7
<i>dont goodwill</i>	3,4	9,4	9,4	9,4	9,4
BFR	-13,0	-12,2	-13,6	-14,8	-16,1
<i>BFR retraité</i>	3,0	-0,2	-0,6	-1,2	-1,8
Disponibilités + VMP	25,8	21,0	23,8	24,8	25,9
<i>Disponibilités + VMP retraitées</i>	9,6	8,8	10,6	11,0	11,4
Capitaux propres	17,0	16,4	18,5	19,2	20,1
Emprunts et dettes financières	6,9	10,8	10,8	10,8	10,8
Total Bilan	53,2	54,8	60,0	63,2	66,7

source : Euroland Corporate

En terme de génération de cash flow, nous estimons que la société devrait générer un CF opérationnel moyen de 2,7 M€/an entre 2017 et 2020. Compte tenu d'investissements limités, la variation de trésorerie est attendue positive sur l'ensemble des exercices.

## Tableau de flux prévisionnel

Tableau de flux (M€)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Marge Brute d'autofinancement	2,0	0,9	2,0	2,2	2,4
Variation de BFR	0,5	0,7	-1,4	-1,2	-1,2
Flux net de trésorerie généré par l'activité	1,5	0,2	3,4	3,4	3,6
Investissements opérationnels nets	0,1	-1,2	-1,2	-1,3	-1,4
Investissements financiers nets	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-0,8	-7,3	-1,2	-1,3	-1,4
Augmentation de capital	0,0	0,0	1,6	0,0	0,0
Variation emprunts	-1,0	3,9	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Flux de trésorerie liés au financement	-1,6	3,1	1,1	-0,5	-0,5
Variation de l'endettement financier net	-1,0	-4,0	3,3	1,6	1,7

source : Euroland Corporate

## Valorisation

Nous valorisons Custom Solutions par la méthode des DCF et des comparables compte tenu d'une part importante de l'activité qui affiche une bonne visibilité des cash flows.

### Valorisation par les DCF

Nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- Croissance du chiffre d'affaires : nous retenons un taux de croissance annuel moyen de 12,7% de 2016 à 2019 compte tenu, principalement, de la forte croissance attendue sur les offres digitales. De 2019 à 2026, nous retenons un TCAM du CA de 7,9% puis un taux à l'infini de 2,0 %.
- Résultat d'exploitation: la marge d'exploitation devrait s'améliorer d'ici 2019 en raison de l'effet de levier opérationnel de Custom Solutions, de la part croissante des solutions digitales dans le CA et de l'intégration relative d'Advisers. La marge d'exploitation est ainsi attendue à 12,9% en 2019. Nous prenons, par la suite, l'hypothèse d'une marge s'ajustant à 13,0%.
- Investissements: nous faisons l'hypothèse d'un niveau d'investissement de renouvellement et de développement de l'ordre de 5,0% du chiffre d'affaires par an jusqu'en 2026 pour financer l'innovation produits.
- BFR: nous retenons un niveau de BFR retraité de -6,2% du chiffre d'affaires hors taxe.
- Dette financière nette: prise en compte de celle retraitée et estimée du 30/09/2017 (1,9 M€)

### Synthèse des hypothèses de calcul du cmpr

---

Taux sans risque (OAT 10 ans)	0,6%
Prime de risque	5,5%
Bêta sans dette	1,5
Bêta endetté	1,5
<b>Coût des capitaux propres</b>	<b>8,8%</b>
<b>Coût de la dette après impôt</b>	<b>0,0%</b>
<b>Coût moyen pondéré du capital</b>	<b>8,3%</b>
Taux de croissance à l'infini	2,0%

---

source : Euroland Corporate

## Tableau des flux prévisionnels 2017e-2026e

En M€	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>19,8</b>	<b>23,0</b>	<b>25,8</b>	<b>28,5</b>	<b>30,8</b>	<b>33,2</b>	<b>35,9</b>	<b>38,8</b>	<b>41,9</b>	<b>44,0</b>
<i>Taux de croissance</i>	0,0%	16,0%	11,9%	10,5%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	5,0%
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>0,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>5,0</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>
<i>Taux de marge opérationnelle courante</i>	3,2%	12,3%	12,5%	12,9%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
- Impôts	0,2	0,9	1,1	1,2	1,3	1,4	1,6	1,7	1,8	1,9
+ DAP nettes	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8
<b>Cash Flow opérationnel</b>	<b>0,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>	<b>4,4</b>	<b>4,6</b>
- Variation du BFR	-3,2	-0,4	-0,6	-0,6	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1
- Investissements opérationnels	-1,2	-1,2	-1,3	-1,4	-1,5	-1,7	-1,8	-1,9	-2,1	-2,2
<b>Free Cash Flows opérationnels</b>	<b>2,9</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>
Coefficient d'actualisation	0,924	0,853	0,788	0,728	0,673	0,621	0,574	0,530	0,490	0,453
<b>FCF actualisés</b>	<b>2,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>

source: Euroland Corporate

## Matrice de sensibilité de valorisation

		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
C M P C	7,2%	7,5	7,8	8,3	8,8	9,5
	7,7%	6,9	7,2	7,6	8,0	8,5
	8,2%	6,5	6,7	7,0	7,4	7,8
	8,7%	6,1	6,3	6,5	6,8	7,1
	9,2%	5,7	5,9	6,1	6,3	6,6

source: Euroland Corporate

Notre valorisation de Custom Solutions par DCF ressort à 7,00 € par action avec un cmpr à 8,30% et une croissance à l'infini de 2,0%.

## Valorisation par comparables

Compte tenu du profil de Custom Solutions, nous avons choisi un échantillon d'acteurs nationaux midcaps dans l'univers de la publicité digitale.



Le Groupe 1000mercis conçoit des dispositifs multicanal et à fort ROI pour les annonceurs souhaitant optimiser leurs actions de conquête et de fidélisation sur tous les supports digitaux. Le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 29,1 M€ au S1 2017, en progression de 4% par rapport à 2016. Présent aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, au Moyen Orient et en France, le Groupe opère dans plus de 50 pays.



Bilendi est spécialisé dans la conception et la commercialisation de programmes de fidélisation sur Internet. L'activité du groupe s'organise autour de 2 pôles : la fourniture de panels en ligne et le développement et vente de programmes de fidélité et de gestion de la relation client. Au S1 2017 Bilendi a réalisé 12,4 M€ de chiffre d'affaires, progressant de 12%.



adux (ex-HiMedia) accompagne ses clients dans l'optimisation de leurs stratégies numériques, en opérant dans deux secteurs d'activités, celui de la publicité numérique et celui du paiement en ligne. En 2016, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 59,2 M€ en baisse de 9% par rapport à 2015.



Netbooster est une agence de marketing digital internationale, qui utilise les dernières plates-formes technologiques pour déchiffrer, anticiper et réagir au comportement des consommateurs en temps réel. Présent en Europe et en Asie, le groupe a affiché un chiffre d'affaires de 139,9 M€ en 2016.



Antevenio est une entreprise du Publishing et des technologies marketing, implantée en Europe du Sud (Espagne, Italie, France). Elle aide les marques à transmettre leur proposition de valeur aux consommateurs à travers une offre combinant publicité, marketing de contenu et technologie cross-canal. Au S1 2017, Antevenio a réalisé un chiffre d'affaires de 12,6 M€, progressant de 3% par rapport à 2016.



HighCo propose à ses clients, marques et retailers, des solutions marketing pour influencer le comportement du shopper. Cette offre repose sur 3 types de solutions : drive-to-store, in-store, et les solutions de gestion et d'analyse de data. Au S1 2017 HighCo a réalisé un chiffre d'affaires de 75,3 M€ en baisse de 5,9% pour rapport à 2016.

## Principaux agrégats de l'échantillon

Société	Capitalisation	Dettes nettes	VE	CA				EBITDA				EBIT				RN			
				2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
1000mercis SA	130,2	-14,8	115,4	56,2	65,4	76,9		40,4	14,3	17,0		37,8	11,5	14,1		6,1	7,6	9,6	
Netbooster SA	46,8	5,2	52,0	140,0	45,1	48,8		5,0	5,8	6,7	7,8	3,2	5,1	6,0	7,2	0,4	3,0	3,6	4,8
Weborama SA	31,4	-1,4	30,0	29,1	34,0	40,7			5,2	6,9		0,9	1,4	2,4		1,4	0,9	1,4	
Antevenio, S.A.	29,2	-6,2	23,0	25,4	27,4	29,9	32,8	1,4	3,1	3,5	3,9	1,0	2,5	2,9	3,2	2,1	2,4	2,6	2,9
Groupe ConcoursM	11,7	0,7	12,4	13,8	14,9			0,5	1,5			-0,1	0,5			-0,5	0,5		
Bilendi SA	26,8	-1,5	25,3		25,7	30,0			4,7	6,4			2,9	4,2			2,3	3,2	
Hi-Media SA	29,6	-1,8	27,8	59,2	67,8	78,0	90,3	1,1	2,7	4,4	6,2	-0,7	1,1	2,7	4,5	-1,1	0,5	2,0	3,6
LeadMedia Group €	7,3	1,1	8,4	7,0	5,4	6,0	6,3		0,6	1,0	1,3	-0,9	0,2	0,5	0,8	-8,4	-0,8	-0,5	0,2

source: FactSet / Euroland Corporate

## Multiples de valorisation de l'échantillon

En M	VE/CA 17	VE/CA 18	VE/CA 19	VE/EBE 17	VE/EBE 18	VE/EBE 19	VE/ROC 17	VE/ROC 18	VE/ROC 19	PER 17	PER 18	PER 19
Hopscotch Groupe SA	0,2	0,2	0,2	6,4	5,5	5,0	8,6	7,2	6,5	ns	13,1	8,9
HighCo SA	0,4	0,4	0,4	4,1	3,8	3,5	5,0	4,6	4,2	15,8	14,8	13,8
1000mercis SA	2,1	1,8	1,5	10,0	8,4	7,0	12,5	10,4	8,3	21,5	17,3	13,6
Bilendi SA	1,4	1,2	1,1	7,8	5,7	4,7	12,8	8,7	7,0	16,3	11,8	9,4
AdUX SA	0,2	0,2	0,2	7,0	4,3	2,8	ns	9,0	4,4		22,1	10,8
Netbooster SA	1,8	1,4	1,2	15,0	10,4	8,7	17,0	11,4	9,5	24,8	16,1	13,8
Weborama SA	0,9	0,7	0,6	5,7	4,7	3,4	25,5	18,7	9,1			18,2
Antevenio, S.A.	0,9	0,8	0,7	8,0	6,7	6,1	9,8	7,9	7,2	13,6	11,5	10,4
<b>Moyenne</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>8,0</b>	<b>6,2</b>	<b>5,1</b>	<b>13,1</b>	<b>9,8</b>	<b>7,0</b>	<b>18,4</b>	<b>15,2</b>	<b>12,4</b>
<b>Médiane</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>7,4</b>	<b>5,6</b>	<b>4,8</b>	<b>12,5</b>	<b>8,9</b>	<b>7,1</b>	<b>16,3</b>	<b>14,8</b>	<b>12,2</b>

source: FactSet / Euroland Corporate

Nous appliquons la médiane des ratios de l'échantillon aux agrégats d'EBE, de ROC de la société sur les années 2018 à 2019. **La valorisation de Custom Solutions par titre ressort à 5,40 € par titre.**

## Conclusion

Pour conclure, nous initions la couverture de Custom Solutions avec une opinion Neutre et un objectif de cours de 6,20 €, issu de la moyenne des valorisations par DCF (7,00 €) et par comparables (5,40 €).

## Initiation de couverture

<b>Compte de résultat (M) au 30/09</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Chiffre d'affaires	19,7	18,5	18,0	19,8	23,0	25,8	28,5
Excédent brut d'exploitation	1,8	1,6	2,3	1,1	3,3	3,7	4,2
Résultat opérationnel courant	1,4	1,3	1,9	0,6	2,8	3,2	3,7
Résultat opérationnel	1,4	1,3	1,9	0,6	2,8	3,2	3,7
Résultat financier	0,8	-0,2	0,4	0,6	0,2	0,2	0,2
Impôts	0,6	0,9	0,9	0,4	1,5	1,7	1,9
Mise en équivalence	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,1	0,1	0,1
Part des minoritaires	0,1	0,1	0,1	0,6	0,6	0,6	0,6
Résultat net part du groupe	0,4	0,5	-1,0	-0,1	1,0	1,2	1,4
<b>Bilan (M €)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Actifs non courants	11,1	14,6	13,0	19,9	20,7	21,6	22,7
<i>dont goodwill</i>	3,3	4,1	3,4	9,4	9,4	9,4	9,4
BFR	-12,5	-13,8	-13,0	-12,2	-13,6	-14,8	-16,1
<i>BFR retraité</i>			3,0	-0,2	-0,6	-1,2	-1,8
Disponibilités + VMP	27,4	26,0	25,8	21,0	23,8	24,8	25,9
<i>Disponibilités + VMP retraitées</i>			9,6	8,8	10,6	11,0	11,4
Capitaux propres	18,9	19,0	17,0	16,4	18,5	19,2	20,1
Emprunts et dettes financières	6,0	6,6	6,9	10,8	10,8	10,8	10,8
Total Bilan	51,3	57,3	53,2	54,8	60,0	63,2	66,7
<b>Tableau de flux (M €)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Marge Brute d'autofinancement	2,0	1,1	2,0	0,9	2,0	2,2	2,4
Variation de BFR	-0,1	-1,4	0,5	0,7	-1,4	-1,2	-1,2
Flux net de trésorerie généré par l'activité	2,1	2,5	1,5	0,2	3,4	3,4	3,6
Investissements opérationnels nets	-0,2	-2,2	0,1	-1,2	-1,2	-1,3	-1,4
Investissements financiers nets	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-2,3	-3,4	-0,8	-7,3	-1,2	-1,3	-1,4
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6	0,0	0,0
Variation emprunts	2,6	-1,0	-1,0	3,9	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Flux de trésorerie liés au financement	1,9	-1,6	-1,6	3,1	1,1	-0,5	-0,5
Variation de l'endettement financier net	1,7	-2,5	-1,0	-4,0	3,3	1,6	1,7
<b>Ratios (%)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Variation chiffre d'affaires	9,4%	-6,2%	-2,8%	10,3%	16,0%	11,9%	10,5%
Marge EBE	9,0%	8,8%	12,6%	5,6%	14,4%	14,4%	14,6%
Marge opérationnelle courante	7,3%	7,0%	10,6%	3,2%	12,3%	12,5%	12,9%
Marge opérationnelle	7,3%	7,0%	10,6%	3,2%	12,3%	12,5%	12,9%
Marge nette	2,2%	2,8%	-5,3%	-0,5%	4,5%	4,7%	5,0%
Capex/CA	-1,3%	-12,1%	0,3%	-6,0%	-5,2%	-5,0%	-5,0%
BFR/CA	-63,5%	-74,7%	-72,1%	-61,6%	-59,2%	-57,6%	-56,4%
ROCE	0,0%	-35,3%	-54,9%	-24,9%	-27,1%	0,0%	0,0%
ROCE hors GW	0,0%	-35,3%	-18,9%	-11,4%	-15,7%	0,0%	0,0%
ROE	2,3%	2,7%	-5,6%	-0,7%	5,7%	6,3%	7,1%
Payout	117,1%	100,9%	-51,0%	-455,1%	46,5%	40,0%	33,9%
Dividend yield	1,7%	1,7%	1,8%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Gearing (%)	-114%	-102%	-111%	-63%	-70%	-73%	-75%
Dettes nettes/EBE	-12,1	-11,9	-8,4	-9,2	-3,9	-3,8	-3,6
EBE/charges financières	-2,3	10,6	-5,1	-2,0	-16,6	-18,6	-20,8
<b>Valorisation</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Nombre d'actions (en millions)	5,2	5,2	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,6	5,2	5,0	4,9	4,9	4,9	4,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	6,00	5,80	5,60	6,16	6,16	6,16	6,16
(1) Capitalisation boursière moyenne	15,5	30,0	28,1	30,0	30,0	30,0	30,0
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-) retraitée	-21,4	-19,3	-2,8	1,9	0,2	-0,2	-0,6
(3) Valeur des minoritaires	0,5	0,7	0,7	5,1	4,5	4,8	4,8
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	-5,4	11,4	26,0	36,9	34,7	34,5	34,1
PER	35,1	58,5	-29,5	-280,3	28,6	24,6	20,9
VE/ EBE	-3,0	7,0	11,5	33,1	10,5	9,3	8,2
VE/ROC	-3,7	8,7	13,6	58,6	12,3	10,7	9,3
VE/CA	-0,3	0,6	1,4	1,9	1,5	1,3	1,2
P/B	0,8	1,6	1,7	1,8	1,6	1,6	1,5
<b>Données par action €)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Bnpa	0,09	0,10	-0,20	-0,02	0,22	0,25	0,30
Book value/action	3,6	3,7	3,5	3,4	3,8	3,9	4,1
Dividende /action	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1



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 des recommandations sur les 12 derniers mois :

Achat: (-)

Accumuler: (-)

Neutre: Depuis le 29/11/2017

Alléger: (-)

Vendre: (-)

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

\* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

**Disclaimer**

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre. Il est important de noter qu'EuroLand Corporate conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

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 objet de la présente étude, 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 mentionnée dans la présente étude, 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. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Corporate, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée 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, seules les personnes considérées comme « personnes autorisées ou exemptées » selon le « Financial Services Act 1986 » du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du « Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997 » peuvent avoir accès à ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

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