



## ISPD NETWORK



ACHETER

Internet

GILBERT DUPONT

GROUPE SOCIETE GENERALE

BPA 12/23e ↗ +8.5% 0.22 € vs 0.21 € • BPA 12/24e ↗ +4.1% 0.46 € vs 0.44 €

**COURS\***  
3,20 €  
\*Clôture du 13/03/24

**TP**  
8,3 €  
vs 7,2 €

**POTENTIEL**  
+159,4%

## CA annuel + Contact

Bloomberg ALISP FP  
Capi. boursière 48 M€  
Flottant 1 M€  
Volume 3M 0,00 M€/jour



PERFORMANCE	1M	6M	12M
Absolute	+8,8%	-14,0%	-22,0%
Rel. / CAC M&S	+6,1%	-15,5%	-20,8%

AGENDA  
25/04/24 : RN 2023

## ANALYSTE(S) FINANCIER(S)



Claire Deray  
Deray Analyse et Conseil  
Gilbert Dupont

Document achevé le 14/03/2024 - 08:30  
Document publié le 14/03/2024 - 08:31

## Rebond de l'activité en Europe

Porté par un rebond de l'activité en Espagne, combiné à une forte croissance en Amérique, le CA 2023 ressort supérieur aux attentes. Prudence sur les prévisions de marges pour 2023. Potentielle recovery pour les années à venir. Objectif de cours relevé de 7,2 € à 8,3 €.

## CA 2023, nettement supérieur aux attentes

Le CA net 2023 s'élève à 140,0 M€, +32,2% (dont +31,8% en organique estimé, ou +17% pro forma), supérieur à notre prévision de 131,2 M€, +23,8%, porté par une croissance de près de 33% de la division Digital Media Trading (vs +20% estimé ou +17% en pf), qui bénéficie d'une bonne dynamique commerciale et de marchés porteurs aux Etats-Unis et en Amérique Latine. Grâce à un bon début d'exercice (signature de nouveaux contrat), le pôle Technologie et Services Marketing retrouve le chemin de la croissance à +4% (vs +10% estimé), ce qui compense largement la baisse d'activité du Publishing : -24% (vs -17% estimé). Par zone géographique, le groupe reste porté par le dynamisme de l'Amérique Latine (+15%), bénéficie d'un fort redémarrage aux Etats-Unis après une année 2022 compliquée (+52%), et d'un rebond de l'activité de la zone Europe à +26% après plusieurs années de baisse.

## Prévisions de résultats 2023 légèrement relevées

En 2023, le groupe a plus que confirmé la dynamique commerciale enregistrée en 2022 (CA à +17% en pf). Cependant au vu du mix activité (Media Trading moins contributive en MB) et du mix clients (gain de gros clients moins margés) nous maintenons par prudence notre prévision de marge 2023 à 3,8%, ou 5,0 % hors investissements IT non récurrents (déploiement d'outils CRM et bureautique, de cyber sécurité, et d'IA), vs 5,3% en 2022. Sur la base du CA publié, notre prévision d'EBIT 2023 ressort ainsi à 5,3 M€, vs 5,0 M€ avant, soit -6% par rapport à 2022, légèrement en-deçà de la guidance de stabilité affichée.

## Scénario 2024-2026 ajusté en hausse

Compte tenu d'une base 2023 plus élevée, nous sommes conduits à ajuster à la hausse nos prévisions sur ISPD, tout en maintenant un scénario relativement prudent en termes 1) de croissance du CA : +7,6% attendu pour 2024, +6,5% pour 2025 et +5,5% pour 2026 ; et 2) de redressement des marges : MOP attendue à 6% en 2024 (+1 pt), 7% en 2025 et 7,2% en 2026 (10% réalisé en 2018). Nos prévisions de BPA 2023-26 sont ainsi relevées de 3% en moyenne.

## Opinion Acheter confirmée, objectif de cours relevé de 7,2 € à 8,3 €

Après le moteur de l'Amérique latine, le groupe bénéficie du rebond d'activité en Amérique du Nord et en Espagne qui porte la croissance de la zone Europe. Par ailleurs, le groupe offre un potentiel de redressement des marges, ce qui devrait porter la croissance des résultats dans les années à venir : croissance annuelle moyenne du RNPG attendue à près de +40% pour la période 2023-2026 dans notre modélisation. Ceci nous conforte dans notre opinion Acheter. Objectif de cours relevé de 7,2 € à 8,3 € (DCF), pour tenir compte de notre nouveau scénario et du décalage de valorisation sur 2024.

RATIOS BOURSIERS	12/22	12/23e	12/24e	12/25e
PE	14,1x	14,8x	7,0x	5,6x
PEG	ns	ns	0,1x	0,2x
P/CF	11,2x	8,6x	5,2x	4,5x
VE/CA	0,4x	0,2x	0,1x	0,1x
VE/EBITDA	6,5x	3,8x	1,6x	0,7x
VE/ROC	8,2x	5,0x	2,0x	0,9x
VE/ROP	8,2x	6,6x	2,0x	0,9x
VE/Capitaux employés	ns	ns	ns	ns
P/ANPA	0,8x	0,6x	0,5x	0,4x
FCF yield	2,6%	14,6%	16,9%	19,9%
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

ELEMENTS FINANCIERS	12/22	12/23e	12/24e	12/25e
CA (M€)	105,9	140,0	150,6	160,4
ROC (M€)	5,6	6,9	9,0	11,2
ROC/CA	5,3%	5,0%	6,0%	7,0%
ROP (M€)	5,6	5,3	9,0	11,2
RNPG (M€)	4,4	3,3	6,9	8,5
BPA corrigé (€)	0,30	0,22	0,46	0,57
Var.	-16,8%	-24,7%	105,9%	24,0%
FCF (M€)	1,6	8,4	8,1	9,5
Dette financière nette (M€)	-10,0	-17,6	-25,3	-34,5
Gearing	-160,5%	-181,2%	-151,7%	-136,3%
ROCE	ns	ns	ns	ns

CA ANNUEL VS PREVISIONS							
(M€)	S1-22	S2-22	2022	S1-23	S2-23	2023	Prév. GD
Publishing	2,9	4,6	7,5	2,3	3,4	5,7	6,2
<i>Variation</i>	-6,5%	9,5%	2,7%	-20,7%	-26,1%	-24,0%	-17,0%
Technologie marketing	6,2	8,7	14,9	7,0	8,5	15,5	16,4
<i>Variation</i>	-10,1%	-9,4%	-9,7%	12,9%	-2,3%	4,0%	10,0%
Digital Media Training	40,1	62,2	102,3	53,4	82,5	135,9	123,2
<i>Variation</i>	-0,7%	4,7%	2,5%	33,2%	32,6%	32,8%	20,4%
Intragroup	-3,8	-14,5	-18,3	-4,8	-11,7	-16,5	-14,0
CA brut	45,4	61,0	106,4	57,9	82,7	140,6	131,8
<i>Variation</i>	-0,2%	0,5%	0,2%	27,6%	36,2%	70,1%	78,4%
Remises sur ventes	0,11	0,40	0,51	0,30	0,3	0,6	0,6
<b>CA net</b>	<b>45,3</b>	<b>60,6</b>	<b>105,9</b>	<b>57,6</b>	<b>82,4</b>	<b>140,0</b>	<b>131,2</b>
<i>Variation</i>	<b>0,2%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,2%</b>	<b>27,3%</b>	<b>35,9%</b>	<b>32,2%</b>	<b>23,8%</b>
<i>Var. pcc/pf</i>	<b>26,0%</b>	<b>0,1%</b>	<b>17,0%</b>	<b>27,3%</b>	<b>35,3%</b>	<b>31,8%</b>	<b>23,5%</b>

REVISIONS DE NOS ESTIMATIONS										
(M€)	2021	2022	2023E		2024E		2025E		2026E	
			avant	après	avant	après	avant	après	avant	après
CA	105,7	105,9	131,2	140,0	146,1	150,6	159,2	160,4	168,7	169,3
<i>Var.</i>	94,2%	0,2%	23,9%	32,2%	11,4%	7,6%	9,0%	6,5%	6,0%	5,5%
<i>Var. organique</i>	36,0%	0,2%	23,9%	32,2%	10,4%	6,7%	9,0%	6,5%	6,0%	5,5%
MB	46,3	50,2	51,2	54,5	57,7	59,5	63,7	64,1	67,4	67,9
MB/CA	43,8%	47,4%	39,0%	38,9%	39,5%	39,5%	40,0%	40,0%	40,0%	40,1%
ROC	5,1	5,6	6,6	6,9	8,7	9,0	11,2	11,2	11,9	12,2
ROC/CA	4,9%	5,3%	5,0%	5,0%	6,0%	6,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,2%
ROP	5,1	5,6	5,0	5,3	8,7	9,0	11,2	11,2	11,9	12,2
ROP/CA	4,9%	5,3%	3,8%	3,8%	6,0%	6,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,2%
RNPG publié	5,3	4,4	3,1	3,3	6,6	6,9	8,5	8,5	9,0	9,3
RNPG retraité	5,3	4,4	4,7	4,9	6,6	6,9	8,5	8,5	9,0	9,3

## COURS\*

3,20 €

\*Clôture du 13/03/24

## TP

8,3 €

vs 7,2 €

## POTENTIEL

+159,4%

## Activité

ISPD Network (ex-Antevenio) est un des leaders espagnols des prestations de publicité et de marketing interactif. 3 métiers : la régie publicitaire, la performance et le emailing, et les portails

## Données de marché

B/H 12M	2,90 €/4,20 €
Volume 3M	155 titres/jour
Nombre d'actions	14 891 262
Capi. boursière	48 M€
Flottant	1 M€
Marché	Euronext Growth
Secteur	Internet
Bloomberg	ALISP FP
Isin	ES0109429037
Indice	EN Growth Allshare

## Actionnariat au 30/12/22

ISP Digital	96,8%
Flottant	2,1%
Autocontrôle	1,2%

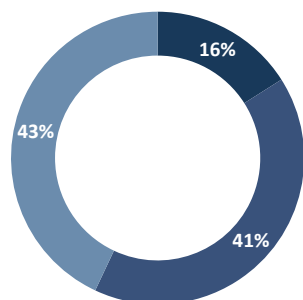
## Effectifs au 31/12/22

	524
--	-----

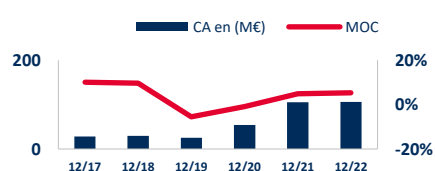
## CA 2022 par pôle

Digital Media Trading	82%
Technologie Marketing	12%
Publishing	6%

## CA 2022 par zone géographique



## CA et MOC



COMPTE DE RESULTAT (M€)	12/20	12/21	12/22	12/23e	12/24e	12/25e
Chiffre d'affaires	54,4	105,7	105,9	140,0	150,6	160,4
Var.	116%	94,2%	0,2%	32,2%	7,6%	6,5%
Var. organique	-2,9%	36,0%	17,0%	31,8%	6,7%	6,5%
EBITDA	1,7	9,3	7,1	9,2	11,3	13,2
ROC	-0,4	5,1	5,6	6,9	9,0	11,2
ROP	-0,4	5,1	5,6	5,3	9,0	11,2
Résultat financier	1,5	0,6	0,0	-0,7	0,2	0,3
Impôts	0,4	0,3	1,2	1,2	2,3	2,9
Sociétés mises en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RN activités arrêtées/en cours de cession	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intérêts minoritaires	-0,2	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1
RNPG	-3,9	5,3	4,4	3,3	6,9	8,5
RNPG corrigé	0,8	5,3	4,4	3,3	6,9	8,5

TABEAU DE FINANCEMENT (M€)	12/20	12/21	12/22	12/23e	12/24e	12/25e
Cash Flow	1,3	9,3	5,6	5,7	9,2	10,6
- Var. du BFR	-0,6	-2,1	3,1	-3,5	0,2	0,1
- Capex	0,0	0,2	0,8	0,8	1,0	1,0
= Free Cash Flow	1,9	11,2	1,6	8,4	8,1	9,5
- Investissements financiers nets	0,0	1,0	1,0	0,8	0,3	0,3
- Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Augmentation de capital/Rachat d'actions	0,0	-0,6	-0,1	0,0	0,0	0,0
+ Autres	0,0	0,0	0,0	1,0	1,0	1,0
= Var. Dette financière nette	1,7	-10,6	0,5	-7,6	-7,8	-9,2

BILAN (M€)	12/20	12/21	12/22	12/23e	12/24e	12/25e
Goodwill	6,4	8,4	8,2	8,8	9,1	9,3
Autres immobilisations incorporelles	1,9	1,6	1,1	0,9	0,6	0,5
Immobilisations corporelles	1,4	2,1	3,5	3,0	2,7	2,5
Immobilisations financières	6,0	6,0	5,2	4,6	4,0	3,4
BFR	-19,0	-26,0	-21,5	-24,9	-24,8	-24,6
Capitaux propres part du groupe	-3,6	2,4	6,9	10,3	17,1	25,6
Minoritaires	0,0	-0,1	-0,7	-0,6	-0,4	-0,3
Fonds propres à 100%	-3,6	2,3	6,2	9,7	16,7	25,3
Disponibilités + titres de placement	9,1	20,1	19,0	24,7	30,7	39,9
Dette financière nette	0,1	-10,5	-10,0	-17,6	-25,3	-34,5
Capitaux employés	-3,1	-7,9	-3,5	-7,6	-8,4	-8,9

DONNEES PAR ACTION (€)	12/20	12/21	12/22	12/23e	12/24e	12/25e
Nombre d'actions (en milliers)	14 891	14 891	14 891	14 891	14 891	14 891
Nombre d'actions diluées (en milliers)	14 891	14 891	14 891	14 891	14 891	14 891
BPA corrigé	0,05	0,36	0,30	0,22	0,46	0,57
BPA publié	-0,26	0,36	0,30	0,22	0,46	0,57
CAF par action	0,09	0,62	0,37	0,38	0,62	0,72
ANPA	3,97	5,10	5,18	5,91	6,48	7,27
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%

RATIOS	12/20	12/21	12/22	12/23e	12/24e	12/25e
Marge brute/CA	47,3%	43,8%	47,4%	38,9%	39,5%	40,0%
EBITDA/CA	3,1%	8,8%	6,7%	6,6%	7,5%	8,3%
ROC/CA	-0,8%	4,9%	5,3%	5,0%	6,0%	7,0%
ROP/CA	-0,8%	4,9%	5,3%	3,8%	6,0%	7,0%
Taux d'IS	0,0%	4,6%	22,1%	25,0%	24,5%	25,0%
RN corrigé/CA	-2,9%	5,0%	4,2%	2,4%	4,6%	5,3%
Capex/CA	0,1%	0,2%	0,8%	0,6%	0,7%	0,6%
Capex/DAP	0,0x	0,0x	0,6x	0,4x	0,4x	0,5x
FCF/CA	3,4%	10,6%	1,5%	6,0%	5,4%	5,9%
FCF/EBITDA	110%	119%	23,0%	91,3%	71,4%	71,8%
Goodwill/Fonds propres à 100%	ns	360,7%	131,3%	91,2%	54,4%	36,8%
BFR/CA	-34,8%	-24,6%	-20,3%	-17,8%	-16,4%	-15,3%
Gearing	ns	-454%	-160%	-181%	-152%	-136%
Dette financière nette/EBITDA	0,1x	-1,1x	-1,4x	-1,9x	-2,2x	-2,6x
EBITDA/Frais financiers	ns	ns	ns	13,1x	ns	ns
ROCE	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE	ns	229,4%	70,8%	34,3%	41,1%	33,5%

DONNEES BOURSIERES	12/20	12/21	12/22	12/23e	12/24e	12/25e
Performance boursière	-44,5%	-2,5%	6,1%	-21,1%	-3,0%	-
Performance boursière relative au CAC M&S	-43,8%	-16,3%	23,2%	-22,2%	-5,4%	-
Cours au plus haut (€)	8,44	8,80	4,74	4,20	3,32	-
Cours au plus bas (€)	3,50	3,66	3,80	3,26	2,90	-
Valeur d'entreprise (M€)	78,7	58,7	46,4	34,9	18,2	9,7
+ Capitalisation boursière	84,3	75,0	62,0	57,3	47,7	47,7
+ Dette financière nette	0,1	-10,5	-10,0	-17,6	-25,3	-34,5
+ Minoritaires	0,0	-0,1	-0,7	-0,6	-0,4	-0,3
+ Provisions et autres	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
- Actifs financiers	6,0	6,0	5,2	4,6	4,0	3,4

VALORISATION	12/20	12/21	12/22	12/23e	12/24e	12/25e
PE	74,8x	11,0x	14,1x	14,8x	7,0x	5,6x
PEG	ns	0,0x	ns	ns	0,1x	0,2x
P/CF	45,5x	6,3x	11,2x	8,6x	5,2x	4,5x
VE/CA	1,4x	0,6x	0,4x	0,2x	0,1x	0,1x
VE/EBITDA	46,3x	6,3x	6,5x	3,8x	1,6x	0,7x
VE/ROC	ns	11,4x	8,2x	5,0x	2,0x	0,9x
VE/ROP	ns	11,4x	8,2x	6,6x	2,0x	0,9x
VE/Capitaux employés	ns	ns	ns	ns	ns	ns
P/ANPA	1,0x	0,8x	0,8x	0,6x	0,5x	0,4x
FCF yield	2,2%	14,9%	2,6%	14,6%	16,9%	19,9%
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## DISCLAIMER

La Société de Bourse Gilbert Dupont est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en qualité de prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision.

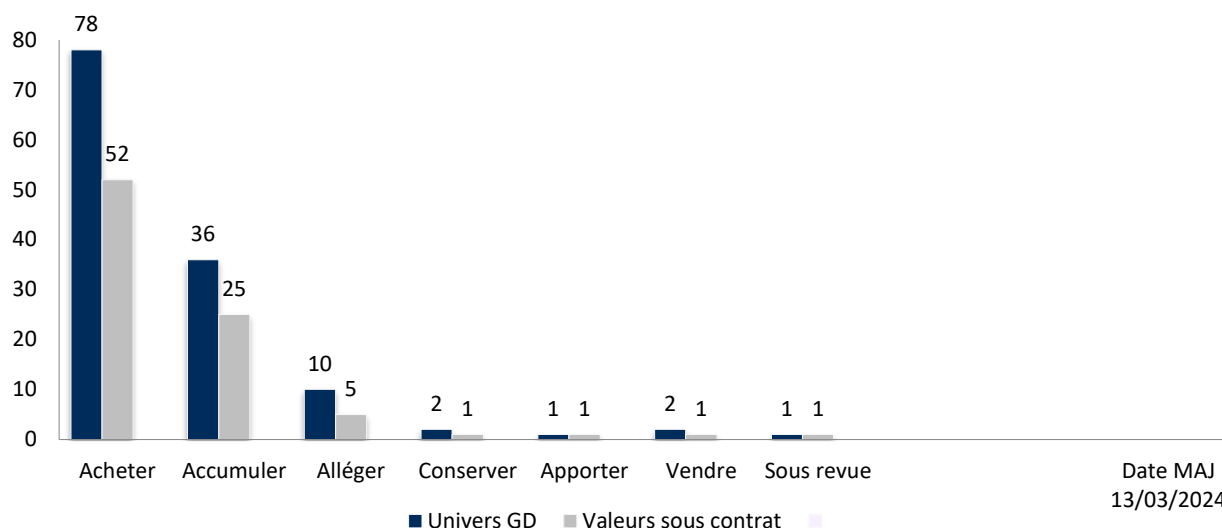
La Société de Bourse Gilbert Dupont est également régulée par l'AMF pour l'exercice des services d'investissement pour lesquels elle est agréée.

Les informations, estimations et commentaires présentés dans ce document sont établis à partir de sources que nous considérons comme fiables mais dont l'exactitude ne saurait être garantie. Ils reflètent notre opinion à la date de la parution et peuvent être modifiés sans avis préalable. Nos opinions boursières sont mises à jour en permanence. Tout changement d'opinion boursière fait l'objet d'un document écrit. Nos objectifs de cours sont déterminés par plusieurs méthodes pondérées (DCF, Comparaisons boursières, Somme des parties, ANR, Multiples de transactions,...).

Les cours de référence sont basés sur les cours de clôture. Ces informations sont protégées juridiquement par les dispositions du code de la propriété intellectuelle. A ce titre, elles revêtent un caractère confidentiel et ne sauraient faire l'objet d'une utilisation ou d'une reproduction non autorisée au préalable. Le logo PEA PME associé à toutes valeurs éligibles au dispositif du PEA PME est indiqué à titre purement informatif et ne saurait engager la responsabilité de la Société de Bourse Gilbert Dupont en cas d'erreurs ou omissions dans la communication de ce logo. L'historique sur 12 mois de nos changements d'opinions boursières et l'ensemble des avertissements réglementaires sont consultables sur notre site internet : [www.gilbertdupont.fr](http://www.gilbertdupont.fr) en cliquant sur l'onglet "Conformité" en bas à droite de la page d'accueil.

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

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



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

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

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

- Liste Midcaps : valeurs dont la capitalisation est supérieure à 350 M€ le jour de l'entrée
- Liste Smallcaps : valeurs dont la capitalisation est inférieure à 350 M€ le jour de l'entrée

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

**DISCLOSURES**

1. Gilbert Dupont opère en qualité de Liquidity Provider de la Société.
2. Gilbert Dupont a conclu un contrat de prestations de services avec la société.
3. Gilbert Dupont a conclu un contrat de prestations de services avec la Société incluant un engagement de recherche sponsorisée.
4. Le présent document est payé partiellement par la Société et fait l'objet d'une diffusion réservée.
5. Le présent document est payé par la Société et fait l'objet d'une diffusion publique.
6. Le présent document, réalisé conformément aux dispositions de la Charte de Bonnes Pratiques relative à la Recherche Sponsorisée signée par l'AMAFI, l'AFG et la SFAF, en concertation avec l'AMF, le 11 mai 2022, est payé partiellement par la Société et fait l'objet d'une diffusion réservée.
7. Le présent document, réalisé conformément aux dispositions de la Charte de Bonnes Pratiques relative à la Recherche Sponsorisée signée par l'AMAFI, l'AFG et la SFAF, en concertation avec l'AMF, le 11 mai 2022, est payé par la Société et fait l'objet d'une diffusion publique.
8. Gilbert Dupont est le Listing Sponsor de la Société.
9. Gilbert Dupont a un contrat de rachat d'actions avec la Société.
10. Gilbert Dupont a réalisé le transfert de la Société sur Euronext Growth.
11. Gilbert Dupont est en charge d'un placement de titres de la Société.
12. Gilbert Dupont a participé à un placement de titres de la Société au cours des 12 derniers mois.
13. Les revenus perçus par Gilbert Dupont au titre des différents contrats le liant à la Société représentent plus de 5% des revenus bruts consolidés de Gilbert Dupont au titre de l'exercice précédent.
14. Les revenus perçus par le prestataire externe en charge de la rédaction du présent document et éventuellement ses autres revenus en lien avec la Société représentent plus de 5% de ses revenus bruts consolidés au titre de l'exercice précédent.
15. Gilbert Dupont détient, à titre temporaire, une position courte nette de plus de 0,5% du capital de l'Emetteur.
16. Gilbert Dupont détient, à titre temporaire, une position longue nette de plus de 0,5% du capital de l'Emetteur.
17. Le présent document a été communiqué à la Société pour relecture préalablement à sa publication. Cette relecture n'a pas conduit l'analyste à modifier son objectif de cours et sa recommandation boursière.
18. Le présent document a été communiqué à la Société pour relecture préalablement à sa publication. Cette relecture a conduit l'analyste à modifier son objectif de cours et sa recommandation boursière.
19. Le titre a fait l'objet d'une Offre Publique présentée par La Société Générale au cours des 12 derniers mois.

SOCIETE	DISCLOSURES APPLICABLES
ISPD Network	1,3,6

HISTORIQUE DES TP (12M)				HISTORIQUE DES CHANGEMENTS D'OPINION (12M)			
Société	Date	Cours (€)	TP (€)	Société	Date	Précédente	Actuelle
ISPD Network	11/10/23	3,70	7,2				

**METHODE D'EVALUATION**

DCF (8,3 € : Wacc à 11,5%, taux de croissance à l'infini à 1,5% et MOP LT à 7,0%)

**RISQUE(S)**

Ralentissement de la croissance  
 Dégradation de la conjoncture  
 Accroissement de la concurrence