



FREELANCE.COM

ACCUMULER

Services

GILBERT  
DUPONT

GROUPE SOCIETE GENERALE

COURS\*

5,05 €

\*Clôture du 03/05/21

TP

4,9 €

POTENTIEL

-2,9%

BPA 12/20e Inchangé • BPA 12/21e Inchangé

## Acquisition du leader suisse du portage salarial et changement de taille

Freelance annonce l'acquisition de Helvetic Payroll sur le marché du portage salarial en Suisse. Changement de taille significatif et marge opérationnelle relevée mais incertitudes sur les conditions financières. Opération très relative.

### Un renforcement stratégique dans le portage salarial en Suisse...

Stratégiquement, cette opération permet au groupe de :

- plus que doubler de taille dans le portage salarial ;
- acquérir une position de leader sur un marché suisse connu et profitable (compte tenu du niveau des salaires locaux) ;
- récupérer une société légère en termes de coûts de structure et avec des indicateurs de croissance élevés.

En effet, basé à Genève et fondé en 2010, Helvetic Payroll est le leader du portage salarial en Suisse. Après avoir connu une croissance de 30% par an sur les 3 dernières années, la Société a réalisé un CA de 153 M€ en 2020, compte 21 collaborateurs et 500 clients et accompagne 1 200 consultants suisses et internationaux.

A titre de comparaison, Freelance réalisait sur ce segment en 2020 112 M€ de CA (1 500 consultants portés) dont 29 M€ à l'export principalement en Suisse mais sur des salariés internationaux souhaitant s'expatrier, alors que Helvetic Payroll intervient principalement pour le portable de salariés suisses.

Chez Freelance, le portage salarial est traditionnellement en croissance moindre que l'activité services et a plus souffert de la crise sanitaire ; chez Helvetic Payroll, les taux de croissance sont élevés et peu affectés par le contexte.

En termes de calendrier, les deux sociétés sont entrées en négociation exclusive et l'opération pourrait être finalisée au 2<sup>nd</sup> semestre 2021.

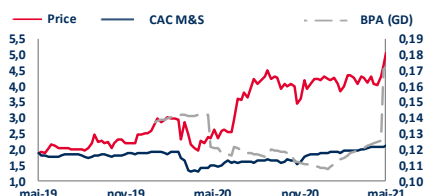
### ...Qui permet de viser une taille critique de 1 Md€ CA à horizon 2025 et une marge opérationnelle améliorée

Sur ces bases, le management indique viser une taille supérieure à 600 M€ pour cette année en base proforma. Compte tenu de nos estimations, le niveau serait de l'ordre de 620 M€ si l'ensemble était consolidé dès le 1<sup>er</sup> janvier 2021 ; contre un impact comptable probable uniquement sur 4 mois, soit un CA 2021 de Freelance de 500 M€ contre 445 M€ prévu à date.

Au-delà, en intégrant une croissance des ventes de 13,5% d'ici 2025, le management vise un niveau de CA d'1 Md€ à cette date soit un niveau significatif pour le secteur de l'intermédiation entre entreprises et talents externes.

#### Communiqué + Contact

Bloomberg	ALFRE FP
Capi. boursière	186 M€
Flottant	27 M€
Volume 3M	0,08 M€/jour



PERFORMANCE	1M	6M	12M
Absolute	+17,4%	+46,8%	+113,1%
Rel. / CAC M&S	+15,9%	+10,8%	+49,9%

#### AGENDA

17/05/2021 : CA T1

#### ANALYSTE(S) FINANCIER(S)



Christel Cleme  
Cleme Finance  
Gilbert Dupont

Document achevé le 04/05/2021 - 08:36

Document publié le 04/05/2021 - 08:36

RATIOS BOURSIERS	12/19	12/20e	12/21e	12/22e
PE	15,1x	31,2x	20,8x	18,3x
PEG	0,2x	ns	0,3x	1,3x
P/CF	15,9x	19,0x	18,7x	16,3x
VE/CA	0,2x	0,3x	0,5x	0,4x
VE/EBITDA	5,8x	10,7x	13,8x	11,2x
VE/ROC	7,6x	12,2x	15,1x	12,3x
VE/ROP	5,9x	14,1x	15,1x	12,3x
VE/Capitaux employés	2,3x	3,1x	5,6x	4,8x
P/ANPA	2,4x	3,2x	3,3x	2,9x
FCF yield	7,9%	8,6%	4,7%	3,1%
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

ELEMENTS FINANCIERS	12/19	12/20e	12/21e	12/22e
CA (M€)	237,1	325,0	444,8	505,2
ROC (M€)	7,8	8,9	13,4	16,1
ROC/CA	3,3%	2,7%	3,0%	3,2%
ROP (M€)	10,0	7,7	13,4	16,1
RNPG (M€)	8,3	5,9	10,8	12,3
BPA corrigé (€)	0,18	0,14	0,24	0,28
Var.	74,5%	-23,2%	78,6%	13,9%
FCF (M€)	5,9	10,5	11,3	7,6
Dette financière nette (M€)	-15,1	-14,8	-39,5	-47,2
Gearing	-38,1%	-30,2%	-53,4%	-54,1%
ROCE	30,6%	17,0%	29,1%	30,1%

Au vu de la rentabilité estimée du marché suisse et de la société reprise, nous pouvons faire l'hypothèse d'une marge opérationnelle de l'ordre de 5% pour Helvetic Payroll (vs 3% en 2019 pour Freelance) soit un niveau de ROC proche de 8 M€ en 2020 et un impact favorable sur la marge de Freelance : 3,7% en base proforma 2021 vs 3% estimé à date.

### Les modalités financières sont à préciser

Les éléments financiers ne sont pas encore non indiqués :

- le prix n'est pas communiqué mais le multiple devrait être vraisemblablement supérieur à celui d'inop's (estimé à 6 X ROC) ; nous pouvons faire l'hypothèse d'un niveau de l'ordre de 10 X 2021 soit autour de 100 M€ ;
- le financement pourrait être hybride ; le bilan affiche 55 M€ de cash disponible fin 2021 post remboursement de 2021 et conversion de l'OC, face à un endettement de 15 M€ estimé fin 2021.

### Opération relative

L'impact sur le BPA et la structure financière est donc à préciser. En première approche, la relation avant financement serait de l'ordre de 70%. En intégrant un financement à 70% par dette (1,5%) et 30% par augmentation de capital (cours d'hier avec décote de 20% soit 4€), l'opération serait relative de l'ordre de 30%.

### Maintien de notre opinion

Après la nouvelle progression du cours et malgré la qualité de l'opération envisagée et des perspectives de croissance annoncées, nous maintenons notre opinion. Nous ajusterons notre TP de 4,9 € (DCF) selon les modalités financières définitives.

- Indicateurs de CA des entités

	Freelance proforma		Helvetic		Freelance post acquisition (PF 01/01)	
	inop's 2020	2020	Payroll 2020	2020	2021	Var 21/20
<b>CA</b>	<b>376</b>	<b>153</b>	<b>529</b>	<b>613</b>	<b>16%</b>	
dont Portage salarial	112	153	265	291	10%	
dont Services estimé	262		262	319	22%	
dont Autres	2		2	3	9%	

Sources : Société et estimations GD

**COURS\*** TP **POTENTIEL**  
**5,05 €** **4,9 €** **-2,9%**

\*Clôture du 03/05/21

**Activité**

Service de sous-traitance en prestations intellectuelles

**Données de marché**

B/H 12M	2,27 €/5,05 €
Volume 3M	19 348 titres/jour
Nombre d'actions	36 423 699
Capi. boursière	186 M€
Flottant	27 M€
Marché	Euronext Growth
Secteur	Services
Bloomberg	ALFRE FP
Isin	FR0004187367
Indice	EN Growth Allshare

**Actionariat au 10/06/20**

CBV Ingénierie	62,4%
Equitativa Holding Fondation	17,9%
Flottant	14,4%
Managers	5,3%

**Effectifs au 30/06/20**

	133
--	-----

**CA S1 2020 par zone géographique**

France	80%
Suisse, Allemagne	17%
Maroc	4%

COMPTE DE RESULTAT (M€)	12/17	12/18	12/19	12/20e	12/21e	12/22e
Chiffre d'affaires	154,5	187,7	237,1	325,0	444,8	505,2
Var.	250%	21,5%	26,3%	37,1%	36,9%	13,6%
Var. organique	250,2%	21,5%	26,3%	15,0%	14,5%	13,6%
EBITDA	6,0	6,6	10,2	10,2	14,6	17,7
ROC	4,4	5,8	7,8	8,9	13,4	16,1
ROP	3,0	6,2	10,0	7,7	13,4	16,1
Résultat financier	-0,1	-0,7	-0,7	-0,7	-0,5	-0,5
Impôts	0,7	1,0	1,0	0,6	1,3	2,3
Sociétés mises en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RN activités arrêtées/en cours de cession	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intérêts minoritaires	0,1	0,0	0,0	0,5	0,8	0,9
RNPG	2,2	4,4	8,3	5,9	10,8	12,3
RNPG corrigé	2,2	4,4	8,3	5,9	10,8	12,3

TABLEAU DE FINANCEMENT (M€)	12/17	12/18	12/19	12/20e	12/21e	12/22e
Cash Flow	2,8	3,8	6,1	8,1	12,9	14,8
- Var. du BFR	1,0	3,8	-1,0	-4,4	-0,9	4,3
- Capex	-0,3	1,4	1,2	2,0	2,5	3,0
= Free Cash Flow	2,1	-1,5	5,9	10,5	11,3	7,6
- Investissements financiers nets	0,6	-4,6	0,0	7,9	0,0	0,0
- Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Augmentation de capital/Rachat d'actions	0,0	3,9	0,0	0,0	13,5	0,0
+ Autres	0,0	3,9	-0,4	3,0	0,0	-0,1
= Var. Dette financière nette	-1,4	-3,0	-6,3	0,4	-24,8	-7,7

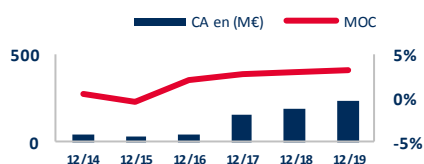
BILAN (M€)	12/17	12/18	12/19	12/20e	12/21e	12/22e
Goodwill	35,0	35,7	35,7	48,6	48,6	48,6
Autres immobilisations incorporelles	1,7	2,6	3,2	4,2	4,2	4,2
Immobilisations corporelles	0,4	0,4	0,4	0,4	1,7	3,1
Immobilisations financières	1,2	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5
BFR	-17,7	-13,9	-14,9	-19,2	-20,2	-15,9
Capitaux propres part du groupe	23,6	33,5	39,7	47,8	72,0	84,3
Minoritaires	0,3	0,0	0,0	1,2	2,0	2,9
Fonds propres à 100%	23,9	33,5	39,7	48,9	74,0	87,2
Disponibilités + titres de placement	19,4	20,3	26,6	53,3	55,0	59,4
Dette financière nette	-5,8	-8,9	-15,1	-14,8	-39,5	-47,2
Capitaux employés	20,6	26,2	25,7	35,5	35,8	41,5

DONNEES PAR ACTION (€)	12/17	12/18	12/19	12/20e	12/21e	12/22e
Nombre d'actions (en milliers)	30 838	35 770	36 145	36 424	47 504	47 810
Nombre d'actions diluées (en milliers)	45 991	46 780	47 021	47 279	47 810	47 810
BPA corrigé	0,05	0,10	0,18	0,14	0,24	0,28
BPA publié	0,07	0,12	0,23	0,16	0,23	0,26
CAF par action	0,09	0,11	0,17	0,22	0,27	0,31
ANPA	0,77	0,94	1,10	1,31	1,52	1,76
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%

RATIOS	12/17	12/18	12/19	12/20e	12/21e	12/22e
Marge brute/CA	101%	101%	100%	100%	100%	100%
EBITDA/CA	3,9%	3,5%	4,3%	3,1%	3,3%	3,5%
ROC/CA	2,8%	3,1%	3,3%	2,7%	3,0%	3,2%
ROP/CA	2,0%	3,3%	4,2%	2,4%	3,0%	3,2%
Taux d'IS	22,3%	17,9%	11,0%	8,1%	10,0%	15,0%
RN corrigé/CA	1,5%	2,4%	3,5%	2,0%	2,6%	2,6%
Capex/CA	-0,2%	0,8%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%
Capex/DAP	ns	1,8x	0,9x	1,5x	2,0x	1,9x
FCF/CA	1,3%	-0,8%	2,5%	3,2%	2,5%	1,5%
FCF/EBITDA	34,4%	ns	57,8%	103%	77,0%	42,8%
Goodwill/Fonds propres à 100%	146,5%	106,4%	89,7%	99,4%	65,7%	55,7%
BFR/CA	-11,5%	-7,4%	-6,3%	-5,9%	-4,5%	-3,1%
Gearing	-24,3%	-26,4%	-38,1%	-30,2%	-53,4%	-54,1%
Dette financière nette/EBITDA	-1,0x	-1,4x	-1,5x	-1,4x	-2,7x	-2,7x
EBITDA/Frais financiers	59,8x	8,9x	15,1x	14,1x	29,3x	35,3x
ROCE	10,9%	16,7%	30,6%	17,0%	29,1%	30,1%
ROE	9,5%	13,3%	21,0%	13,1%	15,7%	15,2%

DONNEES BOURSIERES	12/17	12/18	12/19	12/20e	12/21e	12/22e
Performance boursière	30,4%	17,3%	52,3%	58,2%	19,1%	-
Performance boursière relative au CAC M&S	6,9%	49,6%	27,9%	60,3%	6,9%	-
Cours au plus haut (€)	1,86	1,91	2,68	4,80	5,05	-
Cours au plus bas (€)	0,92	1,30	1,70	1,94	3,82	-
Valeur d'entreprise (M€)	37,3	49,1	59,1	108,9	202,3	197,1
= Capitalisation boursière	41,6	57,8	74,5	122,6	239,9	241,4
+ Dette financière nette	-5,8	-8,9	-15,1	-14,8	-39,5	-47,2
+ Minoritaires	0,3	0,0	0,0	1,2	2,0	2,9
+ Provisions et autres	2,4	1,6	1,1	1,4	1,4	1,4
- Actifs financiers	1,2	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5

VALORISATION	12/17	12/18	12/19	12/20e	12/21e	12/22e
PE	31,5x	17,3x	15,1x	31,2x	20,8x	18,3x
PEG	0,1x	0,2x	0,2x	ns	0,3x	1,3x
P/CF	16,7x	16,7x	15,9x	19,0x	18,7x	16,3x
VE/CA	0,2x	0,3x	0,2x	0,3x	0,5x	0,4x
VE/EBITDA	6,2x	7,5x	5,8x	10,7x	13,8x	11,2x
VE/ROC	8,5x	8,5x	7,6x	12,2x	15,1x	12,3x
VE/ROP	12,3x	8,0x	5,9x	14,1x	15,1x	12,3x
VE/Capitaux employés	1,8x	1,9x	2,3x	3,1x	5,6x	4,8x
P/ANPA	2,0x	1,9x	2,4x	3,2x	3,3x	2,9x
FCF yield	5,0%	-2,6%	7,9%	8,6%	4,7%	3,1%
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

**CA et MOC**

## DISCLAIMER

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.

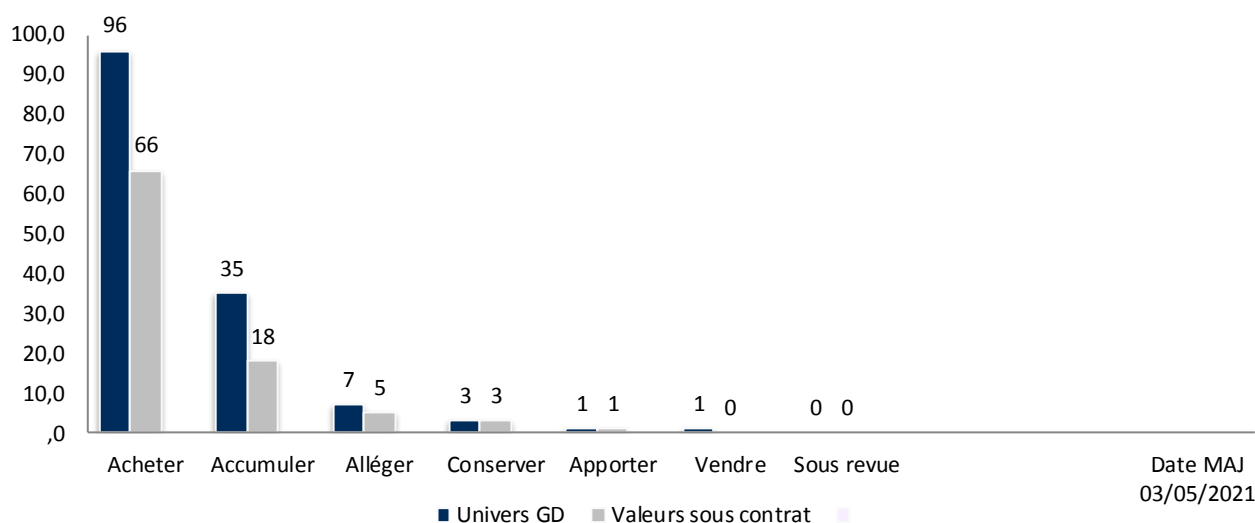
La Société de Bourse Gilbert Dupont est également régulée par l'AMF pour l'exercice des services d'investissement pour lesquels elle est agréée.

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](http://www.gilbertdupont.fr) en cliquant sur l'onglet "Conformité" en bas à droite de la page d'accueil.

### REPARTITION DES OPINIONS BOURSIERES (valable à date)

Les opinions boursières sont formulées à un horizon de 6 à 12 mois, elles sont établies par les analystes financiers. Elles résultent de la prise en compte d'un cadre général défini ci-dessous et de considérations non quantitatives (newsflow, momentum, volatilité des cours, ...)



**Objectif de cours :** celui-ci est déterminé par plusieurs méthodes pondérées (DCF, Comparaisons Boursières, Somme des parties, ANR, Multiple de transaction,...).

- Acheter : potentiel de hausse supérieur à 15%
- Accumuler : potentiel de hausse compris entre 5 et 15%
- Alléger : potentiel compris entre -5% et +5%
- Conserver : opinion possible dans le cas d'une OPA
- Apporter : recommandation utilisée le cas échéant lorsqu'une société fait l'objet d'une offre publique
- Vendre : potentiel de baisse supérieur à -5%
- Sous revue : temporairement lorsqu'un événement particulier le nécessite

**Valeurs favorites :** il existe 2 listes comprenant chacune 10 valeurs au maximum

- Liste Midcaps : valeurs dont la capitalisation est supérieure à 300 M€ le jour de l'entrée
- Liste Smallcaps : valeurs dont la capitalisation est inférieure à 300 M€ le jour de l'entrée

Le calcul des performances absolues et relatives est fait sur la base du cours d'ouverture du jour de la date d'entrée et de sortie

**DISCLOSURES**

1. Gilbert Dupont assure la liquidité du titre et opère en qualité de Liquidity Provider.
2. Gilbert Dupont a un engagement de recherche sur la Société.
3. Gilbert Dupont a réalisé le transfert de la Société sur Eurolist A.
4. Gilbert Dupont assure la liquidité du titre.
5. Gilbert Dupont est le Listing Sponsor de la Société.
6. Gilbert Dupont a réalisé le placement de l'émission d'actions de la Société.
7. Gilbert Dupont a réalisé le placement lors de l'admission de la Société sur Euronext Growth
8. Gilbert Dupont a signé avec la Société un contrat de services.
9. Le groupe Crédit du Nord a été banquier co-introducteur de la Société.
10. Le groupe Crédit du Nord a été teneur de livre pour l'émission d'ABSA de la Société.
11. Gilbert Dupont a réalisé le transfert de la Société sur Eurolist B.
12. Gilbert Dupont a réalisé le transfert de la Société sur Eurolist C.
13. Gilbert Dupont est en charge du placement de l'augmentation de capital de la Société.
14. Gilbert Dupont a été en charge du placement de l'augmentation de capital de la Société.
15. Le titre a fait l'objet d'une Offre Publique présentée par le Crédit du Nord.
16. Gilbert Dupont a été en charge du reclassement d'actions de la Société.
17. Gilbert Dupont détient, à titre temporaire, une position courte nette de plus de 0,5% du capital de l'Emetteur
18. Gilbert Dupont détient, à titre temporaire, une position longue nette de plus de 0,5% du capital de l'Emetteur
19. Gilbert Dupont est mandatée pour conduire l'éventuelle augmentation de capital envisagée par la Société
20. Gilbert Dupont est lié à la société par un contrat de conseil et services en haut de bilan.
21. Le présent document a été communiqué à la Société préalablement à sa publication. Cette relecture n'a pas conduit l'analyste à modifier son objectif de cours et sa recommandation boursière.
22. Le présent document a été communiqué à la Société pour relecture préalablement à sa publication. Cette relecture a conduit l'analyste à modifier son objectif de cours et sa recommandation boursière.
23. Gilbert Dupont a réalisé le placement d'obligations de la Société.
24. Gilbert Dupont a été en charge du reclassement d'obligations de la Société.

SOCIETE	DISCLOSURES APPLICABLES
Freelance.Com	1,2

HISTORIQUE DES TP (12M)				HISTORIQUE DES CHANGEMENTS D'OPINION (12M)			
Société	Date	Cours (€)	TP (€)	Société	Date	Précédente	Actuelle
Freelance.Com	27/04/21	4,77	4,9	Freelance.Com	29/06/20	Acheter	Accumuler
Freelance.Com	02/03/21	4,36	4,3				
Freelance.Com	22/01/21	4,07	4,3				
Freelance.Com	24/11/20	4,16	4,3				
Freelance.Com	23/10/20	4,00	4,3				
Freelance.Com	01/09/20	4,74	4,4				
Freelance.Com	29/06/20	3,41	3,9				
Freelance.Com	19/06/20	2,95	3,7				
Freelance.Com	12/06/20	2,55	3,5				
Freelance.Com	19/05/20	2,62	3,0				

**METHODE D'EVALUATION**

DCF 4,25 € (wacc 9,0%, MOC LT 3,8%)

**RISQUE(S)**

Règlementation

Concurrence accrue

Pression sur les prix