

AUDIOVALLEY

5 bonnes raisons d'en acheter

23 juin 2021

ACHAT

Objectif : **6,2€**

Potentiel : **+104%**

Le titre a atteint des plus bas historiques

Sans raison fondamentale, le titre a atteint en fin de semaine dernière des plus bas historiques, même s'il a un peu rebondi depuis. Depuis le début de l'année, le titre perd -17%, sous-performant nettement le CAC Small (+16%). Cette pression sur le titre ne s'explique pas fondamentalement et c'est pour cette raison que nous considérons que les cours actuels offrent une fenêtre d'investissement attractive alors que le newsflow des prochains mois devrait offrir des arguments pour une revalorisation significative du titre.

Les dépenses publicitaires rebondissent fortement

Les grandes agences de médias, comme les cabinets d'étude, ont relevé à la hausse leurs prévisions de croissance pour 2021 au cours de ces dernières semaines. Si tous les formats sont concernés, l'Audio Digital confirme évidemment sa très bonne dynamique, avec un fort appétit des annonceurs qui souhaitent renforcer leurs présences sur ce média. Le marché nord-américain mènera clairement le rebond au S1 2021, mais l'amélioration de la situation sanitaire en Europe (déconfinement, vaccination, etc.) devrait ajouter un deuxième moteur pour le S2 2021.

Un newsflow positif à court terme

Le groupe devrait publier mi-juillet un très bon CA T2 2021, avec un rythme de croissance qui devrait encore amplifier le rebond déjà engagé au T1 2021, porté par l'activité de Targetspot aux Etats-Unis. Le marché publicitaire US est reparti en très forte croissance dès le S1 et Targetspot devrait largement en profiter. La croissance en Europe devrait être plus limitée, mais la réouverture des économies sur cette zone est de très bon augure pour un rebond de l'activité de Targetspot en Europe au S2 2021. Au final, le groupe devrait retrouver la trajectoire d'hyper croissance qui était la sienne par le passé (Targetspot avait quasiment doublé de taille entre 2017 et 2019).

S'exposer à deux marchés en plein boom

Le groupe est parfaitement positionné pour tirer profit du boom des marchés sur lequel il est positionné, que ce soit la monétisation de l'audio digital avec Targetspot ou le développement de services aux artistes indépendants avec Jamendo (dans la gestion collective des droits musicaux notamment), récemment mis en lumière avec l'IPO de Believe. Marchés d'avenir, l'un et l'autre drainent sur eux énormément d'argent et il n'est pas impossible d'imaginer qu'Audiovalley puisse à terme attirer sur ses différentes filiales des investisseurs ambitieux.

Un message rassurant sur les perspectives

A la suite d'un call investisseurs hier après-midi, Audiovalley a confirmé l'ensemble de ses perspectives, y compris celles de réaliser un S1 2021 de très bonne facture. Nos estimations sont inchangées. Nous réitérons notre opinion Achat sur la valeur avec un OC de 6,2 €.

Infos marché

Secteur	Media Technology
Cours (€)	3.0
Capitalisation (M€)	39.6
Marché	Euronext Growth
Bloomberg	ALAVY FP

Actionnariat

Fondateurs/Managers	43.1%
Public	56.7%
Auto-contrôle	0.2%

M€ (31/12)	2020	2021e	2022e	2023e
CA (M€)	19.6	28.0	37.6	47.2
Var	-11%	43%	35%	25%
ROC	-3.4	-2.4	-0.4	1.9
Marge op.	-17%	-8%	-1%	4%
RNpg	-4.8	-3.5	-1.5	0.7
BNPA dilué €	-0.39	-0.22	-0.07	0.08
Var. BNPA	ns	ns	ns	ns
Dividende (€)	0.0	0.0	0.0	0.0
Rendement	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
FCF	-0.3	0.4	2.3	4.5
ROCE	ns	ns	ns	7%
VE/CA (x)		1.6	1.1	0.8
VE/ROC (x)		ns	ns	21
PER (x)		ns	ns	ns
Dette fin. Nette	14.5	5.5	3.2	-1.3
Gearing	98%	28%	18%	-7%

Estimations Midcap Partners

Prochain évènement : CA T2 - mi juillet

Historique des recommandations

Date	
21/06/2021	Achat

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

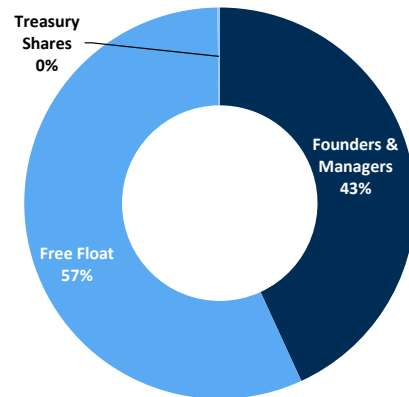


OVERVIEW of AUDIOVALLEY

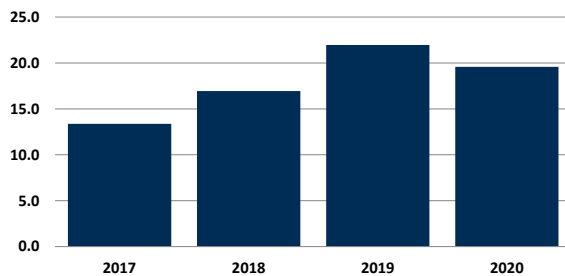
Description

Audiovalley is a pure player in the booming digital audio market, offering to content and digital audio audience holders monetization technologies. Audiovalley owns two business: Targetspot and Jamendo. Targetspot is a technological platform for aggregating and monetizing digital audio content. Targetspot's business has a strong international footprint, enabling to connect leading global and local advertisers to a global audience of over 160 million people. Jamendo is a new music rights management platform (>650 000 songs from >40 000 artists).

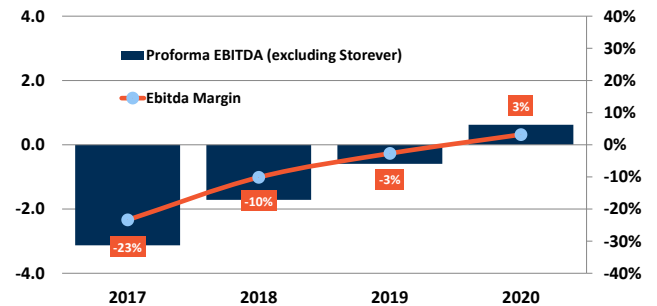
Shareholders



Revenue Growth (€M)



Ebitda (€M) and Ebitda Margin (%)



SWOT Analysis

Strengths

- A rich portfolio of proprietary technologies to serve the Digital Audio market
- An international presence with sales teams in about ten countries
- The group is positioned in a structurally buoyant market (growth in audiences and advertising spending in Digital Audio)
- High gross margin (>40%)

Weaknesses

- The still limited scope of activity impacts the group's profitability
- The cash generation still very limited
- The sensitivity of advertising revenue to economic context

Opportunities

- Acceleration of the shift of advertising budgets from traditional to Digital Audio
- Opening up the copyright market to competition
- The platform model enables to anticipate strong operational leverage in the long term
- Target for a new entrant

Threats

- Arrival of new hyper-powerful entrants (GAFA)
- Arrival of new technologies and/or new uses that the group does not anticipate in order to adapt to them quickly



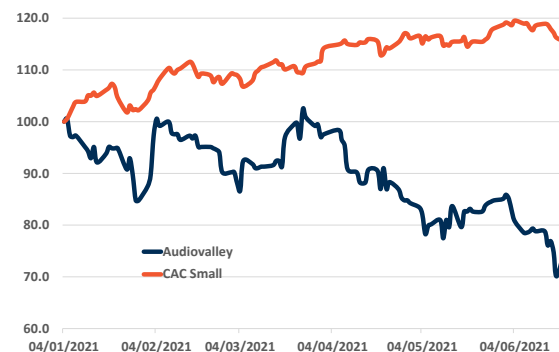
Après la chute sans raison, un début de rebond logique

Le titre est sous pression depuis plusieurs semaines, même s'il a commencé à rebondir significativement ses deux dernières séances (+8,53% lundi et +8,57% mardi) après avoir atteint un plus bas historique en fin de semaine dernière.

Evolution du titre (YTD)



Evolution relative du titre vs CAC Small (YTD)



Source: Factset

Aucune raison fondamentale n'explique cette pression baissière. Le timing nous semble donc très opportun pour revenir sur le titre, d'autant que le newsflow des prochains mois devrait permettre une poursuite de la revalorisation du titre.

Relèvement des prévisions de dépenses publicitaires

Le rythme de reprise de l'économie, supérieur aux attentes initiales, amène les agences de médias et les cabinets d'étude à revoir tour à tour leur projection de reprise du marché publicitaire. Même si les données ne sont pas homogènes d'une source à l'autre, la tendance des révisions à la hausse est en revanche bien partagée entre les différents acteurs. Le consensus de croissance du marché en 2021 (issu des prévisions de Dentsu Aegis, GroupM, Magna et Zenith) a été revu à +10,6% (voir [ici](#)).

Croissance du marché publicitaire



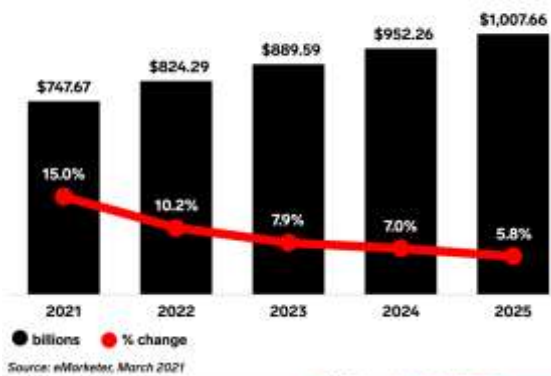
Source: Groupm, Global Mid-Year Forecast, June 2021



eMarketer a de son côté revu en mars 2021 sa prévision de +8,1% à +15%. Même si la tendance globale est positive, eMarketer souligne que la reprise sera inégale selon les pays et les formats publicitaires. Les dépenses dans le digital (+20,4%) seront naturellement le moteur de cette reprise. Aux Etats-Unis, où la reprise est déjà bien ancrée, les dépenses dans l'Audio Digital devraient progresser de +16% en 2021, avant de croître de plus de 0,5 Md\$ par an. GroupM estime pour sa part que les dépenses publicitaires dans l'Audio devraient progresser de +18% en 2021 (voir [ici](#)), nettement au-dessus de sa prévision de décembre (+8,7%).

Total Media Ad Spending (Worldwide)

Total Media Ad Spending Worldwide
Worldwide, 2021-2025



Digital Audio Services Ad Spending (US)

Digital Audio Services Ad Spending
US, 2021-2025



Source: eMarketer

Un cadre favorable à la croissance de Targetspot

- **L'amélioration de l'environnement économique constitue un puissant relais de rebond pour Targetspot.** Le modèle reposant sur la publicité, il dépend naturellement de la capacité des annonceurs à investir. Après la parenthèse du covid, qui aura au moins permis de presser la transformation du marché avec une adoption accélérée des formats publicitaires digitaux, un nouveau cycle de croissance s'ouvre.
- **Un marché en plein boom porté par les audiences de l'audio digital.** Les annonceurs témoignent d'un appétit très fort pour investir le marché de l'audio digital. Alors que les audiences de la radio traditionnelle déclinent structurellement, celles de l'Audio Digital explosent. Comme l'argent suit toujours les audiences, la manne publicitaire investie historiquement dans la radio FM doit désormais se déverser massivement sur les nouveaux formats de l'Audio Digital (radio digital, podcast, application de streaming, etc.).
- **Un positionnement concurrentiel de premier rang qui place Targetspot dans une excellente position pour tirer profit de cette manne.** Le groupe fait partie des très rares acteurs à disposer d'une expertise technologique de bout-en-bout (Streaming, Ad-Tech, DMP, etc.) et d'une empreinte internationale aussi large (présence directe aux US et en Europe associée à des partenariats pour couvrir les zones comme l'Australie ou l'Asie). Targetspot dispose d'une offre globale répondant à tous les besoins du marché (des campagnes nationales aux campagnes locales en passant par les campagnes programmatiques) avec un éventail d'inventaires diversifié et attractif (radio digitale, plateforme de streaming, podcast, etc.) qui devrait aussi s'ouvrir à de nouveaux formats innovants (comme le jeu vidéo ou des applications disposant d'une forte audience à monétiser).



Données financières (1/2)

Compte de résultat

M€	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Chiffre d'affaires consolidé	16.9	22.0	19.6	28.0	37.6	47.2
<i>Evolution</i>	27%	30%	-11%	43%	35%	25%
Coûts des ventes	8.9	12.2	10.3	15.4	20.6	25.9
Charges de personnel	6.1	7.0	6.4	7.7	9.2	10.6
Autres charges administratives et commerciales	3.6	3.3	2.3	2.9	3.4	3.7

EBITDA		-1.7	-0.5	0.6	2.0	4.4	7.0
	<i>% du CA</i>	-10%	-2%	3%	7%	12%	15%
Dotations aux amortissements		0.7	1.5	1.9	2.3	2.7	3.1
Dot. aux amortissements des immo. Incorporables "Technologies"		2.7	2.7	2.1	2.1	2.1	2.1
Résultat opérationnel		-5.1	-4.8	-3.4	-2.4	-0.4	1.9
	<i>% de CA</i>	-30%	-22%	-17%	-8%	-1%	4%
Gains sur cession		0.0	7.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Résultat financier		-1.3	2.3	-1.9	-1.2	-1.2	-1.2
Impôt sur les bénéfices		0.4	-0.3	0.4	0.0	0.0	0.0
	<i>Taux d'IS</i>	<i>ns</i>	6%	8%	0%	0%	0%
RN		-5.3	4.8	-4.8	-3.5	-1.6	0.6
Intérêts minoritaires		0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
RNPG		-5.3	4.8	-4.8	-3.5	-1.5	0.7

Bilan

M€	2018	2019	2020	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	25.2	23.4	21.7	20.0
Autres immobilisations	1.2	1.7	2.2	2.2	2.2	2.2
Clients	6.2	7.3	6.5	9.2	12.4	15.6
Autres actifs courants	1.1	0.7	1.0	1.0	1.0	1.0
Trésorerie	1.0	1.9	0.8	9.8	12.1	16.7
Actifs	51.2	46.7	45.0	54.9	58.7	64.6
Capitaux propres pdg	10.6	14.4	14.9	20.0	18.5	19.1
Minoritaires	0.5	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Provisions	1.0	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5
Dettes financières	23.4	18.2	15.4	15.4	15.4	15.4
Fournisseurs	12.6	11.1	11.5	15.6	20.1	24.6
Autres dettes courantes	2.9	2.2	2.7	3.4	4.2	5.0
Passifs	51.2	46.7	45.0	54.9	58.7	64.6

Tableau de flux

M€	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Marge brute d'autofinancement	-1.7	-1.3	-1.2	-1.1	0.9	3.3
ΔBFR	-0.7	-2.1	1.4	2.1	2.1	2.1
Cash flow généré par l'activité	-2.4	-3.6	0.2	1.0	3.1	5.4
Acquisition d'immo incorporelles et corporelles	-1.0	-1.4	-0.5	-0.6	-0.8	-0.9
FCF	-3.4	-5.0	-0.3	0.4	2.3	4.5
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	5.2	8.6	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	-4.6	0.0	0.0	0.0
Autres (variation de change, etc.)	-0.1	-0.5	-1.2	0.0	0.0	0.0
Variation de cash sur l'année	-0.3	0.8	-1.0	9.0	2.3	4.5

Données financières (2/2)

RATIOS CLES

	2018	2019	2020	2021e	2022e
Evolution du CA	27%	30%	-11%	43%	35%
Marge EBIT	-30%	-22%	-17%	-8%	-1%
Marge Nette	-31%	22%	-24%	-12%	-4%
Bénéfice net par action	-1.0	0.5	-0.5	-0.3	-0.1
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%	-34%	-32%	-29%
DIO	ns	ns	ns	ns	ns
DSO	133	122	120	120	120
DPO	ns	ns	ns	ns	ns
FCF	-3.4	-5.0	-0.3	0.4	2.3
FCF yield	-8%	-13%	-1%	1%	6%
Taux de conversion (FCF/EBITDA)	ns	ns	ns	20%	52%
CAPEX/CA	6%	8%	9%	2%	2%
ROE	ns	ns	ns	ns	ns
ROA	ns	ns	ns	ns	ns
ROCE	ns	ns	ns	ns	ns
Gearing	201%	113%	98%	28%	18%
EV/CA				1.6x	1.1x
EV/EBITDA				22.3x	9.7x
EV/EBIT				ns	ns
PE				ns	ns

MIDCAP PARTNERS vs CONSENSUS

	2021e		2022e		2023e	
	Midcap Partners	Consensus	Midcap Partners	Consensus	Midcap Partners	Consensus
Chiffre d'affaires	28.0	28.0	37.6	37.6	47.2	49.6
EBITDA	2.0	-0.4	4.4	1.9	7.0	7.9
EBIT	-2.4	-2.8	-0.4	-0.7	1.9	2.1
BPA	-0.2	-0.3	-0.1	-0.1	0.1	#N/A



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

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 suivante : maketing@midcapp.com.

Détections des conflits d'intérêts

Emetteur	Cours de clôture (€)	Recommandation	Avertissement(s)
AUDIOVALLEY	3.0	Achat	E,G

- A. TP ICAP (Europe) ou toute personne morale qui lui est liée détient plus de 5 % de la totalité du capital émis de l'Emetteur ;
- B. L'Emetteur détient plus de 5 % de la totalité du capital émis de TP ICAP (Europe) ou de toute personne morale qui lui est liée ;
- C. TP ICAP (Europe), seul ou avec d'autres personnes morales, est lié avec l'Emetteur par d'autres intérêts financiers significatifs ;
- D. TP ICAP (Europe) 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'Emetteur ;
- E. TP ICAP (Europe) 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'Emetteur rendue publique ;
- F. TP ICAP (Europe) ou toute personne morale qui lui est liée est partie à tout autre accord avec l'Emetteur concernant la prestation de services d'investissement liés à l'activité corporate ;
- G. TP ICAP (Europe) et l'Emetteur 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 Emetteur.

Répartition des recommandations

Au 01/06/2021 les recommandations émises par l'équipe de recherche de Midcap se répartissent comme suit :

Recommandation	Entreprises suivies	dont Emetteurs « Corporate »*
Achat	81%	86%
Neutre	15%	13%
Vente	3%	0%
Apporter	1%	2%

* Emetteurs « Corporate » : Emetteurs à qui Midcap a fourni des services d'investissement au cours des 12 derniers mois

Avertissement général

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 auprès de sources considérées comme fiables, TP ICAP (Europe) ne fait aucune déclaration quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. Les prix de référence utilisés dans ce document 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 des revenus de votre investissement peut varier en raison de l'évolution des taux d'intérêt, des changements dans les conditions financières et opérationnelles des sociétés 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 la société et du marché en général, au prix actuel des titres, notre notation 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 personne qui est un citoyen ou un résident, ou une entité située dans une localité, un territoire, un état, un pays ou une autre juridiction où une telle distribution, publication, disponibilité ou utilisation serait contraire ou limitée par la loi ou la réglementation. Les personnes ou entités en possession de ce rapport doivent s'informer sur ces restrictions et les respecter, notamment la directive MIFID II. TP ICAP (Europe) 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 ».