

# AUDIOVALLEY

## Make Audio Great Again

10 décembre 2020

### Spécialiste de l'Audio Digital

AudioValley est un groupe leader et pionnier 100% dédié à l'Audio Digital. Après plusieurs opérations structurantes (remboursement de la dette Vivendi, cession de Storever, rachat des minoritaires de Jamendo) qui lui ont permis de solder définitivement son passé et de se recentrer sur deux activités à très fort potentiel (Targetspot et Jamendo), le groupe a désormais les mains complètement libres pour mettre en œuvre une stratégie de développement ambitieuse.

### Targetspot, la locomotive du groupe

Représentant près de 90% du CA d'AudioValley, Targetspot est une plateforme technologique d'agrégation et de monétisation de contenus audio digitaux. Opérant en Amérique du Nord et en Europe (respectivement 70% et 30% du CA), l'activité de Targetspot présente une empreinte internationale forte, avec des annonceurs et des éditeurs de premier rang. Ses diverses implantations constituent autant de sources de croissance permettant de capter une part croissante des revenus publicitaires amenés à se déverser dans l'audio digital (Radio Digitale, Services de Streaming, Podcast, etc.). Le niveau d'investissement dans l'Audio Digital, bien qu'en forte croissance, est en effet très loin de ses niveaux d'audience, la Radio FM continuant d'absorber le gros des budgets publicitaires (75% aux US et 10% en Europe). Mais l'appétit des annonceurs pour l'Audio Digital est tel qu'une bascule des budgets sur ce média est inéluctable. Elle va offrir un formidable catalyseur de croissance pour Targetspot.

### Jamendo, un futur *game changer*

Jamendo est une plateforme de gestion de droits et de commercialisation de licences musicales. Derrière son CA encore un peu confidentiel (2 - 3 M€) mais fort de sa maîtrise technologique dans le domaine de l'audio digital et de son agrément en tant qu'Entité de Gestion Indépendante, Jamendo arrive avec l'ambition de bousculer le marché des sociétés de gestion collectives (type SACEM). Un marché considérable (6 Md€) que la commission européenne a souhaité réveiller en l'ouvrant à la concurrence pour en améliorer la transparence, l'adapter aux nouveaux usages qu'apporte le Digital en matière de création et de diffusion musicale, et permettre une meilleure allocation des revenus aux détenteurs des droits.

### Initiation à l'ACHAT avec un OC de 7 €

AudioValley constitue une formidable histoire de croissance sur des marchés extrêmement porteurs et en pleine transformation. Son empreinte commerciale à l'international et ses technologies dans l'Audio Digital lui apportent une valeur stratégique que sa valorisation actuelle ne reflète absolument pas.

# ACHAT

Objectif : 7 €

Potentiel : +111%

#### Infos marché

Secteur	Media Technology
Cours (€)	3.3
Capitalisation (M€)	34.1
Marché	Euronext Growth
Bloomberg	ALAVY FP

#### Actionnariat

Fondateurs/Managers	55.3%
Public	44.4%
Auto-contrôle	0.3%

M€ (31/12)	2019	2020e	2021e	2022e
<b>CA (M€)</b>	<b>22.0</b>	<b>20.8</b>	<b>29.4</b>	<b>39.5</b>
Var	29.6%	-5.3%	41.4%	34.5%
<b>ROC</b>	<b>-4.7</b>	<b>-4.4</b>	<b>-2.4</b>	<b>-0.3</b>
Marge op.	-22%	-21%	-8%	-1%
RNpg	-4.7	-4.4	-2.4	-0.3
BNPA dilué €	0.50	-0.51	-0.31	-0.12
Var. BNPA	ns	ns	ns	ns
Dividende (€)	0.0	0.0	0.0	0.0
Rendement	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>FCF</b>	<b>-5.0</b>	<b>-3.9</b>	<b>0.2</b>	<b>2.8</b>
ROCE	ns	ns	ns	ns
VE/CA (x)		2.4	1.7	1.2
VE/ROC (x)		ns	ns	ns
PER (x)		ns	ns	ns
Dette fin. Nette	16.3	14.9	14.7	11.9
Gearing	113%	109%	154%	157%

Estimations Midcap Partners

Prochain évènement : CA T4 - 27/01/2021

#### Historique des recommandations

Date	Achat
10/12/2020	Achat

Analyste : Jean-Pierre Tabart  
 Email : [iptabart@midcapp.com](mailto:iptabart@midcapp.com)  
 Tel : (+) 33 1 78 95 71 60



## Table des matières

<b>PRÉSENTATION AUDIOVALLEY</b>	<b>2</b>
<b>TARGETSPOT: MAKE AUDIO GREAT AGAIN</b>	<b>4</b>
<b>JAMENDO : UN POSSIBLE <i>GAME CHANGER</i></b>	<b>19</b>
<b>UN PASSE SOLDE ET UN PERIMETRE D'ACTIVITE RECENTRE</b>	<b>28</b>
<b>VALORISATION D'AUDIOVALLEY</b>	<b>29</b>
<b>ANNEXES</b>	<b>32</b>
<b>DONNEES FINANCIERES</b>	<b>34</b>
<b>DISCLAIMER</b>	<b>36</b>



# Présentation AUDIOVALLEY

## Description

AudioValley est un spécialiste des technologies pour le marché BtB de l'Audio Digital. Interface entre les annonceurs & agences de médias et les éditeurs de contenus audios digitaux (Skyrock, Radio France, Deezer, Sonos, etc.), le groupe propose un portefeuille de technologies permettant aux acteurs de tirer profit des avantages de ce média : hébergement et streaming de contenu audio, solutions de podcasting, technologie d'ad-serving, outils de monétisation, solutions de reporting et d'analyses (audience, revenus, etc.). Le groupe se structure autour de deux activités :

- Targetspot, une plateforme publicitaire permettant de monétiser une audience mondiale de plus de 160 millions de personnes. Elle intègre notamment la solution logicielle Shoutcast (plateforme de streaming utilisée par plus de 87 000 web radios) ;
- Jamendo est une plateforme de gestion de droits musicaux (650 000 titres, 40 000 artistes).

Le groupe opère en Amérique du Nord (Etats-Unis et Canada) ainsi qu'en Europe avec notamment des bureaux en France, en Allemagne, au Royaume-Uni, aux Pays-Bas, en Belgique ou en Espagne.

Créé en 2003, le groupe est coté sur Euronext Growth depuis juillet 2018.

## Analyse SWOT

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Un portefeuille riche de technologies propriétaires pour servir le marché de l'Audio Digital</li> <li>• Une présence internationale avec des équipes commerciales dans une dizaine de pays</li> <li>• Le groupe est positionné sur un marché structurellement porteur (croissance des audiences et des dépenses publicitaires dans l'Audio Digital)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La taille encore limitée du périmètre d'activité pèse sur la rentabilité du groupe</li> <li>• Une génération de cash encore très limitée</li> <li>• Sensibilité des recettes publicitaires au contexte économique</li> <li>• Un endettement encore élevé même si le groupe est parvenu à éteindre rapidement sa dette envers Vivendi</li> </ul>
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Accélération de la bascule des budgets publicitaires de l'Audio traditionnel vers l'Audio Digital</li> <li>• Ouverture à la concurrence du marché de la gestion des droits d'auteurs</li> <li>• Le modèle de plateforme permet d'anticiper à terme un fort levier opérationnel</li> <li>• Cible pour un nouvel entrant</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Arrivée de nouveaux entrants hyper puissants (type GAFA)</li> <li>• Arrivée de nouvelles technologies et/ou de nouveaux usages que le groupe n'aurait pas anticipés pour s'y adapter rapidement</li> </ul>



# AUDIOVALLEY Overview

<h3>Revenue Breakdown</h3> <table border="1"> <tr><th>Company</th><th>Percentage</th></tr> <tr><td>Jamendo</td><td>12%</td></tr> <tr><td>Targetspot</td><td>88%</td></tr> </table>	Company	Percentage	Jamendo	12%	Targetspot	88%	<h3>Geographical Breakdown of Revenue</h3> <table border="1"> <tr><th>Region</th><th>Percentage</th></tr> <tr><td>Europe</td><td>41%</td></tr> <tr><td>US</td><td>59%</td></tr> </table>	Region	Percentage	Europe	41%	US	59%										
Company	Percentage																						
Jamendo	12%																						
Targetspot	88%																						
Region	Percentage																						
Europe	41%																						
US	59%																						
<h3>Revenue Growth (€M)</h3> <table border="1"> <tr><th>Year</th><th>Revenue (€M)</th></tr> <tr><td>2017</td><td>13.5</td></tr> <tr><td>2018</td><td>17.0</td></tr> <tr><td>2019</td><td>22.0</td></tr> </table>	Year	Revenue (€M)	2017	13.5	2018	17.0	2019	22.0	<h3>Ebitda (€M) and Ebitda Margin (%)</h3> <table border="1"> <tr><th>Year</th><th>Proforma EBITDA (€M)</th><th>Ebitda Margin (%)</th></tr> <tr><td>2017</td><td>-3.0</td><td>-23%</td></tr> <tr><td>2018</td><td>-1.5</td><td>-10%</td></tr> <tr><td>2019</td><td>-0.5</td><td>-3%</td></tr> </table>	Year	Proforma EBITDA (€M)	Ebitda Margin (%)	2017	-3.0	-23%	2018	-1.5	-10%	2019	-0.5	-3%		
Year	Revenue (€M)																						
2017	13.5																						
2018	17.0																						
2019	22.0																						
Year	Proforma EBITDA (€M)	Ebitda Margin (%)																					
2017	-3.0	-23%																					
2018	-1.5	-10%																					
2019	-0.5	-3%																					
<h3>Ebitda Breakdown (€M)</h3> <table border="1"> <tr><th>Year</th><th>Targetspot (€M)</th><th>Jamendo (€M)</th></tr> <tr><td>2017</td><td>-3.5</td><td>0.5</td></tr> <tr><td>2018</td><td>-1.5</td><td>0.2</td></tr> <tr><td>2019</td><td>-0.5</td><td>0.1</td></tr> </table>	Year	Targetspot (€M)	Jamendo (€M)	2017	-3.5	0.5	2018	-1.5	0.2	2019	-0.5	0.1	<h3>Workforce Breakdown</h3> <table border="1"> <tr><th>Department</th><th>Percentage</th></tr> <tr><td>IT</td><td>33%</td></tr> <tr><td>S&amp;M</td><td>35%</td></tr> <tr><td>Customer Support</td><td>18%</td></tr> <tr><td>Corporate</td><td>14%</td></tr> </table>	Department	Percentage	IT	33%	S&M	35%	Customer Support	18%	Corporate	14%
Year	Targetspot (€M)	Jamendo (€M)																					
2017	-3.5	0.5																					
2018	-1.5	0.2																					
2019	-0.5	0.1																					
Department	Percentage																						
IT	33%																						
S&M	35%																						
Customer Support	18%																						
Corporate	14%																						
<h3>Debt Net (€m) and Gearing (%)</h3> <table border="1"> <tr><th>Year</th><th>Net debt (€m)</th><th>Gearing (%)</th></tr> <tr><td>2017</td><td>28.0</td><td>418%</td></tr> <tr><td>2018</td><td>22.0</td><td>201%</td></tr> <tr><td>2019</td><td>16.0</td><td>113%</td></tr> </table>	Year	Net debt (€m)	Gearing (%)	2017	28.0	418%	2018	22.0	201%	2019	16.0	113%	<h3>Shareholders</h3> <table border="1"> <tr><th>Shareholder Type</th><th>Percentage</th></tr> <tr><td>Founders &amp; Managers</td><td>55%</td></tr> <tr><td>Free Float</td><td>45%</td></tr> </table>	Shareholder Type	Percentage	Founders & Managers	55%	Free Float	45%				
Year	Net debt (€m)	Gearing (%)																					
2017	28.0	418%																					
2018	22.0	201%																					
2019	16.0	113%																					
Shareholder Type	Percentage																						
Founders & Managers	55%																						
Free Float	45%																						

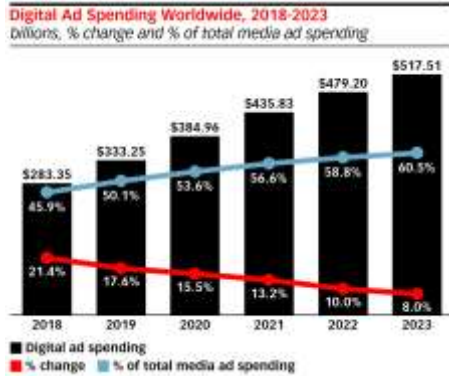


# TargetSpot: Make Audio Great Again

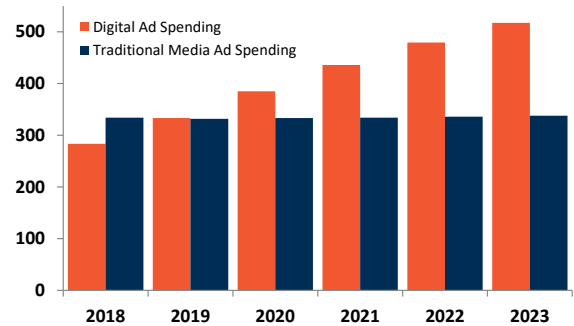
## Le média audio bascule dans le digital

Toutes les activités humaines se digitalisent et le monde des médias n'y fait pas exception. Les usages digitaux devenant majoritaires, les revenus publicitaires basculent à leur tour dans le digital.

**Digital Ad Spending Worldwide, 2018-2023**



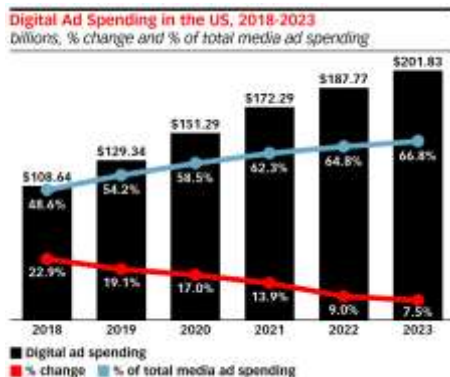
**Breakdown of Worldwide Media Ad Spending**



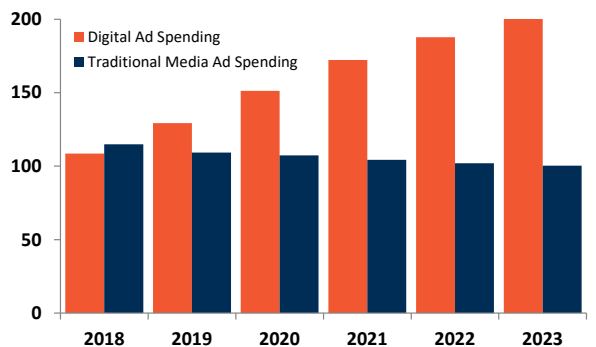
Source: eMarketer, February 2019

Cette bascule se fait à différentes vitesses. Certains marchés, en tête desquels les Etats-Unis et le Royaume-Uni, sont déjà très avancés dans cette transformation.

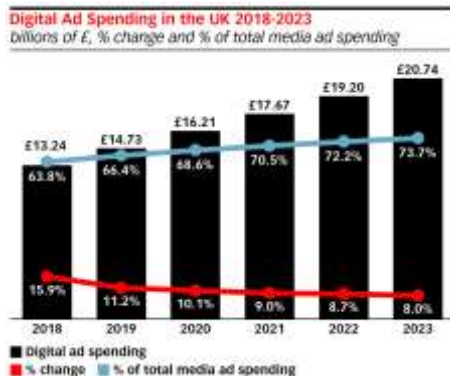
**Digital Ad Spending in the US, 2018-2023**



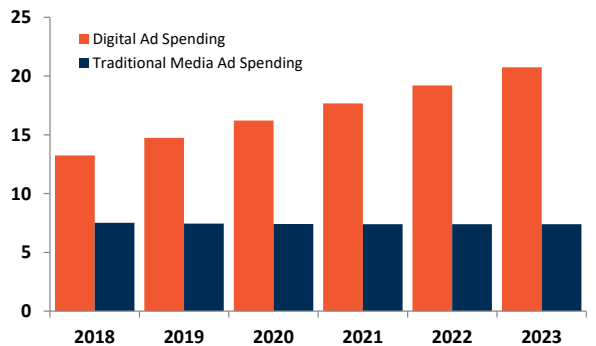
**Breakdown of Media Ad Spending in the US**



**Digital Ad Spending in the UK, 2018-2023**



**Breakdown of Media Ad Spending in the UK**



Source: eMarketer, February 2019



Les marchés européens sont, à l'inverse, à la traîne. C'est le cas des deux principaux marchés (France et Allemagne), où les investissements publicitaires sur des supports médias traditionnels (non digitaux) sont encore majoritaires.

Les seuls points communs à l'ensemble de ces marchés :

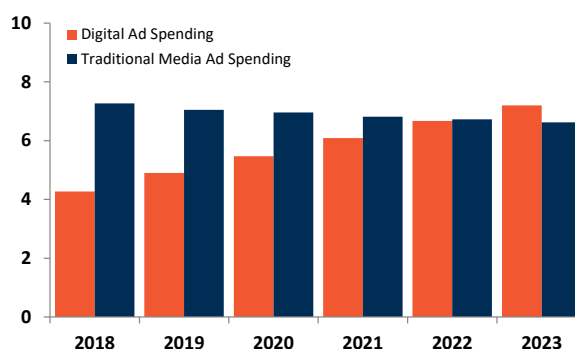
- La forte dynamique des investissements publicitaires dans le digital
- La stabilité voire le léger recul des investissements publicitaires sur les supports non digitaux.

Si les prévisions 2020-2023 ont été révisées à la baisse par eMarketer à la suite de la crise sanitaire, les tendances de fond n'ont en revanche pas changé. Le basculement vers le digital est un mouvement structurel que la crise ne fera pas dévier. Elle devrait au contraire accélérer les mouvements déjà à l'œuvre. La trajectoire de croissance des investissements dans le digital, au détriment des supports traditionnels, va ainsi se maintenir au cours des prochaines années.

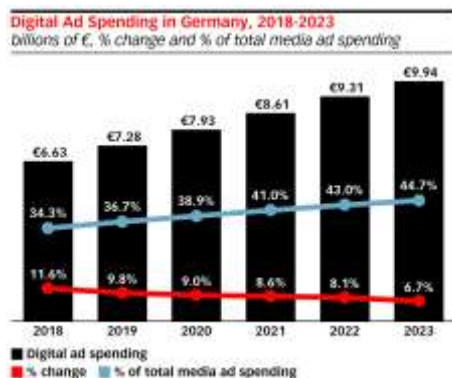
### Digital Ad Spending in France, 2018-2023



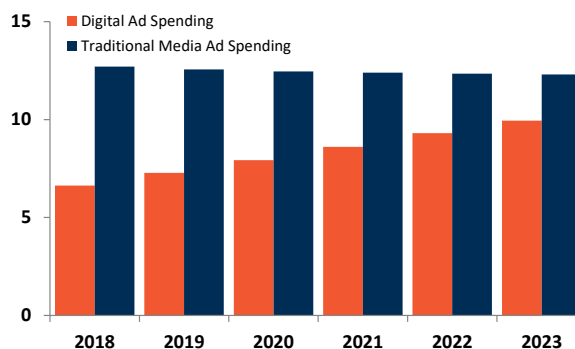
### Breakdown of Media Ad Spending in France



### Digital Ad Spending in Germany, 2018-2023



### Breakdown of Media Ad Spending in Germany



Source: eMarketer, February 2019

Ce mouvement de bascule atteint également l'univers de la Radio et, plus globalement, de l'Audio. La technologie change les usages et dans l'Audio, ces changements s'illustrent par deux tendances :

- le déclin de la radio FM traditionnelle au profit de la radio digitale, ce qui occasionne une bascule en matière d'investissements publicitaires ;
- le développement de nouveaux formats/supports Audio nativement digitale (Streaming, Podcast, Enceinte connectée, etc.) qui vient enrichir considérablement le paysage Audio en multipliant les points de contacts avec les auditeurs et en conséquence sa capacité à attirer davantage d'investissements publicitaires.

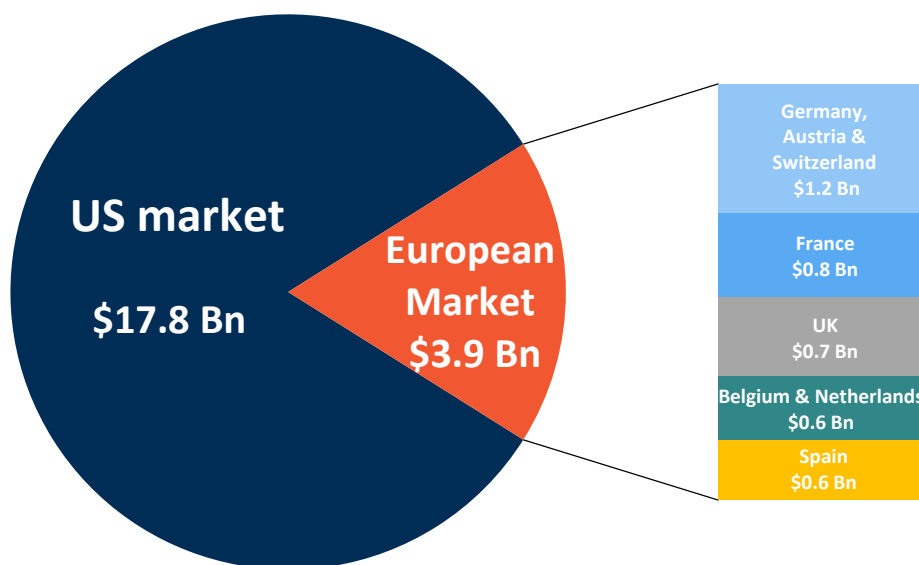


### A combien évaluer le marché des dépenses publicitaires investies dans la Radio ?

Si la Radio reste un petit marché publicitaire comparé à la TV ou à Internet (les dépenses publicitaires consacrées à la Radio représentent habituellement, selon les pays, entre 5% à 10% des dépenses publicitaires totales), la valeur absolue de ce flux d'investissement publicitaire reste malgré tout extrêmement important.

Targetspot opère directement dans une dizaine de pays en Amérique du Nord (Etats-Unis et Canada) et en Europe (France, Allemagne, Autriche, Suisse, UK, Belgique, Pays-Bas, Espagne). Le marché nord-américain peut-être estimé à environ 18 Md\$ en 2019 et le marché européen, sur le périmètre où Targetspot est présent, à environ 4 Md€. Cela représente en conséquence un marché adressable de près de 22 Md€.

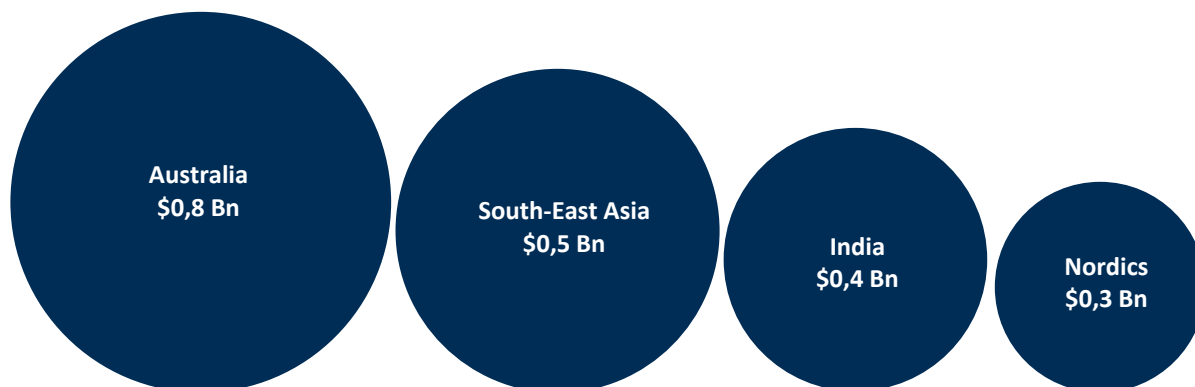
#### Radio Ad Spending (Targetspot's markets)



Source: Worldwide Media Forecasts, Dec 2019, GroupM

Le groupe a également l'ambition d'adresser d'autres géographiques sans pour autant vouloir y implanter ses propres forces de vente. Il compte ainsi signer des partenariats avec des acteurs locaux pour notamment étendre son empreinte en Europe du Nord (Danemark, Finlande, Norvège, Suède) et en Asie Pacifique (Australie, Inde, Malaisie, Philippines, Singapour, Thaïlande, Vietnam). Des zones qui étendraient son marché adressable de 2 Md\$.

#### Radio Ad Spending From Other Markets Targeted by Targetspot



Source: Worldwide Media Forecasts, Dec 2019, GroupM

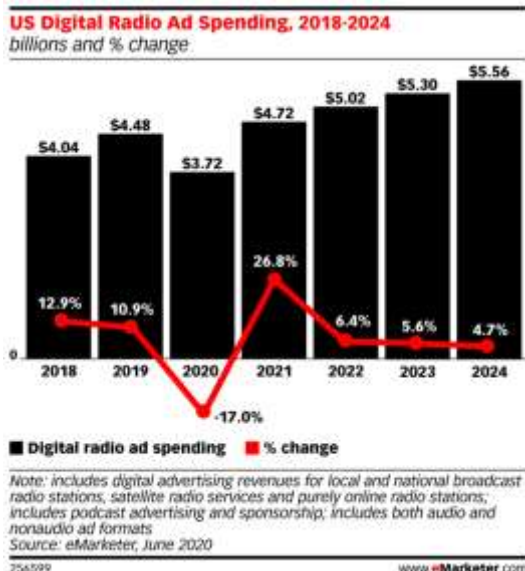




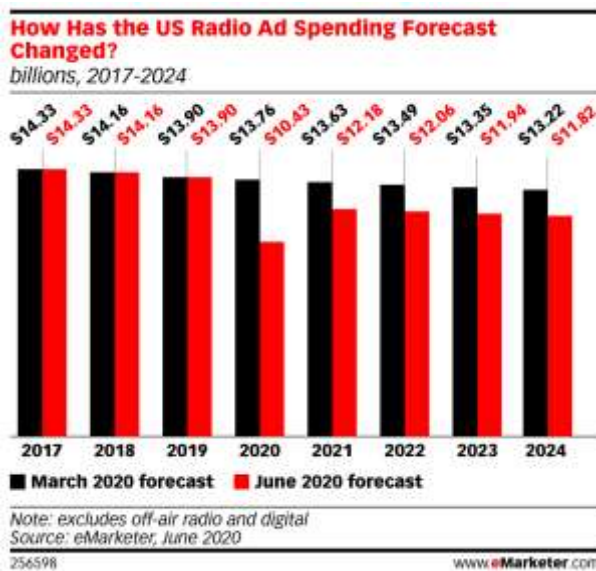
## Que représentent les recettes publicitaires investies dans la Radio Digitale aux Etats-Unis ?

Aux Etats-Unis, où la Radio Digitale est un marché plus mature, le secteur attire déjà des budgets significatifs. La part des dépenses publicitaires dans la Radio Digitale atteint environ 4,5 Md\$ contre près de 14 Md\$ dans la Radio traditionnelle. Le Digital représente ainsi encore un peu moins de 25% des investissements publicitaires engagés dans la Radio. L'épisode de la crise sanitaire va faire baisser ces investissements à respectivement 3,7 Md\$ et 10,4 Md\$ mais la bascule des dépenses publicitaires de la radio traditionnelle vers la radio digitale reprendra, dès 2021, sa marche en avant.

### US Digital Radio Ad Spending Forecast



### US Legacy Radio Ad Spending Forecast

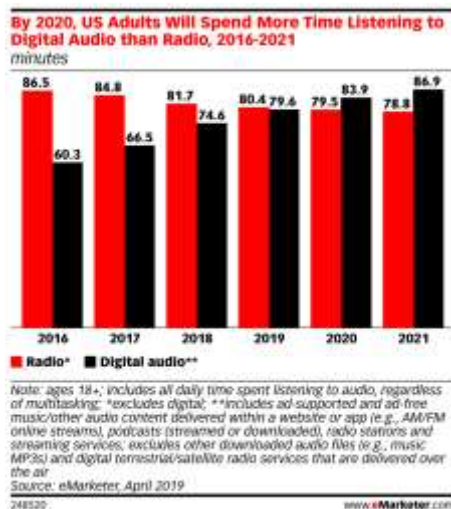


Source: eMarketer

Sur la base des chiffres attendus pour 2020, eMarketer estime ainsi que les dépenses publicitaires dans la radio digitale vont croître de 1,8 Md\$ pour atteindre 5,5 Md\$ en 2024, soit un taux de croissance annuel moyen de +11%. Dans le même temps, les dépenses publicitaires dans la radio traditionnelle vont progresser en 2021 par un effet de rattrapage avant de retrouver son rythme moyen de très lent déclin (-1% par an en moyenne).

Cette bascule est totalement logique, les investissements publicitaires ne faisant que suivre la bascule des audiences de la radio traditionnelle vers la radio digitale.

### Digital Audio Time Listening Overtakes Radio



### How Many US Consumers Listen Audio?

**How Many US Consumers Listen to Various Forms of Audio?**  
2017-2021

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Radio*</b>	<b>230.4</b>	<b>232.6</b>	<b>234.7</b>	<b>236.7</b>	<b>238.7</b>
—% change	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
—% of population	91.5%	91.5%	91.5%	91.5%	91.5%
<b>Digital audio**</b>	<b>195.6</b>	<b>200.9</b>	<b>204.8</b>	<b>208.7</b>	<b>211.3</b>
—% change	3.3%	2.7%	1.9%	1.9%	1.3%
—% of population	60.1%	61.3%	62.0%	62.7%	63.1%
—% of internet users	76.1%	76.7%	77.0%	77.4%	77.4%
<b>Podcasts***</b>	<b>67.3</b>	<b>72.7</b>	<b>76.4</b>	<b>78.9</b>	<b>81.2</b>
—% change	11.4%	8.1%	5.0%	3.3%	3.0%
—% of population	20.7%	22.2%	23.1%	23.7%	24.3%
—% of internet users	24.5%	26.0%	26.9%	27.4%	27.9%

Note: \*ages 18+ who listen to radio at least once per month; includes terrestrial AM/FM radio and satellite radio; excludes digital; \*\*internet users of any age who listen to music or other audio content (i.e., podcasts) via live-streaming on any device or via direct download on mobile devices at least once per month; \*\*\*internet users of any age who listen to a podcast via direct download or live stream on any device at least once per month  
Source: eMarketer, April 2019

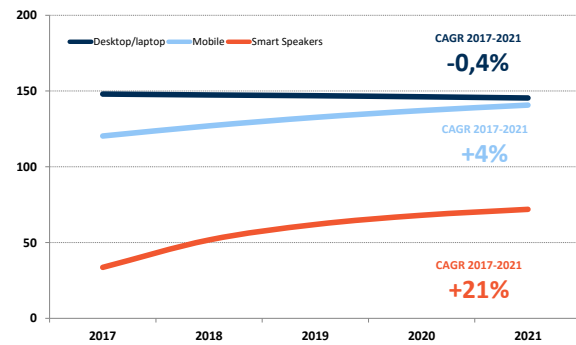
Source: eMarketer



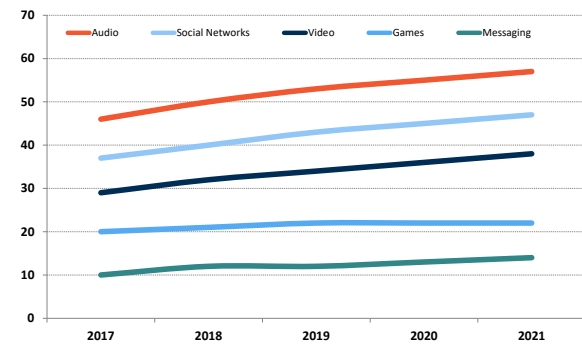


Les données d’eMarketer mettent en évidence que la durée d’écoute de la Radio traditionnelle, si elle baisse effectivement, ne s’effondre pas. Entre 2016 et 2021, elle devrait diminuer sur un rythme annuel moyen un peu inférieure à -2%. La croissance de la durée d’écoute de l’Audio Digital se fait en revanche à un rythme de croissance soutenu (+7,5% en moyenne annuelle entre 2016 et 2021). Cette croissance est notamment soutenue par le développement des usages mobiles et des enceintes connectées.

**US Digital Audio Listeners by Device, 2017-2021 (millions)**



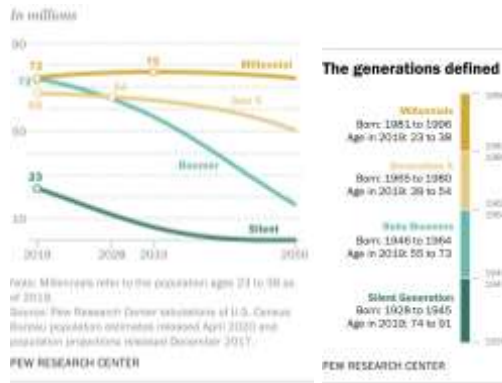
**Mobile App Activities: Average Time Spent in the US (minutes per day)**



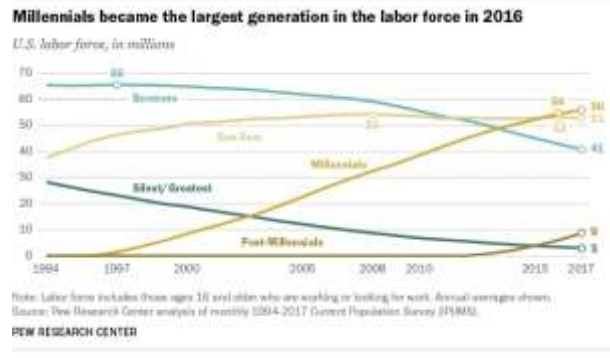
Source: eMarketer

Ces évolutions dans les usages sont naturellement soutenues par les évolutions démographiques. Les Millennials sont désormais la génération dominante aux Etats-Unis. La bascule de l’audience de la Radio traditionnelle vers l’Audio Digital devrait continuer à s’accroître (voir la trajectoire d’évolution des différentes générations aux Etats-Unis ci-dessous). La génération silencieuse et les Boomers ont porté la Radio comme média de masse. Leur recul dans le mix démographique génère un nouvel équilibre générationnel qui va durablement soutenir le basculement vers l’Audio Digital.

**Projected Population in the US by Generation**



**Labor Force by Generation**



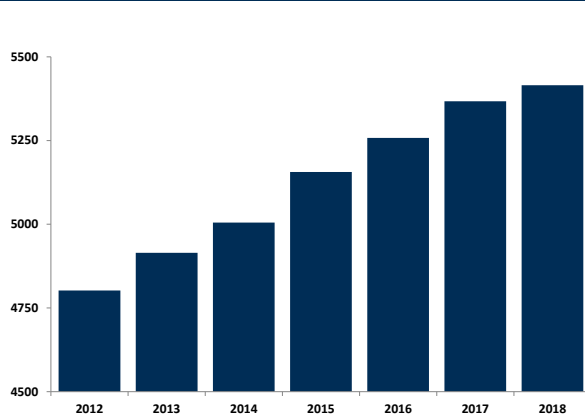
Source: Pew Research Center

## Le marché de l'Audio Digital émerge en Europe

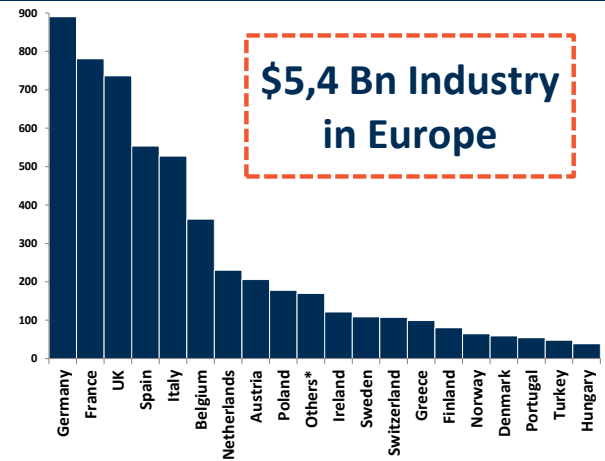
Les montants sont encore limités, notamment au regard des flux investis aux Etats-Unis, mais la croissance y est extrêmement forte. Si l'Europe est en retard par rapport aux Etats-Unis, les tendances observées de l'autre côté de l'Atlantique s'appliquent ici de la même manière.

Le marché européen de la Radio, évalué à plus de 5 Md\$, concentre un important réservoir de dépenses publicitaires susceptibles de basculer progressivement dans le digital.

**Radio Ad Spend Growth in Europe**



**Breakdown of European Radio Ad Spend Market**

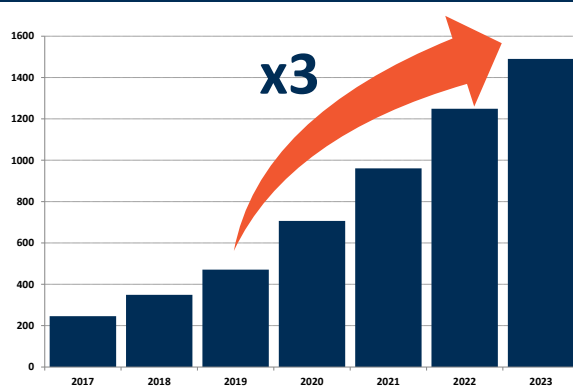


\*Others: Bulgaria, Croatia, Czech Republic, Romania, Serbia, Sloviak Republic, Slovenia, Ukraine

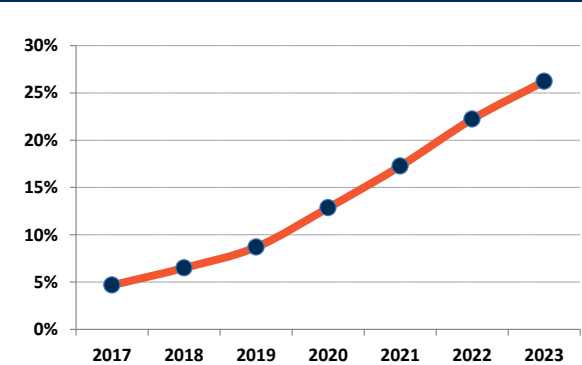
Source: GroupM, IAB

En septembre 2019, l'IAB estimait le volume de dépenses publicitaires dans l'Audio Digital à moins de 0,5 Md€, ce qui représente moins de 10% des dépenses publicitaires investies dans la Radio. L'IAB estime que le marché devait tripler en 4 ans et ainsi représenter environ un quart des dépenses publicitaires investies dans la Radio.

**Digital Audio Ads to become a €1.5 bn market**



**Digital Audio Ads in % of Radio Ads**



\*Others: Bulgaria, Croatia, Czech Republic, Romania, Serbia, Sloviak Republic, Slovenia, Ukraine

Source: GroupM, IAB



## Les différents habits de l'Audio Digital

L'Audio digital permet l'écoute en direct ou en différé de programmes audio par le biais d'un canal de diffusion digital (web radio, plateforme de streaming, enceinte connectée, etc.).

Les formats Audio prennent aujourd'hui différentes formes : Radio Digital, Podcast, Streaming musical, etc.

Pour les annonceurs, l'Audio Digital représente : 1/ une audience de masse, 2/ adressable de façon personnalisable grâce au ciblage permis par le Digital, 3/ permettant d'atteindre des personnes dans des situations qu'aucun autre média n'est capable d'atteindre.

## Pourquoi l'Audio Digital a de la valeur

### Les forces traditionnelles de l'Audio

- une couverture large de la population, avec un taux de pénétration élevée sur toutes les cibles de la population ;
- une audience aisée et éduquée qui est donc à forte valeur ajoutée pour les annonceurs ;
- l'image et la vidéo restent des supports dominant de captation de l'attention. Mais l'attention visuelle est exclusive de toute autre activité. Impossible en effet de regarder une série ou de jouer en réseau en travaillant, en courant, en cuisinant, en conduisant, etc. La consommation de l'Audio permet d'atteindre des auditeurs engagés dans toute sorte d'activité réclamant une attention visuelle ;
- l'Audio est le média du mouvement. La majorité des médias visuels réclament un bon canapé. L'Audio est le média mobile par excellence. Il permet d'accompagner l'auditeur tout au long de sa journée, dans la plupart de ses activités. Les auditeurs constituent ainsi une audience fortement engagée.

### Auxquelles sont associées les avantages du Digital

- un ciblage fin, soit parce que l'auditeur évolue dans un univers où il est identifié par un log (ce qui permet de connaître son âge, son sexe, ses centres d'intérêts, etc.), soit parce que l'éditeur dispose d'un positionnement fort sur une thématique de contenus (Skyrock, Nostalgie, France Info, etc.) qui attire une certaine typologie d'auditeurs ;
- la géolocalisation permise par l'écoute IP. Les supports d'écoute (Smartphone, etc.) révèlent si l'auditeur est en mouvement dehors ou non, sa proximité avec une enseigne commerciale, etc.
- l'intégration d'éléments contextuels relatifs à l'environnement (heure, météo, etc.).

Les options de ciblage permettent une personnalisation forte du contenu publicitaire. Contrairement à la radio traditionnelle, qui diffuse un message publicitaire identique à toute son audience, la publicité dans l'Audio Digital s'adapte en temps réel en fonction des paramètres souhaités (lieu, météo locale, âge, etc.). La publicité ciblée permet ainsi d'exposer l'audience d'un même programme Audio à des messages publicitaires différents, personnalisés pour s'adapter au profil ou à l'activité de chaque auditeur. Cette capacité de ciblage fortement valorisée par les annonceurs positionne l'Audio Digital comme un média d'avenir capable d'attirer une masse croissante d'investissements publicitaires.

## De nouveaux leviers pour développer l'accès à l'Audio Digital

De nouveaux supports vont contribuer à soutenir l'accès à l'Audio Digital, comme les enceintes connectées et les voitures connectées. La multiplication des points de contact permet de renforcer l'engagement avec les auditeurs, créant des opportunités incrémentales de dépenses publicitaires avec un ciblage contextuel fort (maison, voiture).



## La folie Podcast

Si sa taille est encore limitée, le marché du Podcast est un segment de marché de l'Audio Digital extrêmement dynamique. La multiplication et l'importance des investissements déversés sur ce marché suggèrent qu'il est considéré comme l'un des formats médias du futur.

### Podcast Market Consolidation

Buyer	Target	What	When	How
Spotify	Gimlet Media	Content Podcast	February 2019	€230m
	Anchor	Podcast Distribution and Monetization	February 2019	€154m
	Parcast	Content Podcast	April 2019	€56m
	The Ringer	Content Podcast	February 2020	Up to €195m
	The Joe Rogan Experience	Content Podcast	May 2020	€100m
	Warner Bros and DC	Content Podcast	June 2020	Terms not disclosed
	Kim Kardashian West	Content Podcast	June 2020	Terms not disclosed
Entercom	Megaphone	Podcast Hosting & Ad Monetization	November 2020	\$235m
	Cadence 13	Podcast Distribution and Monetization	August 2020	€50m
New York Times	Pineapple Street	Content Podcast	August 2020	€18m
	Serial Productions	Content Podcast	July 2020	€25m to €50m
SiriusXM	Simplecast	Podcast Distribution and Analytics	June 2020	\$28m
	Stitcher	Podcast Distribution and Monetization	July 2020	€235m
Apple	Scout FM	Distribution	October 2020	Terms not disclosed
	Wondery*	Content Podcast	November 2020	\$300m to \$400m*
iHeartMedia	Stuff Media	Content Podcast	September 2018	\$55m
	Voxnest	Monetization	October 2018	\$55m

\* Rumor - no deal has been completed

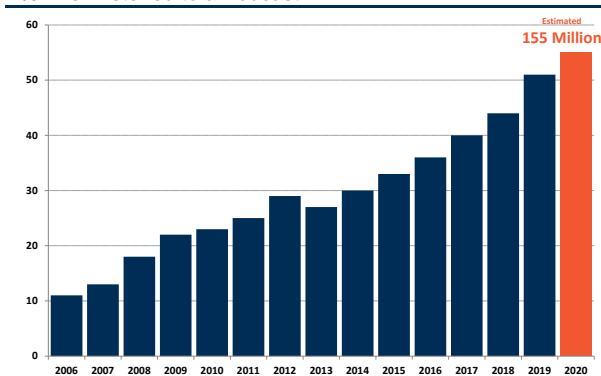
### US Venture Capital Deal Flow In Podcast Companies 2019 data as of August 19



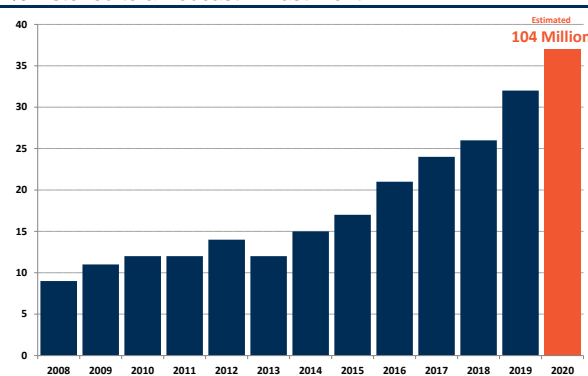
Source: PwC, Companies, Axios

Jusqu'à maintenant, l'essentiel des investissements se concentrent sur la partie amont du marché car pour que le marché soit consistant et attire de façon pérenne les auditeurs, il faut inévitablement du contenu. Dans cette course aux armements, les acteurs ont donc en priorité investi dans la production et la programmation pour attirer une audience toujours plus nombreuse et fidèle. Ainsi, aux Etats-Unis, 104 millions de personnes écoutent mensuellement des Podcasts (plus d'1 américain sur 2). En France ils sont 4,6 millions (soit 1 français sur 10) selon Médiamétrie. Et la pénétration devrait encore s'accroître au cours des prochaines années.

### Podcast Listening in the US Population % Ever Listened to a Podcast



### Monthly Podcast Listening % Listened to a Podcast in Last Month

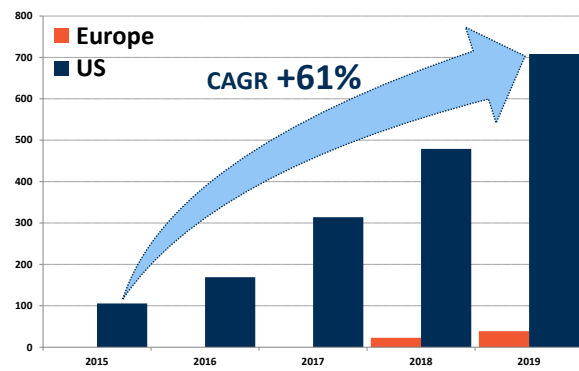


Source: The Infinite Dial 2020, Edison Research, Triton

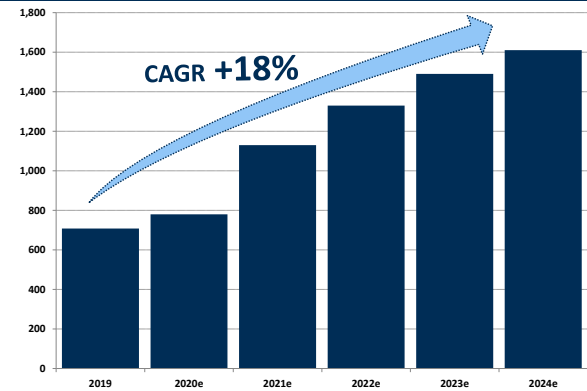
Maintenant que le Podcast attire une masse croissante d'auditeurs, le sujet de la monétisation arrive à son tour sur la table. La publicité devrait être la principale source de revenus des éditeurs de Podcast. Aux Etats-Unis, où le développement du marché du Podcast est en avance, le volume d'investissement publicitaire est déjà significatif et son évolution est attendue en forte croissance au cours des prochaines années. L'Europe devrait opérer un rattrapage mais accuse un retard de plusieurs années. Les revenus publicitaires investis dans le Podcast en Europe ne représentent encore que 5% des dépenses investies aux Etats-Unis. L'IAB estimait que les dépenses publicitaires dans le Podcast en Europe devaient croître à un rythme moyen supérieur à +50% entre 2019 et 2023, pour dépasser les 200 M€.



**Podcast Ad Spend: US vs Europe (€M)**



**US Podcast Ad Spending Should More Than Double**



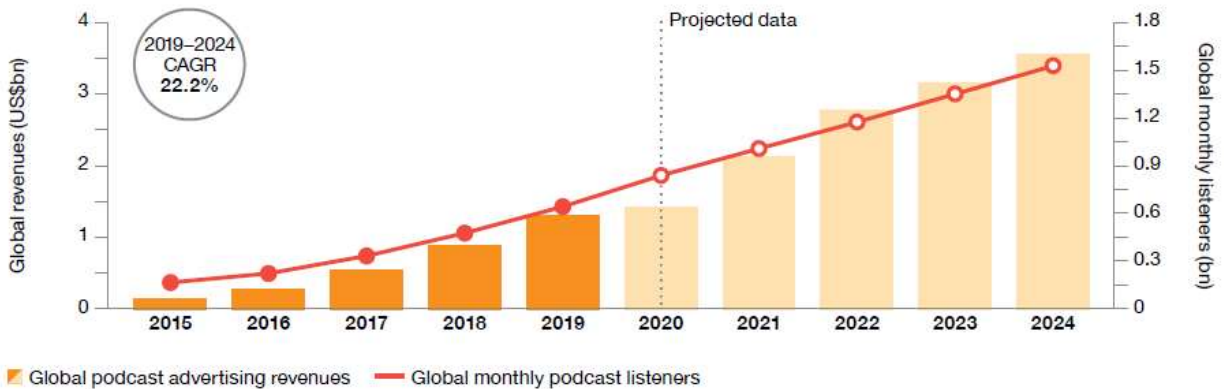
Source: IAB-PwC, eMarketer

Format de l'intime et de l'engagement, ciblant une audience plutôt jeune, éduquée et dotée d'un fort pouvoir d'achat naturellement recherché des annonceurs, le Podcast devrait continuer d'attirer à lui les marques et des budgets publicitaires de plus en plus importants.

**Global Podcast Advertising Revenues Raises As The Audience Soars**

**Listening up**

As the audience for podcasts soars, ads follow.



Note: 2019 is the latest available data. 2020–2024 values are forecasts.

Source: PwC Global Entertainment & Media Outlook 2020–2024 (www.pwc.com/outlook), Omdia

Source: IAB-PwC





## La proposition de valeur et le modèle économique de Targetspot

Targetspot est une société de technologie qui offre une plateforme publicitaire d'Audio Digital indépendante permettant de monétiser une audience internationale de plus de 160 millions de personnes.

### A Technology Portfolio for Digital Audio



Source: Company

La plateforme permet de connecter les principaux annonceurs nationaux aux éditeurs de contenus (Radio Digitale, Plateforme de Streaming, Podcasters, etc.). La société exerce ainsi une activité de régie consistant à vendre l'espace publicitaire des éditeurs aux plus grands annonceurs (type Renault, Carrefour, etc.) ainsi qu'aux principales agences média (type Havas, Publicis, etc.).

### 80 Digital Audio Publishers

### More than 200 advertisers and agencies



Source: Company

Targetspot offre aux éditeurs une large gamme de technologies propriétaires permettant de monétiser leurs audiences. Parmi les solutions disponibles :

- une plateforme technologique permettant la diffusion en streaming (Shoutcast), utilisée par plus de 87 k web radios ;
- une solution d'Ad Serving (PassPort) qui s'intègre aux principaux DSP du marché, permettant de fournir la bonne annonce à la bonne audience, au bon moment, au bon endroit, grâce au ciblage (Ad stitching, Ad replacement, Insertion dynamique d'annonces publicitaires) ;





- de l'Analytics. Les solutions de Targetspot offrent des capacités de reportings étendues depuis l'analyse d'audience des streams et des podcats jusqu'aux rapports de campagnes et de monétisation avec des tableaux de bords permettant de suivre en direct l'évolution des revenus et des indicateurs de performance ;
- une plateforme de podcast permettant d'héberger, diffuser et monétiser les contenus.

Symétriquement, Targetspot apporte aux annonceurs l'opportunité de toucher une audience large et engagée. Grâce à la richesse de son portefeuille d'éditeurs, la société leurs offre l'accès à des cibles d'auditeurs disponibles à tout moment, partout et sur n'importe quel type de périphérique. Targetspot propose naturellement l'ensemble des formats publicitaires de l'audio digital (Preroll, Midroll, Création dynamique, etc.) et des reportings pour mesurer l'impact des campagnes.

Les achats d'inventaires publicitaires peuvent se faire en direct, par le biais des équipes locales de Targetspot, ou par le biais d'achats programmatiques.

L'activité est commercialisée par le biais d'équipes locales basées directement dans une dizaine de pays en Amérique du nord (Etats-Unis et Canada) et en Europe (dont la France, la Belgique, l'Allemagne, les Pays-Bas, l'Espagne, l'Angleterre).

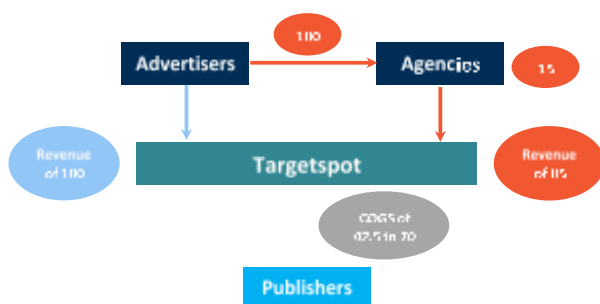
Les ventes se font suivant un modèle direct (auprès des annonceurs) ou indirect (au travers des agences), ce dernier modèle étant largement dominant sur le marché et sachant que les plus grosses agences (moins d'une dizaine) concentrent l'essentiel du marché en valeur.

- Dans le modèle direct, pour une vente de 100, la société reconnaîtra un CA de 100 et comptabilisera en coût des ventes la rétrocession faite à l'éditeur qui a signé un contrat de régie avec Targetspot. Si la rétrocession s'établit à 50%, alors la marge brute ressort à 50% ;
- Dans le modèle indirect, la vente de 100 va se faire par l'intermédiaire d'une agence qui gère les achats médias d'un annonceur. Le CA reconnu par la société sera diminué de la commission prélevée par l'agence. Si celle-ci est de 15, le CA reconnu sera de 85. Ensuite, la société comptabilisera en coût des ventes la rétrocession faite à l'éditeur qui souhaite monétiser son audience.

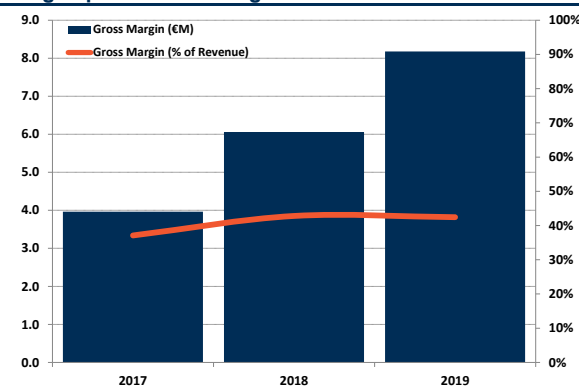
Les taux de rétrocessions aux éditeurs dépendent de l'étendue des outils technologiques utilisés par ces derniers et évoluent entre 50% et 70%.

- Pour un « Tiers 1 » utilisant la seule solution de monétisation, le taux de rétrocession se situera dans le haut de fourchette ;
- Pour un petit éditeur local, utilisant l'ensemble des solutions du groupe (notamment la solution logicielle de streaming radio Shoutcast), le taux de rétrocession se situera dans le bas de fourchette.

#### Value Breakdown



#### Targetspot's Gross Margin



Source: Company, Midcap Partners



La stratégie de développement suppose d'équilibrer de façon juste la croissance des annonceurs et des éditeurs afin d'optimiser la monétisation de l'audience. S'il y a trop d'annonceurs et pas assez d'éditeurs, alors il n'y aura pas assez d'audience et donc d'inventaires publicitaires à monétiser au regard des budgets à investir. S'il y a trop d'éditeurs mais pas assez d'annonceurs, alors il n'y aura simplement pas assez d'argent pour monétiser les audiences.

### Les relais de croissance

- Les investissements publicitaires dans l'Audio Digital sont en retard par rapport à leurs niveaux d'audiences. Cet écart devrait mécaniquement se résorber, les recettes publicitaires finissant toujours par aller se déverser sur les supports où l'audience s'oriente. Aujourd'hui, l'investissement publicitaire dans l'Audio Digital est très loin de refléter la puissance de cette nouvelle audience. Alors que l'essentiel des dépenses publicitaires irriguent toujours la radio traditionnelle, on peut donc anticiper qu'une puissante bascule va redistribuer cette manne financière vers l'Audio Digital ;
- La poursuite de la migration des audiences vers le digital s'inscrit dans un mouvement incoercible. Aujourd'hui, les dépenses publicitaires dans l'Audio Digital ne s'élèvent au mieux qu'à quelques petites dizaines de M€ dans un pays comme la France, alors que la radio traditionnelle concentre encore 90% à 95% des investissements publicitaires. A terme, soit dans 5 ou 10 ans, une grosse partie du pot des investissements publicitaires aura de façon certaine basculé dans l'Audio Digital ;
- En France, cette redistribution de valeur est évaluée à plusieurs centaines M€, si l'on considère que les recettes publicitaires de la radio s'élèvent à un peu plus de 700 M€. A l'échelle européenne, le gâteau est évalué à plusieurs Md€. Pour le seul marché français, la matrice suivante présente le potentiel de CA réalisable par Targetspot en fonction de deux paramètres : 1/ la part de marché captée par le Digital dans les dépenses publicitaires investies dans la Radio, 2/ la part de marché que Targetspot arrivera à capter ;

#### What is the revenue potential in the €700m French market?

Targetspot's Revenue On French Digital Radio Market		Ad Spending Switchover Rate In Digital Radio				
		10%	33%	50%	75%	100%
Targetspot Market Share	2.5%	2	6	9	13	18
	5.0%	4	12	18	26	35
	7.5%	5	17	26	39	53
	10.0%	7	23	35	53	70
	15.0%	11	35	53	79	105

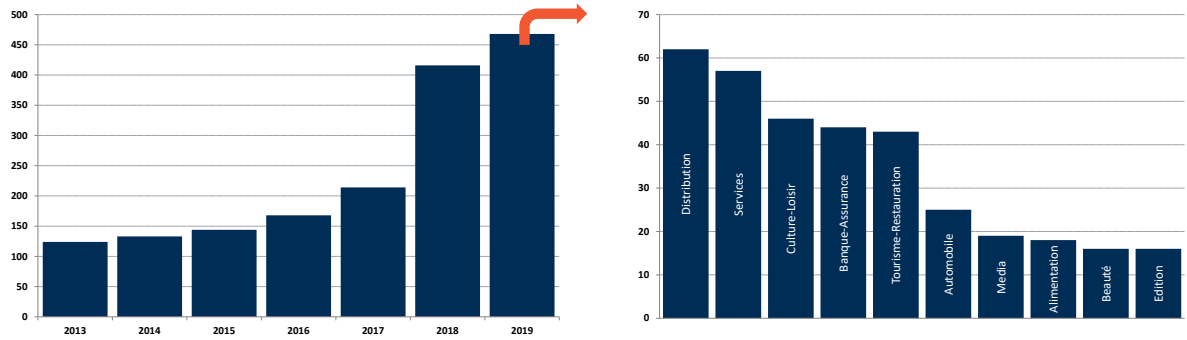
Source: Midcap Partners

- La croissance du marché de l'Audio Digital continuera d'être portée par l'arrivée de nouveaux annonceurs puisqu'à mesure que l'Audio Digital développe son audience, il attire logiquement un nombre croissant d'annonceurs.

#### Number of Advertisers in Audio Digital in France

#### Top 10 Sector Breakdown in Audio Digital in France



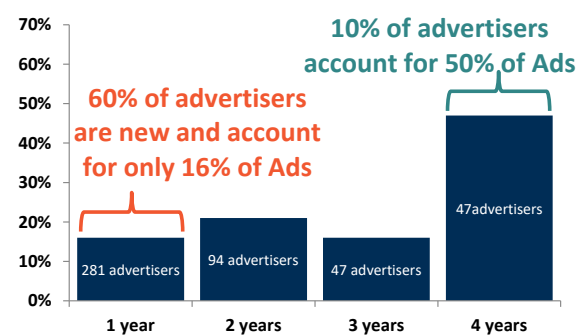
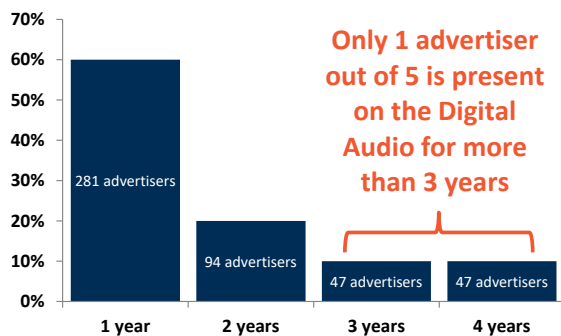


Source: Kantar

- Le marché publicitaire dans l'Audio Digital est encore, à l'image de celui de la Radio traditionnelle, concentré sur quelques dizaines voire centaines de gros annonceurs. Ceux-ci ont commencé à tester il y a seulement quelques années l'Audio Digital avec des budgets très limités. Soutenus par des retours d'expérience positifs et une plus grande familiarité avec cet univers, les budgets dédiés à l'Audio digital connaissent une très forte montée en puissance. Les budgets peuvent ainsi rapidement doubler ou tripler d'une année sur l'autre. Ainsi, même en l'absence de nouvel annonceur, le marché pourrait croître sur la seule croissance des dépenses engagées par les plus gros annonceurs de la Radio traditionnelle ;

**Breakdown of Advertisers by Seniority in France**

**10% of Advertisers Account for ≈50% of Ads in France**

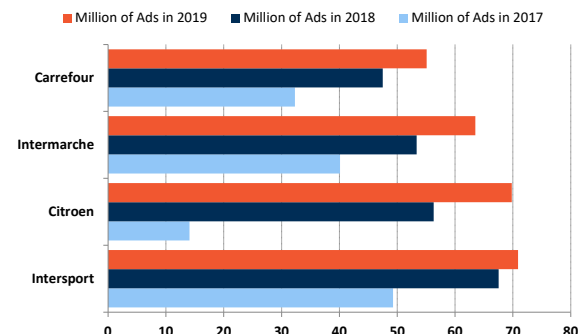
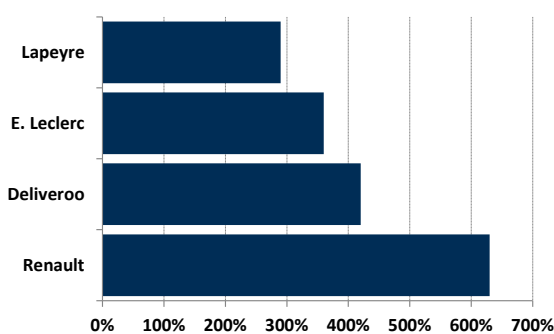


Source: Kantar

A titre d'illustration, le baromètre de l'Audio Digital publié par Kantar révèle la progression de certains des plus gros annonceurs du marché.

**Growth in the Number of Digital Audio Ads in 2019 for Some of the Biggest Audio Digital Advertisers in France**

**Millions of Digital Audio Ads for Some of the Biggest Audio Digital Advertisers in France**



Source: Kantar

Cette montée en puissance profite naturellement à Targetspot, qui compte parmi les principaux annonceurs du marché français parmi ses clients. Ainsi, sur les 13 annonceurs composant le TOP 10 de ces deux dernières années, 11 sont des clients de la société. Le marché est émergent mais croît à un rythme soutenu et l'expérience des annonceurs les plus matures sur ce marché montre



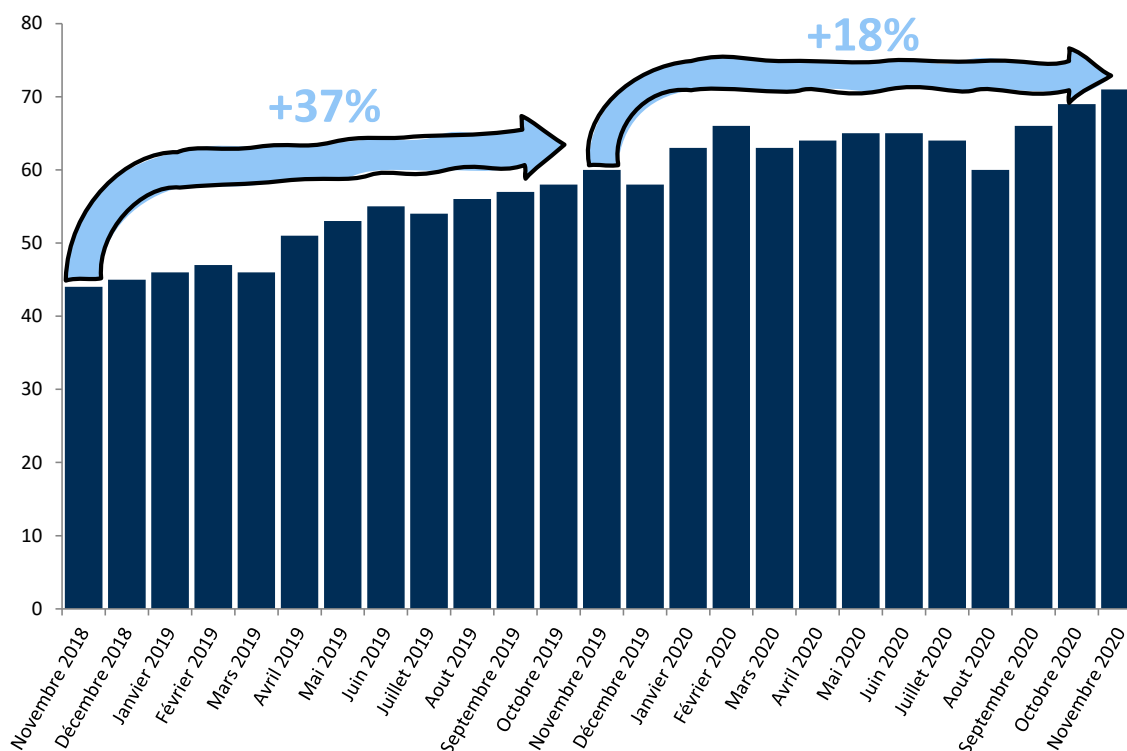




Source: Company

Le développement de l’empreinte internationale de Targetspot se lit notamment sur les deux dernières années au travers de la croissance des effectifs de la société, qui dépassent aujourd’hui les 70 collaborateurs, en hausse de près de +20% sur un an et de plus de +60% sur 2 ans. Une trentaine de collaborateurs sont aujourd’hui présents sur le marché nord-américain contre une quarantaine en Europe, dont la moitié environ en Belgique.

**Targetspot Staff Estimated Growth**



Source: LinkedIn



## Jamendo : un possible *game changer*

Créée en 2005, Jamendo est à l'origine une plateforme musicale réunissant des artistes indépendants, sous licence Creative Commons, non liés à des sociétés de gestion collective de droits. Elle permet l'écoute et le téléchargement de musique selon un double modèle :

- Gratuit dès lors qu'il répond à usage privé (Jamendo Music) ;
- Payant dès lors qu'il répond à un usage commercial (Jamendo Licensing).

[Jamendo homepage](#)



Source: Company

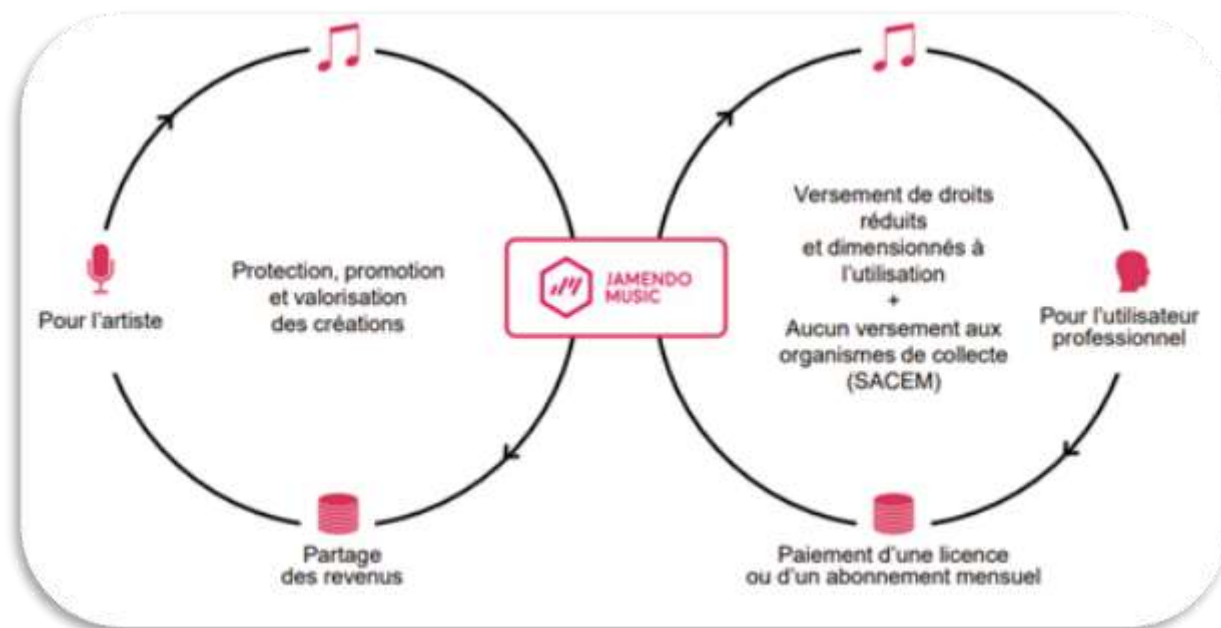
La plateforme répond aux attentes de trois publics différents :

- Les artistes amateurs indépendants pour qui Jamendo permet de publier et partager leurs créations. Après avoir conclu en ligne une licence Creative Commons, l'artiste peut mettre en ligne ses titres et bénéficier des possibilités offertes par la plateforme pour développer une audience et monétiser ses œuvres. La concession de la licence à Jamendo peut-être exclusive ou non. Le partage des revenus entre la société et l'artiste est fonction de la notoriété de ce dernier et du caractère exclusif ou non de la licence confiée à Jamendo. Le taux de rétribution se situe dans une fourchette entre 30% et 65%.
- Les utilisateurs privés pour qui Jamendo est un moyen de découvrir et d'écouter gratuitement et sans publicité des milliers d'artistes indépendants ;
- Les utilisateurs professionnels pour qui Jamendo permet d'accéder à un large catalogue de musique pour un coût de licence sensiblement inférieur aux droits à verser aux sociétés de gestion collective de droits d'auteurs (type SACEM en France).

Le catalogue musical de la plateforme d'écoute comprend 650 000 titres provenant de plus de 40 000 artistes répartis dans 194 pays. Il s'enrichit chaque jour d'une centaine de titres, soit à peu près 36 k nouveaux titres par an. Sur ce catalogue, Jamendo dispose pour son activité Licensing d'un droit de commercialisation portant sur 240 000 titres.



## Jamendo's ecosystem



Source: Company

### Jamendo Licensing: business as usual

Jusqu'à présent, Jamendo a tiré l'intégralité de ses revenus de son activité de Licensing. Celle-ci consiste à commercialiser auprès d'entreprises des licences ou des abonnements leur permettant d'utiliser une œuvre musicale à des fins d'habillage sonore (pour un programme TV, un film, un spot publicitaire, une vidéo d'entreprise, un jeu vidéo, etc.) ou à des fins de diffusion comme musique d'ambiance dans des lieux publics (magasins, hotels, aéroport, etc.).

Pour l'activité de synchronisation (utilisation d'œuvres musicales pour habiller un contenu audiovisuel), le prix des licences individuelles de titres varie entre 49 € et 299 € (durée illimitée) selon l'utilisation qui sera faite de l'œuvre. Le prix des abonnements (permettant un accès illimité au catalogue) est de 49 € par mois ou de 399 € par an.

Pour l'activité de musique en magasin, la société commercialise des abonnements mensuels dont les tarifs varient en fonction de la superficie du lieu à sonoriser (de 4,99 € pour une superficie inférieure à 50 m<sup>2</sup> à 19,99 € pour une superficie de 401 m<sup>2</sup> à 1000 m<sup>2</sup>).

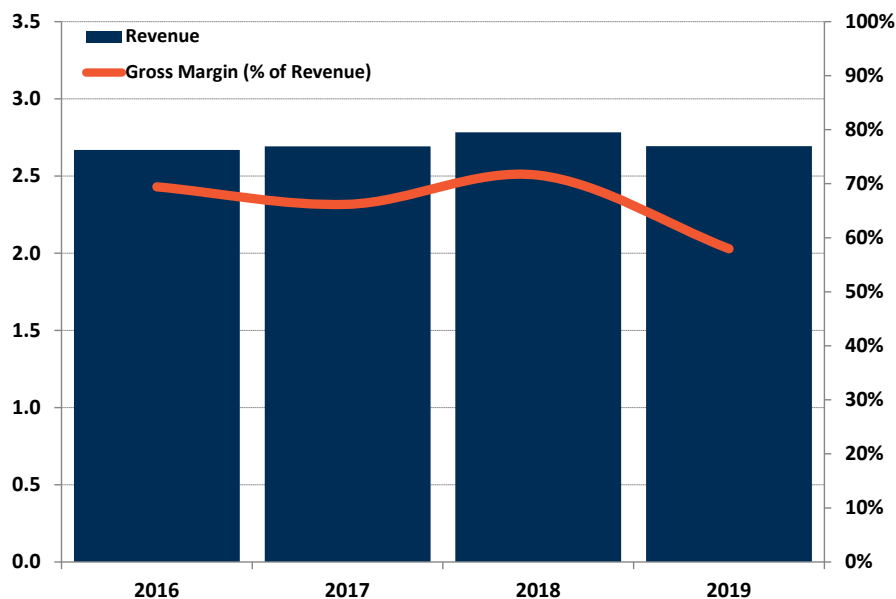
Jamendo Licensing a généré ces dernières années le même niveau de CA, autour de 2,7 M€. Le CA devrait cette année reculer de l'ordre de -20%, autour de 2,4 M€, notamment impactés par le contexte covid et les fermetures de commerce imposées par les gouvernements.

Parmi les faits notables de l'exercice, Jamendo a signé un partenariat extrêmement prometteur en termes de revenus et valorisant en termes d'image avec Adobe, la référence mondiale dans le domaine de la création de contenus vidéo. Adobe intègre désormais le catalogue musical de Jamendo à sa solution de montage vidéo Adobe Premiere Pro et à son service de bibliothèque d'objets (vidéo, image, audio, etc.) Adobe Stock. Ce partenariat est une première marche permettant à Jamendo de monétiser son catalogue de titres ailleurs que sur sa plateforme. Il va ainsi permettre d'élargir considérablement l'exposition des artistes en contrat avec la société. Cette stratégie de diversification des sources de distribution des œuvres musicales devrait se poursuivre et permettre d'alimenter la croissance de cette activité au cours des prochaines années.

Si la direction est optimiste sur la trajectoire de croissance de l'activité de Licensing, qui a le potentiel pour au moins tripler de taille à l'horizon des prochaines années, les (grandes) ambitions du groupe sur Jamendo s'orientent aujourd'hui clairement sur le domaine de la gestion des Droits.

### Jamendo Revenue and Gross Margin





Source: Company

### Jamendo Rights : à la conquête d'un nouveau marché

Pour le moment, cela ressemble encore à une feuille blanche mais les ambitions du groupe sont ici très importantes.

#### Un peu d'histoire

Née en France à la fin du 18<sup>ème</sup> siècle, la gestion collective des droits d'auteurs s'est ensuite développée partout en Europe sur un modèle à peu près comparable. Dans le domaine de la musique, c'est également en France qu'a été créé en 1851 le premier organisme de gestion collective chargé de gérer la collecte et la répartition des droits dus aux auteurs, compositeurs et éditeurs de musique, avec la SACEM.

Le système avait été pensé en considérant qu'un organisme de gestion collective constituerait l'interface la plus pratique pour gérer de manière centralisée les relations entre titulaires et utilisateurs de droits. L'idée était que l'utilisation en masse d'œuvres musicales ne permettait pas une gestion individuelle de ces droits : un diffuseur ne pouvait pas contracter individuellement avec l'ensemble des créateurs. Réciproquement, un créateur ne pouvait pas négocier individuellement (et de manière équitable) avec l'ensemble des diffuseurs (situation d'un artiste devant contacter chaque station de radio pour négocier des licences et une rémunération pour l'utilisation de ses chansons).

La gestion collective des droits s'imposait ainsi comme la réponse pratique la plus appropriée. Depuis, le système n'a que très peu évolué alors que le monde a changé sous l'effet du digital qui a complètement remodelé l'économie de la création et de la diffusion musicales. Le système est devenu en partie inadapté et porteur d'inefficience, alors que les enjeux économiques sont particulièrement importants.

#### La directive européenne [2014/26/UE](#)

Constatant que « des problèmes dans le fonctionnement des organismes de gestion collective conduisent à une exploitation inefficace du droit d'auteur et des droits voisins dans le marché intérieur, au détriment des membres des organismes de gestion collective, des titulaires de droits et des utilisateurs », la directive européenne 2014/26/UE vise :

- à améliorer la gouvernance des sociétés de gestion collective ;
- à promouvoir la transparence envers les titulaires des droits ;



- à permettre l'octroi de licences multi territoriales de droits sur des œuvres musicales en vue de leur utilisation en ligne ;
- à introduire davantage de concurrence dans un marché où celle-ci est fortement restreinte du fait des positions dominantes des organismes nationaux de gestion collective (type SACEM) établies depuis des dizaines d'années. La directive consacre ainsi la liberté des titulaires de droits de confier la gestion de ces derniers à des Entités de Gestion Indépendantes qui, à l'inverse des organismes nationaux de gestion collective qui sont à but non lucratif, sont des sociétés commerciales.

Cette directive européenne a été transposée dans le droit français en décembre 2016. Et dans le droit luxembourgeois en avril 2018 (voir [ici](#)). Et c'est au Luxembourg que Jamendo a pu adopter le statut d'Entité de Gestion Indépendante avec l'ambition d'opérer sur l'ensemble du continent européen. Maîtrisant nativement les technologies de l'Audio Digital, Jamendo est naturellement très bien positionné pour contribuer à faire basculer le marché des droits à l'ère du digital. La proposition de valeur est double :

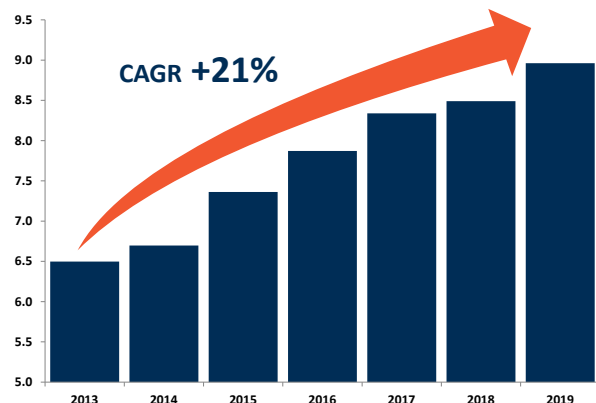
- Permettre aux utilisateurs des droits (comme les plateformes de streaming audio) d'accéder plus facilement et plus efficacement aux licences en vue de l'utilisation en ligne des œuvres musicales ;
- Permettre aux détenteurs des droits de choisir librement l'organisme de gestion lui offrant la plus grande qualité de services et de rémunération.

### Un marché considérable à disrupter

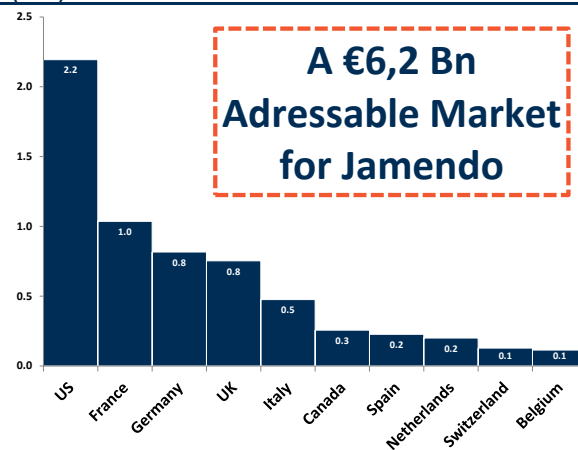
Les revenus des droits musicaux s'élèvent à environ 30 Md\$, dont un peu plus de 60% sont générés par les labels et un tiers par les organismes de gestion collective (type SACEM en France). En 2019, les montants collectés par ces derniers a frôlé les 9 Md€ selon la Confédération Internationale des Sociétés d'Auteurs et Compositeurs (CISAC), contre environ 6,5 Md€ en 2013, soit un taux de croissance annuel moyen de plus de +20% sur la période. La part générée par la musique en ligne représente 2 Md€, soit 23% du total.

Avec 1 Md€ de collecte, la France se situe au 2<sup>ème</sup> rang mondial derrière les Etats-Unis. L'ensemble des pays où opère AudioValley représente un marché adressable de 6,2 Md€, qui sera désormais accessible aux Entités de Gestion Indépendante comme Jamendo. Grâce au Digital, le partage de la valeur évolue en faveur de l'artiste et Jamendo, en tant que nouvel entrant, sans rente de situation à protéger, entend servir de levier à cette redistribution.

**Music Collections by Collective Management Organisation (€Bn)**



**Music Collections Breakdown by Country (€Bn)**



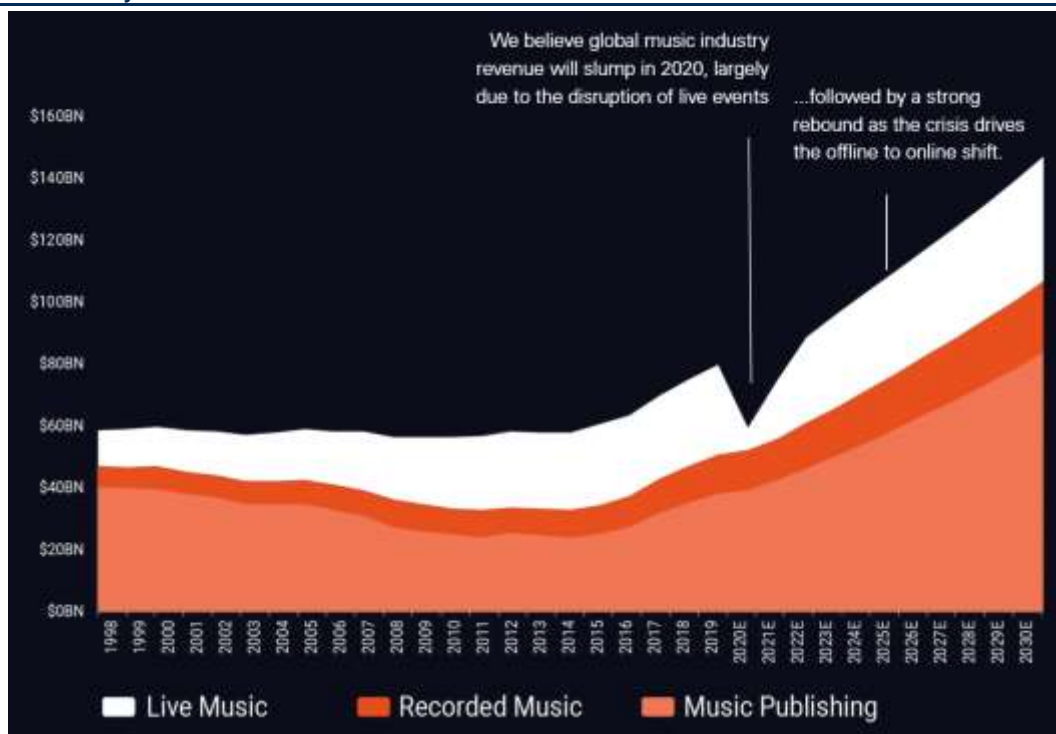
Source: CISAC





La crise du covid devrait surtout (lourdement) perturber l'industrie du *Live*, les autres marchés devant rester résilients. Elle ne devrait en revanche pas faire dévier la trajectoire de croissance de l'industrie à long terme.

**Global Music Industry Revenues**

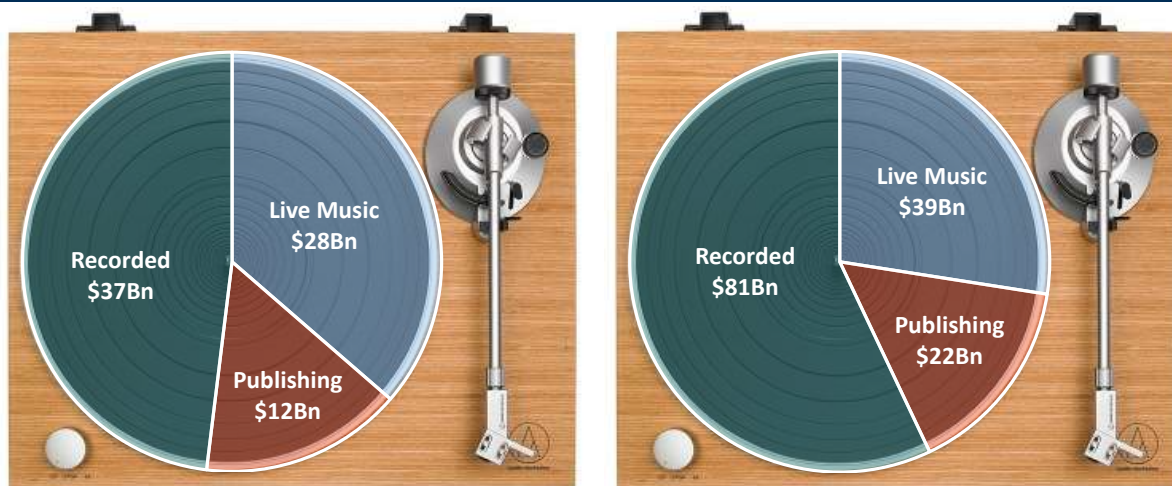


Source: Goldman Sachs Global Investment Research

Le marché mondial des droits est attendu en forte croissance sur la prochaine décennie, notamment porté par le développement du streaming et de l'utilisation toujours croissante de la musique dans les films, programmes TV, jeux vidéo, etc. Cette tendance de long terme va offrir à Jamendo un espace de croissance très important. Si la société arrive à capter ne serait-ce que 1% ou 2% du marché de la SACEM, cela représenterait un incrément de CA de 10 M€ à 20 M€ pour le groupe rien que sur la France. S'il arrivait à capter la même part de marché à l'échelle internationale, Jamendo pourrait ainsi atteindre un CA de 100 M€ à 200 M€. C'est donc un marché naissant mais extrêmement prometteur qui a le potentiel pour changer complètement la taille du groupe.

**2019 Global Music Revenue Breakdown**

**2030 Forecast Global Music Revenue**



Sources: IFPI, Goldman Sachs Global Investment Research



## Les labels ont besoin des artistes mais est-ce réciproque ?

L'industrie de la musique est assez conservatrice et a traditionnellement assez peu d'appétit pour les innovations susceptibles de bousculer les ordres établis, ayant d'ailleurs souvent considéré l'arrivée de nouvelles technologies comme le fer de lance du piratage. Elle a pris du temps avant d'intégrer le Digital à son propre avantage et d'y trouver un puissant relais de croissance.

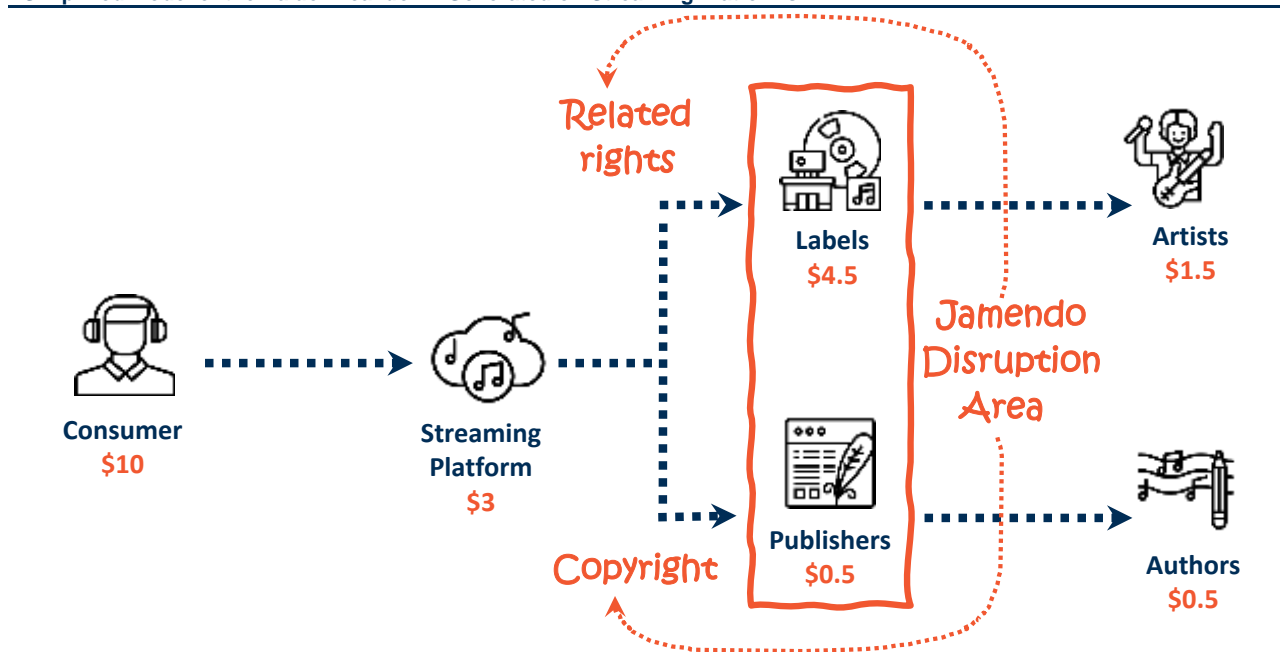
Si le Digital prend aujourd'hui toute sa place dans l'industrie musicale, la question de la juste rémunération des parties prenantes (plateformes, producteurs, interprètes et auteurs/compositeurs) reste en revanche toujours aussi ouverte tel un éternel serpent de mer. Les auteurs et les artistes ne touchent, en particulier, qu'une petite part du gâteau des revenus que l'industrie musicale génère grâce à leur travail.

Le système traditionnel assoit la rémunération des ayants-droits sur la part de marché que représentent leurs titres dans le total des titres joués ou écoutés. Une méthode qui favorise naturellement les artistes les plus populaires des grands labels, au détriment des artistes indépendants ou de moindre notoriété ou opérant encore sur des genres musicaux plus pointus ou de niche. Une alternative à ce système bâti pour les têtes d'affiche consisterait, grâce au tracking permis par le digital, à rémunérer les ayants-droits sur la base des écoutes individuelles. Une méthode plus transparente et équitable qui consisterait à rémunérer les ayants-droits sur les écoutes réelles.

Le digital ouvre aux auteurs et artistes de nouvelles perspectives, tant sur la façon de travailler que dans la monétisation de celui-ci. Depuis l'autoédition jusqu'à la distribution directe sur les plateformes de streaming, en passant par l'auto-promotion sur les réseaux sociaux, le digital permet aujourd'hui de désintermédier quasi complètement l'écosystème traditionnel de l'industrie musicale – à condition d'avoir d'accès aux technologies qui le permettent.

Si on peut considérer que le système va probablement continuer longtemps à exister tel qu'il existe aujourd'hui, parce qu'il apporte de la valeur à certains types d'artistes, on peut considérer qu'une frange importante des auteurs et des artistes souhaiteront en revanche travailler en dehors d'un système qui n'est pas taillé pour eux. Sachant qu'une minorité d'artistes sont effectivement signés par un label, il existe une longue traîne d'auteurs et d'artistes susceptibles d'être intéressés par l'utilisation de technologies leur permettant d'exister et de monétiser directement leur travail auprès des audiences des plateformes de streaming.

**Simplified Model of the Value Breakdown Generated on Streaming Platforms**



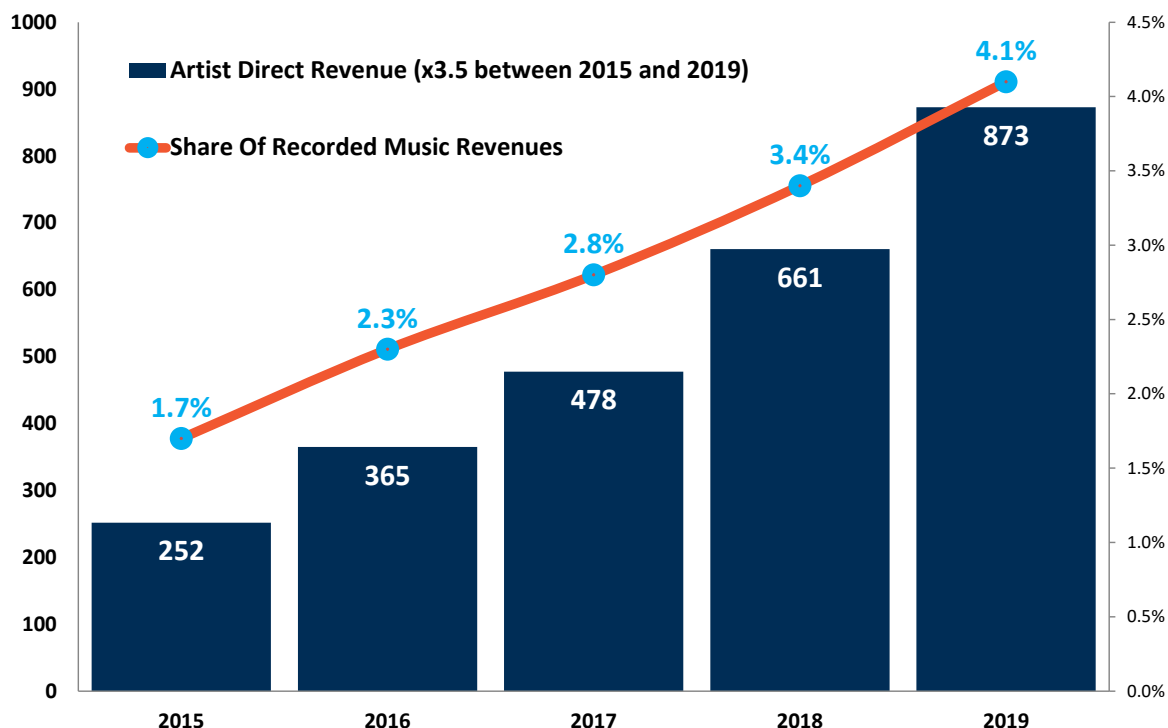
Source: Midcap Partners from SNEP & EY, ADAMI, Companies, Goldman Sachs





La proportion d'artistes indépendants, sans labels, se connectant directement aux plateformes de streaming grâce aux technologies digitales proposées par des sociétés comme Tunecore (Believe), CD Baby (Downtown) et demain Jamendo, est en très forte augmentation ces dernières années. Ceci constitue un marché naissant en très forte croissance. Selon MIDiA, le volume de revenus généré directement par les artistes indépendants, sans aucune intermédiation des labels, approchait ainsi les 900 M\$ en 2019, provenant pour l'essentiel (~80%) du streaming. Ces revenus auraient progressé à un rythme annuel moyen de +36% au cours des 4 dernières années... et ce n'est évidemment que le début de l'histoire, la pénétration croissante du Digital, puissant vecteur de désintermédiation dans l'industrie musicale, devant continuer à faire grossir ce marché. D'autres sources (tel que RAINE) avance une évaluation encore plus élevée à 1,6 Md\$ (voir [ici](#)).

**Global Artist Direct Revenue And Its Share Of All Recorded Music Revenue, 2015-2019**



Source: MIDiA Research Music Model

Jamendo souhaite se positionner, grâce à son savoir-faire technologique, comme un guichet de services unique qui permettra aux auteurs et artistes :

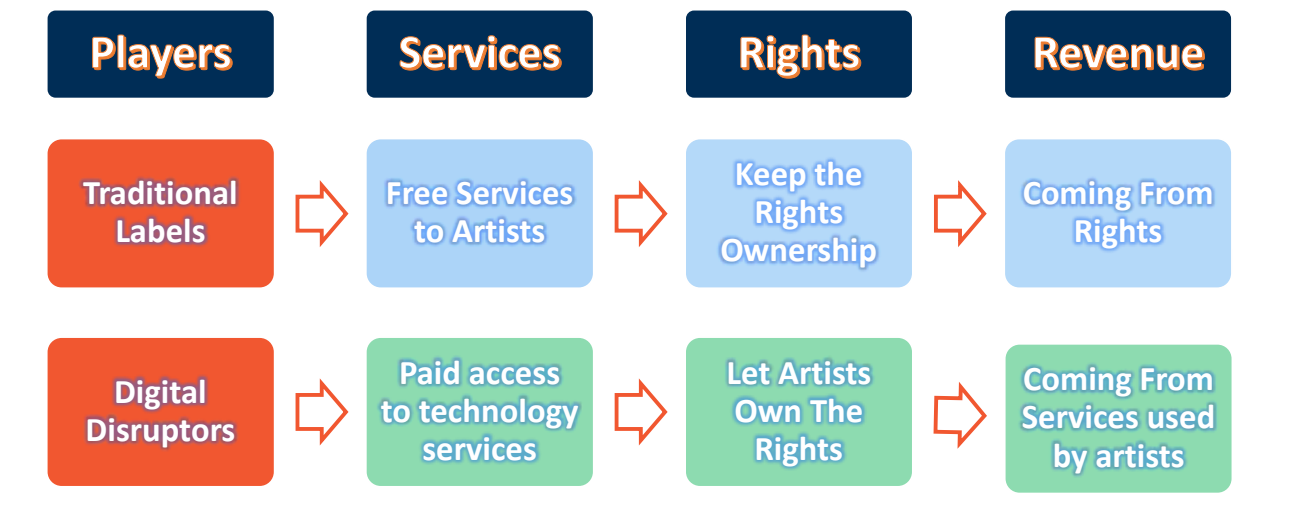
- de se connecter directement aux plateformes,
- de gérer l'ensemble des droits d'auteurs et des droits voisins associés à cette distribution,
- de recevoir de manière transparente et rapide la rémunération associée, sans autre forme d'intermédiation (organismes de gestion collective et/ou labels) et donc sans déperdition de valeur,
- de disposer des outils de suivi et d'analytics (streams, revenus, etc.).

Le marché de l'industrie musicale se transforme et les fournisseurs de technologie constituent les vecteurs de cette transformation. Répondant aux inefficiences et au manque de transparence du système, les disrupteurs de ce marché ont l'ambition d'apporter aux millions d'artistes les services que les acteurs en place leur refusent.

La proposition de valeur apportée par les pure players digitaux change radicalement la perspective de fonctionnement de l'industrie. Les artistes ne sont plus dépossédés de leurs droits et peuvent ainsi conserver l'intégralité ou la majorité des revenus que ces droits permettent de générer.



Paradigm Shift



Source: Midcap Partners

Aujourd'hui, il n'existe pas encore de business plan définitif sur Jamendo Rights. Le groupe doit structurer son offre ainsi que l'équipe de spécialistes qui aura la charge de la développer et de la faire exister sur le marché. S'il ne faut pas attendre de gros chiffres de revenus à court terme, l'arrivée de Jamendo sur ce marché considérable offre un important upside sur les perspectives de développement du groupe à long terme.



## Un passé soldé et un périmètre d'activité recentré

### Cession de Storever

Storever était l'activité historique d'origine du groupe AudioValley lors de sa création en 2003. La société était spécialisée dans la commercialisation de solutions audio dans les points de vente. Une activité très profitable (marge d'EBITDA supérieure à 25%) qui représentait 6,6 M€ de revenus en 2017 (soit 47% du CA) et 7,7 M€ en 2018 (soit 31% du CA).

La cession de Storever à M-Cube est intervenue en décembre 2019 pour une VE de 15 M€ (dont 11,5 M€ de fonds propres détenus à 80,97% par AudioValley, valorisant la participation du groupe à 9,3 M€). Dans les comptes 2019, cette cession a généré une plus-value de 7,1 M€ et a apporté 8,1 M€ de cash, qui a notamment contribué à éteindre la dette envers Vivendi.

### Extinction de la dette envers Vivendi

Au 30 juin 2020, il restait un résidu de dette de 3 M€ qui a été payé en juillet 2020. La dette envers Vivendi est ainsi complètement soldée.

Pour mémoire, Vivendi était entré au capital de Radionomy (société opérant les activités de Targetspot) en décembre 2015 à hauteur de 64,4% pour un montant de près de 24 M€ (près de 37 M€ pour 100%). En août 2017, AudioValley avait conclu un accord avec Vivendi pour racheter sa participation pour un montant de 30,4 M€. L'échéancier prévoyait à l'origine un étalement des remboursements jusqu'en 2025. Le groupe a réussi à éteindre cette dette en 3 ans, lui permettant désormais de consacrer l'intégralité de ses ressources et de son énergie au développement de l'activité.

### Rachat des minoritaires de Jamendo

En juin 2019, AudioValley a racheté la participation des deux actionnaires minoritaires de Jamendo (soit 28,84%). Le groupe est désormais l'actionnaire unique de Jamendo ce qui lui permettra également d'accélérer la mise en œuvre de la stratégie de développement sur cette activité.

\*\*\*\*\*

Ces différentes opérations ont permis au groupe de se recentrer sur deux pôles d'activités à fort potentiel. Libéré du poids de la dette envers Vivendi, libéré des minoritaires qui entravaient le développement des activités du groupe, très bien positionné sur des marchés à très fort potentiel, AudioValley présente désormais un profil particulièrement attractif. Avec les mains libres pour porter la société dans une ambitieuse trajectoire de croissance.



# Valorisation d'AudioValley

## Valorisation par DCF

Notre valorisation repose sur les hypothèses suivantes :

- Un développement soutenu du CA avec un CAGR de +28% sur les 5 prochaines années, porté par un transfert des dépenses publicitaires de la radio traditionnelle vers l'audio digital et l'empreinte internationale du groupe. Le groupe devrait ainsi pouvoir tripler de taille d'ici 4 à 5 ans. Au-delà, nous retenons un ralentissement du rythme de croissance du CA (CAGR de +4% sur 2025-2030) permettant de converger vers notre hypothèse de taux de croissance à l'infini (+1%) ;
- En considérant une marge brute stable à 45% du CA, la forte croissance du CA attendue sur les prochaines années devrait permettre de générer un important effet levier sur les résultats. L'Ebitda devrait devenir positif dès 2020 et atteindre d'ici 2025 son niveau normatif dans une fourchette de 15% à 20% ;
- Un taux d'IS nul sur 2021-2025 étant donné que le résultat courant avant impôt devrait être encore négatif sur 2021 et 2022 et que le groupe dispose de reports déficitaires de près de 33 M€ au 31/12/2019 (qui seront enrichis par les pertes attendues sur 2020-2022). Au-delà, nous retenons un taux d'IS de 25% ;
- Un BFR qui devrait représenter à terme -23% du CA ;
- Des Capex représentant 2% du CA ;
- Un WACC de 10,1% et un taux de croissance à l'infini de +1% ;
- Un nombre de titres de 10,3 millions.

## DCF Model

DCF valuation method										
Risk-free rate	-0.35%	Cost of equity	11.5%	WACC	10.1%					
Market risk premium	8.0%	Interest rate a.t.	6.8%							
Beta	1.5	Terminal growth rate	1.0%							

€M	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
<b>Sales</b>	20.8	29.4	39.5	49.6	60.0	71.1	77.4	80.7	82.4	83.2
Change	-5.3%	41.4%	34.5%	25.5%	21.0%	18.4%	8.9%	4.3%	2.1%	1.0%
<b>Current Ebit</b>	<b>-4.4</b>	<b>-2.4</b>	<b>-0.3</b>	<b>2.1</b>	<b>4.9</b>	<b>7.9</b>	<b>8.9</b>	<b>10.0</b>	<b>11.4</b>	<b>13.2</b>
Margin	-21%	-8%	-1%	4%	8%	11%	12%	13%	14%	15%
Taxes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.2	2.5	2.9	3.3
<b>NOPAT</b>	<b>-4.4</b>	<b>-2.4</b>	<b>-0.3</b>	<b>2.1</b>	<b>4.9</b>	<b>7.9</b>	<b>6.7</b>	<b>7.5</b>	<b>8.6</b>	<b>9.9</b>
D&A	4.6	5.0	5.4	5.8	6.1	6.4	6.1	5.6	2.3	1.7
in % of sales	22.0%	16.9%	13.6%	11.7%	10.1%	9.0%	7.9%	7.0%	2.8%	2.0%
ΔBFR	-0.2	2.0	2.5	2.4	2.3	2.4	1.5	0.8	0.4	0.2
CAPEX (including capitalized production)	-2.3	-2.6	-3.2	-3.6	-4.1	-4.4	-3.4	-2.9	-2.3	-1.7
in % of sales	-11.0%	-9.0%	-8.0%	-7.3%	-6.8%	-6.3%	-4.4%	-3.6%	-2.8%	-2.0%
Restructuring	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>FCF</b>	<b>-2.3</b>	<b>1.9</b>	<b>4.4</b>	<b>6.7</b>	<b>9.3</b>	<b>12.2</b>	<b>10.9</b>	<b>11.0</b>	<b>9.0</b>	<b>10.1</b>
<b>Discounted FCF</b>	<b>-2.3</b>	<b>1.7</b>	<b>3.6</b>	<b>5.0</b>	<b>6.3</b>	<b>7.5</b>	<b>6.1</b>	<b>5.6</b>	<b>4.1</b>	<b>4.2</b>
Sum of discounted FCF	42									
Discounted Terminal Value	47									
<b>EV</b>	<b>88</b>									
(-) Net debt	16									
(-) Minorities	--									
(-) Others liabilities	--									
<b>Equity value</b>	<b>72</b>									
Number of shares	10									
<b>Value per share</b>	<b>7.0</b>									

Midcap Partners Estimations



### Sensitivity Table

Value per Share		Growth rate				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	8.1%	8.6	9.2	9.7	10.4	11.2
	9.1%	7.3	7.8	8.2	8.7	9.2
	10.1%	6.3	6.7	7.0	7.4	7.8
	11.1%	5.4	5.8	6.0	6.3	6.6
	12.1%	4.8	5.0	5.2	5.5	5.7

Value per Share		Ebit margin				
		10.0%	12.5%	15.0%	17.5%	20.0%
WACC	8.1%	9.0	9.4	9.7	10.1	10.5
	9.1%	7.6	7.9	8.2	8.5	8.8
	10.1%	6.5	6.7	7.0	7.3	7.5
	11.1%	5.6	5.8	6.0	6.2	6.5
	12.1%	4.8	5.0	5.2	5.4	5.6

Midcap Partners Estimations



## Valorisation par les transactions

### Activité Régie publicitaire dans l'Audio Digital

Sur l'activité de monétisation des audiences de l'Audio Digital opérée par Targetspot, deux transactions pertinentes sont à relever. Elles concernent les deux grands concurrents de la société :

- L'acquisition d'**Adswizz** en mars 2018 pour 145 M\$ par Pandora (à son tour racheté par Sirius XM). Lors de son rachat, Adswizz réalisait un CA estimé de 38 M\$. La société enregistrait de lourde perte. L'activité d'Adswizz reste très concentrée sur les Etats-Unis. Ses effectifs atteignent environ 235 collaborateurs aujourd'hui contre environ 165 il y a 2 ans.
- L'acquisition de **Triton Digital** par Scripps en octobre 2018 pour 150 M\$. Triton réalisait alors un CA d'environ 40 M\$ dont à peu près une moitié dans l'activité de régie publicitaire et l'autre moitié dans une activité de mesure d'audience. La société était fortement profitable. Son activité est également très concentrée sur les Etats-Unis. Ses effectifs atteignent environ 165 collaborateurs contre 150 il y a 2 ans.

Ces deux opérations pointent toutes les deux sur un multiple de transaction proche de 4x le CA. Elle induirait une valorisation de l'ordre de 75 M€ pour les activités de Targetspot.

### Activité de gestion des droits

Nous n'avons pas identifié de transactions récentes sur ce marché permettant d'établir une référence de valorisation.

Dans le domaine du Licensing, le groupe est notamment en concurrence avec deux acteurs qui, à titre d'informations, ont procédé à des levées de fonds significatives :

- **Artlist** (environ 120 collaborateurs) est une société israélienne fondée en 2016 qui a levé 48 M\$ en juin 2020 notamment auprès de KKR ;
- **Epidemic Sound** (environ 430 collaborateurs) est une société suédoise créée en 2009 dont la dernière levée de fonds de 20 M\$ (sur un total estimé à 60 M\$) en juin 2019 se serait réalisée sur une valorisation de 370 M\$. La société aurait atteint un CA de 42 M\$ en 2019 contre de 24 M\$ en 2018 (et 4 M\$ en 2015). Sa perte opérationnelle atteindrait 23 M\$. Selon Bloomberg, la société étudierait la possibilité d'une vente ou d'une IPO sur une valorisation qui pourrait atteindre 1 Md€.

Dans le domaine de la gestion des Droits et de la distribution aux plateformes de streaming, plusieurs acteurs importants opèrent déjà, parmi lesquels :








- **Tunecore** (environ 280 collaborateurs) basée à New-York, fondée en 2006, la société a été rachetée en 2015 par Believe, un acteur français comptant parmi les leaders indépendants de la distribution musicale sur les plateformes de streaming. Tunecore aurait permis à ses artistes de collecter environ 1,5 Md\$ depuis sa création ;
- **Kobalt** (près de 600 collaborateurs) basée à Londres, fondée en 2000, Kobalt a généré un CA de 543 M\$ en 2019 (clôturé au 30 juin), en croissance de +35% après +25% en 2018. La société, qui n'a jamais été profitable, a enregistré une perte opérationnelle de -44 M\$ en 2019 après -41 M\$ en 2018. En 2019, les droits collectés ont progressé de +25% pour atteindre 616 M\$. La société aurait levé un total de 330 M\$. Sa dernière levée (90 M\$ en 2017) s'était réalisée sur une valorisation approchant les 800 M\$. Bloomberg a révélé en septembre dernier que la société travaillait plusieurs options stratégiques parmi lesquelles une vente sur une valorisation qui pourrait dépasser 1 Md\$ ;
- **CD Baby** (près de 450 collaborateurs) est l'un des pionniers de la distribution digitale aux Etats-Unis. Le groupe a été racheté en mars 2019 pour 200 M\$ par Downtown Music Publishing. Downtown devrait générer cette année un CA autour de 500 M\$ ;
- **Amuse** (110 collaborateurs) est une société suédoise fondée en 2016 qui a réalisé en 2019 un CA légèrement inférieur à 10 M\$ pour une perte opérationnelle de près de 11 M\$. La société a réalisé une levée de 15,5 M\$ en mai 2018.





# Annexes

## ANNEXE 1 : Gouvernance

Conseil d'administration	Description
	<p><b>Alexandre Saboundjian – Président du conseil, Fondateur, Administrateur délégué</b>  <a href="#">Linkedin</a></p>
	<p><b>Camille Saboundjian – Administratrice</b>  <a href="#">Linkedin</a></p>
	<p><b>Xavier Faure – Administrateur indépendant</b>  <a href="#">Linkedin</a></p>
Comité Exécutif	Description
	<p><b>Alexandre Saboundjian – Président du conseil, Fondateur, Administrateur délégué</b>  <a href="#">Linkedin</a></p>
	<p><b>Erik Portier – Chief Revenue Officer du pole Targetspot</b>  <a href="#">Linkedin</a></p>
	<p><b>Jocelyn Seilles – General Manager du pôle Jamendo</b>  <a href="#">Linkedin</a></p>
	<p><b>Sébastien Veldeman – CFO d'AudioValley</b>  <a href="#">Linkedin</a></p>



## ANNEXE 2 : Commissaires aux comptes et certification des comptes

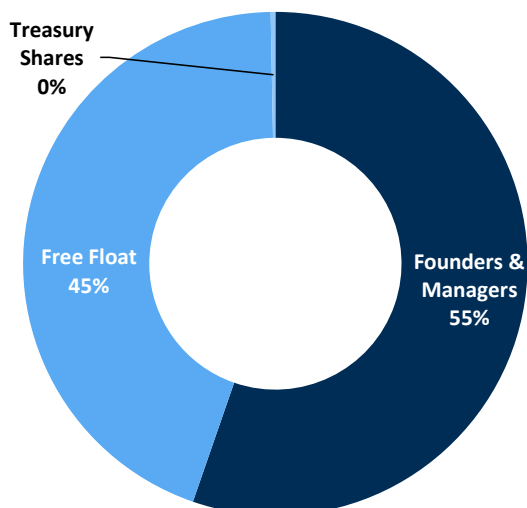
Normes comptables	IFRS
Commissaires aux comptes titulaires	EY
Certification des comptes	Certification sans réserve
Points clés de l'audit	Goodwill, Factures à recevoir pour droits d'auteurs et droits voisins

Honoraires des CAC	Missions	2015	2016	2017	2018	2019
EY	Audit Légal	nd	nd	nd	0.15	0.14
	Autres prestations	nd	nd	nd	0.01	0.01
Total (M€)		nd	nd	nd	0.16	0.15
en % du CA		nd	nd	nd	0.9%	0.7%

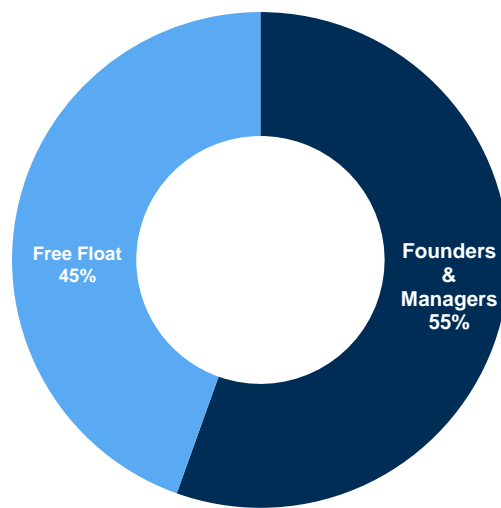
Source : Société

## ANNEXE 3 : Share Ownership

Capital Structure (%)



Breakdown of Voting Rights (%)



Source : Société

## Données Financières

### Compte de résultat

M€	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Chiffre d'affaires consolidé</b>	<b>16.9</b>	<b>22.0</b>	<b>20.8</b>	<b>29.4</b>	<b>39.5</b>	<b>49.6</b>
<i>Evolution</i>	27%	30%	-5%	41%	34%	25%
Coûts des ventes	8.9	12.2	11.5	16.2	21.7	27.2
Charges de personnel	6.1	7.0	6.7	7.7	9.2	10.6
Autres charges administratives et commerciales	3.6	3.3	2.4	3.0	3.6	3.9
<b>EBITDA</b>	<b>-1.7</b>	<b>-0.5</b>	<b>0.2</b>	<b>2.5</b>	<b>5.1</b>	<b>7.9</b>
<i>% du CA</i>	-10%	-2%	1%	9%	13%	16%
Dotations aux amortissements	0.7	1.5	1.9	2.2	2.7	3.1
Dot. aux amortissements des immo. Incorporelles "Technologies"	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>-5.1</b>	<b>-4.8</b>	<b>-4.4</b>	<b>-2.4</b>	<b>-0.3</b>	<b>2.1</b>
<i>% de CA</i>	-30%	-22%	-21%	-8%	-1%	4%
Gains sur cession	0.0	7.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Résultat financier	-1.3	2.3	-1.7	-1.7	-1.7	-1.4
Impôt sur les bénéfices	0.4	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>Taux d'IS</i>	ns	6%	0%	0%	0%	0%
RN	-5.3	4.8	-6.0	-4.1	-1.9	0.7
Intérêts minoritaires	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>RNPG</b>	<b>-5.3</b>	<b>4.8</b>	<b>-6.0</b>	<b>-4.1</b>	<b>-1.9</b>	<b>0.7</b>

### Bilan

M€	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Goodwill	13.8	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2
Immobilisations corporelles et incorporelles (hors goodwill)	28.0	25.9	23.6	21.3	19.0	16.8
Autres immobilisations	1.2	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
Clients	6.2	7.3	6.9	9.8	13.2	16.6
Autres actifs courants	1.1	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Trésorerie	1.0	1.9	3.2	3.5	6.2	11.5
<b>Actifs</b>	<b>51.2</b>	<b>46.7</b>	<b>45.3</b>	<b>46.2</b>	<b>50.1</b>	<b>56.5</b>
Capitaux propres pdg	10.6	14.4	13.6	9.5	7.6	8.3
Minoritaires	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Provisions	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Dettes financières	23.4	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2
Fournisseurs	12.6	11.1	10.6	15.0	20.2	25.3
Autres dettes courantes	2.9	2.2	2.2	2.7	3.3	4.0
<b>Passifs</b>	<b>51.2</b>	<b>46.7</b>	<b>45.3</b>	<b>46.2</b>	<b>50.1</b>	<b>56.5</b>

### Tableau de flux

M€	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Marge brute d'autofinancement	-1.7	-1.3	-3.3	-1.2	1.1	3.9
ΔBFR	-0.7	-2.1	-0.2	2.0	2.5	2.4
<b>Cash flow généré par l'activité</b>	<b>-2.4</b>	<b>-3.6</b>	<b>-3.5</b>	<b>0.8</b>	<b>3.5</b>	<b>6.3</b>
Acquisition d'immo incorporelles et corporelles	-1.0	-1.4	-0.4	-0.6	-0.8	-1.0
<b>FCF</b>	<b>-3.4</b>	<b>-5.0</b>	<b>-3.9</b>	<b>0.2</b>	<b>2.8</b>	<b>5.3</b>
Cession d'immobilisations corp et incorp.	0.1	7.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Investissement financier et variation de périmètre	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividendes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Augmentation de capital	7.7	0.0	5.3	0.0	0.0	0.0
Cession/Acquisition d'actions propres	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Remboursement/souscription d'emprunts	-4.5	-1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Autres (variation de change, etc.)	-0.1	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Variation de cash sur l'année</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.8</b>	<b>1.4</b>	<b>0.2</b>	<b>2.8</b>	<b>5.3</b>



## Données Financières

### RATIOS CLES

	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Evolution du CA	27%	30%	-5%	41%	34%
Marge EBIT	-30%	-22%	-21%	-8%	-1%
Marge Nette	-31%	22%	-29%	-14%	-5%
Bénéfice net par action	-1.0	0.5	-0.6	-0.4	-0.2
Dividende par action	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend Yield	0%	0%	0%	0%	0%
BFR en % du CA	-49%	-24%	-25%	-24%	-24%
DIO	ns	ns	ns	ns	ns
DSO	133	122	122	122	122
DPO	ns	ns	ns	ns	ns
FCF	-3.4	-5.0	-3.9	0.2	2.8
FCF yield	-10%	-15%	-12%	1%	8%
Taux de conversion (FCF/EBITDA)	ns	ns	ns	9%	54%
CAPEX/CA	6%	8%	2%	2%	2%
ROE	ns	ns	ns	ns	ns
ROA	ns	ns	ns	ns	ns
ROCE	ns	ns	ns	ns	ns
Gearing	201%	113%	109%	154%	157%
EV/CA			2.4x	1.7x	1.2x
EV/EBITDA			253.4x	19.4x	9.0x
EV/EBIT			ns	ns	ns
PE			ns	ns	ns

### MIDCAP PARTNERS vs CONSENSUS

	2020e		2021e		2022e	
	Midcap Partners	Consensus	Midcap Partners	Consensus	Midcap Partners	Consensus
Chiffre d'affaires	20.8	22.6	29.4	32.7	39.5	40.5
EBITDA	0.2	0.5	2.5	2.6	5.1	4.6
EBIT	-4.4	-4.1	-2.4	-2.3	-0.3	-0.6
BPA	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	-0.2



## Disclaimer

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

1/Méthode des DCF : actualisation des flux de trésorerie futurs dégagés par l'exploitation de l'entreprise. Les flux de trésorerie sont déterminés par les prévisions financières de l'analyste et ses modèles. Le taux d'actualisation utilisé correspond au coût moyen pondéré du capital qui est défini par la moyenne pondérée du coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique de ses capitaux propres tel qu'estimé par l'analyste.

2/Méthode des comparables : application de multiples de valorisation boursière ou observés dans le cadre de transactions récentes. Ces multiples peuvent être utilisés comme références et être appliqués sur les agrégats financiers de l'entreprise pour en déduire sa valorisation. L'échantillon est constitué par l'analyste en fonction des caractéristiques de l'entreprise (taille, croissance, rentabilité...). Celui-ci peut par ailleurs appliquer une prime/escompte en fonction de sa perception des caractéristiques de l'entreprise.

3/Méthode patrimoniale : estimation de la valeur des fonds propres à partir des actifs réévalués et corrigés de la valeur de la dette.

4/Méthode d'actualisation des dividendes : actualisation des flux de dividendes futurs estimés. Le taux d'actualisation retenu 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 en réaliser la somme.

### Grille de recommandations :

Achat : surperformance attendue supérieure à 10% par rapport au marché dans un horizon 6 – 12 mois

Neutre : performance attendue comprise entre -10% et +10% par rapport au marché dans un horizon 6 – 12 mois

Vente : sous-performance attendue supérieure à 10% par rapport au marché dans un horizon 6 – 12 mois

### Détections des conflits d'intérêts :

Entreprise	Cours de clôture (€)	Recommandation	Avertissement
AUDIOVALLEY	3.3	Achat	G

A LOUIS CAPITAL MARKETS – MCP ou toute personne morale qui lui est liée détient plus de 5 % de la totalité du capital émis de l'émetteur; B L'émetteur détient plus de 5 % de la totalité du capital émis de LOUIS CAPITAL MARKETS - MCP ou de toute personne morale qui lui est liée;

C LOUIS CAPITAL MARKETS - MCP, seul ou avec d'autres personnes morales, est lié avec l'émetteur par d'autres intérêts financiers significatifs;

D LOUIS CAPITAL MARKETS - MCP ou toute personne morale qui lui est liée est un teneur de marché ou un apporteur de liquidité avec lequel a été conclu un contrat de liquidité en ce qui concerne les instruments financiers de l'émetteur ;

E LOUIS CAPITAL MARKETS – MCP ou toute personne morale qui lui est liée est intervenu, au cours des douze derniers mois, en qualité de chef de file ou de chef de file associé d'une offre portant sur des instruments financiers de l'émetteur rendue publique ;

F LOUIS CAPITAL MARKETS – MCP ou toute personne morale qui lui est liée est partie à tout autre accord avec l'émetteur concernant la prestation de services d'investissement liés à l'activité corporate ;

G LOUIS CAPITAL MARKETS – MCP et l'émetteur sont convenus de la fourniture par le premier au second d'un service de production et de diffusion de la recommandation d'investissement sur ledit émetteur.

### Répartition des recommandations

Au 01/12/2020 les recommandations émises par l'équipe de recherche Midcap de LOUIS CAPITAL MARKETS – MCP se répartissent comme suit :

Recommandation	Entreprises suivies	dont Entreprises « Corporate »
Achat	63%	74%
Neutre	29%	24%
Vente	5%	0%
Apporter	3%	2%

Les prix de référence utilisés dans ce document sont des prix de clôture. Toute opinion émise dans le présent document reflète notre jugement actuel et peut être amené à être modifiée sans avertissement préalable. LOUIS CAPITAL MARKETS - MCP a adopté des modalités administratives et organisationnelles effectives, y compris des « barrières à l'information », afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts eu égard aux 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 ». Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Avertissement MIFID 2 : Nous vous rappelons que suite à la directive MIFID 2, il vous appartient, en qualité de destinataire de ce document de recherche, de déterminer si votre société est concernée par la Directive 2014/65/EU du Parlement Européen et du Conseil du 15 mai 2014 relatif aux marchés d'instruments financiers (MIFID2) concernant la séparation entre l'activité de recherche et celle d'exécution d'ordres. Pour toute question concernant la fourniture de documents de recherche, merci d'envoyer un email à [cplanade@midcapp.com](mailto:cplanade@midcapp.com).

