GILBERT DUPONT

GROUPE SOCIETE GENERALE

FREELANCE.COM

Confirmation d'un leadership

Juin 2019

Fréville Finance pour Gilbert Dupont

Les informations de ce document proviennent de sources dignes de foi, mais elles ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission. Reproduction interdite sans notre accord.¶

FREELANCE.COM

ACCUMULER

2,06 € au 14 Juin 2019

Objectif : 2,2 € (9,0%)

Visite privée

B/H 12M	1,38/2,30 €
Vol. 3M	6833 titres/jour
Nombre d'actions	36 144 635
Capi. boursière	74 M€
Flottant	14 M€
Marché	Euronext Growth
Secteur	Services
Bloomberg	ALFRE FP
Isin	FR0004187367
Indice	EN Growth Allshare

Actionnariat	Capital
CBV Ingénierie	73,2%
Flottant	18,6%
Equitativa Holding Fondation	7,5%
Managers	0,7%

Chgt BPA corrigé (€)	12/19e	12/20e
Nouveau	0,12	0,15
Ancien	0,12	0,15
Var.	-1,4%	-1,1%

Ratios boursiers	12/18	12/19e	12/20e	12/21e
PE	20,3	17,0	13,9	11,8
PEG	0,2	0,9	0,6	0,7
P/CF	19,5	13,1	10,7	9,1
VE/CA	0,3	0,3	0,2	0,2
VE/ROC	11,4	8,5	6,3	4,7
VE/ROP	10,7	8,9	6,5	4,8
P/ANPA	2,2	1,9	1,7	1,2
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

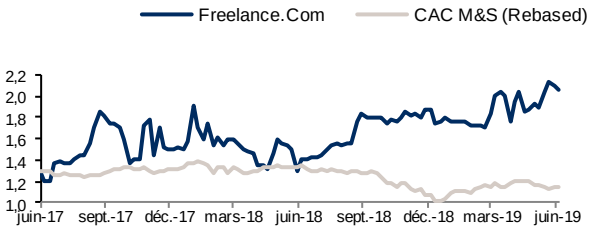
Données par action	12/18	12/19e	12/20e	12/21e
BPA corrigé (€)	0,10	0,12	0,15	0,17
Var.	*113,2%*	*19,2%*	*22,8%*	*17,3%*
CFPA (€)	0,11	0,16	0,19	0,23
FCFPA (€)	-0,04	0,09	0,16	0,20
ANPA (€)	0,94	1,07	1,23	1,73
Dividende (€)	0,00	0,00	0,00	0,00

Cpte de résultat	12/18	12/19e	12/20e	12/21e
CA (M€)	187,7	221,5	248,0	275,3
Var.	*21,5%*	*18,0%*	*12,0%*	*11,0%*
ROC/CA (%)	3,1	3,3	3,6	3,8
ROP/CA (%)	3,3	3,1	3,5	3,8
ROP (M€)	6,2	7,0	8,7	10,4
RNPG publié (M€)	4,4	5,4	6,7	7,9
Var.	*103,2%*	*21,9%*	*24,1%*	*18,1%*
Marge nette (%)	2,4	2,4	2,7	2,9

Struct. financ.	12/18	12/19e	12/20e	12/21e
ROCE (%)	16,7	20,5	24,2	20,1
ROE (%)	13,3	14,2	14,9	12,5
CF (M€)	3,8	5,7	7,1	8,4
FCF (M€)	-1,5	3,2	5,8	7,3
Det. fi. net (M€)	-8,9	-12,6	-18,1	-24,8
FP (M€)	33,5	38,1	45,1	63,7
Gearing (%)	-26,4	-33,0	-40,0	-39,0

Fréville Finance pour Gilbert Dupont

Document achevé le 17/06/2019 - 11:38
Document publié le 17/06/2019 - 11:38



Perf.	1 mois	6 mois	12 mois
Absolue	+7,3%	+10,2%	+46,1%
Rel / CAC M&S	+8,0%	+1,8%	+70,6%

Confirmation d'un leadership

- Avec un CA 2018 de 187,7 M€ en hausse de 21,5%, Freelance.com a conforté sa position parmi les leaders du marché de l'intermédiation et de la gestion des indépendants en France.

- Le groupe a réussi à améliorer sa rentabilité avec un ROC à 5,8 M€ (+31,4%) soit un gain de 0,2 pt de marge et ce en dépit d'une concurrence accrue qui s'est traduite par une pression sur les prix. Cette situation traduit les efforts de productivité engagés par le groupe. Leurs effets devraient se prolonger en 2019 et 2020.

- La situation bilantielle reste saine avec 8,9 M€ de trésorerie nette, même si la croissance soutenue de l'activité développée auprès des grandes entreprises s'est traduite par une consommation de cash importante qui a limité la génération de trésorerie.

- Les tendances restent bien orientées en raison de la poursuite de la croissance du marché et d'une offre bien adaptée pour résister à une concurrence qui demeure agressive. Nous anticipons une croissance moyenne annuelle du CA de 13,6% dans les 3 prochaines années accompagnée d'une progression régulière de la rentabilité conduisant à des résultats nets respectifs de 5,4 M€ (+22%) et 6,7 M€ (+24%) pour 2019 et 2020.

- La valorisation actuelle du titre reflète bien ces tendances. Nous confirmons notre opinion Accumuler et notre objectif de cours de 2,2 €.

Gilbert Dupont assure la liquidité du titre et opère en qualité de Liquidity Provider. Gilbert Dupont a un engagement de recherche sur la Société.
La Société de Bourse Gilbert Dupont est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en qualité de prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision. La Société de Bourse Gilbert Dupont est également régulée par l'AMF pour l'exercice des services d'investissement pour lesquels elle est agréée. Les informations, estimations et commentaires présentés dans ce document sont établis à partir de sources que nous considérons comme fiables mais dont l'exactitude ne saurait être garantie. Ils reflètent notre opinion à la date de la parution et peuvent être modifiés sans avis préalable. Nos opinions boursières sont mises à jour en permanence. Tout changement d'opinion boursière fait l'objet d'un document écrit. Nos objectifs de cours sont déterminés par plusieurs méthodes pondérées (DCF, Comparaisons boursières, Somme des parties, ANR, Multiples de transactions,...). Les cours de référence sont basés sur les cours de clôture. Ces informations sont protégées juridiquement par les dispositions du code de la propriété intellectuelle. A ce titre, elles revêtent un caractère confidentiel et ne sauraient faire l'objet d'une utilisation ou d'une reproduction non autorisée au préalable. Le logo PEA PME associé à toutes valeurs éligibles au dispositif du PEA PME est indiqué à titre purement informatif et ne saurait engager la responsabilité de la Société de Bourse Gilbert Dupont en cas d'erreurs ou omissions dans la communication de ce logo. L'historique sur 12 mois de nos changements d'opinions boursières et l'ensemble des avertissements réglementaires sont consultables sur notre site internet : www.gilbertdupont.fr *en cliquant sur l'onglet "Conformité" en bas à droite de la page d'accueil.*

CONFIRMATION D'UN LEADERSHIP 1

1. UNE POSITION CONFORTEE SUR UN MARCHE EN PLEIN ESSOR 3

1.1. LE MARCHE FAIT PREUVE D'UN GRAND DYNAMISME… 3
1.2. …QUI S'ACCOMPAGNE DE MUTATIONS IMPORTANTES… 3
1.3. …ET ATTIRE LES FONDS D'INVESTISSEMENTS 5

2. EN 2018 : FORTE CROISSANCE ET AMELIORATION DE LA RENTABILITE 5

2.1. UNE FORTE CROISSANCE, DIFFERENCIEE SUIVANT LES ACTIVITES 5
2.2. UNE NECESSAIRE ADAPTATION DU MODELE 7
2.3. UNE GESTION BIEN MAITRISEE 8
2.4. UNE CONSOMMATION DE CASH ACCENTUEE PAR LA CROISSANCE 9

3. PERSPECTIVES : CROISSANCE SOUTENUE ET OPTIMISATION DE LA RENTABILITE 9

3.1. L'ANNEE 2019 EST TRES BIEN ENGAGEE 9
3.2. UN HORIZON ENCORE FAVORABLE 10

4. UNE VALORISATION CONFORTEE 12

4.1. DES RESULTATS SALUES PAR LE MARCHE 12
4.2. UNE VALORISATION MAINTENUE A 2,2 € PAR TITRE 12

1. Une position confortée sur un marché en plein essor

Avec 187,7 M€ de chiffre d'affaires en 2018 (+21,5%) Freelance.com confirme sa position de leader sur le marché des indépendants en France en opérant de façon équilibrée sur deux segments le « freelancing » et le portage salarial. Le marché des indépendants a connu une nouvelle année de forte croissance.

Rappelons que ses prestations se déclinent en 4 fonctions différentes : **trouver** (recherche et sélection de candidats), **gérer** (prendre en charge la gestion administrative), **porter** (portage salarial) et **sécuriser** (certification de conformité de documents administratifs).

1.1. Le marché fait preuve d'un grand dynamisme…

Aujourd'hui on estime que les indépendants représentent 10,2% de la population active (Source : INSEE). Freelance.com intervient sur le segment des prestations intellectuelles qui représente environ 1 Million de consultants en France. Le nombre de ces indépendants croît le plus rapidement et leur profil évolue vite en particulier avec les besoins croissants dans le domaine du numérique. Les métiers de l'informatique font face à une pénurie qui rend ces profils recherchés notamment sur des développements en mode projet qui sont privilégiés en particulier par les start-up.

Le travail en tant qu'indépendant tend à devenir de facto une nouvelle forme de relation contractuelle dans le travail. Cette évolution est la résultante de plusieurs facteurs :

- Le besoin pour les entreprises d'une plus grande flexibilité par l'accès à une ressource plus souple, moins coûteuse et désormais large et diversifiée ;
- La recherche pour un nombre croissant de travailleurs d'une forme de liberté tant dans le choix de leurs missions que dans l'organisation de leurs temps de travail. 46% des « millenials » se déclarent tentés par la création d'entreprise ou le statut d'indépendant ;
- L'avènement du marché des seniors. Les nouveaux retraités cherchent de plus en plus souvent à compléter leurs revenus et maintenir une activité mais à un rythme adapté tandis que les entreprises souhaitent conserver des compétences et des expériences longuement acquises ;
- L'évolution de la législation. Après la création par la profession d'un syndicat et d'une charte sur le portage salarial, et la disparition du RSI, les Pouvoirs Publics semblent prêts à cautionner cette nouvelle relation contractuelle en échange d'une amélioration des droits des indépendants et du renforcement de leur couverture sociale. Cette tendance favorise les grands acteurs établis proposant déjà un ensemble de services offrant des protections analogues à celles d'un salarié en CDI.

1.2. …Qui s'accompagne de mutations importantes…

En accompagnement de ce développement, le marché des indépendants est en train de s'institutionnaliser. Deux facteurs en attestent :

- **Une concurrence accrue**

Ce développement a suscité l'apparition de nouveaux acteurs avec deux approches : certains essayent de se spécialiser en misant sur une segmentation du marché (sectorielle ou par profil), d'autres tentent de « disrupter » le marché avec une approche totalement digitalisée. Le plus souvent il s'agit surtout de plateformes d'intermédiation basées sur des algorithmes ; les services, quand ils existent, sont souvent sous-traités à d'autres sociétés disposant de modèles purement numériques comme ALAN dans l'assurance ou QONTO dans la banque. Ces acteurs se développent sur la promesse d'une tarification alléchante. Très peu sont rentables sur ce modèle.

Une illustration du panorama, non exhaustif, de la concurrence est donné ci-dessous :

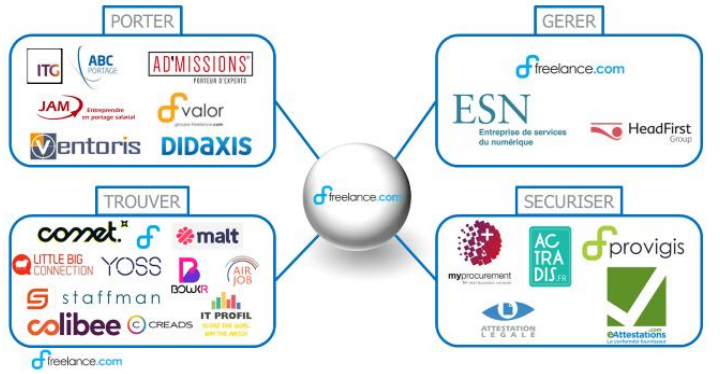
Panorama non exhaustif de la concurrence de Freelance

Source : Freelance.com

Freelance.com outre sa taille et son antériorité dispose de deux atouts pour faire face à cette concurrence :

- Il offre la gamme de services la plus large. Aucun de ses concurrents directs n'est présent dans toutes les activités du groupe comme le montre le schéma suivant :

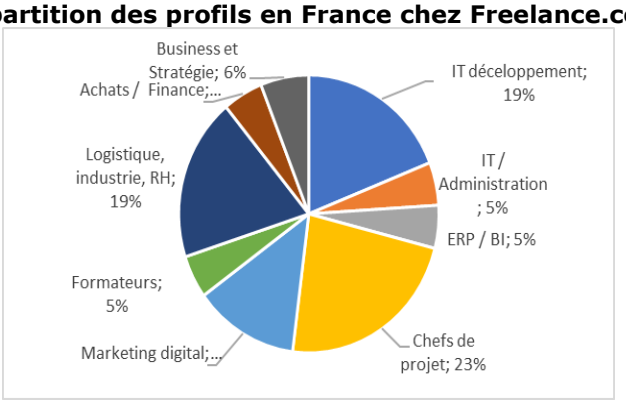
- Concurrents de Freelance par type d'activité



(source : Freelance.com)

- Le groupe dispose d'une implantation nationale (>15 agences régionales) et surtout d'une plus grande variété de profils. En 2018 la répartition de profils de Freelance.com en France se présentait comme suit :

Répartition des profils en France chez Freelance.com



- **Une professionnalisation des acteurs**

Selon nous une normalisation du marché est en train de s'opérer : d'une part très peu des nouveaux acteurs évoqués plus haut sont rentables et d'autre part et surtout la montée en maturité de ce marché se traduit par l'implication de plus en plus grande des départements achats des donneurs d'ordres avec une professionnalisation accrue entraînant une double contrainte :

- L'apparition de systèmes de référencement et d'appels d'offres ;
- Une pression à la baisse sur les prix.

Ce phénomène, encore limité compte tenu du déséquilibre entre offre et demande (en particulier dans les métiers de l'informatique), pourrait se généraliser. Freelance.com s'y est préparée.

1.3. …Et attire les fonds d'investissements

Une preuve de l'intérêt de ce marché nous semble la multiplication des opérations de rapprochement entre acteurs ainsi que les levées de fonds.
Parmi les opérations remarquables de 2018, notons :

- L'entrée de l'IDI au capital de FREELAND Group (CA proche de 120 M€ ; marques ITG, Auto-entrepreneur.com) pour un montant de 21 M€ avec l'ambition de créer un leader. Une première concrétisation de cette ambition s'est matérialisée en 2019 par le rachat par FREELAND d'INVISIA. Ce dernier est un des acteurs historiques et importants sur le marché du portage salarial (marque ABC portage) avec une spécialisation sur le marché de l'immobilier. Son chiffre d'affaires serait de l'ordre de 85 M€. Ces deux opérations se sont réalisées sur la base d'une fourchette de prix estimée entre 0,6x et 0,8x le chiffre d'affaires.

- La montée d'un quatrième tour de table pour MALT pour un montant de 25 M€ orchestré par IDINVEST (racheté par EURAZEO) aux côtés de partenaires historiques comme les fonds ISAI ou SERENA capital. Les ambitions de MALT sur le marché des freelances sont européennes avec comme pays cibles l'Espagne, l'Allemagne et les Pays-Bas et l'objectif d'atteindre 1 Md€ en 2022.

- L'apport de 11 M€ effectué par les fonds OTIUM Venture et DAFNI pour la société COMET qui est spécialisée dans les consultants spécialisés en tech et data. Cette levée de fonds fait suite à une première de 2 M€ en 2017.

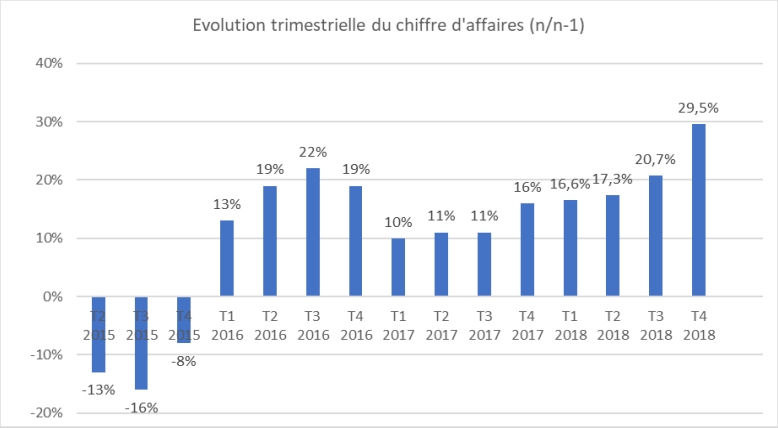
La recherche de consolidation est manifeste pour former des leaders en misant sur l'effet taille pour optimiser la rentabilité.

2. En 2018 : forte croissance et amélioration de la rentabilité

2.1. Une forte croissance, différenciée suivant les activités

Le chiffre d'affaires 2018 atteint 187,7 M€ en progression de 21,5% sur 2017. L'évolution trimestrielle du chiffre d'affaires montre une accélération significative sur la deuxième partie de l'année comme l'indique le tableau suivant :

Progression trimestrielle (n/n-1) de l'activité de Freelance.com



Sources : Freelance.com, Gilbert Dupont

La croissance a été équilibrée entre la France avec 136,3 M€ de chiffre d'affaires (+21,5%), soit 73% du total, et l'international à 51,3 M€ (+21%).
Deux facteurs expliquent cette croissance d'une part les tendances de marché évoquées précédemment et d'autre part la montée en puissance de la stratégie de conquête mise en place par le groupe dès 2016.

En particulier la proposition d'une offre de services complète (regroupée dans un portail permettant de gérer l'ensemble des consultants externes) et le renforcement commercial auprès des grands comptes se sont traduits par une accélération spectaculaire de l'activité « ressource management ». Avec la signature d'accord cadre Freelance.com devient un partenaire privilégié d'un client pour fournir et/ou gérer tout ou partie de ses indépendants en sous-traitance. Cette activité (38 M€) est en progression de 122% par rapport à 2017. La partie qui ne concerne que la sélection et le « sourcing » de candidats progresse beaucoup plus faiblement à 9 M€.

Le succès de cette offre est reflété dans l'évolution des principaux clients du groupe. Ainsi en 2018 le 1er client pèse pour 16 M€ contre 7,7 M€ en 2017. La montée en importance de ces grands comptes apparaît clairement dans le poids qu'ils représentent désormais :

Evolution des 10 premiers clients de Freelance en France

(% du CA)	**2016**	**2017**	**2018**
1er client	8%	5%	8%
5 premiers clients	20%	14%	24%
10 premiers clients	17%	18%	35%

Source : société

Parmi les autres activités en France, le portage salarial (88 M€) a connu une année plus contrastée. Ainsi la filiale VALOR (30 M€), qui gère les contrats des salariés portés pour le compte des grands groupes, a progressé de 12%. En revanche sur AD'Missions (59 M€), le chiffre d'affaires du premier semestre est ressorti en léger retrait. Puis, l'adaptation de la politique tarifaire, la mise en place de nouvelles offres et le renforcement du marketing ont permis sur le deuxième semestre, de retrouver le chemin de la croissance. Cette activité a vu une concurrence nouvelle émerger de la part d'acteurs purement numériques. Ces acteurs réussissent à attirer de jeunes consultants avec des tarifs attractifs mais en proposant une gamme de service très limitée.

L'activité logiciel PROVIGIS qui représente 1,8 M€ de CA est en croissance de 27%.

Le chiffre d'affaires réalisé dans le reste de l'Europe atteint 42,1 M€ (+22%). La plus forte contribution vient de la filiale suisse SAGE avec 27 M€ qui progresse de 22%. Elle a bénéficié de la signature de grands contrats export. L'entité ERGONOS, qui opère pour le compte de clients industriels en Allemagne et Italie, a connu un bon premier semestre et un second semestre stable en lien avec le ralentissement économique de la zone.

Au Maroc enfin l'activité « freelance » enregistre une progression de 9% alors que la partie « intérim » a fait l'objet d'une forte demande à +49%. Le chiffre d'affaires représente 9 M€.

2.2. Une nécessaire adaptation du modèle

Parallèlement à l'accélération de la croissance, la société a été confrontée à deux réalités :

- Une tension sur les ressources internes avec la montée rapide des consultants et une difficulté pour les chargés de compte d'assurer au mieux le suivi des facturations.

- Des contraintes de marché qui se sont matérialisées sous deux formes :
  - Une concurrence accrue s'est fait sentir tant par une pression sur les prix que par une difficulté accrue à recruter de nouveaux profils,
  - Une tarification plus contraignante imposée par certains grands comptes.

Pour répondre à ces défis, le groupe a fait évoluer son organisation et entamé plusieurs chantiers de productivité.

Sur le plan de l'organisation deux pôles (Business Unit) ont été créés, l'un regroupant les activités avec les entreprises (B to B), l'autre chargé de gérer les consultants indépendants, essentiellement les salariés portés individuels (B to C). Chaque pôle étant piloté par un manager responsable de son budget et de son compte d'exploitation et intéressé aux résultats de son entité.

Sur le plan opérationnel plusieurs actions ont été entreprises :

- Freelance.com a fait évoluer ses offres tarifaires. Ainsi une segmentation différente et les services additionnels ont été valorisés pour s'adapter au mieux aux besoins des consultants (fast cash, assurance, salaire minimum, formation…..),
- Un projet, nommé SMART a été initié au sein de l'activité B to C afin de mieux piloter et automatiser l'ensemble des procédures. Celui-ci comprend notamment un nouvel outil de gestion et de pilotage. Ce système devrait permettre d'interfacer les différents modules (suivi des missions, gestion des frais, facturation, paye..). Sa mise en œuvre devrait intervenir mi-2019,
- Enfin une amélioration du référencement sur internet a été engagée avec la refonte du site AD'Missions,
- Sur le B to B une plateforme dans le cloud à destination des entreprises a été mise en place. Elle permet aux clients d'avoir une vision intégrale de l'ensemble de leurs consultants et d'en assurer le suivi en temps réel,
- Les actions commerciales ont été redéfinies en « incentivant » les commerciaux non plus seulement sur les succès commerciaux mais sur la gestion du cash,
- Un chantier de simplification juridique a été initié avec l'absorption de 2 entités et la fusion de 10 autres sociétés du groupe. Ces opérations seront finalisées au cours du 1er trimestre 2019. La résultante devrait en être une simplification et dans un second temps des économies.

Enfin afin de mieux suivre toutes ces évolutions une refonte de la gouvernance a été décidée. Ainsi le groupe a entériné la démission des deux Directeurs Généraux. Le Président Sylvestre Blavet a repris les fonctions de Directeur Général. Un des anciens Directeurs Généraux, Claude Tempe, intervient désormais comme conseiller en développement et responsable des affaires publiques. Les 2 managers de business Unit rapportent directement à Sylvestre Blavet.

2.3. Une gestion bien maîtrisée

L'environnement opérationnel plus difficile, évoqué ci-dessus, dans lequel a opéré la société en 2018 s'est traduit essentiellement par une baisse de la marge brute. Deux facteurs expliquent cette érosion :

- D'une part le mix moins favorable provenant du différentiel de croissance entre activités. L'activité de « Ressource Management » qui connait la plus forte croissance est moins margée que le portage salarial,
- D'autre part le renforcement de la concurrence dans le portage et l'impact d'évolutions règlementaires.

Au total le groupe estime à 1,5% la diminution de sa marge brute dont 0,5% justifié par des effets de seuils sur la CVAE.
Toutefois cette baisse de marge brute a été plus que compensée par l'effet de levier et le contrôle des coûts d'exploitation, reflet du début d'impact des mesures de productivité. La meilleure représentation en est l'évolution limitée à +11,8% des frais de personnel du groupe (qui intègrent les salariés portés).

Ainsi, le résultat d'exploitation est en progression significative à 5,8 M€ soit +31,7% favorisé il est vrai par une reprise de provision sur créances de l'ordre de 400 K€. La marge d'exploitation ressort à 3,1% contre 2,8%.

Evolution des résultats 2018/2017

(M€)	2017	2018		2018/17
Chiffre d'affaires	**154,50**	**187,71**		**21,5%**
Achats et charges externes	55,08	79,51		44,3%
Frais de personnel	92,28	103,13		11,8%
Dotations amortissements	0,31	0,24		-22,1%
Dotations provisions/transfert de charges	0,06	-0,95		NS
Résultat exploitation	**4,38**	**5,77**		**31,7%**
Marge d'exploitation (%)	2,8%	3,1%		
Résultat financier	-0,10	-0,74		
Résultat avant impôts	**4,28**	**5,03**		**17,6%**
Impôts	-0,65	-0,97		48,8%
Résultat exceptionnel	-1,32	0,39		-129,4%
Amort. écarts acquisition	-			NS
Minoritaires	0,08	0,00		-100,0%
Résultat part groupe	**2,19**	**4,45**		**103,2%**
Marge (%)	1,4%	2,4%		

Sources : société, Gilbert Dupont

Les frais financiers atteignent 737 K€ contre 100 K€. Les écarts de change (principalement Franc Suisse) ont été négatifs de 289 K€ alors que la contribution était positive de 285 K€ en 2017.

Le taux d'imposition reste limité compte tenu des reports déficitaires importants (10 M€).

Dernier élément de satisfaction les éléments exceptionnels ont été fortement réduits puisqu'ils s'établissent à +388 K€ contre -1,32 M€. Des reprises de provisions après règlement de litiges tant administratifs que sociaux prouvent que la situation héritée du passé a été apurée.

Ainsi le résultat net s'établit à 4,5 M€ (+103,2%), soit 1 pt de hausse de marge à 2,4%.

2.4. Une consommation de cash accentuée par la croissance

Sur le plan du financement, le flux généré par l'activité est proche de 0. Si la marge brute d'autofinancement a progressé de 36% à 3,8 M€, à l'inverse la croissance a pesé sur la consommation de cash avec un accroissement de BFR de 3,8 M€, (montant intégrant la sortie du contrat d'affacturage sur la filiale VALOR). Ce niveau s'explique par le différentiel de croissance entre activités. En effet l'accroissement de consommation de cash nécessité par le dynamisme de l'activité de « Ressource Management » n'a pas été compensé par la génération de cash issue de l'activité de portage.

L'apport des BSA (3,9 M€) a toutefois permis de financer les investissements dans les projets de développement et d'optimisation évoqués plus haut pour 1,5 M€ ainsi que le remboursement d'emprunts pour 1,8 M€.

Au total la variation de trésorerie ressort à 0,97 M€.

La situation financière est restée saine. Les fonds propres atteignent 33,5 M€ après un renforcement de 3,9 M€ apporté par l'exercice de BSA ainsi que la prise de contrôle à 100% de la filiale marocaine. La trésorerie nette est confortable à 8,9 M€. L'endettement du groupe a été réduit pour ne plus être représenté que par l'obligation convertible de 11 M€ souscrite par l'actionnaire majoritaire CBV.

Bilan 2018 (M€)

Actif	2018
Actif immobilisé	40,1
Actif circulant	69,8
Dt créances clients	39,7
Autres créances	9,4
Trésorerie	20,3
Comptes de régularisation	0,4
Total Actif	**109,9**

Passif	2018
Capitaux propres	33,5
Provisions	1,6
Dettes financières	11,4
Dettes fiscales et sociales	42,2
Dettes fournisseurs	19,4
Autres	1,8
Total Passif	**109,9**

Source : société

Notons toutefois que l'encours d'affacturage, sans recours est passé de 9,5 M€ en 2017 à 14,9 M€ en 2018. Cette variation s'explique par la volumétrie importante de l'activité B to B et ne concerne plus que la société mère Freelance.com.

3. Perspectives : croissance soutenue et optimisation de la rentabilité

3.1. L'année 2019 est très bien engagée

L'année 2019 a bien démarré avec une progression du CA au T1 de 25,2% à 53,7 M€. Les tendances observées en fin d'année 2018 se sont confirmées à savoir une forte avancée dans le « Ressource Management » et une lente amélioration dans le portage salarial notamment à Paris.

Sur le reste de l'année, nous anticipons dans l'activité B to B une croissance embarquée de l'ordre de 25% et une contribution plus forte des contrats les plus récents (Bouygues, Generali, Altice…..) qui permettent de continuer sur l'inertie de 2018 pour atteindre une croissance proche de 50%.

Dans le portage salarial les activités en Ile-de-France retrouvent une meilleure orientation alors qu'en province les tendances se poursuivent à un rythme supérieur à 10% de croissance. Le groupe souhaite renforcer sa présence auprès de PME/ETI avec une offre accrue dans le management de transition. Une plateforme dédiée a été créée à Lyon pour accroître sa pénétration en province. Nous anticipons ainsi une légère accélération de la

croissance du portage sur l'année ainsi qu'en 2020 puis une tendance proche du secteur à +10%.

En Suisse pour SAGE, la tendance reste soutenue (proche de 20%) sous l'effet de la montée en puissance d'un contrat avec CIS. La filiale ERGONOS devrait enregistrer une baisse de son activité en lien avec le ralentissement économique observé sur la zone européenne. Au Maroc la croissance s'est un peu accélérée grâce à la signature de nouveaux contrats (IBM).

Au total nous attendons un CA 2019 de 221,5 M€ en croissance de 18%.

Sur le plan opérationnel nous anticipons une nouvelle pression à la baisse de la marge brute, principalement due à un effet mix. Celle-ci serait à nouveau compensée par la poursuite des effets de productivité attendus des projets d'automatisation initiés en 2018. Deux éléments exceptionnels viendront se neutraliser : la disparition du CICE sera compensée par la non reconduction d'une convention de gestion au profit de CBV.

Ainsi sur 2019 nous prévoyons une progression de 26,1% du résultat opérationnel pour atteindre 7,3 M€ correspondant à une amélioration de 0,25 pt de la marge d'exploitation.

Le résultat net atteindrait 5,4 M€ (+21,9%) en intégrant :

- Un moindre impact des variations de change sur le résultat financier,
- Un léger accroissement du taux d'imposition,
- Un impact réduit des éléments exceptionnels.

Compte de résultat 2018-2019e

(M €)	2018	2019e		2019e/18
Chiffre d'affaires	187,7	221,5		18,0%
Résultat exploitation	**5,8**	**7,3**		26,1%
Marge d'exploitation (%)	*3,1%*	*3,3%*		+0,25pt
Résultat financier	-0,7	-0,4		ns
Résultat avant impôts	**5,0**	**6,9**		37,5%
Impôts	-1,0	-1,2		ns
Résultat exceptionnel	0,4	-0,3		ns
Résultat part groupe	**4,5**	**5,4**		**21,9%**
Marge (%)	*2,4%*	*2,4%*		0,

source : Gilbert Dupont

Concernant le financement, la variation de BFR devrait être limitée à 1,8 M€ en raison d'un contrôle plus actif des recouvrements. Les investissements seraient maintenus aux environs de 1 M€ notamment dans le projet d'automatisation de l'activité B to B.

3.2. Un horizon encore favorable

Toutes les études montrent que le marché n'est qu'au début d'un mouvement de généralisation du freelancing. Freelance.com en tant que leader du secteur devrait pleinement en bénéficier. En témoignent plusieurs contrats d'envergure actuellement en cours d'évaluation comme chez ATOS (volonté de réduire à 3 le nombre de prestataires avec les indépendants) ou AIRBUS (gestion de l'ensemble des consultants retraités). Seuls de grands acteurs capables d'offrir une gamme complète de compétence et de services sont aptes à prendre en charge de tels contrats. Le corollaire en est une sensibilité potentielle accrue aux signatures (ou pertes) de grands contrats.

Pour le groupe nous anticipons une croissance moyenne de 12% du CA sur les 4 prochaines années, principalement tirée en 2019-20 par l'activité B to B.

Concernant la rentabilité le groupe confirme ses ambitions d'atteindre 5% de marge d'exploitation à terme. L'objectif avoué du groupe est de soutenir la croissance avec une quasi stabilité des effectifs.

Nous sommes plus prudents et anticipons :

- Une normalisation de la marge brute à partir de 2020, l'enrichissement des services proposés permettant de compenser la pression sur les prix des grands clients,
- Une amélioration progressive de la rentabilité. Les mesures de productivité mises en œuvre sur le B to C devraient être complétées par un projet équivalent actuellement en cours sur l'activité B to B destiné à « industrialiser » les procédures. Son plein effet est attendu courant 2020.

Ces éléments conduisent aux prévisions suivantes :

Prévisions de résultats 2019-2021

(M €)	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2019/18	2020/19	2021/20	2022/21
Chiffre d'affaires	**187,7**	**221,5**	**248,0**	**275,3**	**302,8**	**18,0%**	**12,0%**	**11,0%**	**10,0%**
Achats et charges externes	76,6	93,0	103,7	115,3	126,6	21,4%	11,4%	11,3%	9,7%
Impôts & taxes	2,9	3,3	3,7	4,1	4,5	14,5%	11,7%	11,3%	9,7%
Frais de personnel	103,1	117,2	130,9	144,5	158,5	13,6%	11,8%	10,4%	9,7%
Dot. amortissements	0,2	0,5	0,5	0,4	0,5	86,7%	0,0%	-2,6%	9,0%
Dot. Provisions/transfert de charges	-0,9	0,3	0,3	0,4	0,6	-126,5%	20,0%	16,7%	57,1%
Résultat exploitation	**5,8**	**7,3**	**8,9**	**10,5**	**12,2**	**26,0%**	**22,8%**	**17,5%**	**15,8%**
Marge d'exploitation (%)	*3,1%*	*3,3%*	*3,6%*	*3,8%*	*4,0%*				
Résultat financier	-0,7	-0,4	-0,3	-0,3	-0,1				
Résultat avant impôts	**5,0**	**6,9**	**8,6**	**10,2**	**12,1**	37,5%	24,7%	18,7%	17,6%
Impôts	-1,0	-1,2	-1,7	-2,2	-2,5				
Résultat exceptionnel	0,4	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1				
Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0				
Résultat part groupe	**4,5**	**5,4**	**6,7**	**7,9**	**9,5**	**21,9%**	**24,1%**	**18,1%**	**19,0%**
Marge (%)	*2,4%*	*2,4%*	*2,7%*	*2,9%*	*3,1%*				

source : Gilbert Dupont

Ce développement devrait s'accompagner du retour à une génération de cash plus importante. En effet la normalisation de la croissance en B to B devrait de moins en moins peser sur le BFR alors que le retour de la croissance du portage contribuerait plus significativement. En normalisé nous estimons que la société serait capable de générer un free cash-flow de 4% du chiffre d'affaires.

Ces prévisions n'intègrent pas de croissance externe. Or le groupe n'a pas caché son intention d'accroître rapidement sa base de consultants. Concernant le financement, outre la capacité d'emprunt de la société, une dilution semble être désormais acceptée par l'actionnaire majoritaire pour faciliter une levée de fonds.

4. Une valorisation confortée

4.1. Des résultats salués par le marché

Le titre a connu une revalorisation importante depuis 18 mois. La performance atteint +39% depuis le début 2018 et +18,2% depuis le début d'année. Ce mouvement doit être apprécié en tenant compte d'un flottant très limité qui bride la liquidité du titre. Ainsi même si les volumes se sont renforcés le total des volumes traités depuis le début d'année atteint seulement 512 000 titres soit 1,4% du capital. Le volume moyen sur le trimestre s'établit à 6 800 titres par jour.

4.2. Une valorisation maintenue à 2,2 € par titre

Nous avons modifié légèrement notre méthode de valorisation en fonction de deux éléments :

- Freelance.com étant le seul acteur côté sur ce nouveau secteur, nous avions retenu pour valorisation une moyenne entre le DCF de la société et un échantillon de valeurs de taille comparable dans le secteur de l'intérim (Groupe CRIT, SYNERGIE et DLSI). En effet ce dernier est connexe de celui du freelancing avec des business model et des marges comparables. Aujourd'hui il apparaît que le marché des indépendants est beaucoup plus dynamique et donc la comparaison devient moins pertinente : la croissance moyenne des résultats de cet échantillon entre 2018 et 2021 est estimée aux environs de 5% à comparer à une progression moyenne estimée supérieure à 20% dans le cas de Freelance.com.
  Nous modifions donc le poids respectif de chacune des méthodes en retenant une contribution de 75% pour le DCF et 25% pour l'échantillon de comparables.

- Dans le DCF nous avions intégré beta élevé (2x) pour tenir compte du passé difficile de la société avant le changement d'actionnaire et d'un secteur non encore stabilisé. Les dernières tendances et les efforts de gestion mis en œuvre par le groupe nous amènent à réduire cette prime spécifique à 1.7x. Notons que ce niveau reflète encore le fait que le secteur est loin d'être consolidé.
  Par ailleurs nous intégrons désormais dès aujourd'hui la conversion de l'O.C. détenue par CBV qui est exerçable à tout moment. Le début de consolidation du marché nous laisse à penser que le groupe ne peut rester inactif et qu'un élargissement du flottant est probable pour associer de nouveaux investisseurs à de telles opérations.

En retenant une prime de marché de 6,05%, un OAT de 0,15%, un beta de 1,7 (soit un wacc de 10,6%) et un taux de croissance à l'infini de 1,3%, nous obtenons une valorisation par DCF de 2,5 € par action.

Une pondération intégrant la moyenne des comparables (1,4 €) pour 25% et le DCF (2,5 €) pour 75% la valorisation ressort à 2,2 € par titre.

FREELANCE.COM

Activité

Service de sous-traitance en prestations intellectuelles

Concurrence

ITG, ABC Portage, Malt

Effectif

120 personnes

Calendrier

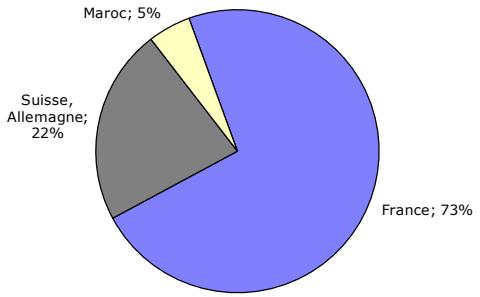
20/06/2019 : AG

02/09/2019 : CA T2

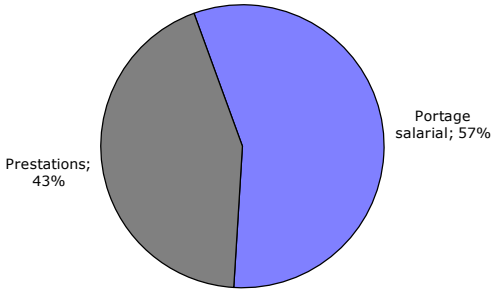
Coordonnées

Paroi Nord de la Grande Arche
1, parvis de La Défense
92044 PARIS LA DEFENSE CEDEX
Tél : +33 (0) 1 55 62 12 34
Site : http://www.freelance.com
Resp. com. : Marc Guezou

CA 2018 par zone géographique



CA 2018 par activité



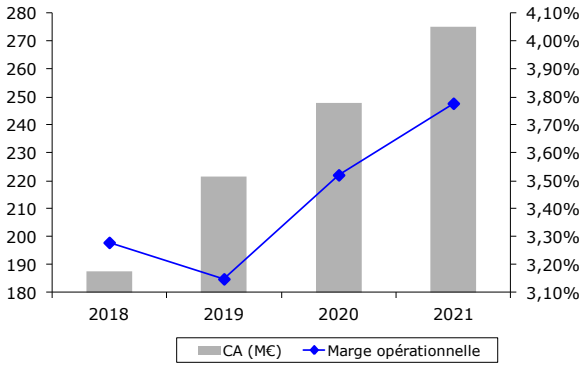
Points forts

- Une offre complète
- Une diversification internationale performante
- Un bilan solide

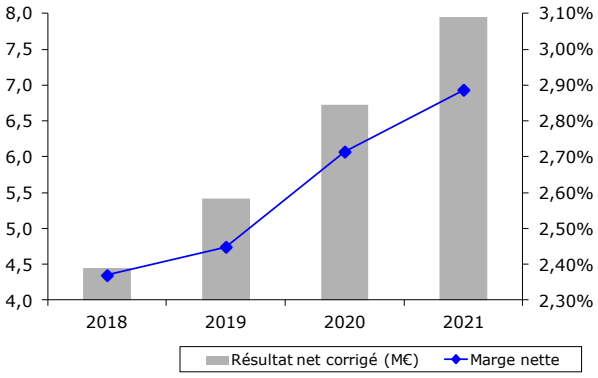
Points faibles

- Rentabilité à améliorer
- Digitalisation à accentuer
- Flottant très limité
- Sensibilité à la législation

CA et Marge opérationnelle



Résultat net et Marge nette



GILBERT DUPONT

FREELANCE.COM

COMPTE DE RESULTAT (M€)	12/17	12/18	12/19e	12/20e	12/21e	TMVA 18/21
Chiffre d'affaires	154,5	187,7	221,5	248,0	275,3	13,6%
Variation	*250,2%*	*21,5%*	*18,0%*	*12,0%*	*11,0%*	
Marge brute	155,8	189,2	221,5	248,0	275,3	13,3%
Excédent Brut d'Exploitation	6,0	6,6	8,0	9,7	11,3	19,9%
Résultat opérationnel courant	4,4	5,8	7,3	8,9	10,5	22,1%
Autres produits et charges opérationnels	1,4	-0,4	0,3	0,2	0,1	ns
Résultat opérationnel	3,0	6,2	7,0	8,7	10,4	19,1%
Résultat financier	-0,1	-0,7	-0,4	-0,3	-0,3	ns
Résultat avant IS	2,9	5,4	6,6	8,4	10,1	23,3%
Variation	*709,2%*	*85,5%*	*22,3%*	*27,3%*	*20,4%*	
Impôts	0,7	1,0	1,2	1,7	2,2	31,4%
Sociétés mises en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	ns
RN activités arrêtées / en cours de cession	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	ns
Résultat net consolidé	2,3	4,4	5,4	6,7	7,9	21,3%
Intérêts minoritaires	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	ns
Résultat net part du groupe	2,2	4,4	5,4	6,7	7,9	21,3%
Résultat net part du groupe corrigé	2,2	4,4	5,4	6,7	7,9	21,3%

BILAN (M€)	12/17	12/18	12/19e	12/20e	12/21e
Fonds propres à 100% avant répart.	23,9	33,5	38,1	45,1	63,7
Provisions	2,4	1,6	2,1	2,5	3,0
Endettement financier long terme	12,0	11,1	11,1	11,1	1,3
Capitaux permanents	38,4	46,2	51,3	58,7	68,0
- Actif immobilisé	38,3	40,1	40,4	40,7	41,3
= Fonds de roulement	0,1	6,1	10,9	18,0	26,7
Besoins en fonds de roulement	-17,7	-13,9	-12,8	-11,6	-11,4
Dettes bancaires à court terme	1,6	0,3	0,4	0,5	0,7
Disponibilités + titres de placement	19,4	20,3	24,1	30,2	38,7
Trésorerie nette	17,8	20,0	23,7	29,7	38,0
Endettement financier net	-5,8	-8,9	-12,6	-18,1	-24,8
Total Actif / Passif	98,6	109,9	121,8	136,3	152,7

TABLEAU DE FINANCEMENT (M€)	12/17	12/18	12/19e	12/20e	12/21e
Capacité d'autofinancement	2,8	3,8	5,7	7,1	8,4
Invest. industriels nets	-0,3	1,4	0,7	0,8	0,9
Var. du BFR	1,0	3,8	1,8	0,5	0,2
Free Cash Flow	2,1	-1,5	3,2	5,8	7,3
Invest. financiers nets	0,6	-4,6	-0,5	0,3	0,5
Distribution	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	3,9	0,0	0,0	11,1
Variation de l'endettement fin. net	-1,4	-3,0	-3,7	-5,5	-6,8

RATIOS (%)	12/17	12/18	12/19e	12/20e	12/21e
Marge brute / CA	100,8	100,8	100,0	100,0	100,0
EBE / CA	3,9	3,5	3,6	3,9	4,1
ROP courant / CA	2,8	3,1	3,3	3,6	3,8
ROP / CA	2,0	3,3	3,1	3,5	3,8
Bénéfice net corrigé à 100% / CA	1,5	2,4	2,4	2,7	2,9
Invest. industriels nets / CA	-0,2	0,8	0,3	0,3	0,3
BFR / CA	-11,5	-7,4	-5,8	-4,7	-4,1
ROE	9,5	13,3	14,2	14,9	12,5
ROCE	10,9	16,7	20,5	24,2	20,1
Gearing	-24,3	-26,4	-33,0	-40,0	-39,0
Pay out	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

DONNEES PAR ACTION (€)	12/17	12/18	12/19e	12/20e	12/21e	TMVA 18/21
Résultat net part du groupe	0,07	0,12	0,15	0,18	0,22	20,3%
Résultat net part du groupe corrigé	0,05	0,10	0,12	0,15	0,17	19,8%
CAF	0,09	0,11	0,16	0,19	0,23	29,2%
Free cash flow	0,07	-0,04	0,09	0,16	0,20	ns
Actif net	0,77	0,94	1,07	1,23	1,73	27,2%
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	ns
Nombre d'actions (en milliers)	30 837,96	35 770,28	36 144,64	36 744,64	36 744,64	
Nombre d'actions diluées (en milliers)	45 990,65	46 779,79	47 293,62	47 293,62	47 293,62	