

FREELANCE.COM

Laissez-vous porter

2 novembre 2021

ACHAT

Objectif : **9,1€**

Potentiel : **+17%**

Un pionnier de l'intermédiation entre entreprises et indépendants

Fondé en 1992, Freelance.com est un acteur historique de l'intermédiation entre les entreprises et les indépendants. Après de nombreux déboires dans les années 2000, l'année 2015 fut marquée par l'arrivée du groupe CBV en tant qu'actionnaire majoritaire de la société. Freelance.com entre ensuite dans une nouvelle ère et enchaîne, jusqu'à ce jour, 22 trimestres consécutifs en croissance *double-digit*.

Une des offres les plus complètes du secteur

Le groupe ne cesse d'étoffer son offre de services et dispose aujourd'hui d'une des offres les plus complètes sur le marché. En plus de son activité historique d'intermédiation, le groupe propose des services liés à la gestion des sous-traitants, la conformité, ou encore la formation à destination des donneurs d'ordres. Le rapprochement avec INOP'S en 2020 permet au groupe d'offrir également du pilotage de projet où il concurrence notamment les ESN. Enfin, Freelance.com propose également aux indépendants du portage salarial, activité représentant 35% du CA aujourd'hui et qui devrait générer plus de la moitié du CA en 2022.

Un marché du travail en pleine mutation

Freelance.com opère sur un marché du travail en pleine transformation. On observe depuis maintenant plus d'une décennie une résurgence du nombre d'indépendants et plus particulièrement des prestataires intellectuels qu'on appellera les « freelances ». Porté par de nombreuses tendances qu'elles soient générationnelles (désir d'indépendance des *millennials* et génération Z) ou structurelles (besoin de flexibilité, digitalisation des entreprises) le nombre de freelances est en croissance de plus de 92% depuis 2009 et pourrait amener la part des indépendants à 20% de la population active d'ici la fin de la décennie.

Le milliard d'euros de CA en ligne de mire

Profitant notamment d'un mix entre croissance organique et croissance externe efficace, le groupe a vu son CA être multiplié par 9 entre 2015 et 2020. L'acquisition d'Helvetic Payroll, spécialiste suisse du portage salarial, permet une nouvelle fois au groupe de revoir ses objectifs de croissance à la hausse et prévoit désormais de dépasser le milliard d'euros de CA dès 2025.

Une valorisation *fully diluted* et sans croissance externe prudente

Notre modèle de valorisation basé sur une approche par DCF nous amène à retenir une valorisation à 519M€. Après prise en compte de la possible dilution à la fin de cette année (10,5M d'actions) et à la fin de l'année 2023 (1,5M d'actions), nous obtenons un OC de 9,1€ faisant ressortir un potentiel de 17%.

Infos marché

Secteur	Services
Cours (€)	7.8
Capitalisation (M€)	291.8
Marché	Euronext Growth
Bloomberg	ALFRE FP

Actionnariat

Groupe CBV INGENIERIE	62.0%
Famille Vieujo	17.9%
Administrateurs	4.6%
Flottant	15.5%

M€ (31/12)	2020	2021e	2022e	2023e
CA (M€)	325.0	476.3	743.4	841.6
Var	37.1%	46.6%	56.1%	13.2%
ROC	8.9	13.5	26.3	30.5
Marge op.	2.7%	2.8%	3.5%	3.6%
RNpg	8.3	10.0	18.6	21.7
BNPA publié €	0.23	0.28	0.41	0.48
Var. BNPA	44%	23%	46%	17%
Dividende (€)	0.00	0.00	0.00	0.00
Rendement	n.a	n.a	n.a	n.a
FCF	8.0	13.4	15.4	27.5
ROCE	27%	9%	18%	22%
VE/CA (x)		0.7x	0.4x	0.4x
VE/ROC (x)		25.7x	12.7x	10.1x
PER (x)		29.3x	15.7x	13.4x
Dette fin. Nette	-14.8	52.8	37.4	9.9
Gearing	-30%	45%	27%	6%

Estimations Midcap Partners

Prochain évènement : CA T3 - 22/11/2021

Analyste : Corentin MARTY
Email : cmarty@midcapp.com
Tel : +33 (0)1 78 95 71 67



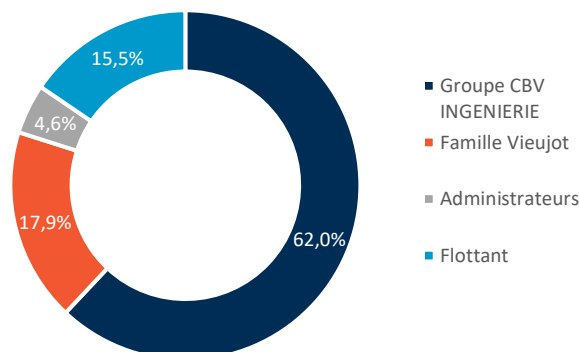
I. L'ESSENTIEL	3
II. Un pionnier de l'intermédiation entre les entreprises et indépendants	4
III. Une offre complète allant bien au-delà de l'intermédiation	6
IV. Une nouvelle façon de concevoir le travail	12
V. Perspectives financières	19
VI. Analyse extra-financière	23
VII. Valorisation	27
VIII. Management	30
IX. Données boursières	33
X. Données financières (1/2)	34
XI. Données financières (2/2)	34
Disclaimer	36

I. L'ESSENTIEL

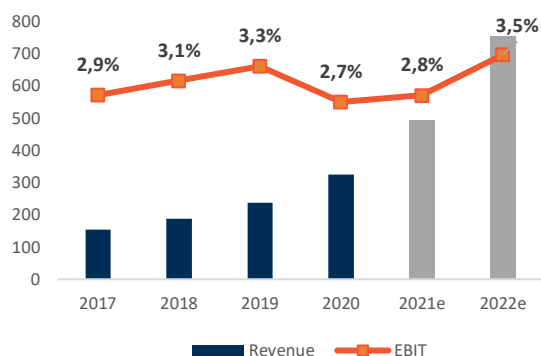
Description

Fondé en 1992 sous le nom : « Groupement Des Freelances en Informatique », Freelance.com est un acteur historique de l'intermédiation entre entreprises et indépendants. L'arrivée du groupe CBV en 2015 change la donne pour Freelance.com qui enchaîne une série, toujours en cours, de 22 trimestres de croissance *double digit*. Grâce à différentes phases d'incorporation d'actifs et de croissance externe, le groupe dispose aujourd'hui d'une des offres les plus complètes à destination des donneurs d'ordres et des indépendants.

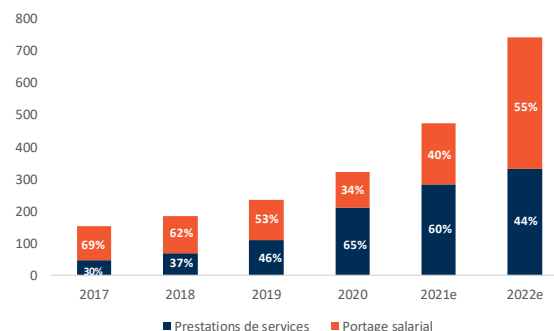
Structure actionnariale



Évolution de l'activité 2017-2022



Segmentation du CA 2017-2022



Analyse SWOT

Forces

- Un positionnement au cœur de la transformation du marché du travail
- Une des offres les plus complètes du marché avec 7 services
- Un nom de domaine offrant une forte exposition
- Un mix entre croissance organique et croissance externe qui a fait ses preuves

Faiblesses

- Une rentabilité encore faible
- Un marché qui reste très fragmenté
- Une exposition internationale encore faible
- Faiblesse du flottant

Opportunités

- Une dynamique de marché (freelancing) qui n'est pas près de s'estomper
- Un potentiel de cross-selling important au sein des grands comptes
- Un marché qui devrait fortement se consolider

Menaces

- L'entrée sur le marché de nouveaux acteurs disrupteurs
- Une consolidation qui pourrait d'avantage profiter à d'autres acteurs

II. Un pionnier de l'intermédiation entre les entreprises et indépendants

Les débuts d'une *success story*...

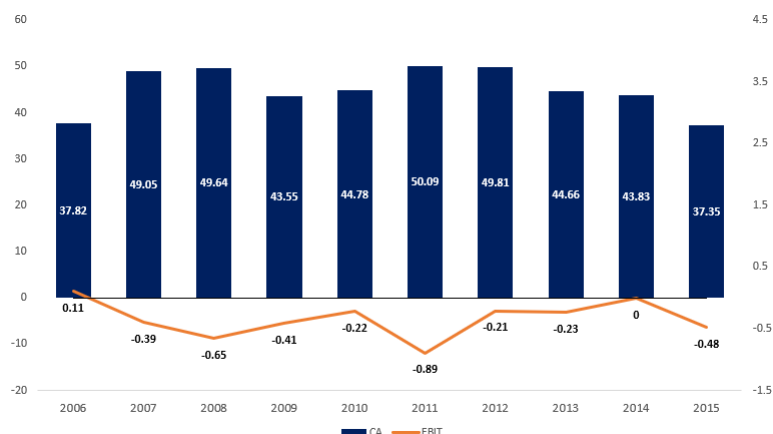
Créé en 1992 sous le nom : « Groupement Des Freelances en Informatique » (GDFI), puis racheté en 1996 par André Martinie et Sylvain Vieujo ce qui donnera naissance à sa nouvelle dénomination, Freelance.com fut un précurseur du concept de « freelancing » en France et en Europe. Importé des États-Unis, le freelancing consiste à mettre en relation des travailleurs indépendants et des entreprises (ou donneurs d'ordres). Le développement de ce concept coïncide notamment avec l'apparition et la démocratisation d'internet.

Se positionnant comme seul acteur en France à adresser ce marché des travailleurs indépendants, les débuts de Freelance.com furent un réel succès. Avec le lancement du premier site web dédié à cette activité : « Freelance Technologies » la société a connu une croissance fulgurante de 7 à 10% par mois lui permettant de faire passer son chiffre d'affaires de 0 à 50 millions en seulement 3 ans. Freelance.com devient alors une jeune société très attractive puisque le Directeur Général d'IBM et Vice-Président d'IBM USA décide de rejoindre la société et d'en prendre les rênes. Avec cette arrivée la jeune pousse gagne en envergure avec la création de structures en Europe (Allemagne, Belgique, Espagne) ainsi qu'aux États-Unis où Freelance.com Inc est créée au début de l'année 2020 et devient la maison mère du groupe. De cette croissance et de cette internationalisation de la société naît un projet d'introduction en bourse sur le Nasdaq impliquant une valorisation de la société à 300M de dollars accompagné d'une levée de fonds de 75M de dollars. Malheureusement, l'éclatement de la bulle internet mettra à mal la réalisation de ce projet ainsi que toute la structure financière du groupe avec des opérations internationales très consommatrices de trésorerie. Les années suivantes sont marquées par un plan de rationalisation qui voit la fermeture de nombreuses filiales, notamment américaines. Le groupe finit par s'introduire en bourse en 2005, cette fois-ci sur Alternext (Euronext Growth), en levant 2,5M€.

... suivie d'une décennie en dents de scie

La décennie suivant l'introduction en bourse fut rythmée par des épisodes de croissance et décroissance. Après avoir franchi le *break even* opérationnel au cours de l'exercice 2003, le groupe repasse en perte dès l'exercice 2007 et ce jusqu'en 2015.

Chiffre d'affaires et résultat opérationnel entre 2006 et 2015



Sources : Société, Midcap



La conséquence directe de ces résultats fut une nouvelle fois la fermeture de différentes filiales en 2009 avec la fermeture des filiales basées en Belgique, en Suisse, en Espagne ainsi qu'à Dubaï.

Malgré des performances financières peu convaincantes, cette période a tout de même permis la création de 2 activités qui sont aujourd'hui au cœur de l'offre que propose Freelance.com : 1) l'activité de portage salarial grâce au rachat de la société PORTAGE.COM en 2005 ; 2) l'activité de conformité et certification des documents avec le rachat en 2007 de WEB PROFILS (désormais PROVIGIS).

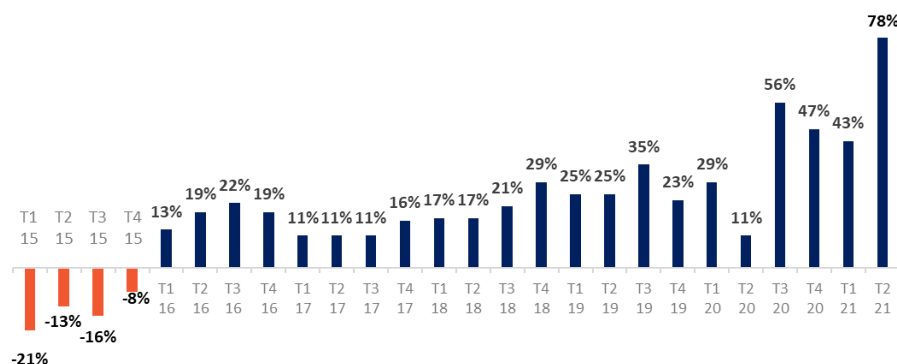
L'arrivée au capital de CBV INGENIERIE en 2015

Véritable tournant dans l'histoire de la société, CBV INGENIERIE devient le principal actionnaire de Freelance.com, détenant 64,49% du capital et 57,06% des droits de vote de la société, suite à deux augmentations de capital de 1,3M€ et 4,1M€ réalisées en 2015 et 2016. Ces actions sont notamment rachetées auprès de André Martinie, considéré comme co-fondateur de Freelance.com. La prise de contrôle du groupe CBV se traduit par l'arrivée d'un nouveau management : Claude Tempé (actuel Vice-Président et Porte-parole du groupe) en qualité de Directeur Général et Marc Guézou au poste de Directeur Administratif et Financier, dans le but de relancer l'activité de Freelance.com.

L'arrivée du groupe CBV fut également marquée par l'apport de nombreuses sociétés via des opérations d'augmentation de capital par incorporation d'actifs. En 2016, le nouvel actionnaire de référence de Freelance.com apporte sa branche d'activité de portage salarial représentant pas moins de 29 sociétés. Un apport stratégique puisque Freelance.com était présent sur ce secteur d'activité depuis 2005 et réalisait en 2016 près de 38% de son chiffre d'affaires sur ce segment. En 2017, les revenus générés par cette activité explosent passant de 16M€ à 107M€ tout comme le CA qui passe de 44M€ à 155M€, soit une croissance de 250%. En parallèle, le groupe entame de nouveau un plan d'internationalisation avec l'ouverture de filiales à Berlin et Singapour notamment. Enfin, en 2020, Freelance.com entre en négociation et finalise une prise de participation majoritaire avec la société INOP'S et sa base de 70 000 experts du numérique. Avec une intégration au 18 juin 2020, Freelance.com enregistre un CA de 325M€ sur l'ensemble de l'exercice et affiche un CA proforma de 376M€.

L'élan insuffler par l'arrivée du groupe CBV et du nouveau management a totalement métamorphosé les dynamiques et perspectives de croissance du groupe Freelance.com comme en témoigne l'enchaînement de 22 trimestres consécutifs de croissance *double-digit*.

Croissance du chiffre d'affaires trimestriel entre 2015 et 2021



Sources : Société, Midcap

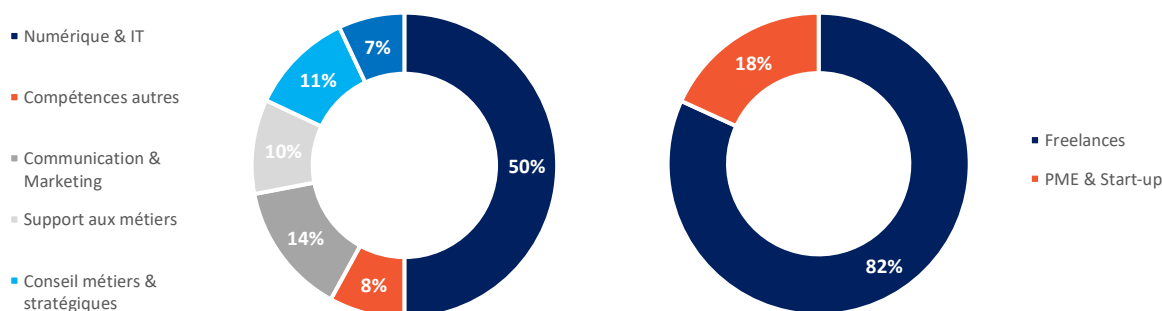
III. Une offre complète allant bien au-delà de l'intermédiation

L'activité historique de sourcing

Précurseur de cette activité en France et en Europe, Freelance.com se positionne comme intermédiaire entre des entreprises exprimant un besoin de ressources humaines et des consultants indépendants (ou freelances). Si le mode de fonctionnement ressemble grandement à celui des entreprises de l'intérim, ces dernières proposent des compétences moins spécialisées et à moins forte valeur ajoutée que celles proposées sur la plateforme Freelance.com.

Avec une base de plus de 370 000 consultants et experts indépendants, freelance.com représente le premier réseau de France sur l'intermédiation. Alors qu'on ne comptabilise pas moins de 4 500 000 indépendants en France, le groupe cible en particulier les fournisseurs de prestations intellectuelles qui représenteraient environ 1 000 000 de freelances. Au travers de ces 370 000 experts, plus de 240 domaines de compétences sont couverts avec, sans surprise, un secteur du numérique qui est surreprésenté englobant la moitié des prestataires présents sur la plateforme. Sur sa base de talents français, composée d'environ 220 000 experts, si 180 000 d'entre eux sont des freelances individuels, la fusion avec Inop's a également permis d'intégrer des freelances basés au sein de plus de 1 000 PME et start-up représentant les 40 000 restants.

Répartition des experts par domaine de compétence et par structure



Sources : Société, Midcap

Après la prise de contact entre l'entreprise cliente et Freelance.com, le process de sourcing peut débuter avec la publication de la mission sur la plateforme. Afin d'opérer un premier *screening* sur les candidatures Freelance.com dispose notamment de **Freelance Partners** qui ont pour principal objectif de s'assurer des compétences de chaque candidat et de leur compatibilité avec la mission concernée. Une fois cette pré-sélection établie, les présentations des candidats au client peuvent commencer. Lorsque l'entreprise cliente a sélectionné le freelance de son choix, Freelance.com s'engage, via un contrat, à la fois avec l'entreprise et le candidat choisi. A travers ce contrat, Freelance.com s'engage notamment à s'assurer du bon déroulement de la mission durant toute la durée de cette dernière. Pour ce faire, Freelance.com s'appuie notamment sur des relevés périodiques d'intervention (RPI) qui sont remplis par l'expert sélectionné mais validés également par le donneur d'ordre.

Pour cette activité de sourcing, Freelance.com est rémunéré par l'entreprise cliente, via une commission, et verse par la suite les honoraires contractuels au freelance correspondant au montant versé par le client déduit de la commission.

Une activité de sourcing complétée par la gestion de sous-traitance

L'appel à des travailleurs indépendants pour une durée déterminée ou durant la réalisation d'un projet spécifique s'est démocratisé ces dernières années. Symbole de cette démocratisation, une nouvelle fonction est apparue dans certaines entreprises ayant recours aux freelances : le Chief Freelance Officer. L'apparition d'un poste dédié à la gestion des freelances démontre donc l'importance de cette tâche, tant sur les lourdeurs administratives que sur les risques, notamment juridiques, liés aux relations entre donneurs d'ordres et indépendants.

Afin d'accompagner les donneurs d'ordre, au-delà de la simple intermédiation à l'origine de la relation, Freelance.com propose une offre de gestion des sous-traitants couvrant :

- ✓ La gestion administrative : devis, bons de commande, factures etc.
- ✓ La gestion des risques juridiques : adaptation aux différents statuts, contractualisation.
- ✓ L'accompagnement des opérationnels

En offrant une gestion complète des sous-traitants, l'utilisation de Freelance.com permet de se libérer de toute tâche administrative liée à l'embauche temporaire d'un travailleur indépendant ainsi que la maîtrise des risques par un spécialiste du domaine. De plus, cette offre n'implique pas de délais supplémentaire, bien au contraire, puisque Freelance.com garantit la mise en place d'un contrat cadre sous 72h. Aujourd'hui, plus de 6 000 prestataires sont gérés par Freelance.com.

Provigis : l'activité de conformité et certification des documents

Faisant suite au rachat de WEB PROFILS en 2007, qui est devenu par la suite PROVIGIS, Freelance.com offre à ses entreprises clientes une gestion externalisée de la conformité des fournisseurs et sous-traitants. Grâce à un mix entre validation robotisée et vérification humaine, PROVIGIS permet de **sécuriser** les relations commerciales entre les entreprises.

Pourquoi s'assurer de la conformité des fournisseurs et sous-traitants ?

Les entreprises donneuses d'ordre sont soumises à une obligation de vigilance concernant leurs fournisseurs et sous-traitants, obligation notamment renforcée en 2017. Cette obligation couvre plusieurs domaines tels que : le juridique, l'environnement, le social, la sécurité etc. Cette obligation s'impose dès lors que le contrat conclu avec le fournisseur ou le sous-traitant soit d'un montant de 5 000€ hors taxe. Si tel est le cas, l'entreprise doit procéder à ces vérifications tous les 6 mois. En cas de non-respect de cette obligation de vigilance, le donneur d'ordre s'expose à des sanctions pénales et financières.

Une fois l'inscription effectuée, il suffit au client d'intégrer ses fournisseurs dans la plateforme PROVIGIS qui se chargera ensuite, de manière automatisée, d'enclencher le processus de d'inscription et communication aux fournisseurs. PROVIGIS permet ensuite la vérification systématique de 3 types de documents légaux certifiant :

- **L'identification de la société** via les données officielles d'immatriculation (extrait Kbis par exemple).
- Le paiement des **cotisations sociales** via l'authentification des attestations de vigilance (URSSAF notamment).

- L'absence de **travail illégal** via la gestion des listes nominatives des travailleurs étrangers hors de l'Union Européenne.

Grâce à un module de reconnaissance optique, la plateforme est en mesure de lire, vérifier et valider ou non l'authenticité des documents scannés et déposés par les fournisseurs. Au-delà de cette automatisation, une vérification humaine existe pour certains documents spécifiques tels que des documents scannés non automatisables, codes de conduite etc. À tout moment, chaque client a accès à un tableau de bord lui permettant de vérifier la conformité de ses fournisseurs et sous-traitants. Un système d'alerte est également intégré dans la plateforme alertant l'entreprise cliente lorsqu'une information entrée et vérifiée par la plateforme est en passe de devenir obsolète.

Une fois l'authenticité de ces documents validée, la plateforme délivre un certificat de conformité Provigis. Les bonnes pratiques en matière de responsabilité sociale des entreprises (RSE) s'imposent de plus en plus comme un *must have* pour les entreprises et s'appliquent donc évidemment à leurs fournisseurs et sous-traitants. C'est pourquoi, Freelance.com a décidé d'intégrer les aspects RSE dans son processus de certification PROVIGIS permettant ainsi aux entreprises détentrices de ces certifications de promouvoir leurs bonnes pratiques. Dans ce cadre, PROVIGIS présente une certification en 3 niveaux :

- Un niveau **bronze** qui atteste de la conformité des documents officiels concernant l'immatriculation, la régularité des cotisations sociales ou encore l'absence de travail illégal.
- Un niveau **argent** (*Silver*) qui en plus du niveau bronze, atteste d'un score minimum de 60% au questionnaire RSE développé par Freelance.com.
- Un niveau **or** (*Gold*) pour les fournisseurs qui s'engagent eux-mêmes dans la démarche dite d'acheteur responsable.

Les différents niveaux de certification Provigis



Source : Provigis.com

Aujourd'hui, les services offerts par Freelance.com via sa plateforme Provigis sont compatibles avec l'ensemble des secteurs d'activités couvrant notamment l'aéronautique et défense, l'agroalimentaire, le retail ou encore l'énergie. Si cette activité n'est pas la plus génératrice de revenus au sein du groupe Freelance.com (2,4M€ en 2020 soit 0,7% du CA) avec des prix abordables, elle permet néanmoins de **pénétrer des grands comptes** et créer un potentiel de *cross-selling* important au vu des nombreux services qu'offre le groupe. La plateforme compte plus de 600 donneurs d'ordres dont des grands comptes comme AXA, Total, Capgemini parmi d'autres.

Tarif annuel de PROVIGIS selon l'offre choisie



Source : Provigis.com

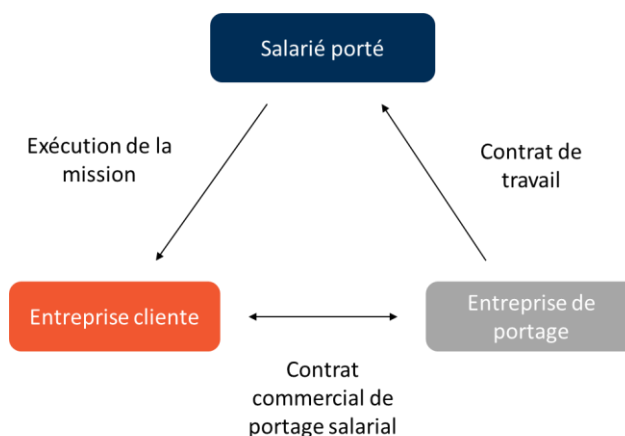
AD'Missions et Sage pour le portage salarial

Démarrée en 2005 avec le rachat de PORTAGE.COM, puis complétée par la suite avec l'incorporation en 2016 de près de 29 sociétés détenues par le groupe CBV, l'activité de portage salarial représente la deuxième plus grosse activité du groupe aujourd'hui et devrait être la plus contributrice au CA dès 2022.

Qu'est-ce que le portage salarial ?

Le portage salarial est une relation contractuelle tripartite, entre l'indépendant, le donneur d'ordre et le porteur, permettant au travailleur indépendant d'effectuer sa prestation tout en bénéficiant des avantages du statut de salarié.

Illustration de la relation tripartite du portage salarial



Source : Midcap

Tout comme sur un process de sourcing traditionnel, le consultant et l'entreprise cliente négocient directement les conditions de la prestation : mission, durée, facturation. Freelance.com, société porteuse, signe tout d'abord un contrat de mission avec le donneur d'ordre, mais également un contrat de travail avec le salarié porté. Freelance.com se rémunère donc à la fois avec les honoraires compris dans le contrat de mission avec la société donneuse d'ordre puis avec les frais de gestion appliqués, qui sont soit déduits sur le salaire du freelance ou bien pris en charge par la société cliente.

Les avantages de cette forme d'emploi sont multiples pour les travailleurs indépendants. Elle permet évidemment au travailleur indépendant de bénéficier des avantages du statut de salarié pendant toute la durée de la mission combinant alors la liberté qu'offre le freelancing et la sécurité qu'offre le salariat (santé, chômage, retraite etc.). D'un point de vue de la rémunération, le portage salarial permet également certaines garanties. En tant que freelance, la trésorerie est un enjeu primordial et souvent sujet à des retards ou décalages de paiements. En tant que salarié porté via AD'Missions, le travailleur indépendant bénéficie d'une garantie de percevoir son salaire à chaque fin de mois tout comme un salarié classique. Au-delà de cette garantie, AD'Missions se distingue en offrant également des avances sur salaire en cas de besoin de trésorerie des freelances.

Avantageux pour les indépendants, le portage salarial l'est également pour les donneurs d'ordres. En plus de la flexibilité qu'elle offre, cette forme d'emploi permet une nouvelle fois à l'entreprise cliente de se décharger des aspects administratifs puisque c'est la société de portage, en l'occurrence Freelance.com, qui s'occupe de l'aspect de gestion de la relation.

Freelance.com, via sa plateforme Sage, propose également un service de portage salarial à l'international à sa base d'experts indépendants et ses entreprises clientes. Si les avantages du portage salarial exposés précédemment sont toujours valables à l'international, s'expatrier ou faire appel à des travailleurs étrangers peut s'avérer plus complexe que sur son marché domestique. Sage propose alors des solutions couvrant tous les enjeux pour un indépendant expatrié : conformité à la législation en question, permis de travail, système sécurisé de la rémunération etc. Concernant les entreprises internationales donneuses d'ordres, Sage offre des conseils sur la gestion et la compatibilité des ressources externes qui peuvent être différents d'un pays à un autre.

En 2020, l'activité de portage salarial a généré près de 112M€ soit 34,5% du CA du groupe Freelance.com dont 29M€ à l'international.

La réalisation de projet à engagement de résultat : INOP'S

Faisant suite à la prise de participation majoritaire (75%) au capital d'INOP'S en juin 2020, Freelance.com a ajouté une nouvelle activité à son offre en se positionnant comme une alternative aux grandes ESN (entreprises de services du numérique).

Avec une base de 70 000 experts du numérique au sein de PME, start-up ou alors eux-mêmes en freelance, l'objectif premier d'INOP'S est de pénétrer les grands comptes avec son offre de réalisation de projet avec engagement de réussite. Un modèle gagnant pour deux principales raisons : 1) le besoin pour les entreprises d'une expertise spécifique difficilement trouvable en interne ou via les grandes ESN où les consultants sont également internalisés ; 2) une tarification beaucoup moins agressive, puisqu'en tant qu'intermédiaire INOP'S affiche une commission bien inférieure aux 20% en moyenne appliqués par les ESN classiques.

Avec plus de 9 000 projets réalisés depuis la création de l'entreprise et 0 litige reporté avec les clients, INOP'S et son activité deviennent un pôle majeur du groupe Freelance.com. Affichant un CA d'environ

85M€ en 2019 et de 117M€ en 2020 (+35%), INOP'S affiche même une croissance supérieure à celle du groupe tout en étant rentable.

Sur l'année 2020, INOP'S et l'activité de réalisation de projet ont représenté environ 31% du CA pro forma du groupe.

Freelance.com, également un organisme de formation certifié

Enfin, la dernière offre que propose le groupe concerne la formation. Alors que le groupe disposait déjà d'une communauté de plus de 1 400 formateurs à destination de ses clients, Freelance.com a décidé d'accélérer sur ce segment de marché avec l'acquisition de TMC France en 2021. Avec une base revendiquée de plus de 200 clients dont Veepee, Barrière ou Chronopost au sein desquels la société accompagnerait plus de 60 000 apprenants, l'intégration de TMC France permettra de renforcer considérablement l'offre que propose le groupe sur ce secteur. Un autre élément important réside dans l'obligation pour les centres de formation dès 2022 d'être en possession de la certification qualité Qualiopi, certification que détient TMC France depuis fin 2020 et fait donc de Freelance.com un organisme de formation certifié.

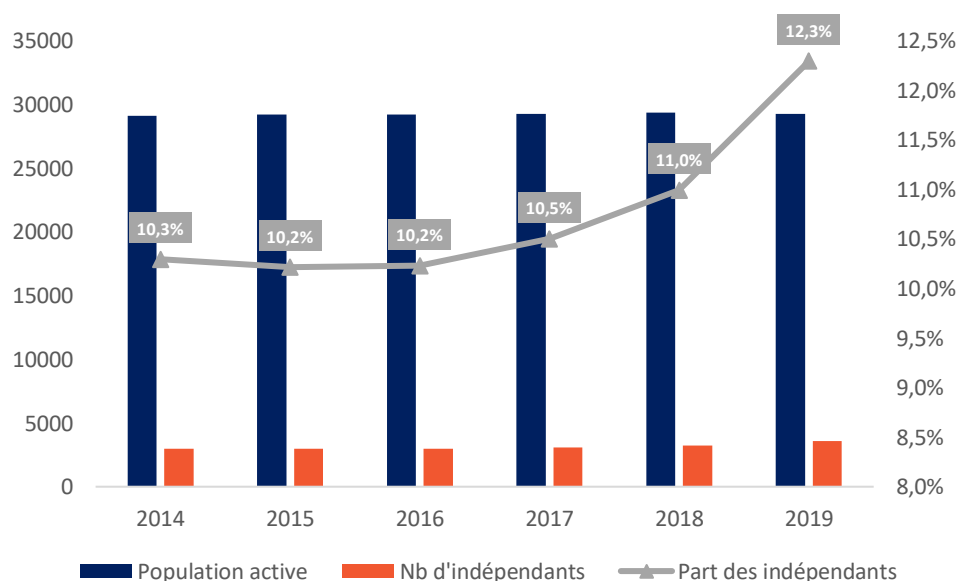
IV. Une nouvelle façon de concevoir le travail

Freelance.com est le symbole d'une révolution que connaît le marché du travail depuis quelques années déjà et mise en lumière durant l'année 2020 marquée par la pandémie de Covid-19. Une révolution portée par de nombreuses tendances structurelles que ce soit du côté des travailleurs mais également du côté des entreprises.

Le travail indépendant et le phénomène du freelancing

Alors que le travail indépendant était prédominant jusqu'au début des années 1930, le salariat s'est ensuite imposé peu à peu comme la forme d'emploi dominante dans une société en pleine industrialisation. Cette tendance s'est poursuivie jusqu'au début du millénaire avant de voir un retournement et un retour en force du travail indépendant dans une société qui cette fois-ci se tertiarise avec l'explosion de l'offre de services. On observe alors une démocratisation de l'externalisation au sein des entreprises ainsi que la création de plateformes d'intermédiation à l'image de Freelance.com. Cette résurgence du nombre de travailleurs indépendants est également soutenue par un cadre réglementaire facilitant la création d'entreprises nouvelles amorcé en 2003 et accéléré en 2009 avec la création du régime de l'auto-entrepreneur en France. En 2016, 860 000 indépendants travaillent sous le régime de l'auto-entrepreneur, remplacé en 2014 par le terme micro-entrepreneur. La hausse du nombre d'indépendants depuis deux décennies, et plus particulièrement sur les dernières années, est également la conséquence d'une forte demande et d'une prise de conscience de la part des entreprises sur les bénéfices liés à l'embauche d'une expertise indépendante. Entre 2014 et 2019, le nombre de travailleurs indépendants est passé de moins de 3 millions de personnes à 3,6 millions de travailleurs, affichant une croissance CAGR de 3,7% quand la population active affiche quant à elle une croissance de seulement 0,1%. Aujourd'hui, près de 12,5% de la population active seraient des travailleurs indépendants selon l'OCDE, un chiffre qui reste en dessous de la moyenne européenne qui est de plus de 15%.

Population active, nombre et part des indépendants en France entre 2014 et 2019



Sources : Insee, URSAFF, Midcap

Si le travail indépendant regroupe une multitude de secteurs d'activités allant de l'agriculteur, au médecin libéral, en passant par les métiers de la construction, **on entend par « freelances » tous les prestataires intellectuels** (marketing, graphistes, designers, développeurs etc.).

Répartition des freelances par type de métier exercé

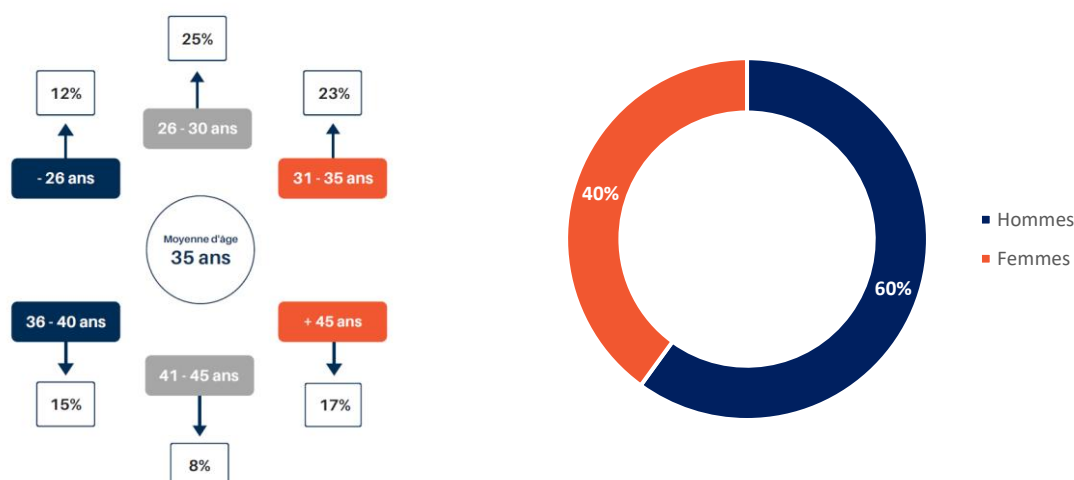


Source : Malt x BCG – Freelancing in Europe 2021

C'est cette part des indépendants qui a littéralement explosé ces dernières années. Avec une majorité de cette population dédiée aux métiers du numérique et de l'IT, le phénomène de digitalisation des entreprises constitue un réel tremplin pour les freelances. Depuis 2009, le nombre de freelances aurait crû de plus de 92% selon Eurostat, soit une croissance annuelle moyenne de plus de 6%. A ce rythme de croissance, **la part des indépendants dans la population active pourrait atteindre 15% dans les 2 à 3 prochaines années et les 20% d'ici la fin de la décennie.**

Le freelancing est avant tout un changement structurel dans notre manière de concevoir le travail. S'il s'est grandement développé en France également grâce au cadre réglementaire facilitant l'entrepreneuriat, il est avant tout le symbole d'un désir grandissant d'indépendance de la part des travailleurs. Bien que ce mouvement fût amorcé dès le début du siècle, on peut également parler de phénomène générationnel : **60% des freelances en France auraient moins de 40 ans.**

Segmentation des freelances en France par âge et sexe

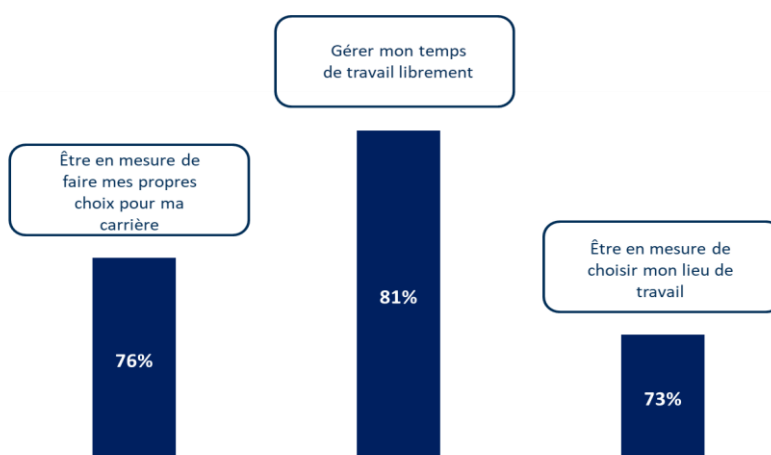


Source : Société

L'accélération du nombre d'indépendants coïncide assez sensiblement avec l'arrivée de la génération Y, plus connue sous le nom des *millennials*, sur le marché du travail. Une génération qui s'est développée avec l'essor du digital et décrite comme : autonome, ne rêvant plus du CDI classique et désireuse d'avoir un réel impact sur la société à travers son activité professionnelle. Des caractéristiques en parfaite adéquation avec l'essence même du freelancing. Bien qu'associé à cette génération des *millennials*, ce phénomène devrait prendre de plus en plus d'ampleur sur les prochaines années avec l'entrée dans la population active de la génération Z (personnes nées après 1996 ou 2000 selon les définitions). Selon une étude de la société américaine Upwork, 50% de la génération Z sur le marché du travail aujourd'hui seraient des freelances.

Il faut dire que les avantages du freelancing sont nombreux : gestion de son temps de travail, choix des clients et des projets, choix du lieu de travail etc. Ce mode de travail offre une liberté ainsi qu'une flexibilité sans précédent au-delà d'une opportunité de gagner plus. Selon une étude réalisée par Malt en 2019, 1 freelance sur 2 gagne davantage que lorsqu'il était salarié, un chiffre qui monte à 79% si on se concentre sur les métiers de la tech.

Les raisons pour lesquelles les freelances ont fait le choix de devenir indépendants

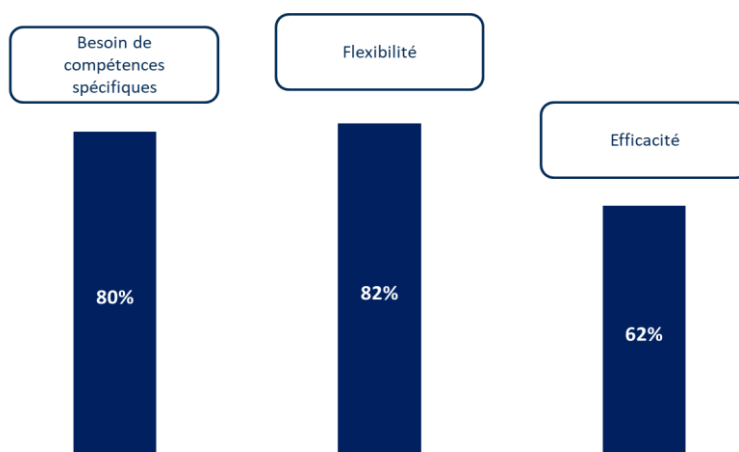


Source : Malt x BCG – Freelancing in Europe 2021

Avec un nombre de travailleurs indépendants en pleine expansion, les entreprises ont pris conscience ces dernières années de l'importance de cette expertise. Force est de constater que les organisations tendent de plus en plus vers des réseaux ouverts où des écosystèmes d'individus talentueux collaborent sur des projets. **En effet, il semble inconcevable que les entreprises se passent de près de 15% et bientôt 20% des ressources disponibles sur le marché du travail.**

De plus, le freelancing offre une grande flexibilité également aux entreprises, puisque ces dernières peuvent faire appel à un expert indépendant dans le cadre d'une mission et non d'une simple durée, l'activité de réalisation de projet avec engagement de résultat qu'offre le groupe en est la parfaite illustration. Cette flexibilité se traduit en chiffres, puisque selon le Gartner Research Circle, alors que la durée moyenne d'un recrutement serait de 9 mois en interne et de 6 mois en externe, elle serait de 6 jours pour le recrutement d'un freelance. Si faire appel à des freelances offre une certaine liberté aux entreprises, c'est également une chance de se doter d'une expertise spécifique. Les freelances se caractérisent par une connaissance pointue sur un domaine de compétence précis qui n'est souvent pas disponible en interne. Selon une enquête menée par Viadeo, près de 70% des entreprises recrutant des freelances le feraient par manque de compétences internes.

Besoins des entreprises faisant appel à des freelances, selon les freelances



Source : Malt x BCG – Freelancing in Europe 2021

Selon l'Insee, avec une rémunération annuelle moyenne d'environ 40 000€, le marché des freelances (au sens de prestataires intellectuels) serait de **40 milliards d'euros**. Au niveau européen, parmi les 33 millions de travailleurs indépendants, entre 9 et 10 millions seraient des prestataires intellectuels. Avec une rémunération annuelle moyenne de 30 000€, la taille du marché européen avoisinerait les 300 milliards d'euros.

Le portage salarial : un statut alliant la liberté du freelancing et la sécurité du salariat

A l'image de la création du statut d'auto-entrepreneur, devenu micro-entrepreneur, le portage salarial représente une nouvelle évolution réglementaire qui répond à la fois à la hausse du nombre d'indépendant mais favorise également la poursuite de cet essor.

S'il est apparu dans les années 80, c'est en 2008 qu'une première loi apparait afin de poser une structure juridique autour de cette forme d'emploi avec son introduction dans le code du travail. Mais c'est l'ordonnance du 2 avril 2015 encadrant le dispositif et ses conditions qui a permis l'explosion du recours au portage salarial. Cette ordonnance fut à l'origine de 3 changements majeurs :

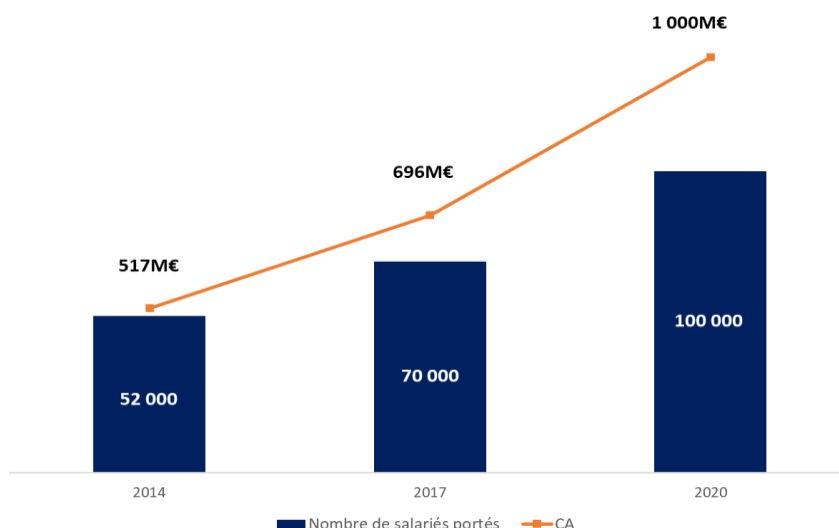
- La réduction de la rémunération minimale pour un salarié porté de 2 900€ à 2 414€
- La reconnaissance des droits des salariés portés auprès de pôle emploi
- L'ouverture de ce type de contrat aux non-cadres et aux titulaires d'un CDD (cadres en CDD auparavant)

Ces modifications ont notamment permis d'élargir la population cible. Cette ordonnance visait également à assurer la protection du salarié porté avec l'obligation pour l'entreprise porteuse de justifier d'une garantie financière permettant, même en cas de défaillance de sa part, le versement des salaires aux indépendants portés.

La dernière évolution du cadre autour le portage salarial date de 2016 avec la création d'une branche professionnelle à part entière dédiée à cette forme d'emploi. À la suite de la création de cette branche, une convention collective fut signée en mars 2017, offrant une nouvelle fois une protection sociale plus importante aux salariés portés.

A la suite des différentes évolutions réglementaires et plus particulièrement l'ordonnance d'avril 2015, le nombre de salariés portés a connu une croissance très importante. En 2014, 52 000 salariés étaient portés. Ce chiffre aurait doublé en 6 ans puisque en 2020 près de 100 000 salariés étaient portés en France et ce malgré une année en recul pour le secteur, conséquence de la crise sanitaire. Le chiffre d'affaires du secteur a quant à lui plus que doublé depuis l'ordonnance de 2015 passant de 517M€ en 2014 à 1 300M€ en 2019, un chiffre lui aussi en recul sur l'année 2020 pour atterrir autour du milliard d'euros.

Nombre de salariés portés et CA du secteur en France pour les années 2014, 2017 et 2020



Sources : Société, PEPS, Midcap

Selon une étude réalisée par IFOP et Freelance.com en 2019 sur un échantillon englobant 1 001 cadres du secteur privé, 40% de ces derniers affirmaient l'intention d'expérimenter le portage salarial sur les cinq prochaines années. La même étude fut réalisée une année plus tôt et montrait une augmentation de 9 points de ce score comparé à 2018. Cette intention est encore plus forte si on s'intéresse uniquement aux cadres les plus jeunes avec un score de 51% chez les moins de 35 ans ou encore pour les cadres présentant 3 à 5 années d'ancienneté dans leur entreprise avec un score de 53%. Les résultats de cette étude montrent une nouvelle fois le caractère générationnel de ce changement dans notre façon de concevoir le travail.

Le concept du portage salarial ne séduit pas qu'en France. **On compte en Europe pas moins de 7 millions de salariés portés** avec en tête de file la France, le UK, la Suède ou encore la Suisse. L'avenir est donc radieux pour le portage salarial qui touche à la fois les nouvelles générations mais également les employés, notamment des cadres, d'une séniorité plus importante souhaitant faire valoir leur expérience et expertise aguerrie puisque 52% des salariés portés auraient plus de 50 ans. De plus, de nouvelles évolutions en matière de réglementation pourraient une nouvelle fois venir augmenter la population cible et donc le marché du portage salarial. Alors qu'avant l'ordonnance de 2015, ce type de contrat ne concernait que les cadres, aujourd'hui 41% des salariés portés sont des techniciens ou agents de maîtrise contre 34% en 2019. Ainsi, selon la FEPS (Fédération des Entreprises de Portage Salarial), le marché du portage salarial pourrait atteindre 3,5 milliards d'euros en France à l'horizon 2030 et plus de 8 milliards d'euros si la réglementation s'assouplit davantage.

Une année 2020 symbole d'un besoin de flexibilité et de sécurité

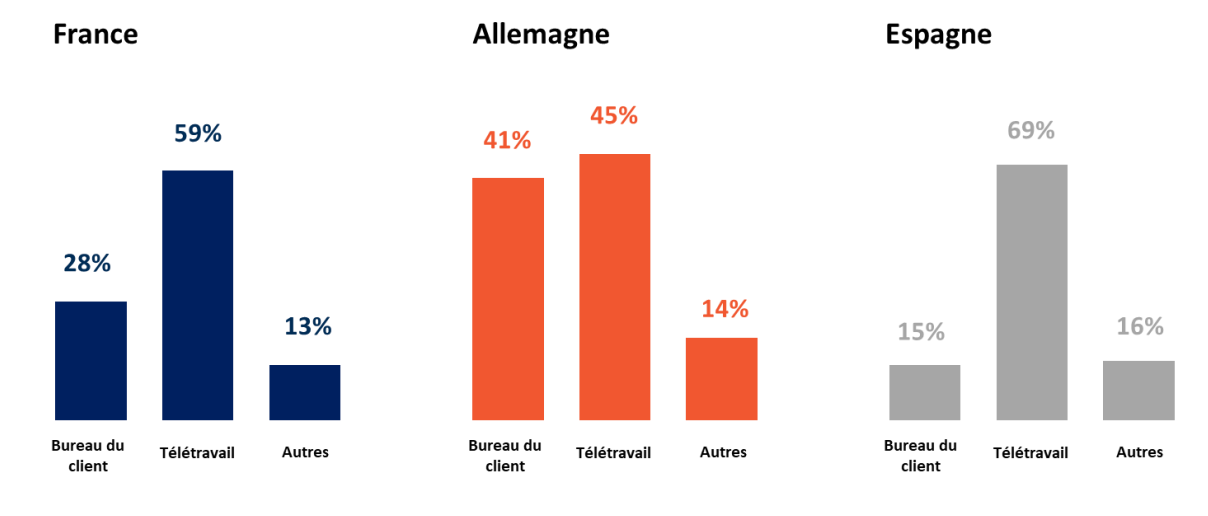
Si l'année 2020 fut compliquée pour la majorité des secteurs d'activité, dont ceux où freelance.com est exposé avec une baisse de plus de 20% pour le marché du portage salarial, elle a également montré un profond besoin de flexibilité pour les entreprises et de sécurité pour les employés.

L'apparition de la Covid-19 et les périodes de confinement décrétées par les différents gouvernements internationaux ont instauré un climat d'incertitude gelant un grand nombre d'embauches en CDI. Dans cet environnement, le recours aux travailleurs indépendants pour une durée ou un projet déterminé permet une continuité de l'activité sans mettre en danger son budget sur le long-terme. La crise sanitaire sera sans doute, une nouvelle fois, **une prise de conscience pour les entreprises** et devrait renforcer la tendance vers des organisations en réseaux ouverts composées d'écosystèmes d'individus et de talents collaborant sur des projets. Un exemple de cette tendance peut être Google : la société américaine employait 220 000 personnes en 2019 dont 54% de travailleurs indépendants.

Du côté des travailleurs, si la volatilité et les délais concernant les revenus ont toujours été un enjeu pour les freelances, c'est d'autant plus vrai en cas de retournement de la conjoncture. C'est alors que le portage salarial prend tout son sens. Si le marché du portage salarial fut en forte décroissance durant la crise sanitaire, attestant de la baisse de la demande de la part des entreprises, il n'en reste pas moins un statut conférant une sécurité importante. Au plus fort de la crise, **près de 40% des salariés portés ont bénéficié du chômage partiel**. L'année 2020 devrait donc soutenir la croissance observée sur ce marché depuis quelques années et permettre d'atteindre les prévisions du FEPS tablant sur un marché de 3,5 milliards d'euros, uniquement en France, d'ici 2030.

Enfin, 2020 fut également l'année de la démocratisation du télétravail : plus de 44% des salariés ont travaillé depuis leur domicile en Europe depuis le début de la crise sanitaire (environ 41% en France), un taux qui se situait à 16% en 2019. Cependant, le télétravail n'est pas un phénomène nouveau, il se développe fortement depuis plus d'une décennie. Une corrélation évidente peut être établie avec l'essor du nombre de travailleurs indépendants étant donné que le domicile est le lieu de travail le plus utilisé au sein des freelances.

Lieu de travail pour les freelances en France, Allemagne et Espagne



Source : Malt x BCG – Freelancing in Europe 2021

Tout comme le télétravail, les sentiments de liberté et d'indépendance procurés par ce mode de travail pourraient tenter les salariés aux joies du freelancing. Selon une étude réalisée par Forbes, 80% des travailleurs interrogés aux États-Unis seraient prêts à refuser un emploi si le télétravail n'en faisait pas partie et **50% des télétravailleurs prévoiraient de devenir leur propre patron à l'avenir**. Tout comme le développement du nombre d'indépendants, l'engouement pour le télétravail ne devrait pas se stopper de sitôt puisqu'une hausse de 30% de la demande de télétravail est anticipée à l'horizon 2030 suite à l'entrée d'une grande partie de la génération Z sur le marché du travail.

Un marché dynamique et encore très fragmenté

Il existe aujourd'hui une multitude de plateformes dédiées au freelancing (voir annexe). Chacune d'entre elles essaye de se démarquer par son offre, avec des services connexes à l'image de Freelance.com, ou bien par une spécificité sur le domaine d'activité. Parmi toutes ces plateformes, seulement 3 aujourd'hui sont cotées dont 2 aux États-Unis :

Société	Cotation	CA 2020	Market Cap
	NYSE	166M€	6,2Mds€
	NASDAQ	327M€	5,3Mds€
	ASX	35,5M€	217M€

Si ce marché est aujourd'hui encore très fragmenté, il y a fort à parier que nous assisterons à une consolidation dans les prochaines années. Un phénomène semblable à celui observé sur le marché de l'intérim il y a quelques années, cousin de celui du freelancing, qui a donné naissance à trois mastodontes : Randstad, Adecco et Manpower accompagnés de quelques poursuivants de taille bien inférieure.

C'est dans cette logique de consolidation que le marché est très dynamique, notamment en France où nous avons identifié 3 concurrents non-cotés : Malt, Crème de la Crème et Comet. Malt qui semble être le plus gros de ces 3 concurrents a réalisé une levée de fonds de plus de 80 millions d'euros en juin 2021, suivant une levée de 25 millions en 2019, avec pour objectif de financer la croissance externe de l'entreprise et en particulier son développement en Europe. Les deux autres acteurs, Crème de la Crème et Comet, ont quant à eux fait l'objet de levée de fonds de 3M€ et 11M€ respectivement en 2018.

Freelance.com n'est pas en reste dans ce mouvement de consolidation du marché français et européen avec les acquisitions très structurantes d'INOP'S et Helvetic Payroll en 2020 et 2021, complétées par deux plus petites acquisitions en 2021 avec Coworkees et TMC France.

A nos yeux, Freelance.com se différencie par son offre à destination des entreprises et notamment des grands comptes (gestion et compliance des sous-traitants, réalisation de projet, formation, internationalisation) qui représente également un potentiel de cross-selling important. Pris un par un, il est possible de trouver plusieurs acteurs offrant les mêmes services, en revanche aucun propose l'ensemble de ces services dans une même offre.

V. Perspectives financières

Un mix entre croissance organique et croissance externe efficace

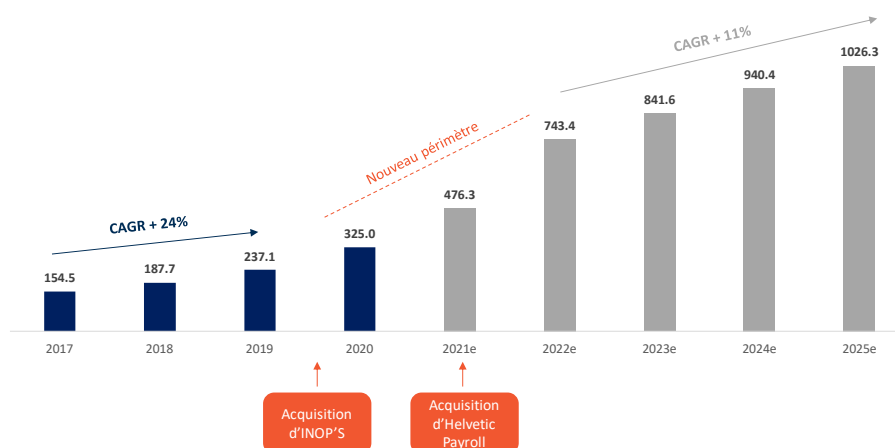
Profitant des marchés sur lesquels elle est positionnée, Freelance.com est en pleine phase d'hyper croissance avec un CA qui a plus que doublé sur les 4 derniers exercices, passant de 154M€ en 2017 à 325M€ en 2020, portée par un mix entre croissance organique *double-digit* et d'importantes opérations de croissance externe.

La croissance externe devrait continuer d'être dynamique sur les prochaines années pour Freelance.com. Disposant d'une offre complète, le groupe sait se montrer opportuniste sur le marché des fusions et acquisitions avec pour objectif :

- D'offrir de nouveaux services aux entreprises, c'est notamment le cas avec l'acquisition d'INOP'S en 2020 qui a permis au groupe d'ajouter à son offre, déjà complète, la réalisation de projets avec engagement de résultat à l'image des grandes ESN ;
- De compléter des propositions existantes, ce qui devrait notamment être le cas de l'acquisition d'Helvetic Payroll. Freelance.com a annoncé en mai 2021 l'entrée en négociation exclusive avec Helvetic, leader du portage salarial en Suisse et qui a réalisé un CA de 153M€ en 2020. L'acquisition devrait se finaliser dans les prochaines semaines. Avec des ampleurs moins conséquentes, les acquisitions de Coworkes et TMC France ont également permis de compléter les offres existantes à savoir le sourcing et la formation.

Concernant les prochains exercices, nos estimations se basent sur une croissance organique CAGR de 9,9% entre 2021 et 2025 protégée par : i) la pénétration de nouveaux grands comptes offrant un potentiel de cross-selling toujours plus grand ; ii) une croissance importante de l'activité sur un marché du portage salarial très dynamique. Ces hypothèses nous semblent prudentes compte tenu de l'historique de croissance et des prévisions que ce soit sur le marché global des indépendants ou celui du portage salarial. Pour ce qui est de la croissance externe, nous anticipons une finalisation de l'acquisition d'Helvetic Payroll d'ici la fin de l'année et consolidons l'entreprise suisse pour le mois de novembre et décembre de l'année 2021. **Ce nouveau périmètre devrait notamment permettre de dépasser le milliard d'euros en CA en 2025.**

Évolution historique et estimée du CA entre 2017 et 2025



Sources : Société, Midcap



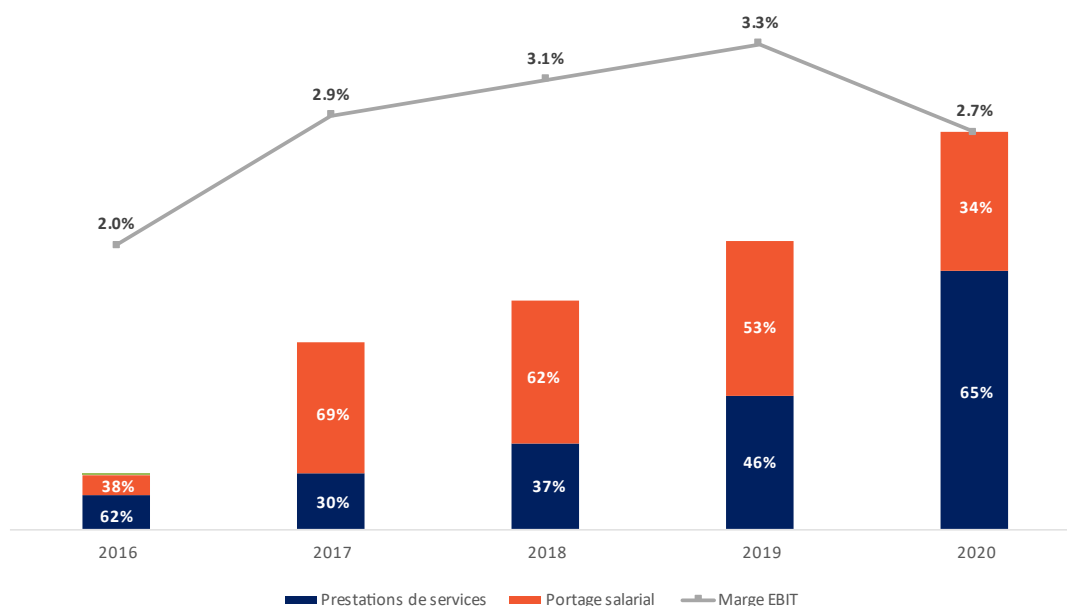
Une segmentation du CA volatile

Alors qu'on compte aujourd'hui 7 services dans l'offre que propose aujourd'hui Freelance.com, le CA est généré par trois pôles d'activité :

- Prestations de services, ce pôle englobe la quasi-totalité des prestations car on y retrouve le sourcing, la réalisation de projets, la gestion des sous-traitants ainsi que la formation.
- Portage salarial comportant ad'missions et sage
- Compliance et la plateforme Provigis

Alors que le pôle de prestations de services et celui de portage salarial génèrent plus de 99% des revenus du groupe, leur part dans le CA a fortement varié au fil des années entraînant également une certaine volatilité au niveau de la marge opérationnelle.

Évolution historique de la segmentation du CA et de la marge EBIT entre 2016 et 2020



Sources : Société, Midcap

Pour établir nos estimations sur les marges que pourrait réaliser le groupe sur les prochaines années nous avons établi des hypothèses sur les marges brutes de chaque service proposé par Freelance.com :

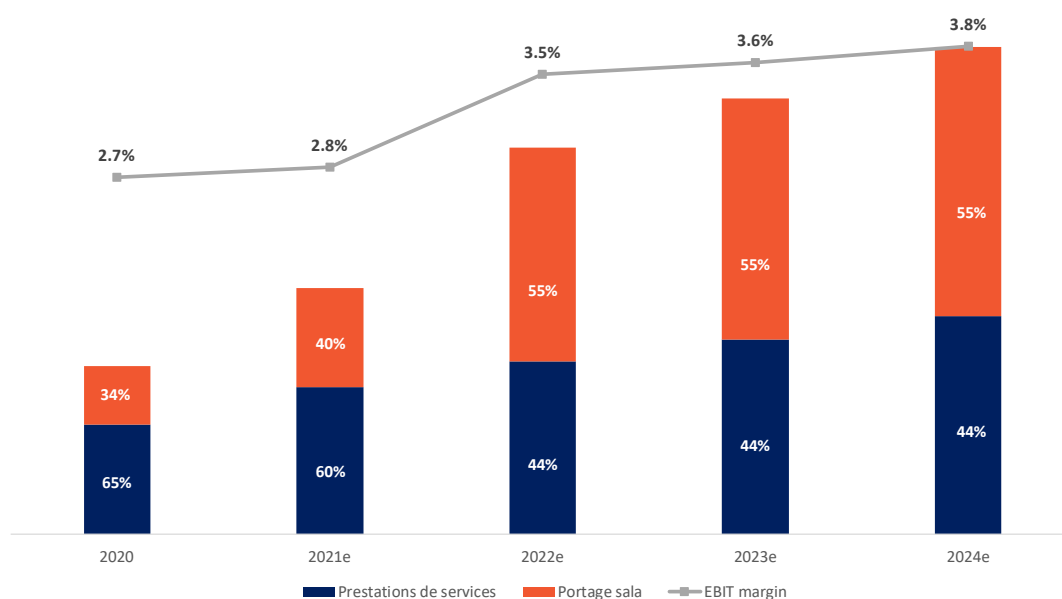
Services	Sourcing	Gestion sous-traitants	Conformité	Portage Salarial	Réalisation de projet	International
Marge brute	15%	5%	90%	10%	13%	20%

Cependant, le manque de segmentation au sein du pôle prestations de services rend compliquée la lecture de la marge effectuée sur ce pôle. L'activité de gestion des sous-traitants devrait être celle générant le plus de revenu, devant celle de sourcing qui présente une marge brute plus importante.

Cela semble se confirmer par le graphique ci-dessus, où l'on observe en 2020 une baisse marquée de la marge d'EBIT alors que le CA généré par l'activité de prestations de services croît de manière significative, passant de 46% à 65%.

Malgré le rachat d'Inop's, très relatif pour le pôle prestations de services avec une marge brute estimée à 13%, c'est bien le portage salarial qui devrait continuer d'être l'activité la mieux margée, profitant également d'une partie à l'export historiquement supérieure à 20%. Ce constat devrait s'accroître avec l'acquisition d'Helvetic Payroll, qui présente une marge brute supérieure aux 10% observés chez Freelance.com pour l'activité de portage salarial et dont le CA 2020 de 153M€ devrait faire plus que doubler la taille du pôle de portage salarial du groupe (112M€ en 2020).

Évolution estimée de la segmentation du CA et de la marge EBIT entre 2020 et 2024



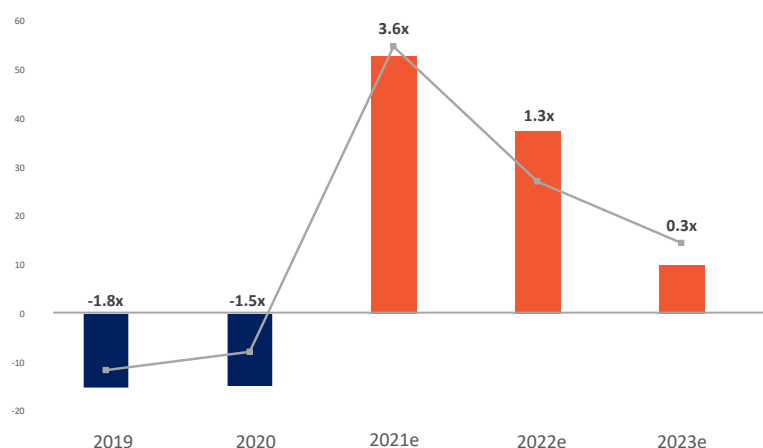
Source : Midcap

Une acquisition impactant la structure financière

Concernant la dette, alors que le groupe affichait une dette nette négative de 15M€, cette dernière devrait sensiblement augmenter au cours de l'exercice 2021 puisqu'une partie de l'acquisition d'Helvetic Payroll sera réglée en numéraire pour un montant de près de 88,5M€ (94M CHF) auxquels pourrait s'ajouter 5,5M€ (6M CHF) conditionnés au CA 2021 et payables en 2022. La partie de l'acquisition réglée en numéraire sera financée par emprunt bancaire qui aura pour principale conséquence de dégrader significativement la dette nette du groupe ainsi que son levier d'endettement sur le court terme.

Sans nouvelle acquisition, la croissance de l'activité et de la rentabilité portée par ce nouveau périmètre devrait lui permettre de diminuer sa dette nette ainsi que son levier d'endettement qui repasserait en dessous de 1 dans le courant de l'année 2023.

Évolution historique et estimée de la dette nette et du levier d'endettement entre 2019 et 2023



Source : Midcap

Un aspect dilutif à prendre en considération

Si une partie de l'acquisition d'Helvetic Payroll est financée par de la dette, une seconde partie se réalisera en actions. 7 500 000 actions nouvelles seront émises à destination des actionnaires d'Helvetic Payroll chacune assortie d'un BSA. Ces BSA, qui sont donc également au nombre de 7 500 000 présentent une parité de 5 BSA pour 1 action nouvelle Freelance.com amenant une dilution supplémentaire potentielle de 1 500 000 actions nouvelles. Ces BSA ont une échéance fixée au 31 décembre 2023 et comprennent un prix d'exercice (pour l'exercice de 5 BSA) de 5,996€ (cours au 01/11/2021 : 7,79€).

Au-delà des BSA liés à l'acquisition d'Helvetic Payroll, la fin d'année 2021 correspondra également à l'échéance de 10 548 984 obligations convertibles émises en 2016 entièrement souscrites par le groupe CBV. La parité étant de 1 obligation pour 1 nouvelle action freelance.com, et la valeur nominale de l'obligation étant de 1,05€ (vs cours au 21/09/2021 de 7,26€), 10 548 984 nouvelles actions devraient être créées le 22 décembre 2021.

Dilution potentielle au 22/12/2021 et 31/12/2023

Nombre d'action en circulation au 21/09/2021	37,459,685
Apport Helvetic Payroll	7,500,000
OCA 2016	10,548,984
Nombre d'action potentiel au 31/12/2021	55,508,669
BSA Helvetic Payroll 2021	1,500,000
Nombre d'action potentiel au 31/12/2023	57,008,669

Sources : Société, Midcap

Enfin, il existe également un plan d'attribution d'actions gratuites au profit des mandataires sociaux et salariés du groupe en fonction de l'atteinte d'objectifs de performance. Voté en 2017 et entré en vigueur en 2018, ce plan d'attribution s'étale sur 5 années soit jusqu'en 2023 et pourrait être à l'origine de 600 000 nouvelles actions chaque année. A titre d'exemple, AGA 2018 et AGA 2019 ont attribué respectivement 279 064 et 306 000 actions gratuites.

VI. Analyse extra-financière

Depuis l'année 2019, la raison d'être de Freelance place les enjeux ESG au cœur de sa mission. En franchissant ce nouveau pas, elle devient un acteur engagé et responsable qui s'attache à déployer cette ambition au quotidien à travers ses choix stratégiques ainsi que la mise en œuvre de sa politique RSE (Responsabilité sociale de l'entreprise) créatrice de valeur pour l'ensemble de ses parties prenantes. Freelance formalise ces enjeux à travers la réalisation d'une charte de responsabilité sociale et environnementale, définissant les objectifs, principes et codes de conduite à suivre pour atteindre ses ambitions de développement responsable. Cette charte est assortie d'engagements RSE ambitieux articulés autour de trois enjeux principaux :

- La protection de l'environnement à travers la lutte contre le changement climatique, la préservation des ressources naturelles et de la biodiversité et la sensibilisation des parties prenantes à l'importance des enjeux environnementaux ;
- Favoriser un cadre de travail stimulant dans le respect des normes de travail, en luttant contre la discrimination et améliorant le bien être des employés ;
- Collaboration avec des partenaires responsables qui répondent aux mêmes principes RSE adoptés par le groupe.

Environnement

La mission RSE du Groupe Freelance traduit sa volonté de s'inscrire dans le club des groupes responsables. La responsabilité environnementale constitue un pilier principal de la stratégie RSE du groupe. Cet engagement prend forme au travers la politique Green IT qui a pour objectif de limiter au maximum l'impact environnemental de l'ensemble des activités du groupe, notamment par l'utilisation responsable des ressources naturelles, réduction des impressions en papier, minimiser la consommation d'énergie du groupe à travers la mise en veille des équipements informatiques après un temps de 10 minutes d'inactivité ainsi que l'incitation des collaborateurs à se désabonner des newsletters.

Enfin, pour s'engager de manière transparente en matière d'actions climatiques, Freelance.com s'engage à son tour dans une transition bas carbone ; ceci se passe à travers une minimisation des déplacements au bureau grâce à la mise en place d'un système de télétravail permettant de réduire l'impact carbone de l'entreprise sur l'environnement. De plus, le groupe incite de manière intuitive ses collaborateurs à réduire les émissions liées à leurs déplacements domicile-travail et les encourage à privilégier l'usage des transports en commun en prenant en charge 50 % des frais de transport.

Cependant, le groupe ne met pas en place des KPI's permettant le suivi de l'évolution de ses performances en matière environnementale. Ceci implique une absence d'une analyse approfondie et comparative avec les peers du secteur.

Social

Freelance.com accorde une attention particulière aux relations avec ses collaborateurs, veille sur leur sécurité et sur l'application d'une politique d'emploi durable et attractive. Bien être, flexibilité et égalité sont au service de l'ambition du groupe.

Le groupe estime que le pilier social est l'un des volets les plus important à développer dans sa stratégie d'entreprise responsable. Plusieurs indicateurs ont été mis en place pour permettre une description pertinente des performances sociales de l'entreprises.

Freelance.com affiche une politique de gestion des ressources humaines ambitieuse. Elle se fonde sur le développement des expertises, la création d'un cadre de travail collaboratif et stimulant, la garantie d'un bon équilibre entre vie professionnelle et vie privée et le développement de la diversité. L'objectif étant d'attirer les meilleurs talents et de garantir la performance de l'entreprise.

- Garantir une bonne gestion des compétences

Dans un environnement concurrentiel, le groupe s'attache à offrir un parcours professionnel motivant et évolutif à l'ensemble de ses collaborateurs. Ceci passe à travers la formation qui fait partie intégrante de la politique RH visant à assurer le développement et le maintien des compétences des collaborateurs à la bonne tenue des postes et responsabilités, à la sécurité au travail et au développement professionnel.

Le groupe encourage chacun de ses collaborateurs à être acteur de son développement en leur proposant une multitude de formations et certifications dans plusieurs domaines (services, communications, formation générale, comportement et relationnelles, responsabilité environnementale...) afin que l'entreprise puisse disposer d'équipes engagées ainsi que des meilleures expertises jugées indispensables au développement des activités du groupe et à l'atteinte de ses objectifs de performance.

Indicateurs de suivi de performance

Spécialité de formation	Nombre de stagiaires formés	Nombre total d'heures de formation
Capacités comportementales et relationnelles	743	11240
Spécialités plurivalentes des services	653	16593
Spécialités plurivalentes de communication	338	5286
Formation générales	79	8103
Autres spécialités	7390	155694

Source : entreprise

- Egalité des chances

Porteur de valeurs d'équité et de responsabilité, le groupe agit afin d'être un acteur exemplaire et pionnier en matière d'innovation sociale. Offrir les mêmes chances d'épanouissement et de réussite professionnelle à tous les collaborateurs, en s'appuyant sur la richesse et la diversité de leurs profils est un engagement prioritaire du groupe.

La politique du groupe sur les droits de l'homme est claire : garantir une égalité des chances entre les collaborateurs et assurer le respect et la diversité des opinions. Cette politique de non-discrimination se traduit par la mise en place d'un plan d'action qui encadre tout le processus de la gestion des ressources humaines telles que l'embauche, la formation, l'avancement ou encore la promotion professionnelle.

En matière de recrutement, le groupe privilégie la diversité des profils. Un plan d'actions renforcé a été mis en place pour garantir une diversité et égalité des chances ainsi que l'amélioration continue des conditions de travail tant aux nouveaux embauchés qu'aux anciens collaborateurs. Ceci est marqué par l'évolution de la part des collaboratrices dans l'effectif total (58% en 2020 vs 56% en 2019). En parallèle, Freelance.com est mobilisé en faveur de l'inclusion professionnelle des personnes handicapées en leur

accordant une attention particulière afin de faciliter leur insertion (approvisionnement en fournitures bureautiques adaptées aux personnes à mobilité réduite ...)

Indicateurs de suivi de performance

Année	Hommes	Femmes
2020	59	82
2019	49	63

Age	-25	25 à 29	30 à 34	35 à 39	40 à 44	45 à 49	50 +	Total
2020	18	25	33	21	12	15	17	141
2019	17	25	25	10	14	12	9	112

Année	Embauches	Licenciements
2020	27	0
2019	36	0

Source : Entreprise

- Organisation du travail, santé et sécurité

Freelance.com évolue dans un environnement où la santé et la sécurité sont des enjeux majeurs pour réussir la politique RSE. L'entreprise s'engage à garantir un espace de travail respectant les normes de santé et sécurité et plus spécifiquement dans un contexte marqué par la crise sanitaire afin de réduire les risques :

- Des signalisations, extincteurs plans et consignes de sécurité sont présentes dans l'ensemble du périmètre du groupe ;
- Vérification périodique des installations électriques et limitation du contact avec les produits dangereux.

La moyenne d'heures de travail des collaborateurs par semaines est 36h et 30 minutes réparties sur les jours de la semaine. Les employés disposent de huit jours de repos RTT accordés annuellement ainsi que d'une gamme d'avantages et services :

- Remboursement de 50 % du prix du titre de transport ;
- 70 % des cotisations de la mutuelle sont prises en charge par l'entreprise
- Mise à disposition d'une prime de congé afin de faciliter le départ en vacances des collaborateurs ;
- Prise en charge des frais de participation à des activités extra-professionnelles.

Indicateur de suivi de performance

Année	Taux d'absentéisme	Nombre d'accident
2020	4.86%	1
2019	4.24%	5

Source : Entreprise

Gouvernance

S'agissant de la gouvernance et en référence à l'article L.225-37 du code de commerce, l'entreprise a mis en place un rapport des principes de gouvernement d'entreprise mis en œuvre par le groupe.

- Composition et structure du conseil d'administration

La direction générale de Freelance.com est assurée par Monsieur Sylvestre Blavet, qui cumule ses fonctions avec celles de président du CA. Cette unicité des fonctions de directeur général et président du conseil d'administration a été confirmée lors du conseil d'administration en date du 17 et 18 décembre 2018.

L'entreprise est administrée par un conseil d'administration composé de six membres comme suit :

- Sylvestre Blavet, Président directeur général (avec une rémunération annuelle brute de 198 000 €) ;
- Yassir Khalid, Administrateur ;
- Mohamed Benboubker, Administrateur ;
- Olivier Martin, Administrateur ;
- Jérôme Teissier, Administrateur ;
- Claude Tempe, Administrateur.

A ce niveau, on remarque une indépendance quasiment nulle du conseil d'administration ainsi qu'une absence de l'égalité de genre dans la composition du conseil d'administration. Le faible niveau de publication par rapport à l'indépendance du conseil d'administration ainsi que l'absence de femmes dans la composition du conseil d'administration ne s'alignent pas avec les ambitions de l'entreprise ainsi que les bonnes pratiques de gouvernance. Ces points représentent donc des axes d'amélioration importants pour le groupe.

- Conventions réglementées

Conformément aux articles L.225-38, l'entreprise communique publiquement l'état des conventions réglementées autorisées par son conseil d'administration au cours de l'année fiscale concernée. Pour l'exercice du 31 décembre 2020 les conventions concernées sont les suivantes :

- **Convention de domiciliation de bureaux sis au n° 254 rue du Faubourg Saint Honoré à Paris**, conclue le 18/12/2018 et autorisée par le Conseil d'administration lors de sa réunion du 18 décembre 2018 avec l'entreprise « Groupe CBV Ingénierie ». L'administrateur en commun concerné est Sylvestre Blavet, représentant de Cour du Moulin, Président de Groupe CBV Ingénierie et Président du Conseil d'administration de Freelance.com. Le montant total de la transaction s'élève à 111 675.60 € pour l'année 2020, dont 55 837.80 € refacturé à CBV.
- **Contrat de prestation de service**, conclut le 11 septembre 2019 et autorisé par le Conseil d'administration lors de sa réunion du 26 juillet 2019 avec l'entreprise JOHLO SARL. L'administrateur en commun concerné est Claude Tempe, gérant de l'entreprise et administrateur de Freelance.com. Le montant total de la transaction s'élève à 126 568 € pour l'année 2020, dont 6 568 € remboursent de frais.
- **Contrat de prestation de service**, conclut le 03 juillet 2020 et autorisé par le Conseil d'administration lors de sa réunion du 02 juillet 2020 avec l'entreprise TEESI. L'administrateur en commun concerné est Laurent Levy, gérant de l'entreprise et administrateur de Freelance.com. Le montant total de la transaction s'élève à 146 000 € pour l'année 2020.

VII. Valorisation

Pour notre approche de valorisation, nous avons décidé de baser notre modèle sur la méthode des DCF. Le manque d'acteur côté sur ce marché ne nous permet pas d'inclure une approche par comparables boursiers. En revanche, nous présenterons à titre indicatif les multiples de valorisation des sociétés cotées que nous avons identifiées.

Méthode d'actualisation des FCF

Pour cette approche, nous retenons les hypothèses suivantes :

Flux normatifs

- Une croissance du CA de 21% CAGR entre 2021 et 2025 (dont 9,9% à périmètre 2020 constant) notamment tirée par l'acquisition d'INOP'S et surtout d'Helvetic Payroll. Nous faisons ensuite tendre la croissance du CA vers 3,5% en 2030.
- Une marge EBITDA et EBIT de 4,5% et 4,3% en 2030.
- Un taux d'imposition normalisé de 22% après 2021, en tenant compte de la forte part de l'activité basée en Suisse après l'acquisition d'Helvetic Payroll.
- Un niveau de BFR toujours négatif que nous faisons tendre vers -1,5% du CA en 2030.

Taux d'actualisation

- Un taux sans risque de 0,0239% (OAT à 10 ans au 21/10/2021)
- Une prime de risque equity de 6,9%
- Un bêta de 0,96 intégrant un financement à 84% en equity et 16% en dette (pour un coût de la dette de 3,1%).
- Une prime de taille, de liquidité et de risque spécifique de 2%
- **Un taux de croissance à l'infini de 2%** justifié par une tendance du freelancing qui devrait continuer de s'accélérer avec l'entrée sur le marché du travail des futures générations et l'exposition du groupe aux métiers du numérique et à la digitalisation des entreprises.
- **Un WACC de 7,8%**

Scénario de DCF

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
CA	476.3	743.4	841.6	940.4	1,026.3	1,108.5	1,184.9	1,253.1	1,311.1	1,356.9
% var	46.6%	56.1%	13.2%	11.7%	9.1%	8.0%	6.9%	5.8%	4.6%	3.5%
EBITDA	14.7	28.0	32.7	38.1	42.3	46.6	50.7	54.5	58.0	61.1
% var		89.9%	17.0%	16.4%	11.2%	10.0%	8.8%	7.6%	6.4%	5.3%
% revenue	3.1%	3.8%	3.9%	4.0%	4.1%	4.2%	4.3%	4.3%	4.4%	4.5%
D&A	1.2	1.7	2.2	2.8	3.3	3.4	3.5	3.4	3.2	3.2
% revenue	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
ROC	13.5	26.3	30.5	35.3	39.0	43.1	47.2	51.1	54.8	57.9
% revenue	2.8%	3.5%	3.6%	3.8%	3.8%	3.9%	4.0%	4.1%	4.2%	4.3%
Impôt	-2.2	-5.8	-6.7	-7.7	-8.5	-9.4	-10.2	-11.1	-11.9	-12.6
Tax rate	16.4%	22.1%	21.9%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%
D&A	1.2	1.7	2.2	2.8	3.3	3.4	3.5	3.4	3.2	3.2
CAPEX	-2.9	-3.0	-3.4	-3.8	-4.1	-3.3	-3.1	-3.1	-3.1	-3.2
% revenue	-0.6%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
Variation BFR	5.9	0.7	-8.2	-3.2	0.7	1.5	2.3	3.1	3.8	4.5
% revenue	1.2%	0.1%	-1.0%	-0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
FCF	3.8	18.5	30.9	29.9	29.0	32.4	35.0	37.2	39.1	40.8
Discounted FCF	3.8	17.1	26.4	23.7	21.4	22.1	22.2	21.9	21.4	20.7

Source : Midcap

Si le capital social de l'entreprise est aujourd'hui composé de 37,5M d'actions, **nous avons décidé de prendre en compte l'importante dilution** qui devrait avoir lieu en cette fin d'année. Une partie de cette dilution est liée aux OCA de 2016 présentant une parité de 1 obligation pour 1 action, le nombre d'actions nouvelles atteindrait donc 10 548 984. Pour rappel, la valeur nominale de chaque obligation est de 1,05€. Nous prenons également en compte la dilution liée à l'acquisition d'Helvetic Payroll soit les 7 500 000 nouvelles actions ainsi que les 1 500 000 actions potentiellement créées en cas d'exercice des BSA. En contrepartie de cette dilution, nous ajustons la dette nette avec le montant qui sera perçu suivant l'exercice des BSA soit 8,99M€ (prix d'exercice de 5,996€) actualisé au même taux que notre WACC ce qui nous donne 7,74M€. Pour rappel, l'exercice de ces BSA est fixé au 31 décembre 2023.

Synthèse DCF fully diluted et analyse de sensibilité

Synthèse	
Somme FCF actualisés	200.7
VT actualisée	366.7
Enterprise Value	567.4
Dette nette	52.8
Exercice BSA 2023	-7.7
Provisions	1.4
Minoritaires	1.8
Equity Value	519.2
Nb actions	57.0
Valeur/titre	9.1

		Sensitivity table				
Price		WACC				
		6.8%	7.3%	7.8%	8.3%	8.8%
Perpetuity growth rate	1.0%	9.8	8.9	8.1	7.4	6.4
	1.5%	10.5	9.4	8.6	7.8	6.6
	2.0%	11.3	10.1	9.1	8.3	6.9
	2.5%	12.4	10.9	9.8	8.8	7.3
	3.0%	13.7	11.9	10.5	9.4	7.7

Source : Midcap

Méthode des comparables boursiers (non retenue)

Voici les trois acteurs cotés dans le domaine du freelancing :

- **Fiverr** (capitalisation boursière : 6,2Mds€ - CA de 166M€ en 2020). Fiverr International Ltd est une plateforme israélienne qui met en relation des entreprises et des indépendants offrant des services numériques dans plus de 200 catégories, dans plus de sept secteurs verticaux, notamment le graphisme, le marketing numérique, la programmation, la vidéo et l'animation.
- **Upwork** (capitalisation boursière : 5,3Mds€ - CA de 327M€ en 2020). Upwork est une plateforme américaine permettant d'embaucher, de gérer et de payer des travaux réalisés par des indépendants qu'ils soient développeurs, concepteurs, rédacteurs, spécialistes du marketing etc.
- **Freelancer** (capitalisation boursière : 217M€ - CA de 35,5M€). Freelancer est une plateforme de freelancing australienne dont l'activité principale est la fourniture d'une marketplace pour les freelancing et le crowdsourcing. La société met en relation des entreprises et des indépendants dans plus de 247 pays faisant d'elle la plus grosse plateforme de freelancing.

Notre choix de ne pas retenir cette méthode de valorisation repose sur trois principales raisons :

- Le manque d'acteur coté, seulement trois dont un faisant l'objet d'aucun suivi (Freelancer)
- La possibilité de ne retenir qu'un seul multiple (EV/Sales) compte tenu du fait que ces trois acteurs ne sont pas rentables

- Les différences au sein de chaque business model qu'elles soient géographiques (les trois sociétés adressent une grande partie du marché international) ou technologiques (plateforme sous forme de marketplace, services de paiements etc.)

A titre indicatif, nous présentons les multiples de valorisation de ces trois sociétés, des multiples très éloignés de ceux de Freelance.com expliqués en partie par les raisons énoncées ci-dessus.

Multiples des sociétés comparables

Sociétés	Market Cap.	VE/CA			VE/EBIT			P/E		
		2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e
Fiverr	5,447	32.7x	21.9x	16.7x	-	-	-	-	-	-
Upwork	5,379	10.6x	12.4x	9.9x	-	-	-	-	-	-
Freelancer	219	3.6x	n.a	n.a	-	-	-	-	-	-
Freelance.com	378.3	0.6x	0.7x	0.5x	21.8x	26.3x	12.7x	18.6x	30.1x	16.1x

Source : Midcap

VIII. Management

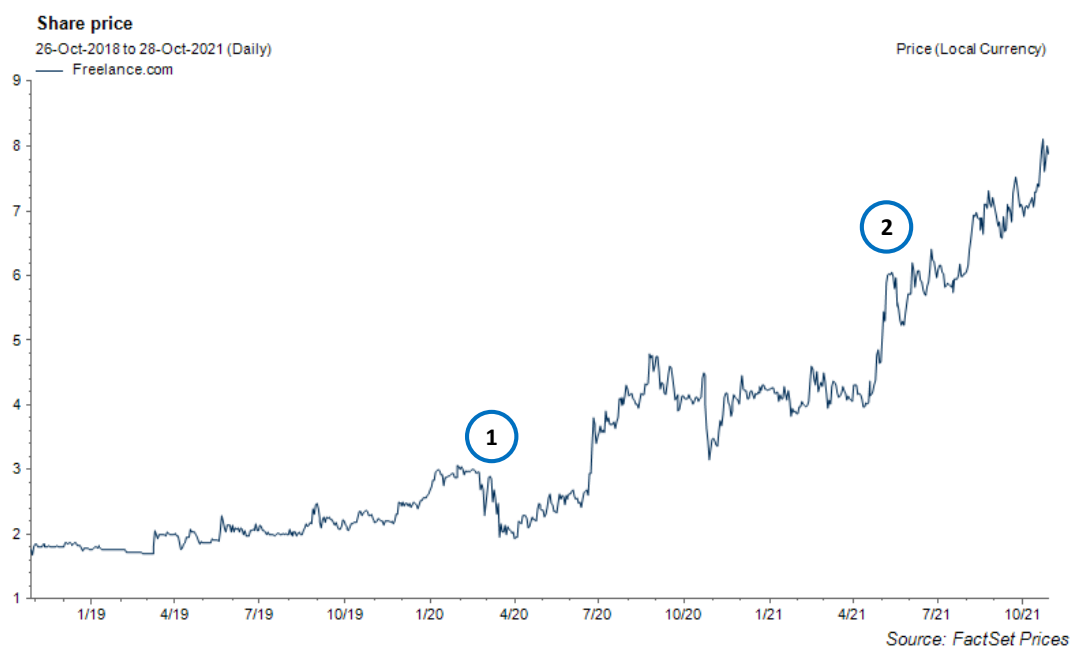
Membres	Description
	Laurent Levy, Directeur Général Délégué Fort de 25 années d'expérience dans le numérique, Laurent Levy est intervenu auprès des plus grandes entreprises internationales du secteur de la prestation intellectuelle. Gravitant pendant plus de 15 ans autour de grandes ESN comme Steria, Transiciel, Capgemini et Atos Origin, il est également le fondateur et manager du centre européen de la sécurité pour le groupe Capgemini pendant 5 ans. Par ailleurs, il organise et dirige la mise en œuvre d'activités à très forte croissance en tant que Directeur France et membre de comité de direction de grandes filiales de groupes internationaux. Enfin, en 2009 il fonde le groupe INOP'S qui se rapproche du groupe Freelance.com en juin 2020.
	Claude Tempé, Vice-Président – Senior Advisor – Porte-parole Claude Tempé est diplômé de l'Université Paris Dauphine et détenteur d'un DEES de mathématiques appliquées. Il dispose d'une forte connaissance des domaines du conseil et du numérique grâce à ses différentes expériences. Claude Tempé débute sa carrière chez EY avant de créer sa propre société de conseil en 2000 (CARTEM) rachetée en 2003 par le groupe ALTI dont il deviendra Directeur Général Adjoint. Il rejoint Freelance.com en 2015 en tant que DG et donne un nouvel élan au groupe. En 2018 il quitte sa position de DG et endosse les rôles de Vice-Président, Senior Advisor et Porte-parole du groupe.
	Florent Canetti, Directeur Administratif et Financier Florent Canetti est diplômé de l'Emlyon et d'Aix-Marseille III en Mathématiques Appliquées aux Sciences Sociales et titulaire d'un DU droit des entreprises en difficulté de Paris 1 Panthéon-Sorbonne. Il a rejoint le groupe Freelance.com en tant que Directeur Financier France en 2018 après plus de 15 ans d'expérience au sein de différentes directions financières de sociétés industrielles, startups ou d'ONG.
	Mohamed Benboubker, Directeur de Freelance.com Maroc Ingénieur de formation, Mohamed a travaillé chez Procter&Gamble dans le marketing avant de rejoindre le Groupe Unilever en tant que contrôleur de gestion. En 2000, Il crée la filiale Marocaine de Freelance.com spécialisée dans la régie IT et depuis 2010, il a développé de nouvelles activités d'interim et de recrutement au sein du Groupe.
	Bernard Rozinthe, Directeur SAGE SA Diplômé de l'INSA Toulouse, en Génie énergétique, Bernard ROZINTHE a pendant plus de 30 ans, développé des centres de profits dans les services aux entreprises en milieu nucléaire et différents secteurs industriels que ce soit en France comme à l'international. Il a ensuite eu une expérience dans les projets d'aménagement et la gestion d'établissements hôteliers. Il a intégré le groupe CBV dès fin 2009 en prenant la direction de la filiale dédiée aux missions internationales du groupe Freelance – SAGE SA. Il a développé l'activité internationale depuis le bureau de Genève, à travers 2 nouvelles entités ADMISSIONS CH et ERGONOS Consulting, incorporées au groupe en 2016. Depuis cette entité suisse, sont gérés les entités incorporées et le réseau de partenaires en Europe, Moyen Orient, Afrique, Asie, Pacifique et Amérique du

IX. Annexes

	Fiverr International Ltd est une plateforme israélienne qui met en relation des entreprises et des indépendants offrant des services numériques dans plus de 200 catégories, dans plus de sept secteurs verticaux, notamment le graphisme, le marketing numérique, la programmation, la vidéo et l'animation.
	Upwork est une plateforme américaine permettant d'embaucher, de gérer et de payer des travaux réalisés par des indépendants qu'ils soient développeurs, concepteurs, rédacteurs, spécialistes du marketing etc.
	Freelancer est une plateforme de freelancing australienne dont l'activité principale est la fourniture d'une marketplace pour les freelancing et le crowdsourcing. La société met en relation des entreprises et des indépendants dans plus de 247 pays faisant d'elle la plus grosse plateforme de freelancing. Au-delà de sa marketplace, la société propose également un service de paiement.
	Malt est une société française non-cotée, dont l'activité principale est la mise en relation des freelances avec les entreprises clientes à travers une marketplace principalement en France et en Europe.
	Créée en 2015, Crème de la Crème est une des plateformes la plus sélectives en matière de freelances puisque seulement 10% des candidatures sont retenues, ces 10% représentant donc la Crème de la Crème.
	Fondée en 2016, Comet est une plateforme française mettant en relation des freelances aux profils Tech/Data avec les grands groupes.
	PeoplePerHour est une société basée au Royaume-Uni et fondée en 2007. Elle met en relation plus de trois millions de travailleurs indépendants, offrant jusqu'à 8800 compétences aux entreprises dans le monde entier.
	Toptal, fondée en 2010, est une société mondiale à distance qui fournit une plate-forme en ligne indépendante sans siège sociale. Elle connecte les entreprises avec des indépendants ingénieurs logiciels, concepteurs, experts financiers et chefs de produit / projet.
	Guru est un marché indépendant fondé en 1998 à Pittsburgh sous le nom d'eMoonlighter.com. Il permet aux entreprises de trouver des indépendant pour des travaux sur commande dans des domaines tels que le Programming, le design & art, l'écriture / traduction, ...
	DesignCrowd est une plateforme de crowdsourcing en ligne fondée en 2007 à Sydney, Australie. Elle met en relation des entreprises à des indépendants spécialisé dans le design et graphisme sur mesure en proposant des services de web design, création de logo, t-shirt, carte de visite, etc.
	Avec plus de 20 ans d'expériences dans son domaine, Nexxt propose une suite de solutions personnalisables et la technologie pour toute

	entreprise cherchant à trouver les meilleurs talents indépendants afin de se développer.
	TaskRabbit est un marché en ligne américain fondée en 2008 qui met en relation des travailleurs indépendants aux demandes locales. Il permet aux clients d'obtenir de l'aide immédiate dans des tâches quotidiennes telles que le ménage, les déplacements, livraisons, bricolages, etc.
	Crowdspring est un marché en ligne pour les services créatifs externalisés fondé en 2007. Il est considéré comme le marché de design graphique, incluant du design de logo et de site web le plus sécurisé au monde.
	Writeraccess est une plateforme de création de contenu créée en 2000 aux États-Unis offrant le talent, les outils et la formation nécessaire aux clients pour faire évoluer leur agence et maîtriser le marketing de leur contenu.
	99Designs est une place de marché pour le design graphique fondée en 2008 à Melbourne, Australie et son siège se situe à San Francisco. Ils mettent des clients en relation avec des experts créatifs indépendants venant du monde entier pour les aider à monter leur marque à travers du design customisé et mémorable.
	Catalant est une place de marché indépendante fondée en 2013 à Boston, Massachusetts. Elle utilise un algorithme d'apprentissage automatique pour recommander des consultants indépendants dont les compétences et l'expertise sont nécessaires pour les projets du client.
	DesignHill est une plateforme en ligne de crowdsourcing fondée en 2014 avec un siège social à Washington. Elle organise des concours de conception hautement interactifs et propose des services de conceptions graphiques afin de répondre aux demandes des clients.
	Skyword met en relation des écrivains, graphistes, vidéastes, photographes et autre créatifs fonctionnels avec des marques de premier plan cherchant à se connecter avec leur publique grâce à la meilleur narration possible.
	Bark est un marché de services leader mondial, fondé en 2014. Il accompagne ses clients pour trouver des professionnels indépendants dans de nombreux domaines tels que le jardinage, la santé, l'organisation de mariages et d'événements, mais aussi de services aux entreprises.
	Gigster est un site web fondé à San Francisco, Californie, qui permet aux utilisateurs de créer à la demande du client des projets technologiques.

X. Données boursières



DONNEES BOURSIERES

Volumes moyens journaliers (k titres)		Performance du titre	
3 mois	27.6	Plus haut 12 mois	8.1
6 mois	27.1	Plus bas 12 mois	3.1
1 an	26.7	Perf YTD	85.8%
3 ans	19.2		

① Acquisition INOP'S

② Acquisition Helvetic Payroll

XI. Données financières (1/2)

Compte de résultat (M€)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Chiffre d'affaires consolidé	187.7	237.1	325.0	476.3	743.4	841.6
Evolution	n.a	26.3%	37.1%	46.6%	56.1%	13.2%
Marge brute estimée	43.7	34.8	39.3	60.9	98.5	112.4
% du CA	23.3%	14.7%	12.1%	12.8%	13.3%	13.4%
Autres achats et charges externes	-76.6	-113.1	-208.6	-317.8	-512.6	-595.9
Charges de personnel	-103.1	-113.1	-103.3	-138.6	-193.9	-203.0
Impôts et taxes	-2.9	-2.8	-3.3	-4.8	-7.2	-8.1
Autres produits et charges	0.9	0.2	0.0	-0.4	-1.3	-1.6
EBITDA	6.0	8.4	9.9	14.7	28.4	32.9
% du CA	3.2%	3.5%	3.0%	3.1%	3.8%	3.9%
Dotations nettes aux amortissements & aux provisions	0.2	0.5	0.9	1.2	1.7	2.2
ROC	5.8	7.8	8.9	13.5	26.7	30.7
% de CA	3.1%	3.3%	2.7%	2.8%	3.6%	3.7%
Résultat financier	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
Résultat exceptionnel	0.4	-0.2	1.2	0.0	0.0	0.0
Impôt sur les bénéfices	-1.0	-1.0	-0.6	-2.2	-5.8	-6.7
Taux d'IS	17.9%	14.8%	6.0%	16.4%	22.1%	21.9%
Intérêts minoritaires	0.0	0.0	0.5	0.6	1.2	1.4
RNPG	4.5	5.9	8.3	10.0	19.0	21.9
Bilan (M€)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Goodwill	35.7	35.7	48.6	188.0	188.0	188.0
Immobilisations corp. et incorp.	3.1	3.6	4.6	7.7	11.4	15.2
Autres actifs LT	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
Impôt différés	0.0	0.0	0.9	0.9	0.9	0.9
Actifs circulants	49.1	63.1	97.9	131.7	197.4	218.4
Trésorerie	20.3	26.6	53.3	66.7	82.1	109.6
Compte de régularisation	0.4	0.5	1.3	1.3	1.3	1.3
Actifs	109.9	130.8	208.1	397.8	482.6	534.9
Capitaux propres pdg	33.5	39.7	47.8	116.1	134.7	156.4
Minoritaires	0.0	0.0	1.2	1.8	3.0	4.4
Provisions pour risques et charges	1.6	1.1	1.4	1.4	1.4	1.4
Dettes financières	11.4	11.5	38.5	119.5	119.5	119.5
Passifs circulants	62.4	77.6	117.5	157.2	222.2	251.5
Compte de régularisation	0.9	0.8	1.8	1.8	1.8	1.8
Passifs	109.9	130.8	208.1	397.8	482.6	534.9
Tableau de flux (M€)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Marge brute d'autofinancement	3.8	6.1	8.1	10.4	19.1	22.6
ΔBFR	-3.8	1.0	1.9	5.9	-0.7	8.2
Cash flow généré par l'activité	0.0	7.1	10.0	16.2	18.4	30.8
Acquisition d'immo incorporelles et corporelles	-1.5	-1.3	-2.0	-2.9	-3.0	-3.4
FCF	-1.6	5.8	8.0	13.4	15.4	27.5
Cession d'immobilisations corp et incorp.	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Incidence de périmètre	0.0	0.0	-7.9	-92.0	0.0	0.0
Apport en nature	0.0	0.0	0.0	-47.4	0.0	0.0
Cash flow liés aux investissements	-1.4	-1.2	-9.9	-142.2	-3.0	-3.4
Variation d'emprunts	-1.5	0.0	26.7	81.0	0.0	0.0
Intérêts versés	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Autres flux de financement	3.9	0.0	0.0	58.4	0.0	0.0
Cash flow liés aux opé de financement	2.5	0.0	26.7	139.4	0.0	0.0
Variation de change	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Variation de cash sur l'année	1.0	6.0	26.8	13.4	15.4	27.5

Source : Société - Midcap Partners

XII. Données financières (2/2)

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Evolution du CA	21.5%	26.3%	37.1%	46.6%	56.1%	13.2%
Marge brute estimée	23.3%	14.7%	12.1%	12.8%	13.3%	13.4%
Marge EBITDA	3.2%	3.5%	3.0%	3.1%	3.8%	3.9%
Marge EBIT	3.1%	3.3%	2.7%	2.8%	3.5%	3.6%
Marge Nette	2.4%	2.5%	2.7%	2.2%	2.7%	2.7%
Bénéfice net par action	0.13	0.16	0.23	0.28	0.41	0.48
Dividende par action	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Dividend Yield	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BFR en % du CA	-7.1%	-6.1%	-6.0%	-5.4%	-3.3%	-3.9%
FCF	-1.6	5.8	8.0	13.4	15.4	27.5
FCF yield				3.8%	4.5%	8.7%
Taux de conversion (FCF/EBITDA)	-27.3%	74.3%	89.5%	98.9%	57.7%	89.3%
CAPEX/CA	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.4%	0.4%
ROE	13.3%	14.9%	16.9%	8.4%	13.5%	13.5%
ROA	4.1%	4.5%	4.0%	2.5%	3.9%	4.1%
ROCE (après impot)	25.2%	34.0%	27.0%	9.2%	18.2%	21.7%
Gearing	-26.6%	-38.1%	-30.3%	44.8%	27.1%	6.2%
Lever	-1.5x	-1.8x	-1.5x	3.6x	1.3x	0.3x
EV/CA				0.7x	0.5x	0.4x
EV/EBITDA				24.1x	12.2x	9.6x
EV/EBIT				26.3x	13.0x	10.3x
PE				30.1x	16.1x	13.8x

Disclaimer

Certifications d'analyste

Ce Rapport de recherche (le " Rapport ") a été approuvé par Midcap, une division commerciale de TP ICAP (Europe) SA (" Midcap "), un Prestataire de Services d'Investissement autorisé et régulé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (" ACPR "). En publiant ce Rapport, chaque analyste de recherche ou associé de Midcap dont le nom apparaît dans ce Rapport certifie par la présente que (i) les recommandations et les opinions exprimées dans le Rapport reflètent exactement les opinions personnelles de l'analyste de recherche ou de l'associé sur tous les titres ou Emetteurs sujets discutés ici et (ii) aucune partie de la rémunération de l'analyste de recherche ou de l'associé n'était, n'est ou ne sera directement ou indirectement liée aux recommandations ou opinions spécifiques exprimées par l'analyste de recherche ou l'associé dans le Rapport.

Méthodologie

Ce Rapport peut mentionner des méthodes d'évaluation définies comme suit :

1. Méthode DCF : actualisation des flux de trésorerie futurs générés par les activités de l'Emetteur. Les flux de trésorerie sont déterminés par les prévisions et les modèles financiers de l'analyste. Le taux d'actualisation utilisé correspond au coût moyen pondéré du capital, qui est défini comme le coût moyen pondéré de la dette de l'Emetteur et le coût théorique de ses fonds propres tels qu'estimés par l'analyste.
2. Méthode des comparables : application des multiples de valorisation boursière ou de ceux observés dans des transactions récentes. Ces multiples peuvent servir de référence et être appliqués aux agrégats financiers de l'Emetteur pour en déduire sa valorisation. L'échantillon est sélectionné par l'analyste en fonction des caractéristiques de l'Emetteur (taille, croissance, rentabilité, etc.). L'analyste peut également appliquer une prime/décote en fonction de sa perception des caractéristiques de l'Emetteur.
3. Méthode de l'actif et du passif : estimation de la valeur des fonds propres sur la base des actifs réévalués et ajustés de la valeur de la dette.
4. Méthode du dividende actualisé : actualisation des flux de dividendes futurs estimés. Le taux d'actualisation utilisé est généralement le coût du capital.
5. Somme des parties : cette méthode consiste à estimer les différentes activités d'une entreprise en utilisant la méthode d'évaluation la plus appropriée pour chacune d'entre elles, puis à en réaliser la somme.

Conflit d'intérêts

Emetteur	Type de conflit
FREELANCE	G

- A. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, détient plus de 5% du capital social de l'Emetteur ;
- B. L'Emetteur détient plus de 5% du total du capital social de Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée;
- C. Midcap, seule ou avec d'autres entités juridiques, est liée à l'Emetteur par d'autres intérêts financiers importants ;
- D. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, est un teneur de marché ou un fournisseur de liquidité avec lequel un contrat de liquidité a été conclu concernant les instruments financiers de l'Emetteur ;
- E. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, a agi, au cours des douze derniers mois, en tant que chef de file ou co-chef de file dans une offre publique d'instruments financiers de l'Emetteur ;
- F. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, est partie à tout autre accord avec l'Emetteur relatif à la fourniture de services d'investissement dans le cadre de l'activité corporate de Midcap
- G. Midcap et l'Emetteur ont convenu de la fourniture par la première à la seconde d'un service de production et de distribution de la recommandation d'investissement sur ledit Emetteur ;

Distribution des recommandations d'investissement

Midcap utilise un système de recommandation basé sur les éléments suivants :

Acheter : Devrait surperformer les marchés de 15% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

Conserver : performance attendue entre -10% et +10% par Rapport au marché, sur un horizon de 6 à 12 mois.

Vendre : l'action devrait sous-performer les marchés de 15% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

L'historique des recommandations d'investissements et le prix cible pour les Emetteurs couverts dans le présent Rapport sont disponibles à la demande à l'adresse email suivante : marketing@midcapp.com.

Avis de non-responsabilité générale

Ce Rapport est publié à titre d'information uniquement et ne constitue pas une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente des titres qui y sont mentionnés. Les informations contenues dans ce Rapport ont été obtenues de sources jugées fiables, Midcap ne fait aucune déclaration quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. Les prix de référence utilisés dans ce Rapport sont des prix de clôture. Toutes les opinions exprimées dans ce Rapport reflètent notre jugement à la date des documents et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les titres abordés dans ce Rapport peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs et ne sont pas destinés à recommander des titres, des instruments financiers ou des stratégies spécifiques à des clients particuliers. Les investisseurs doivent prendre leurs propres décisions d'investissement en fonction de leur situation financière et de leurs objectifs d'investissement. La valeur du revenu de votre investissement peut varier en raison de l'évolution des taux d'intérêt, de l'évolution des conditions financières et opérationnelles des entreprises et d'autres facteurs. Les investisseurs doivent être conscients que le prix du marché des titres dont il est question dans ce Rapport peut être volatil. En raison du risque et de la volatilité du secteur, de l'Emetteur et du marché en général, au prix actuel des titres, notre note d'investissement peut ne pas correspondre à l'objectif de prix indiqué. Des informations supplémentaires concernant les titres mentionnés dans ce Rapport sont disponibles sur demande.

Ce Rapport n'est pas destiné à être distribué ou utilisé par une entité citoyenne ou résidente, ou une entité située dans une localité, un territoire, un état, un pays ou une autre juridiction où une telle distribution, publication, mise à disposition ou utilisation serait contraire ou limitée par la loi ou la réglementation. L'entité ou les entités en possession de ce Rapport doivent s'informer et se conformer à de telles restrictions, y compris MIFID II. Midcap a adopté des dispositions administratives et organisationnelles efficaces, y compris des " barrières d'information ", afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts en matière de recommandations d'investissement. La rémunération des analystes financiers qui participent à l'élaboration de la recommandation n'est pas liée à l'activité de corporate finance.