

Cette analyse a été commandée et financée par l'entreprise concernée et constitue donc un avantage non-monnaire mineur tel que défini par MIFID2

MyHotelMatch

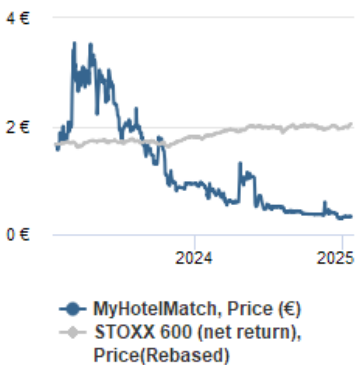
Préparation du lancement de l'application de Matching

Opinion	Achat
Upside (%)	2 122
Cours (€)	0,33
Objectif de cours (€)	7,29
Bloomberg Code	MHM FP
Capitalisation boursière (M€)	1,90
Enterprise Value (k€)	18 163
Momentum	DÉFAVORABLE
Sustainability	2/10
Credit Risk	DDD→

Analyste financier

Christian Auzanneau
+33 (0) 1 70 61 10 50

hotelscatering@alphavalue.eu



Conflits d'intérêts

Contrat de liquidité	Non
Activité de placement (actions/obligations)	Non
Intérêt personnel de l'analyste	Non
Conseil auprès de l'émetteur	Non
Recherche financée par l'émetteur	Non
Rencontres investisseurs payées par l'émetteur	Non
Activité de négociation sur titre chez AlphaValue	Non
Client de la recherche AlphaValue	Non
Recherche financée par un actionnaire	Oui

POUR

- MHM intervient sur un marché mature et structuré, recherchant deux avantages compétitifs : un renforcement de l'expérience client et la compétitivité prix de son offre face à Airbnb ou Tripadvisor.
- A l'échelle du marché, la création de la plateforme MHM exige peu d'investissement jusqu'à la proof of concept (environ €20-25m jusque 2025).
- Projet à risque très élevé, donc avec levier et _return_ espérés en rapport.

CONTRE

- La structure de financement du projet comme la valorisation restent dépendantes de levées de fonds ultérieures significatives à l'échelle de la Société.
- Dans sa première étape (développement de l'application, déploiement) le modèle exige des coûts fixes élevés, avec pertes opérationnelles importantes.
- La vitesse de développement, donc du chiffre d'affaires et l'atteinte du point mort opérationnel, est très dépendante d'un double effet de foisonnement : hôteliers référencés et clients.

Chiffres Clés	12/21A	12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
PER ajusté (x)	ns	-19,8	-7,98	-0,50	-0,45
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	-41,6	-16,5	-7,88	-1,92	-3,74
BPA ajusté (€)	-0,05	-0,12	-0,24	-1,20	-0,73
Croissance des BPA (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Chiffre d'affaires (k€)	0,00	7 753	13 800	15 780	19 569
Marge d'EBIT (%)	ns	-15,4	-14,8	-48,2	-24,8
Résultat net pdg (k€)	-15,0	-705	-1 399	-6 949	-4 211
ROE (après impôts) (%)	0,29	39,6	56,8	126	49,2
Taux d'endettement (%)					

Comptes détaillés à la fin de ce rapport

Ratios clés		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
PER ajusté	x	-19,8	-7,98	-0,50	-0,45
VE/EBITDA	x	-16,5	-7,88	-1,92	-3,74
P/ANC	x	-204	-1,34	-0,56	-0,17
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Rendement du cash flow libre	%	-21,6	-76,0	-229	-272
Rendement des fonds propres (ROE)	%	39,6	56,8	126	49,2
Rendement des capitaux investis	%	-28,3	-32,8	-114	-69,1
Dette nette/EBITDA	x	-3,14	-4,49	-1,39	-3,21

Compte d'exploitation consolidé		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Chiffre d'affaires	k€	7 753	13 800	15 780	19 569
EBITDA	k€	-567	-2 048	-7 598	-4 860
Résultat opérationnel courant	k€	-567	-2 048	-7 598	-4 860
Résultat d'exploitation (EBIT)	k€	-657	-2 049	-7 599	-4 861
Résultat financier net	k€	285	-0,01	-0,01	-0,01
Profits avant impôts et exceptionnels	k€	-372	-2 049	-7 599	-4 861
Impôts sur les sociétés	k€	-55,0	0,00	0,00	0,00
Résultat net pdg	k€	-705	-1 399	-6 949	-4 211
Résultat net ajusté, pdg	k€	-705	-1 399	-6 949	-4 211

Tableau de financement		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Cash flows d'exploitation total	k€	-1 284	-4 685	-7 598	-4 860
Investissements matériels	k€	-588	-300	-300	-300
Flux d'investissement net	k€	-588	-300	-300	-300
Dividendes (maison mère)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	k€	4 496	778	5 569	0,00
Flux financiers totaux	k€	3 997	317	9 517	2 150
Variation de la dette nette	k€	2 624	-7 413	-1 381	-5 010
Cash flow disponible (avant div)	k€	-1 587	-4 985	-7 898	-5 160

Bilan		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Survaleurs	k€	1 518	1 818	2 118	2 418
Total actif incorporel	k€	1 518	1 818	2 118	2 418
Immobilisations corporelles	k€	154	153	152	151
Droits de tirage	k€	1,00	1,00	1,00	1,00
BFR	k€	-52,0	2 585	2 585	2 585
Actif total (net des engagements CT)	k€	1 745	4 681	4 980	5 279
Capitaux propres part du groupe	k€	-36,0	-4 892	-6 125	-10 986
Provisions pour retraite	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Endettement net / (trésorerie)	k€	1 783	9 196	10 578	15 588
Passifs totaux	k€	1 745	4 681	4 980	5 279
Gross Cash	k€	1 350	-3 318	-1 699	-4 709

Données par action		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	€	-0,12	-0,24	-1,20	-0,73
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash flow libre par action	€	-0,27	-0,86	-1,36	-0,89
Actif net comptable par action	€	-0,01	-1,44	-1,06	-1,90
Nombre d'actions dilué (moyen)	Th	5 789	5 789	5 789	5 789

Table des matières

Activités et tendances.....	4
Mécanismes de profit.....	9
Valorisation.....	15
DCF.....	18
Actif net	19
Dettes.....	20
A Savoir.....	23
Durabilité.....	25
Gouvernance & Management.....	26
Environnement.....	28
Social.....	30
Effectifs et retraites.....	32
Objectif de cours & Opinion.....	33
Graphiques.....	34
Comptes.....	37
Méthodologie.....	45

Activités et tendances

Introduction et historique

MHM (ex-SPAC, Société Parisienne d'Apports en Capital, ex-Foncière Paris Nord, elle-même ex-ADT SIIC) est une société cotée de longue date. Au cours des dix dernières années, sa stratégie a souvent varié. SPAC a accueilli par voie d'apport jusqu'à €76m d'actifs et trésorerie en 2005. Suite à la cession-distribution de l'essentiel de son patrimoine jusque 2018, la Société n'accueillait plus qu'un actif au Blanc-Mesnil (France) avec un total de bilan consolidé réduit à €19m (FY 19). Depuis 2020 et la cession de PAMIER SARL à FIPP (actionnaire de référence de la Société), SPAC (nom adopté en 2021) était devenue une coquille vide ne détenant plus d'actif significatif ni trésorerie. En l'absence de toute participation, donc de bilan consolidé, le total du bilan social s'élevait à €200k à fin 2020.

Renommée MyHotelMatch en 2022, la société accueille désormais un nouveau projet sous l'impulsion du groupe OTT. Jean-François OTT est un professionnel de l'immobilier et de l'hôtellerie pour avoir créé, développé et accompagné le déploiement de projets et actifs en Europe ces trente dernières années pour plusieurs milliards d'euros. Il est également actif au capital de plusieurs sociétés cotées. MHM développe une plateforme visant à optimiser l'expérience hôtelière et créer une niche de marché face aux leaders du secteur (type Airbnb). La Gouvernance a été totalement refondue avec la nomination de M. OTT (28% du capital) aux fonctions de CEO / chairman en 2022.

Un marché de \$600bn

Le marché mondial de l'hôtellerie est constitué de 700,000 établissements, offrant 18m de chambres pour \$600bn de chiffre d'affaires. Les trois quarts de ce dernier sont désormais formalisés ou réservés *online* soit par des applications « propriétaires » (site internet de l'hôtel, site du groupe dans le cas des enseignes et chaînes d'établissement) ou via les OTA (Online Travel Agencies). En l'espace d'à peine une vingtaine d'années, Internet a totalement révolutionné le mode de fonctionnement de cette industrie. En permettant une mise en concurrence directe par les prix et en donnant une visibilité sur l'ensemble de l'offre disponible, les applications comme Booking.com ou Airbnb se sont substituées au métier de la réservation *offline* (agences de voyage, occupant le marché pendant plus d'un siècle). L'émergence « d'agences de rating » comme Tripadvisor ajoute une évaluation de la qualité de l'établissement qui achève d'orienter le choix de l'invité.

En dehors de l'hôtellerie économique à consommation contrainte, cette transparence a accentué « l'effet sablier » en poussant les propriétaires d'établissement de loisir à investir dans les actifs et le service offert. Les meilleures notations offrent bien évidemment aux établissements concernés des taux d'occupation nettement supérieurs à la moyenne (de l'ordre de 60% en France). Sur un métier à charges fixes à 85% (loyer / immobilier, chauffage etc.), l'incrément de TO est un déterminant de la performance économique de l'actif. Cette évolution a également permis la location entre particuliers (Airbnb) avec actuellement l'émergence de « conciergeries locales spécialisées »

opérant en sous-traitance pour le compte des multi-proprétaires. Ces acteurs contribueront à la professionnalisation du métier et à l'optimisation des modes de commercialisation (dont taux de commissionnement moyen).

L'évolution de la distribution ouvre des niches de marché

Les hôteliers ont pu se concentrer sur l'amélioration produit tout en abandonnant la maîtrise de l'essentiel de leur distribution et déléguant pour partie leur politique de *pricing* au marché. Les produits médians sont les plus fragilisés : ils paient des commissions élevées qui les privent d'une part substantielle de leurs profits. Pour autant, dans une industrie guidée par les coûts, nous n'excluons pas que les OTA aient eu un effet inflationniste significatif sur les prix des nuitées, ce qui est contre-intuitif. En d'autres termes, une fois les OTA consolidés, les marges du segment hôtelier auraient significativement augmenté. Cet incrément est cependant largement capté par les réseaux de distribution indépendants.

De notre point de vue, la dimension de ces marges favorisera l'émergence de modèles d'optimisation en format *low fees*. Si cette offre devrait avoir à long terme un effet symétriquement déflationniste sur le prix des nuitées via accroissement de l'intensité concurrentielle, le caractère quasi oligopolistique de la distribution donne à notre avis une opportunité de croissance d'une décennie via captation d'une partie du flux par des opérateurs de niche.

La mise sur étagère de l'ensemble de l'offre hôtelière instantanée a en effet un inconvénient notable : l'invité supporte sur son temps disponible une recherche d'établissement longue et fastidieuse. Plus généralement, Internet a eu comme conséquence la recherche de gains de productivité et d'échelle supportés par le temps – très important – qu'y allouent désormais les clients. En orientant les choix des clients (retour au principe de l'agence de voyages), l'un des objectifs de MHM est justement de permettre à l'invité de gagner du temps via des propositions de *matching* adaptées à son profil.

L'offre de MHM peut par ailleurs toucher une frange d'invités CSP+ considérant l'hôtel comme une destination en elle-même, à la différence de l'essentiel des clients cherchant un hôtel comme point de chute après avoir pris le billet d'avion. Ce changement du rapport au « produit » est en lui-même différenciant.

Le *matching* hôtelier, c'est quoi ?

Le concept de MHM est de dupliquer le modèle type Meetic (ou Match.com) en l'appliquant à l'hôtellerie. Qualifier l'offre (l'hôtel) et la proposer via un algorithme au *Matcher* (le consommateur). Cette pratique se nourrit des données des *Matchers* eux-mêmes : comportements de consommation sur la plateforme, pages visitées, agrégation et digestion de données (approche *big data*) avec donc une couche de traitement personnalisé. L'idée de MHM est en outre d'ajouter une aire d'expression collective en format *chat* afin de favoriser l'échange direct entre les *Matchers*. La convivialité du partage d'expériences est également un puissant vecteur de valorisation personnelle du consommateur. Pour ce faire, la plateforme pourra être un vecteur de rencontre « physiques » entre *Matchers* par exemple présents dans un hôtel à

même date. En l'état, le seul « outil » existant dans le marché actuel de l'hôtellerie est le bar d'un palace. Faire « parler les chambres entre elles », favoriser les rencontres, aboutir à des excursions communes, en somme « créer du lien », sera un argument différenciant de l'offre de MHM.



**Match and book
Hotels through
the principle of
online dating**

**my hotel
match**

Personalised benefits
Get a room that perfectly matches your need, whether it's a complimentary minibar, luxurious amenities or special features that matter to you the most, all hassle-free.

Use anywhere
Our unique platform is compatible with all hotels worldwide. Simply find your hotel in our database or invite them direct.

You control the data

Déployer les communautés

Sur une offre de *matching* aujourd'hui naissante, l'effet de foisonnement se développe d'abord dans les communautés partageant une culture (et une langue) commune. MHM projette d'adresser en priorité le marché de l'hébergement français à destination de la clientèle française. La France restant la première destination mondiale, cette approche permet aussi de constituer une base de données à commercialiser à l'avenir auprès des étrangers.

Les performances économiques des OTA (Online Travel Agencies) montrent aujourd'hui les premiers signes d'arrivée à maturité. Cette phase se prête à l'émergence des niches de marché. Selon l'INSEE (« Les logements touristiques de particuliers loués via Internet séduisent toujours », Juin 2019), les locations saisonnières proposées par des particuliers ont cru de 15% en 2018 vs. 25% en 2016. La commercialisation auprès des étrangers reste cependant en croissance nettement supérieure. Les hébergements offerts par des particuliers représentent désormais environ 15% de l'offre.

Le marché français est constitué de 18,000 hôtels (hors campings, villages vacances et résidences de tourisme et particuliers) offrant environ 650,000 chambres pour un TO (Taux d'Occupation) de l'ordre de 62% (75% en région parisienne). Le chiffre d'affaires de la profession est de €17bn pour environ 220m de nuitées et une fréquentation en croissance annuelle relativement modérée (+14% cumulés entre 2009 et 2018). La clientèle est française à 62% et le séjour moyen est de 1.8 jour (1.6 pour les français, 2.1 pour les étrangers). En 2019, sur le segment le plus dynamique de la location saisonnière, Airbnb commercialisait en France le tiers de l'offre. Nos estimations tablent sur l'équivalent de 900 hôtels partenaires de MHM, soit environ 5% de l'offre hôtelière disponible. Dans la mesure où 82% des hôtels

sont indépendants (18% pour les chaînes, qui commercialisent néanmoins la moitié de l'offre), et 46% affichent entre 3 et 5 étoiles, il existe une vraie place pour commercialiser des produits de niche, conviviaux, originaux, valorisant pour l'invité et sa communauté, correspondant au positionnement recherché par MHM.

Concurrence des OTA

Le tableau ci-dessous décrit les principaux concurrents distributeurs sur un marché à la structure désormais verrouillée. La puissance des marques installée, comme leur avantage technologique, rend improbable l'émergence rapide de nouveau concurrent puissant : Airbnb vise 1bn d'utilisateurs annuels en 2028, Booking est un leader installé. L'échec de la *market place* d'Accor l'a bien montré et l'attrition des réseaux d'affiliés indépendants est très élevée (-30% en 10 ans). Des changements de hiérarchie peuvent néanmoins s'observer : Google n'a pas fini de monter en puissance. Ce sera peut-être une opportunité (payante, évidemment) pour la commercialisation directe.

Marque commerciale	Société cotée	Ticker	Création	IPO	Market Cap (M)
Booking.com	Booking Holding Inc	BKNG	1996	1999	93 558
Tripadvisor	Tripadvisor Inc	TRIP US	2000	2011	3 411
Airbnb	Airbnb Inc	ABNB	2008	2020	78 221
Match.com	Match Group Inc	MTCH	1995	2015	22 967
Amadeus	Amadeus IT Group	AMS SM	1987	2010	25 120
Expedia	Expedia Group Inc	EXPE	1996	1999	19 164

Source: Bloomberg, AV, Juin 2022

Marque commerciale	Rythme de croissance moyen CA	
	2018-24	2022-24
Booking.com	7,8	13,8
Tripadvisor	2,4	14,8
Airbnb	21,6	19,4
Match.com	1,7	17,0
Amadeus	3,3	13,2
Expedia	5,1	13,4

Source: Bloomberg, AV, Juin 2022

Un positionnement de niche ne recherchant pas une concurrence frontale, il y a de notre point de vue des sous-marchés adressables ou à créer en s'appuyant justement sur le défaut durable de l'offre des *leaders*. Le produit trouvera par ailleurs une oreille attentive auprès des hôtels indépendants, pour qui une économie de quelques milliers d'euros annuels en frais de commercialisation est une opportunité. La reprise progressive de la distribution directe est également un signe de professionnalisation et d'adaptation de l'offre : des agrégateurs y trouveront leur place.

Marque commerciale	Marge EBITDA						
	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Booking.com	39,5	38,9	12,9	26,5	30,6	33,1	34,9
Tripadvisor	26,0	21,5	-0,7	11,9	20,1	26,0	28,3
Airbnb	2,8	-6,4	-95,4	21,2	29,7	30,8	32,2
Match.com	17,6	34,5	33,9	31,6	35,0	36,2	36,7
Amadeus							
Expedia	15,7	16,9	-9,1	13,9	21,2	22,7	23,6

Source: Bloomberg, AV, Juin 2022

Marque commerciale	EV / EBITDA						EV / EBIT			PER		
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
Booking.com	14	n.s.	31	15	11	10	16	12	10	21	15	13
Tripadvisor	12	n.s.	37	10	7	5	15	8	6	24	11	9
Airbnb	n.s.	n.s.	160	23	19	15	35	26	20	45	36	28
Match.com	n.s.	54	43	20	16	14	24	19	16	28	23	19
Amadeus	15	n.s.	49	15	12	9	23	17	13	31	22	17
Expedia	9	n.s.	31	8	7	6	12	9	7	15	11	9

Source: Bloomberg, AV, Juin 2022

Face aux leaders réalisant environ \$100bn de réservations annuelles brutes, nos estimations sur MHM reflètent €10m de réservations brutes à horizon 2026 (approche du point mort opérationnel). Les leaders facturant environ 500m de nuitées, MHM en réaliserait un peu plus de 0.7m. Ces parts de marché de MHM seraient compatibles avec celle d'un acteur de niche. Elles n'intègrent pas l'effet d'un développement viral de l'application pouvant avoir un effet multiplicateur de la part de marché.

Chiffre d'affaires par division

Secteur	12/22A	12/23E	12/24E	12/25E	Chgt 23E/22		Chgt 24E/23E	
					k€	% du total	k€	% du total
Chiffre d'affaires	7 753	13 800	15 780	19 569	6 047 ↑	100 %	1 980 ↑	100 %
Rents Immobilier	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0 %	0	0 %
Property development Immobilier	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0 %	0	0 %
Concierge Business Voyages-Agences	7 753	13 800	14 352	14 926	6 047	100 %	552	28 %
Matching Internet Platform Voyages-Agences	0,00	0,00	1 428	4 643	0	0 %	1 428	72 %
Other	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0 %	0	0 %

Principales expositions

	Revenus	Coûts	Fonds propres
Devises "émergentes"	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Dollar	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Euro	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Risque climatique à long term	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Géographie du chiffre d'affaires

France	100,0 %
--------	---------

Nous identifions les expositions aux thématiques macro économiques (quelle est la part du chiffre d'affaires exposée au Dollar par ex.) plutôt que les sensibilités (quel est l'impact d'une variation de 5pc du Dollar sur le résultat net par ex.). Les expositions du chiffre d'affaires sont simples à comprendre. Celles qui concernent les coûts sont plus difficiles à identifier. C'est encore plus complexe en termes de fonds propres. L'évaluation se fait en prenant par défaut la position d'un investisseur en action jugeant de son patrimoine en Euro. Certains cas de figure sont délicats à démontrer tel qu'un investisseur de la zone Euro achetant une valeur suisse cotant en CHF mais avec des comptes en Dollar...

Mécanismes de profit

Créer un modèle communautaire

Le concept de MHM est de dupliquer l'expérience des sites de rencontre entre humains (type match.com), en l'appliquant à l'hôtellerie. En se fondant sur les opinions formulées par les *matchers* la communauté créée permettrait d'accroître le taux d'occupation des établissements d'hébergement recrutés tout en minimisant les coûts de distribution de ces derniers. La plateforme MHM se positionnera donc en concurrence avec les modèles Airbnb ou Tripadvisor. En ajoutant une couche d'interactivité, MHM désire offrir la possibilité aux hôteliers comme aux invités de sortir du simple couple binaire usuel prix / localisation. Le premier critère de consultation des OTA reste le couple prix / localisation. Le second est « obtenir la meilleure chambre » : c'est à cette dernière motivation que MHM s'adressera.

La plateforme doit permettre une interaction entre l'hôtelier et les invités, d'une part, mais essentiellement entre invités eux-mêmes. L'analyse des profils des utilisateurs via IA (Intelligence Artificielle) doit permettre d'optimiser les produits proposés aux profils des invités. Ainsi « MyHotelmatch entend relever le défi de proposer à ses clients, pour chaque destination, une sélection personnalisée d'hôtels correspondant au plus près à leurs attentes selon des critères personnels allant bien au-delà du seul prix. » L'évolution du mode de distribution, désormais largement basé sur le temps alloué en recherche par l'Invité lui-même, rend de ce fait utile la pré-sélection d'idées par une plateforme.

L'idée de MyHotelMatch a émergé en 2019 avec les premiers investissements consacrés à la création d'une plateforme informatique qui était à l'état de test non commercialisé en 2022. L'ensemble des investissements réalisés entre 2019 et 2022 (pré-cession) est de l'ordre de €5m. L'actif ainsi créé a été apporté par le groupe OTT en contrepartie de la remise de 66m BSA MHM existants (Bons de Souscription d'Actions). L'exercice de ces BSA correspond à un cash-in potentiel de €3.3m. Au jour des présentes, ces BSA n'ont pas été exercés à notre connaissance. Au final, MHM n'a donc pas acquis en numéraire la propriété intellectuelle liée au développement 2019-22 : la dépense *cash* est nulle, l'exercice des BSA devra permettre de financer les besoins OpEx/CapEx d'ici H1 23.

Augmenter l'expérience client

A la différence des « simples » modèles de notation ou réservation classiques, MHM désire focaliser le client final sur son expérience au sens large et sa transmissibilité entre *matchers*. L'intelligence artificielle sera mise à contribution. L'amélioration de l'expérience client recherchée passe par : i/ une simplification des fastidieuses recherches d'hébergement (pré-sélection d'opportunités par MHM) et ii/ un meilleur degré de qualification des offres en orientant l'invité sur les opportunités convenant le mieux à son profil.

Au-delà, MHM a acquis My Agency en Juin 2022. Ses 30 salariés proposent des services premium à une clientèle hyper active, urbaine et aisée au travers de ses marques My Concierge, My Event, My Driver, My Travel et My Property.

Créé en 2004 ce groupe développe €8m de volume d'affaires en 2019. Il développe des prestations sur mesure (conciergerie, évènementiel, mobilité, affaires et immobilier) avec notamment un interlocuteur unique à tout moment. My Agency dispose d'un portefeuille de 800 clients internationaux (soit €10,000 de volume d'affaires annuel par client), de plus de 20 000 partenaires (soit €400 de prestation annuelle par prestataire en moyenne) et a organisé près de 80,000 expériences depuis sa création. My Agency n'était pas profitable en 2020-21. Cette société, créée en 2001, était sous plan de sauvegarde en 2020-21 avec des fonds propres inférieurs à €0.1m. Le prix d'acquisition, la structure du paiement, ni la dette adossée reprise n'ont été communiqués, de même que la marge brute propre à ce type d'activité (ici 15%, estimation AV, +/- 500bp). MHM attend de cette acquisition une fertilisation croisée de ses coûts et revenus à moyen terme. Compte tenu de la taille du portefeuille de MyAgency (800 clients) vs. positionnement de MHM (*mass market*), nous n'anticipons pas de synergies opérationnelles de grande envergure.

Rechercher un avantage prix

- Intégrer la marge des OTA

Les plateformes traditionnelles de commercialisation dites OTA (*Online Travel Agencies* type Airbnb, Booking etc.) prélèvent jusque 25% du chiffre d'affaires d'un hôtel par deux biais : une prestation facturée à l'hôtelier (3-7%) et une prestation facturée à l'invité jusque 18% du prix de la réservation. Ce mode de commercialisation, dont la contrepartie promise est un taux d'occupation amélioré, équivaut à priver les hôteliers de 25% environ de leur chiffre d'affaires sur la part confiée aux OTA.

Sur un modèle Booking en émergence, la théorie de l'optimisation des réservations fonctionne : les commissions payées sont alors cohérentes avec l'amélioration du taux d'occupation (TO). Dans un espace désormais largement dominé par lesdites plateformes, l'argument offensif et différenciant de l'amélioration du taux d'occupation ne tient plus. En revanche, le déréférencement se traduirait par une baisse sensible de l'activité de l'hôtelier. Les plateformes leaders sont ainsi parvenues à bâtir un modèle de pure rente captive, en créant une dépendance provenant de l'exploitation de l'argument originel d'une amélioration de la profitabilité des clients (TO). Les OTA sont cependant devenus une vitrine commerciale indispensable.

L'intérêt de MyHotelMatch est de proposer à l'hôtelier une prestation de même nature (optimisation du TO) avec en regard un taux de commissionnement bien moindre. En cela, MHM est le témoignage évident de l'émergence d'une concurrence de modèles aux contours et comportements monopolistiques. MHM intervient aujourd'hui dans un contexte concurrentiel totalement verrouillé. Nous détectons des initiatives isolées cherchant à optimiser le couple coût / fréquentation via multiplication des canaux de distribution, notamment via les intermédiaires type « conciergerie Airbnb ». L'objectif en est : positionner les chers Booking & co sur la commercialisation des « dernières » chambres non louées (soit une commercialisation « en crête » ou en appoint)

pour laisser la commercialisation « en base » à des modèles moins onéreux (dont commercialisation directe). Cette structuration naissante participe pleinement du concept de MHM.

A un horizon prévisible, compte tenu de la vitesse de déploiement supposée lente de ces concepts alternatifs (lente à l'échelle de la totalité du marché) nous n'anticipons pas de réaction défensive des *leaders* de l'industrie. Compte tenu de leurs niveaux de profitabilité, il ne sera pas à exclure à long terme qu'ils adaptent leur taux de commissionnement afin de protéger leurs volumes de nuitées. Dans ce cas, il y aurait attrition globale des marges, attrition reportée également sur les acteurs de rang 2 (dont MHM) devant eux-mêmes réduire leurs taux de commissionnement pour conserver leur avantage prix. Néanmoins, à titre également défensif, une intégration latérale de savoir-faire par acquisition de niches adjacentes (type MHM) reste une option réaliste leur permettant de maintenir leurs taux de commissionnement. De notre point de vue, MHM fera partie des cibles des leaders en cas de succès de déploiement.

La délicate création d'un effet de foisonnement

- Recrutement des clients

L'effet de foisonnement ne peut se produire qu'à compter du recrutement d'un nombre d'hôtels suffisant. Si un lancement de l'application est possible avec 100 à 200 destinations, nous estimons à 900-1,500 établissements le référencement permettant d'envisager l'atteinte du point mort via une diversité d'offre suffisante.

- Recrutement des *matchers* et *tchurn rate*

Dans un marché déjà bien occupé par des applications de réservation de tous ordres, la différenciation passera par la qualité perçue du service. Compte tenu de l'ambition de MHM, un invité déçu du manque de profondeur de l'application sera perdu pour longtemps. Il y a donc nécessité de bâtir (risque financier) une base produits suffisante préalablement à la commercialisation du service. MHM pourrait avoir à gérer la création d'un site internet « miroir » pour chaque hôtel référencé, afin d'en améliorer l'attractivité et se substituer au canal de distribution direct dont la forme et la convivialité (dont simplicité de navigation) sont nécessairement hétérogènes (sites touristiques proches, accès en transport, photographies professionnelles de l'hôtel, vidéos devenues indispensables, coordonnées GPS, stationnement, tarif des prestations annexes etc.). A ce stade, MHM ne se prononce pas sur la nécessité d'aller visiter les hôtels préalablement à leur référencement pour documenter sa plateforme (type « mini site internet ») ni sur le coût unitaire associé.

La fidélisation étant un paramètre clé face à des clients au comportement de consommation opportuniste et erratique, il n'est pas possible en l'état d'estimer un coût de conquête par client actif permanent, ni le *tchurn* annuel. Sur un produit nouveau, la récurrence-clients (ticket par nuitée, nombre moyen annuel de nuitées par client) pourra être mieux évaluée en 2023-24. Nous pensons que MHM a la possibilité d'inverser pour partie le comportement de

consommation en conseillant à l'invité une résidence. A l'inverse, les sites généralistes répondent surtout à une demande de logement une fois choisie la destination. A un certain point, l'hôtel peut devenir la destination. Il faut pour cela une réelle différenciation-produits, qui restreint par nature fortement le nombre des établissements référencables. On pourra noter malicieusement que des hôtels notés 8-9 chez Tripadvisor seraient simplement les meilleurs candidats.

Chiffre d'affaires

Le *business model* repose essentiellement sur le commissionnement classique par nuitée. A ce stade, MHM n'envisage pas de développer de revenus assis sur la publicité ni sur la commercialisation des données-clients recueillies. Ces dernières seront traitées par algorithme en interne et intelligence artificielle (IA) afin d'accroître le taux comme la qualité du *matching* (suggestion client) et ainsi d'optimiser le chiffre d'affaires. MHM n'envisage pas à l'heure actuelle de système d'abonnement annuel fixe par hôtelier (cf. Vrbo / Homeaway).

Coûts fixes à déployer jusque point mort

Au-delà d'un budget de l'ordre de €6m destiné à mettre le concept en ligne avec recrutement d'hôteliers substantiel et premiers référencements Google, nous anticipons des coûts fixes de l'ordre de €10m annuels dont une large partie concerne le référencement et le système de paiements. Les coûts de *backoffice* et autres OpEx (hors coûts de My Agency) devraient pouvoir être contenus à €1-3m annuels en phase de démarrage.

A supposer que l'application soit profitable en N+5 (2027), le besoin de trésorerie cumulé approximatif est de l'ordre de €50m. Dans un premier temps, l'engagement de €20-25m permettrait un point d'étape en 2024-25. L'exercice total des BSA pour environ €8m suggère une levée de fonds complémentaire de l'ordre de €15-20m en 2022-23. Au cours actuel, la *market cap fully diluted* Décembre 2023 de €15m (sous réserve d'exercice complet des BSA en circulation) induirait une multiplication par un facteur 2x à 3x du nombre de titres en circulation.

A terme : charges variables et rentabilité

A pleine maturité, les plateformes de *dating* (type match.com) montrent des gains d'échelle significatifs liés à la conquête d'une position dominante. Fondé en 1993, Match.com (groupe Interactive corp) a néanmoins mis 30 ans à extérioriser 28% de marge EBIT en 2021. En 2021 également, Airbnb déclare \$6bn de revenus pour \$0.4bn d'EBIT après \$1.4bn de dépenses marketing. Hors les modèles fondés sur la publicité, nous ne détectons pas de niche de marché de taille significative, dans le périmètre d'activité de MHM, extériorisant des marges EBIT de 50%.

La défense de la position dominante passant par un accroissement des frais marketing peut être de nature à limiter les marges. Pour cette raison, nous n'envisageons pas de marges excédant 25-30% sur MHM à un horizon prévisible. L'atteinte de ce seuil, outre la massification de la fréquentation en premier lieu, dépendra également de la politique-prix des leaders à plus long

terme. En l'état, nous pensons qu'il y a de la place pour un marché de niche du « *dating* hôtelier ».

Plan d'affaires et estimations

MHM ne fournit aucun *Business Plan*. Les estimations qui suivent sont susceptibles d'être fortement corrigées à l'avenir, à la hausse ou à la baisse, en lien avec le risque général élevé du projet. Nous avons basé nos estimations sur une approche par les coûts avant d'appliquer une montée en régime progressive de la fréquentation et des revenus. Le *back testing* du modèle est réalisé par croisement de chiffre d'affaires effectif moyen par nuitée, par client actif, nombre de nuitées par séjour et contribution de MHM au TO de l'hôtelier référencé. Il est évident que la multiplication des hypothèses laisse place à un risque d'approximation élevé. Par principe, nous n'anticipons pas l'atteinte du point mort avant N+5. A ce stade, la simple possibilité d'atteindre le point mort reste une hypothèse à valider tout au long de la phase critique de *ramp-up* soit 2022-24.

Nous présentons ci-après la synthèse des hypothèses sous-tendant notre valorisation. Celles-ci concernent uniquement l'activité *Matching* sans considérer l'activité déficitaire de MyAgency en 2022 et 2023. Elles scénarisent un point mort opérationnel (EBITDA) autour de 2026-27. Ces chiffres ne tiennent pas compte du Crédit Impôt Recherche éventuel.

Hypothèses de fréquentation, prix moyen, client actifs					
	2023	2024	2025	2026	2027
Durée moyenne du séjour (jours)	1,5	1,6	1,7	1,8	1,8
Nombre de réservations annuel par client	1,0	2,0	3,0	3,0	3,0
Nombre de réservations	10 000	60 000	180 000	300 000	390 000
Nombre de nuitées réservées	15 000	96 000	306 000	540 000	702 000
Nombre de nuitées France 2019 (M, hors hôtellerie de plein air)	214	214	214	214	215
PdM MHM en volume	0,01%	0,04%	0,14%	0,25%	0,33%
Nombre de clients actifs	10 000	30 000	60 000	100 000	130 000
Prix moyen par nuitée (TTC)	140	143	146	149	152
Prix moyen par séjour (TTC)	210	228	248	267	273
Panier annuel moyen par client (TTC)	210	457	743	802	818
Chiffre d'affaires hôtels brut (TTC, EUR M)	2,1	13,7	44,6	80,2	106,4
Chiffre d'affaires hôtels brut (HT, EUR M)	2,0	13,0	42,2	76,0	100,8
TVA hôtelière	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
CA hôtel net (HT, EUR M)	1,8	11,6	37,6	67,7	89,8

Source: Estimations AV

Revenus et OpEx					
	2023	2024	2025	2026	2027
Taux de commissionnement MHM	12,50%	12,50%	12,50%	12,50%	12,50%
Chiffre d'affaires MHM (TTC, EUR M)	0,26	1,71	5,57	10,03	13,30
Chiffre d'affaires MHM (HT, EUR M)	0,22	1,43	4,64	8,36	11,08
TVA MHM	20%	20%	20%	20%	20%
Economie hôtel vs. commission 20% (EUR M)	0,18	1,17	3,81	6,85	9,09
Economie par hôtel en moyenne (EUR / an)	1 794	3 903	9 517	8 565	9 564
Chiffre d'affaires MHM (EUR M, HT)	0,2	1,4	4,6	8,4	11,1
OpEx	9,0	9,0	10,0	11,0	11,0
- Réf GOOGLE	7	7	7	8	8
- Autres OpEx	2	2	3	3	3
EBITDA	-8,8	-7,6	-5,4	-2,6	0,1

Source: Estimations AV

Validation croisée des hypothèses opérationnelles retenues					
	2023	2024	2025	2026	2027
Nombre total d'hôtels référencés	100	300	400	800	950
France	100	300	400	700	750
Europe hors France	0	0	0	100	200
Nombre de chambres moyen par hôtel	30	30	30	30	30
Nombre de nuités à 100%	1 095 000	3 285 000	4 380 000	8 760 000	10 402 500
TO usuel France	60%	60%	60%	60%	60%
TO sur hôtels ciblés	70%	70%	70%	70%	70%
Nombre de nuités louées	766 500	2 299 500	3 066 000	6 132 000	7 281 750
Nombre d'hôtels France	18 000	18 000	18 000	18 000	18 000
Nombre d'hôtels référencés	100	300	400	700	750
Taux de pénétration MHM France	1%	2%	2%	4%	4%
Nuités placées MHM	15 000	96 000	306 000	540 000	702 000
Soit PdM MHM vs. hôtels partenaires	2%	4%	10%	9%	10%

Source: Estimations AV

Bien que comptablement les pertes de démarrage puissent être en partie immobilisées jusque livraison de la plateforme à mettre en ligne (frais informatique à amortir, marketing de lancement), nous les portons en charge d'exploitation par simplification de lecture. Les dépenses d'investissement pures (matériel informatique et divers) sont limitées ou nulles en relatif. MHM est supposée bénéficier du Crédit Impôt Recherche (CIR) à hauteur de €1m par an entre 2023 et 2025. L'architecture est supposée « louée » (SaaS, cloud etc.). Les dépenses opérationnelles significatives sont : i/ livraison puis gestion de la plateforme (frais de personnel interne / externe, back office, modération) ; ii/ référencement Google et iii/ frais de transaction (gestion du cash).

Par différence, l'impasse de trésorerie est inscrite en dette nette à notre modèle. Elle permet de positionner dans le temps approximativement la dimension et le *timing* des besoins financiers. A ce stade, nous ne scénarisons pas les augmentations de capital ultérieures, pourtant nécessaires et substantielles : MHM pourrait recourir pour partie à des quasi fonds propres (dont OC), et le prix d'émission de nouvelles actions à émettre reste à évaluer.

EBIT par division

	12/22A	12/23E	12/24E	12/25E	Chgt 23E/22		Chgt 24E/23E	
					k€	% du total	k€	% du total
Total	-1 194	-2 049	-7 599	-4 861	-855	100 %	-5 550	100 %
Rents								
Property development								
Concierge Business	463	552	574	597	89	-10 %	22	0 %
Matching Internet Platform	-1 000	-2 601	-8 173	-5 458	-1 601	187 %	-5 572	100 %
Other/cancellations	-657				657	-77 %		

Marge d'EBIT par division

	12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Total	-15,4 %	-14,8 %	-48,2 %	-24,8 %
Rents				
Property development				
Concierge Business	5,97 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %
Matching Internet Platform			-572 %	-118 %

Valorisation

Financement en fonds propres

Compte tenu de la maturité du concept à un stade *early stage* le financement par ressources tierces (dettes bancaires classiques) n'est pas envisageable. Le recours à du capital dur ou à défaut dette *high yield* (Obligations Convertibles) devra pour cette raison assumer la totalité du besoin financier lié au développement. La valorisation de MHM sera donc très intimement liée à la façon dont son développement sera financé.

Coût du capital et DCF

Le financement exclusif en fonds propres ou assimilés (OC) permet d'assimiler le coût du capital au WACC. Sur un modèle *early stage green field de start up* aux moyens initiaux de développement limités (inférieurs à €50m), nous appliquons un taux d'actualisation (CoE) de 15%. Ce taux pourra être revu à la hausse ou à la baisse en fonction de l'évolution du risque perçu pendant la phase de *ramp-up* en 2022-24.

Reverse valuation

En l'état de notre valorisation actuelle de €0.05 par action (€28m de capitalisation boursière *fully diluted* à l'objectif de cours), le taux d'actualisation retenu conduit à une valorisation *forward* 5 ans de €56m. La prise en compte des dilutions à venir aux fins de financer l'achèvement de la plateforme comme le déploiement commercial correspondraient à une valorisation ex-post de l'ordre de €80m à horizon 5 ans.

En cas de confirmation du succès de la plateforme MHM autour de 2024 (dynamique et masse de fréquentation, référencement d'hôtels, chiffre d'affaires, contrôle des coûts etc.), nous serions amenés à progressivement réviser le risque associé. Nous pourrions avoir à réduire significativement, par étape, le taux d'actualisation et ainsi accroître la valorisation.

Modèles de valorisation alternatifs

- Comparables

L'activité de la plateforme étant nulle ou faible en 2022-23, l'application d'un modèle de valorisation par comparable basé sur des multiples de chiffre d'affaires, profits ou par *matcher* n'est pas pertinente.

A maturité, et en fonction du rythme de croissance, MHM pourra être valorisée en retenant des comparables de même segment (Airbnb, Tripadvisor), des segments proches (réservation de billets d'avion ou de voyages type booking.com) ou des modèles technologiques de réservation par extension (Amadeus) voire des acteurs du *software* ou des services informatiques.

- NAV

Nous définissons une NAV qui est par nature proche de notre résultat par DCF. Elle résulte également de la somme des investissements à réaliser, réputés avoir une valeur au moins identique en cas de cession de l'entreprise.

- Dividendes

Nous n'attendons pas de MHM un versement de dividendes à un horizon prévisible. La phase d'investissement et de déploiement devrait couvrir au moins 2022-25.

- Valeur de sortie en prix de majorité

En cas de succès ou de développement viral, la valeur maximale de MHM serait atteinte en cas de cession de l'entreprise à un grand du secteur désirant élargir son offre ou son modèle de distribution (acquéreur type : Airbnb ou Tripadvisor) ou acquérir à titre défensif. Dans ce cas précis, la valorisation serait déconnectée des performances économiques de la société. Il est courant que des *start-up* fussent valorisées €50-100m une fois faite la *proof of concept*. Par rapport à la taille et à la solvabilité des acquéreurs potentiels, ces montants sont non significatifs.

L'actionnaire de référence de MHM nous a informés de son intention d'opérer le déploiement comme l'exploitation de MHM à long terme sans envisager de transaction. Nous n'intégrons donc pas cette valorisation à notre modèle. Il s'agit de fait d'une option gratuite pour l'actionnaire dont la valeur ne sera détectable qu'une fois faite la *proof of concept*, accompagnée d'une forte croissance crédibilisant l'atteinte du point mort opérationnel.

- Déploiement international

MHM se focalisera dans un premier temps sur le marché français, qui est suffisamment profond pour permettre un test du modèle. En cas de succès, et dans un second temps (au-delà de 2025), la duplication du modèle à l'international pourrait se révéler être un puissant moteur de valorisation par simple extension de la plateforme. Toutefois, MHM devra multiplier les coûts publicitaires (référencement Google, €6-10m par pays et par an) par autant de localisations. Le référencement d'hôtels à l'étranger, à destination d'invités français, permet l'élargissement de cible le plus évident et à moindres coûts. MHM pourra ainsi préparer, à partir de sa base de clientèle française, l'élargissement de sa couverture géographique de *matchers*. Outre les référencements locaux nécessaires, l'adaptation de la plateforme sera nécessaire (multiplication des langues / traduction notamment).

Valorisation

Méthodes	Valeurs (€)	Potentiel	Poids
Somme des parties	5,70	1 638 %	75 %
DCF	12,0	3 573 %	25 %
Objectif de cours	7,29	2 122 %	

Valorisation basée sur les comparables

Calculé sur 18 mois de prévisions

Ratios des pairs
Ratios MyHotelMatch
Prime
Cours objectifs (€)
Amadeus IT Group
Intercontinental Hotels Group
AccorHotels
TUI Group
Seera Group Holding
Melia Hotels International
eDreams Odigeo
Voyageurs du monde
HomeToGo SE
Thomas Cook
Tui Travel
Kuoni
Booking Holdings

DCF par action

Coût moyen pondéré du capital (CMPC) %	9,95	Dettes (trésorerie) nette moyenne	k€	9 887	
Valeur actuelle des cash flow des années 1 à 11	k€	4 975	Provisions	k€	0,00
Free cash flow de l'année 11	k€	16 275	Pertes/(gains) actuariels non reconnus	k€	0,00
Taux de croissance à l'infini "g"	%	2,00	Immobilisations financières (juste valeur)	k€	0,00
"g" de Durabilité	%	1,55	Intérêts minoritaires (juste valeur)	k€	377
Valeur terminale	k€	193 734	Valeur des fonds propres	k€	69 741
Valeur actuelle de la valeur terminale	k€	75 030	Nombre d'actions	Th	5 789
en % de la valeur totale	%	93,8	DCF par action	€	12,0
Valeur totale actuelle	k€	80 005	Impact de la Durabilité sur le DCF	%	-5,74

Evaluer le coût du capital

Taux sans risque synthétique	%	3,50	Spread de crédit	bp	700
Prime de risque normative	%	5,00	Coût marginal de la dette	%	10,5
Taux d'impôt normalisé	%	25,0	Bêta de la société (endettée)	x	3,00
Échéance moyenne de la dette	Année	5	Ratio d'endettement à valeur de marché	%	484
Bêta sectoriel	x	2,10 ⁽¹⁾	Dettes/VE	%	82,9
Bêta de la dette	x	1,40	Taux de rentabilité exigé par les actionnaires	%	18,5
Capitalisation boursière	k€	1 899	Coût de la dette	%	7,88
Dettes nettes (trésorerie) à valeur comptable	k€	9 196	Coût des fonds propres desendettés	%	14,0
Dettes nettes (trésorerie) à valeur de marché (Est.)	k€	7 821	Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	%	9,95

1. Cost of capital estimated at 14-15% in line with similar early stage files

Calcul du DCF

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E	12/26E	Croissance	12/27E	12/33E
Chiffres d'affaires	k€	7 753	13 800	15 780	19 569	23 880	5,00 %	25 074	33 602
EBITDA	k€	-567	-2 048	-7 598	-4 860	-2 122	3,50 %	-2 196	-2 700
Marge d'EBITDA	%	-7,31	-14,8	-48,1	-24,8	-8,89		-8,76	-8,03
Variation du BFR	k€	-1 250	-2 637	0,00	0,00	0,00	0,00 %	0,00	0,00
Cash flow d'exploitation total	k€	-1 229	-4 685	-7 598	-4 860	-2 122		-2 196	-2 700
Impôts sur les sociétés	k€	-55,0	0,00	0,00	0,00	0,00	3,00 %	0,00	0,00
Bouclier fiscal	k€	71,3	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00 %	0,00	0,00
Investissements matériels	k€	-588	-300	-300	-300	-300	2,00 %	-306	-345
Investissements matériels/CA	%	-7,58	-2,17	-1,90	-1,53	-1,26		-1,22	-1,03
Cash flows libres avant coût du financement	k€	-1 801	-4 985	-7 898	-5 160	-2 422		-2 502	-3 044
Divers ajustements (incl R&D, etc.) pour les besoins...	k€		9 392 ⁽²⁾	650	650	650		3 479	19 000
Free cash flow ajustés	k€	-1 801	4 407	-7 248	-4 510	-1 772		977	15 956
Free cash flow actualisés	k€	-1 801	4 407	-6 592	-3 731	-1 333		669	6 179
Capitaux investis	€	1,74	4,68	4,98	5,28	5,58		9,17	65,3

2. Raisonant sur une base fully diluted en nombre d'actions, ici principalement cash-in résultant de l'exercice des BSA maturité 2023

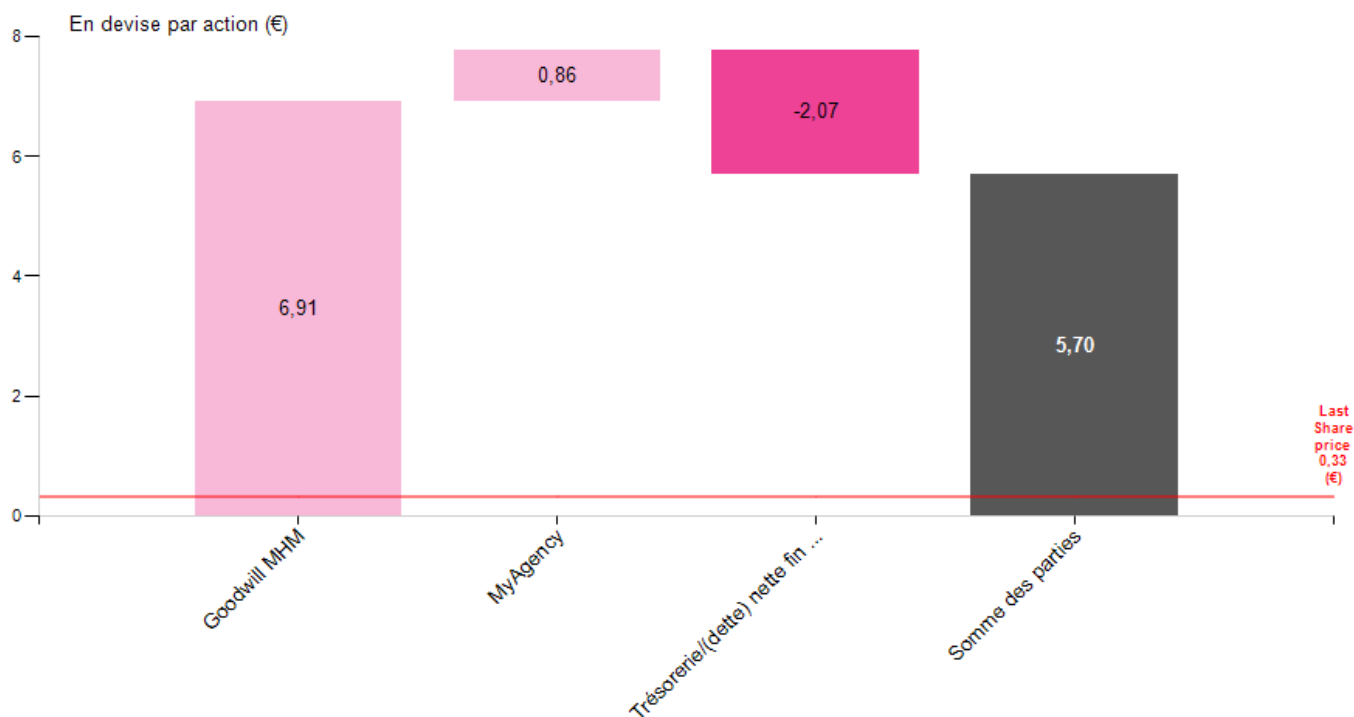
Somme des parties

	% détenu	Technique d'évaluation	Multiple utilisé	Participation à 100% (k€)	Valorisation participation (k€)	En devise par action (€)	% des actifs bruts
Goodwill MHM	100 %	AlphaValue valuation		40 000	40 000	6,91	88,9 %
MyAgency	100 %	GAV		5 000	5 000	0,86	11,1 %
Autre					0,00	0,00	0,00 %
Actif brut					45 000	7,77	100 %
Trésorerie/(dette) nette fin d'année					-12 000 ⁽¹⁾	-2,07	-26,7 %
Engagements donnés							
Engagements reçus					(2)		
Somme des parties					33 000	5,70	73,3 %
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)					5 789 ⁽³⁾		
Somme des parties par action (€)					5,70		
Décote du cours actuel par rapport à la somme des parties (%)					94,2		

1. Basé sur les passifs exigibles estimés 2025

2. Net de la conversion des ORA (flux quasi intégralement non cash). Dilution complète en 2023.

3. Nombre d'actions totalement dilué 2023-25



Dettes

Développer en fonds propres

Dans un premier temps, l'actionnaire de référence nous a informés de son désir de financer l'exploitation par l'exercice de Bons de Souscription d'Actions déjà émis et en circulation. Au 27 Octobre 2021, des 147m de BSA détenus par la société elle-même ouvraient droit à l'émission de 294m d'actions à 0.025 l'unité correspondaient à un *cash in* potentiel de €7.3m. A même date, les BSA en circulation détenus en dehors de la société pouvant ajouter €1.5m en cas d'exercice. Le Groupe Ott, actionnaire de référence, ne communique pas le calendrier d'exercice des BSA qu'il détient mais a exprimé son souhait d'accompagner la Société en intervenant le cas échéant en complément via compte courant d'associé. Ces BSA ont été émis en Octobre 2014 avec une maturité de 5 ans, soit 2019, accompagnant un prix de souscription de €0.050 par action. En Décembre 2019, la maturité de ces BSA a été étendue à Décembre 2023 en contrepartie de la division par deux du prix de souscription, à €0.025 l'unité. Le *cash-in* initial des 345m de BSA émis a ainsi été réduit de moitié à €8.6m.

Nous neutralisons les ORA résiduelles (Obligations Remboursables en Actions), dont la conversion n'apportera pas de trésorerie à la Société. Leur remboursement aura pour simple effet de réduire la dette financière extérieure de la Société en contrepartie d'une dilution prévisible (augmentation du nombre de titres en circulation). Suite à l'exercice de plusieurs tranches d'ORA au cours de 2021-22 (FIPP, GLOBALTECH, OTT, source avis AMF) le nombre d'ORA en circulation n'est pas précisément connu à date.

Au jour des présentes, et hors paiement de cibles en titres, le capital *fully diluted* est de 578m d'actions. Il est à relever que la dilution significative intervenant à €0.025 l'action réduit par nature le levier de valorisation. Enfin, la théorie financière permet de considérer comme significatif le repère de valorisation donné par le *strike* de ces BSA à brève échéance.

Pertes de démarrage et levée de fonds propres

Nous estimons les pertes de démarrage cumulées – avant atteinte du point mort – dans une large fourchette de €30-50m en fonction de la vitesse de maturation du modèle et des hypothèses retenues. L'exercice des BSA en circulation permettra de financer environ €9m. Par déduction, MHM devra lever €20-40m entre 2022 et 2025 pour financer son déploiement.

Crédit Impôt Recherche

Nos projections intègrent un profit de Crédit Impôt Recherche (CIR) de €4m répartis par convention uniformément sur 2023 à 2026 par annuité de €0.8m. Ce montant sera à préciser ultérieurement une fois caractérisée l'éligibilité des dépenses de MHM à ce dispositif.

Risque de bilan et dilution

MHM est, et à court terme restera, très dépendante de levées de fonds significatives ultérieures devant lui permettre de poursuivre ses investissements pour mise en ligne du service et assurer la continuité

d'exploitation. La vitesse de croissance de l'activité, avec pour corolaire l'atteinte du point mort opérationnel, déterminera par ailleurs la dimension des pertes opérationnelles à assumer et financer sur les premiers exercices. Cet environnement ne tient pas compte à ce stade d'un déploiement additionnel à l'étranger, supposé envisagé à succès du déploiement France.

En l'état, ce que traduit le taux d'actualisation retenu, la Société dispose d'une visibilité de l'ordre de 12-18 mois sur le financement de ses dépenses. Des levées de fonds cumulées de l'ordre de €20-40m sont à prévoir en contrepartie d'une augmentation très importante du nombre d'actions en circulation au regard de la capitalisation boursière de la société (c.€28m *fully diluted* 2023 à l'objectif de cours). Le prix d'émission des titres à émettre dépendra de multiples facteurs, dont principalement qualité du déploiement de l'application et perspective temporelle d'atteinte du point mort. Ainsi, il n'est pas à exclure que les levées de fonds ultérieures se réalisent à un prix unitaire nettement inférieur à la cote actuelle ou à notre objectif de cours avec pour conséquence une dilution très importante de ces deux indicateurs et donc une perte de substance significative des actions actuellement en circulation. En vertu d'une décision d'Assemblée Générale du 27 Juillet 2021 valable 26 mois (jusque Septembre 2023), le Conseil d'administration est autorisé à émettre jusqu'à €500m de titres vs. capitalisation boursière 2023 (*fully diluted*, basée sur cours coté actuel) inférieure à €15m.

La valorisation par action à terme dépendra enfin significativement du prix d'émission des actions futures et donc du calendrier d'émission. Le calendrier le plus favorable à l'actionnaire (gestion du *risk reward*) est une émission progressive accompagnant la maturité de la plateforme (prix d'émission plus élevés dans le temps). Vis à vis du projet et de l'entreprise, c'est néanmoins le plus risqué en cas de *ramp-up* lent (faible prix d'émission des tranches 2 et 3, dilution très élevée, difficulté à lever des fonds additionnels).

Compte tenu des autorisations d'émission à disposition du management, nous n'excluons pas une levée de fonds privée. Sur ce type de dossier, il semble opportun d'envisager la levée de €50-100m dans la *silicon valley* en s'appuyant sur des *venture capitalists* de dimension internationale plutôt que de procéder par émissions de €10-20m tous les 12 ou 24 mois centrées sur la France (profondeur marché). A ce stade, MHM ne nous a pas informés de son intention d'aller chercher des fonds de cette catégorie. A notre esprit, il est cependant important de considérer le levier et la liberté que peut apporter une levée de fonds importante, sécurisant le développement du projet, d'une part, et favorisant enfin une transaction en prix de majorité auprès d'un concurrent majeur le cas échéant en fixant préalablement une valeur de marché.

Soutien d'actionnaire de référence

Le groupe DUMENIL (16% du capital environ) s'était engagé en 2020 à soutenir MHM à concurrence d'environ €0.7m jusqu'en Avril 2022 sous réserve d'absence de changement de majorité au Conseil d'administration. Les comptes 2021 n'étant pas disponibles à ce jour, nous ne connaissons pas le montant de l'engagement de FIPP à Décembre 2021, ni celui à fin Avril 2022.

Factuellement, le contrôle du Conseil d'administration n'a pas évolué jusques Avril 2022.

Il reviendra à MHM de rembourser cet apport notamment, sans doute, via l'exercice des BSA devant intervenir avant fin 2023.

Detailed financials at the end of this report

Financement et liquidité

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
EBITDA	k€	-567	-2 048	-7 598	-4 860
Cash flow des opérations	k€	-34,0	-2 048	-7 598	-4 860
Fonds propres	k€	-36,0	-4 892	-6 125	-10 986
Dettes brutes	k€	3 133	5 879	8 879	10 879
+ Trésorerie brute	k€	1 350	-3 318	-1 699	-4 709
= Dette nette / (trésorerie)	k€	1 783	9 196	10 578	15 588
Autorisations de découvert non tirées	k€	0,00 ⁽³⁾	0,00 ⁽³⁾	0,00	0,00
Ratio d'endettement	%				
Fonds propres/Actif total (%)	%	-2,06	-105	-123	-208
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	-3,14	-4,49	-1,39	-3,21
Dette brute ajustée/EBITDA(R)	x	-5,53	-2,87	-1,17	-2,24
Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds ...)	%	101	596	322	-10 139
Ebit cover	x	1,99	-204 800	-759 792	-486 017
CF des opérations/dette brute	%	-1,09	-34,8	-85,6	-44,7
CF des opérations/dette nette	%	-1,91	-22,3	-71,8	-31,2
FCF/Dette brute ajustée	%	-50,6	-84,8	-89,0	-47,4
(Trés. brute + FCF + Découverts)/Dette CT	x	-0,11	-1,41	-1,08	-0,91
FCF/Dette CT	x	-0,88	-0,85	-0,89	-0,47

3. Suite au désengagement partiel de FIPP au S1 20, MHM bénéficiait d'un engagement résiduel d'apport. A fin 2022, cet engagement est supposé échu.

A Savoir

Reports fiscaux déficitaires

En l'état de l'information disponible, nous n'identifions pas de reports fiscaux déficitaires activables pouvant constituer un actif valorisable.

Risques d'exécution

Le dossier étant au stade de *start-up*, les risques généraux sont très élevés avec notamment le financement de la phase de *ramp-up* nécessitant une injection de fonds durable et significative. Le soutien de l'actionnaire de référence (Groupe OTT désormais) est donc indispensable comme décisif. En cas d'échec (profitabilité insuffisante n'autorisant pas une poursuite de l'exploitation dans des conditions de risques acceptables), MHM aura consommé en pures pertes plusieurs dizaines de millions d'euros sur 2022-25.

Nous ne sommes pas en capacité de mesurer le risque d'exécution technique lié à l'équipe IT de MHM. Ce risque est en partie lié aux moyens financiers déployés ou à déployer. A première vue (estimation AV, non validée par MHM), le déploiement de MHM jusque sa *proof of concept* matérielle (approche du point mort opérationnel) pourrait exiger environ €50m d'investissement.

Le concept de *matching* repose sur la création rapide d'un effet de foisonnement entre offre et demande. Une offre insuffisante (hôtels) empêchera le développement de la communauté de *matchers*. Le développement de l'offre devra donc précéder le développement de la demande à défaut de quoi cette dernière ne pourra être satisfaite avec pour corolaire l'épuisement du concept. En cela, MHM devra donc injecter des coûts significatifs avant de lancer sa pleine phase de commercialisation / marketing.

MHM recherchera un développement viral plutôt qu'une phase de publicité grand public. Cette stratégie minimise les risques de *cash burn* à grande échelle avec des budgets grand public de communément €20-50m par campagne. A contrario, l'effet viral est par nature incontrôlable. Il repose essentiellement sur des effets de mode ou d'entraînement dont l'origine ne peut être maîtrisée.

Durabilité de l'avantage compétitif

Un succès ayant nécessité un *cash burn* de €50m n'octroie pas à MHM d'avantage compétitif inexpugnable face à la taille de confrères très puissants. En d'autres termes, les Booking ou Tripadvisor ont les moyens de faire évoluer leur modèle, ou de créer des *spin-offs* selon la même idée que celle développée par MHM tout en utilisant des briques technologiques (équipes IT) ou informationnelles existantes (base de données clients).

L'évolution des modèles de rencontre entre humains (match.com, meetic etc.) ont démontré la faible probabilité de demeurer un acteur indépendant profitable sur ce type de segment. L'idée n'étant par nature pas brevetable, donc pas protégée intellectuellement, le risque de copie à l'international est à envisager (recherche d'une prime au premier entrant local par un concurrent). Pour contrer ce risque sérieux la stratégie généralement utilisée par les *leaders* est un déploiement « mondial » simultané (type Uber) quel que soit le

niveau des pertes occasionnées. Cette stratégie n'est pas à la portée de MHM à un horizon prévisible. Pour cette raison, la valeur de marché maximale de MHM en cas de transaction pourrait être atteinte à la veille d'un déploiement international, une fois validés le fonctionnement et la pertinence du modèle sur la France (2024-26 ?).

A ce stade, compte tenu de la maturité du projet comme des moyens prévisionnels alloués, notre opinion est que MHM a l'opportunité d'ouvrir une niche au niveau national (France) voire dans certains pays d'Europe à large fréquentation (Espagne / Italie) sans pouvoir mettre en place ni défendre un avantage compétitif à l'échelle mondiale à long terme. Cette stratégie nécessiterait l'injection immédiate de €150-200m destinés à absorber les pertes de démarrage sur 5-10 pays concomitamment. Compte tenu de la dimension des sous-marchés adressables, et à court terme, nous n'anticipons pas d'émergence de concurrence spécifique forte au-delà de la possibilité de voir évoluer les modèles des *leaders* à moyen terme.

Répartition du capital

Au 22 Avril 2022 (source AMF), à la suite de l'exercice d'ORA courant 2021 et début 2022, le capital se répartissait entre le groupe OTT (28%), FIPP (Alain DUMENIL, 16%), GLOBALTECH (14%) et M. Bernard GAUTHIER (9%). Le flottant était par déduction de 34%. Au 22 Avril 2022, le nombre résiduel d'ORA en circulation comme le nombre de BSA restant à exercer n'était pas précisément connu. Le capital était composé de 218m d'actions (116m à fin 2020). Le capital *fully diluted* à fin 2023 reste de 578m d'actions contre 83m à fin 2018.

Présentation des comptes et AG 2022

A fin 2021, MHM ne disposait à notre connaissance d'aucune filiale et ne devait publier que des comptes sociaux. Au 08 Juin 2022, les comptes 2021 n'étaient pas disponibles. L'Assemblée Générale statuant sur les comptes 2021 se tiendra avant le 29 Juillet 2022.

Avec l'acquisition de MyAgency en 2022, le groupe publiera sans doute des comptes consolidés à partir de 2022 inclus.

Actionnaires

Nom	% détenu	Dont droits de votes	Dont flottant
OTT Heritage	25,4 %	25,4 %	0,00 %
FIPP	10,0 %	10,0 %	0,00 %
FINAREA CAP PME	9,21 %	9,21 %	0,00 %
Bernard GAUTHIER	6,56 %	6,56 %	0,00 %
MYRR	4,53 %	4,53 %	0,00 %
NISALAVARA	4,05 %	4,05 %	0,00 %
Financiere du Voyage	3,68 %	3,68 %	0,00 %
Xavier URBAIN	3,28 %	3,28 %	0,00 %
KENNIE CAPITAL	2,96 %	2,96 %	0,00 %
MHM Treasury shares	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Flottant			30,3 %

Sustainability

Soutenabilité de l'activité

Par extension le modèle de développement peut être estimé soutenable. En *run rate* l'application consomme peu de ressources incrémentales. MHM a l'opportunité de mettre en avant un tourisme durable en favorisant un tourisme vert par nature (type d'hébergement) ou de proximité (limitation d'émissions carbone).

Reporting MHM

L'activité de MHM étant embryonnaire, la société ne publie pas de rapport environnemental.

Score de durabilité

La durabilité est constituée d'éléments analytiques contribuant au E, au S et au G, qui peuvent être mis en évidence comme précurseurs de la durabilité et peuvent être combinés de manière satisfaisante.

	Score	Poids
Gouvernance		
Taux de membres indépendants du Conseil d'Administration	2/10	25 %
Diversité géographique du Conseil d'Administration	4/10	20 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif	✘	5 %
Environnement		
Emissions CO ²	1/10	25 %
Prélèvement d'eau	2/10	10 %
Social		
Évolution de la dispersion des salaires	0/10	5 %
Satisfaction au travail	0/10	5 %
Communication interne	10/10	5 %
Score de durabilité	2,2/10	100%

Gouvernance & Management

Evolution du profil

L'histoire de MHM (ex-Foncière Paris Nord) a été marquée par la réorientation complète de son objet social historique qui était la détention d'immeubles locatifs. Devenue SPAC (Société Parisienne d'Apports en Capital) en 2021 puis MHM (MyHotelMatch) en 2022 la Société est aujourd'hui exclusivement dédiée au développement de son application de *matching* hôtelier. La Société ne détient plus d'actifs immobiliers. En regard n'existe pas de procédure contentieuse significative, à notre connaissance.

Les entités du groupe OTT ont annoncé le 12 juin 2020 détenir 29.9% du capital de Foncière Paris Nord (FPN). Selon avis AMF du 10 Mai 2021, il détient 19% du capital, puis 28% au 13 Avril 2022. FIPP (famille DUMENIL) détient 16% du capital. Il n'existe d'action de concert ou de pacte d'actionnaire entre aucune des entités ci-dessus excepté entre entités du groupe OTT. Suite à la cession par SPAC de 60,000,000 d'unités d'Obligations Remboursables en Actions à PAMIER SARL (contrôlée par FIPP) en 2020, la famille DUMENIL conserve l'option de monter à environ 35% du capital *fully diluted* (estimations AV, hors exercice de tout BSA) à horizon 2023. La répartition du solde des ORA et BSA en circulation n'étant pas publique (notamment suite à l'exercice de 30m d'unités par GLOBALTECH en 2021), nous ne pouvons déterminer précisément la physionomie du capital *fully diluted* à fin 2023 (dont part OTT).

Evolution de l'actionariat et de la gouvernance

MHM est constituée en Conseil d'Administration. En Juin 2021, ce dernier était composé à 100% par des membres du groupe DUMENIL, actionnaire de référence de FPN avec 15% du capital (au 10 Mai 2021). Le groupe DUMENIL porte sa participation dans SPAC via FIPP et minoritairement via la filiale de cette dernière, PAMIER SARL. Le groupe DUMENIL comporte notamment Acanthe Développement, concentré sur des actifs immobiliers parisiens de haut de gamme. M. DUMENIL est PdG d'Acanthe, Mlle Laurence DUMENIL (sa fille) est également administratrice tout comme la sœur de cette dernière, Mme Valérie GIMOND-DUMENIL. Depuis Avril 2022, la famille DUMENIL (3 sièges sur 8) n'exerce plus de majorité au Conseil d'administration.

La concentration des BSA existants dans les mains de la Société elle-même (avant redistribution substantielle aux actionnaires en 2021) et l'intérêt du groupe OTT pour cette structure ont impulsé l'accueil d'un nouveau projet officialisé en Assemblée Générale Mixte du 8 Avril 2022 : MHM. La gouvernance semble aujourd'hui stabilisée.

Gouvernance renforcée accueillant des spécialistes

La modification substantielle de gouvernance intervenue à la faveur de l'Assemblée Générale du 8 Avril 2022 a permis de renforcer le Conseil d'administration via l'accueil de personnalités aux profils adaptés au projet de la Société. Depuis 2022, le Conseil d'administration accueille M. Bradley TAYLOR (ex-groupe ORCO Property, groupe OTT), manager de haut niveau d'hôtels de luxe (dont anciennement MaMaison – groupe OTT – et Hyatt), M. Yves ABITBOL, fondateur et manager de MyConciergerie (acquis en 2022 par

MHM), Mme Charlotte GAUTHIER (considérée indépendante, entrepreneuse). A la suite de quatre nominations en Avril 2022, le groupe OTT détient à notre sens une influence directe sur quatre postes d'administrateurs sur huit (hors l'administratrice considérée indépendante). Deux des trois mandats de la famille DUMENIL expirent en 2023.

Score de gouvernance

Société (Secteur)

4,8 (6,1)

Independent board

Non

Paramètres	Société	Secteur	Score	Poids
Nombre de membres du Conseil d'Administration	6	11	9/10	5,0 %
Féminisation du Conseil d'Administration (%)	33	39	6/10	5,0 %
Diversité géographique du Conseil d'Administration (%)	83	63	4/10	10,0 %
Age moyen des membres du CA	52	59	9/10	5,0 %
Type de société : Small cap, contrôlée			4/10	10,0 %
Taux de membres indépendants du Conseil d'Administration	16	39	2/10	20,0 %
Une Action, un droit de vote			✓	10,0 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif			✗	0,0 %
Le Chairman n'est pas un ancien membre du comité de direction			✗	5,0 %
Transparence totale des rémunérations du comité de direction			✗	5,0 %
Transparence des seuils à atteindre avant attribution de bonus			✗	5,0 %
Le comité des rémunérations rapporte au Conseil d'Administration			✗	5,0 %
Statuts intelligibles et simples			✓	15,0 %
Score de gouvernance			4,8/10	100,0 %

Management

Nom		Fonction	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Salaire, in k€ (year)	
						Trésorerie	Rémunération en titres
Yves ABITBOL	M	DG	1964	2023		(2023)	(2023)
David STYBR	M	Partner		2022		(2023)	(2023)
Nicolas TOMMASINI	M	Partner	1971	2022		(2023)	(2023)
Jean-François OTT	M	Chairman	1965	2021		(2023)	(2023)
Laurence CHOPARD	F	DAF		2022		(2023)	(2023)
COUILLEC YOANN	M	Responsable des systemes	1988	2022		(2023)	(2023)
Rebecca CHAUSSAT	F	Directeur		2022		(2023)	(2023)
Fabrice MARTIN-ASTRE	M	Executive Officer		2022		(2023)	(2023)

Conseil d'administration

Nom		Indep.	Fonction	Fin du mandat actuel	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Jetons de présence, en k€ (année)	
									Valeur des titres, en k€ (année)
Jean-François OTT	M		✗ Président	2026	1965	2021		(2023)	(2023)
Yves ABITBOL	M		✗ Membre	2026	1964	2022		(2024)	(2024)
Auriane DE CASTELNAU	F		✓ Membre	2029	1992	2023		(2024)	(2024)
Alain DUMENIL	M		✗ Membre	2026	1949	2012		(2023)	(2023)
Charlotte GAUTHIER	F		✗ Membre	2028	1994	2022		(2023)	(2023)
Brad TAYLOR	M		✗ Membre	2024	1973	2022		(2023)	(2023)

Environnement

Impact direct

En tant que métier de services à fort contenu technique et technologique (informatique, algorithmes, data management), l'impact sur l'environnement scope 1 & scope 2 est réduit au fonctionnement de l'application : énergie (électricité essentiellement) et stockage des données (datacenter). Nous ne considérons pas que les coûts environnementaux associés à l'hôtellerie font partie des scopes 1&2 de MHM. En tant que simple intermédiaire entre le consommateur et l'hôtelier, la responsabilité du scope 3 revient aux deux premiers.

Impact indirect

Les modèles d'optimisation de fréquentation des infrastructures contribuent à limiter le développement d'actifs sous-utilisés (types lits froids) ou sous-performants. Ils sont donc par nature considérés comme avoir un impact positif sur l'environnement. Néanmoins, cet effet ne peut être quantifié.

Via la création de « sous-communautés », MHM a l'opportunité de mettre en avant et promouvoir les modèles d'hébergement à faible impact environnemental.

Reporting environnemental MHM

L'activité de MHM étant embryonnaire, la société ne publie pas de rapport environnemental. Elle ne publie pas de prévisions d'émissions de toutes natures. Les productions de déchets et la consommation d'eau en scopes 1 & 2 peuvent néanmoins être anticipées comme marginales même en phase de maturité du Projet.

Score d'Environnement

Ensembles de données évalués en tant que tendances sur un calendrier glissant, en fonction du secteur

Paramètres	Score	Secteur	Poids
Emissions CO ²	1/10	4/10	30 %
Prélèvement d'eau	2/10	4/10	30 %
Energie	1/10	4/10	25 %
Déchets	2/10	3/10	15 %
Score d'Environnement	1,5		100%


Société (Secteur)
















1,5 (3,9)

Paramètres environnementaux

	Société					Secteur
	2021	2022	2023	2024	2025	
Énergie (GJ) par million d'euros de capital employé	n/a	n/a	n/a			305
Tonnes de déchets générés par million d'euros de capitaux employés	n/a	n/a	n/a	1,3	1,5	4,1
Mètre cube d'eau prélevée par million d'euros de capitaux employés	n/a	n/a	n/a			671

Données sectorielles

Société	Pays	Score d'Environnement	Energie (totale, GJ)	Emissions CO ₂ (tonnes)	Prélèvement d'eau (m ³)	Déchets (total, tonnes)
Entain		8/10	418 369	31 318	n/a	4 123

MyHotelMatch		1/10	n/a		n/a	n/a
La Française des Jeux		9/10	75 814	1 494	14 965	
AccorHotels		2/10	49 363 200	3 643 000	105 000 000	200 000
Compass		6/10	2 831 762	196 996		
OPAP		10/10	35 921	3 352	67 591	1 219
Sodexo		8/10	1 856 772	111 411	3 046 600	
TUI Group		1/10	81 337 550	5 953 187		
Intercontinental Hotels Group		2/10	51 426 324	2 662 434	123 587 331	829 424
Whitbread		8/10	2 571 942	152 965	5 659 000	n/a
Mitchells & Butlers		5/10	2 650 909	151 237		
Minor Hotels Europe & Americas		8/10	1 965 924	83 953	3 783 672	20 550
Flutter Entertainment		6/10	178 942	18 342	n/a	n/a
Melia Hotels International		8/10	1 623 368	139 509	8 578 000	19 863
J D Wetherspoon		5/10	1 361 644	93 788		52 781
Elior		8/10	433 786	54 000	260 723	

Social

Equipe

MHM a construit une équipe restreinte en « format commando » afin d'achever le développement de la plateforme et en préparer le lancement. Suite à l'acquisition de MyAgency, le nombre des salariés directs du groupe devrait être de l'ordre de 30-33. Avec le lancement de l'application, nous anticipons une montée en puissance du nombre des salariés (backoffice, modération, maintenance IT, paiement) jusque environ 50-60 personnes à horizon d'atteinte du point mort. Ce chiffre ne tient pas compte des possibilités d'utilisation de personnel via prestataires externes en sous-traitance (SSII) ni d'un déploiement à l'international.

Reporting social MHM

L'activité de MHM étant embryonnaire, la société ne publie pas de rapport social. Les politiques de rémunération ne sont pas connues à ce jour, ni leur structure (interne / externe à MHM). A notre connaissance, il n'existait pas à fin 2021 de conventions réglementées particulières appelées à se poursuivre en 2023.

Social score

Société (Secteur)

3,1 (6,3)

Paramètres Quantitatifs (67 %)

Ensemble de mesures numériques liées au personnel, disponibles dans le modèle propriétaire AlphaValue, visant à établir un classement sur les questions sociales et de ressources humaines.

Paramètres	Score	Poids
Evolution du personnel total	5/10	20 %
Evolution du salaire moyen	1/10	35 %
Part de la valeur ajoutée absorbée par les frais de personnel	1/10	25 %
Part de la valeur ajoutée absorbée par les impôts	1/10	20 %
Évolution de la dispersion des salaires	0/10	0 %
Bonus Effectif et Retraites (0 ou 1)	0	
Quantitative score	1,8/10	100%

Paramètres Qualitatifs (33 %)

Ensemble de critères qualitatifs, à cocher par l'analyste

Paramètres	Score	Poids
Accidents du travail	10/10	25 %
Developpement des ressources humaines	6/10	35 %
Paye	0/10	20 %
Satisfaction au travail	0/10	10 %
Communication interne	10/10	10 %
Score Qualitatif	5,6/10	100%

Les analystes d'AlphaValue cochent des cases sur les composantes essentielles de la vie sociale et des ressources humaines de l'entreprise.

La décision de cocher Oui ou Non est en grande partie une évaluation qui combine la communication de l'entreprise sur la question pertinente et le meilleur jugement de l'analyste à partir de son expérience.

Score Qualitatif

Paramètres	Oui  / Non 	Poids
Accidents du travail		25 %
Des objectifs ont-ils été fixés sur tous les sites du groupe?		10,0 %
Les accidents du travail sont-ils en diminution?		15,0 %
Developpement des ressources humaines		35 %
Les compétences nécessaires pour atteindre les objectif du groupe sont-elles identifiées		3,5 %
Existe-t-il un plan de recrutement à moyen terme (2 à 5 ans)		3,5 %
Existe-t-il une stratégie de formation pour atteindre les objectifs fixés par la société?		3,5 %
Les salariés sont-ils formés aux objectifs de demain?		3,5 %
Tous les salariés ont-ils accès à la formation?		3,5 %
Le groupe n'a pas fait de plan social ou tout autre forme licenciement économique sur l'année?		3,5 %
Les talents sont-ils restés?		3,5 %
Les managers ont-ils des objectifs de management?		3,5 %
Si oui, les résultats sont-ils pris en compte pour la réévaluation salariale?		3,5 %
La mobilité interne entre les différentes unités du groupe est-elle encouragée?		3,5 %
Paye		20 %
Existe-t-il un comité de rémunération ?		6,0 %
La rémunération variable prend-t-elle en compte la performance du groupe et celle du salarié?		14,0 %
Satisfaction au travail		10 %
Existe-t-il une mesure de la satisfaction des salariés?		3,3 %
Chacun peut-il y participer?		3,4 %
Y a-t-il un plan d'action pour améliorer le moral des salariés?		3,3 %
Communication interne		10 %
La stratégie et les objectifs du groupe sont-ils disponibles pour tous les salariés?		10,0 %
Score Qualitatif	5,6/10	100.0%

Effectifs et retraites

Equipe

En 2022, le groupe OTT a constitué une équipe expérimentée IT, financière, commerciale, assumant le développement prévisionnel de MHM dont l'achèvement de sa plateforme. Cette équipe s'ajoute aux 30 salariés repris de l'activité du groupe MyAgency (acquis en Juin 2022). A fin Juin 2022, l'effectif salarié complet n'est pas connu.

Main d'oeuvre internalisée vs. externalisée

MHM n'exclut pas d'achever de développer la plateforme en interne comme en externe. Le recours à des prestataires extérieurs (SSII) reste une option bien que le groupe choisisse d'internaliser l'essentiel du solde du développement de l'outil.

Reporting social MHM

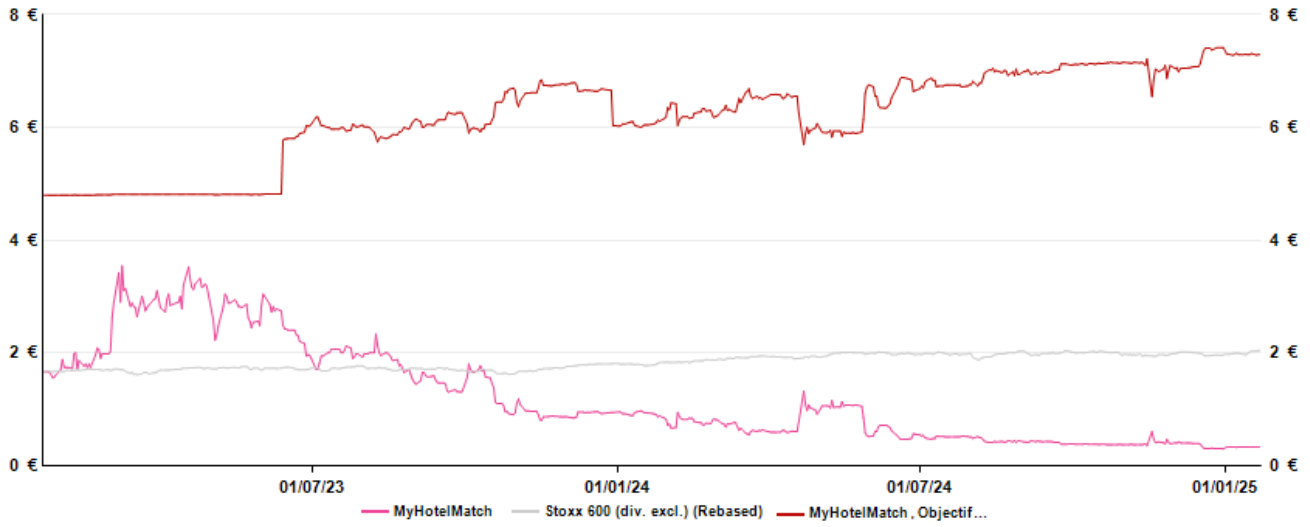
L'activité de MHM étant embryonnaire, la société ne publie pas de rapport social. L'activité de MHM consiste en des services purs. Il n'existe pas de plan de recrutement qui soit public.

Rémunérations

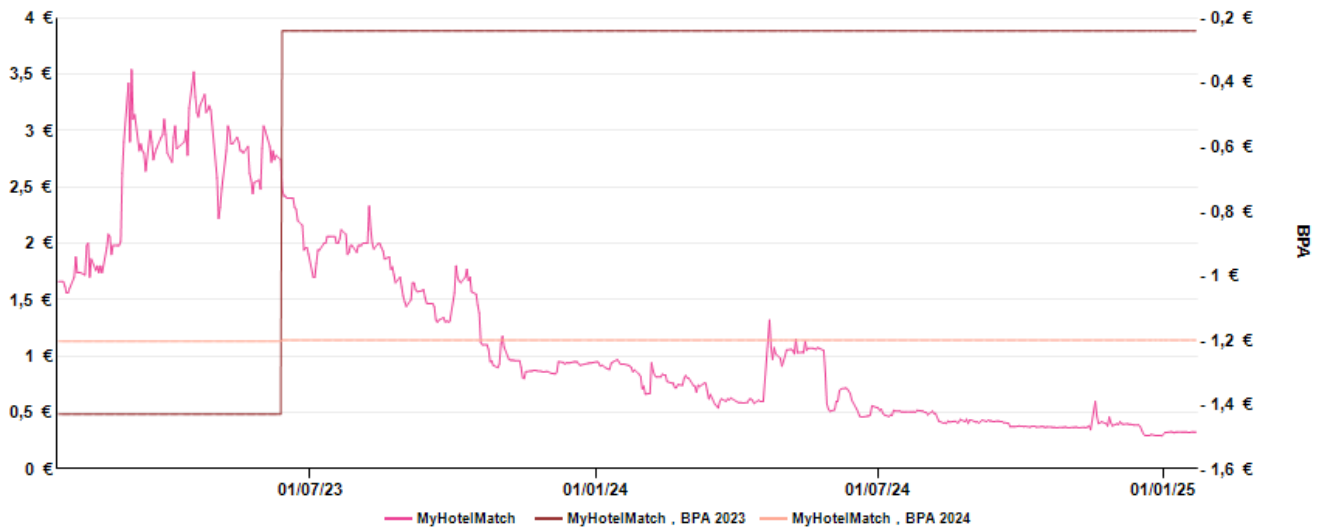
M. OTT ayant été nommé CEO récemment, la future politique de rémunération n'est pas connue. Les administrateurs ne perçoivent pas de jeton de présence à notre connaissance. A ce stade, nous n'avons pas connaissance de conventions réglementées pouvant exister entre le groupe OTT et MHM, relatives éventuellement à la refacturation des charges afférentes au personnel (équipe IT / finances de MHM) dont le temps pourrait être partagé au sein du groupe OTT.

Pour rappel, la Société n'ayant plus d'activité opérationnelle en 2020-21, son effectif était constitué d'une seule personne à fin 2020. Son P-DG était rémunéré €36,000 par an (hors charges, RA 2020). Les administrateurs ne percevaient pas de jeton de présence.

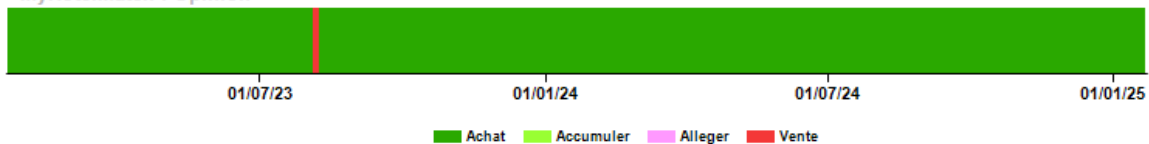
Cours & Objectif de cours



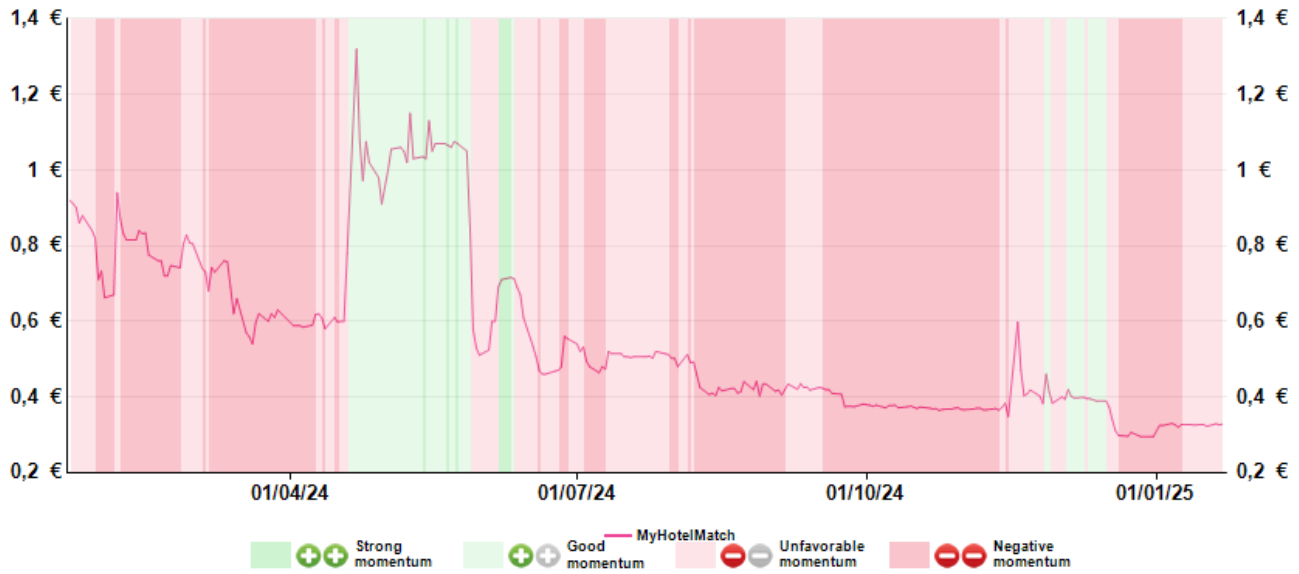
Bénéfices par action et Opinion



MyHotelMatch : Opinion



Momentum





L'analyse par le momentum consiste à évaluer la tendance boursière sur un instrument financier, à partir de l'analyse des flux d'échanges sur cet instrument. Les principaux indicateurs utilisés dans notre outil de momentum sont les moyennes mobiles simples sur 3 échelles de temps : le court terme (20 jours de bourse), le moyen terme (50j) et le long terme (150j).


Le positionnement de ces moyennes mobiles les unes par rapport aux autres nous indique l'orientation des flux sur ces 3 échelles de temps. Par exemple si les moyennes mobile courtes et intermédiaires sont au dessus de la moyenne longue cela détermine une orientation haussière à confirmer.


Nous prenons également en compte la position du dernier cours de bourse par rapport aux trois moyennes mobiles (indicateur avancé) ainsi que la dynamique de ces 3 moyennes -baissière, neutre, haussière- qui est plutôt un indicateur retardé.

Les indications directionnelles données par les flux au travers des moyennes mobiles et les cours doivent être confirmées par les volumes pour valider le signal. Nous utilisons pour cela un calcul de hausse moyenne des volumes sur 10 semaines complété par un calcul relatif sur les volumes à la hausses et les volumes à la baisse pour valider nos analyses

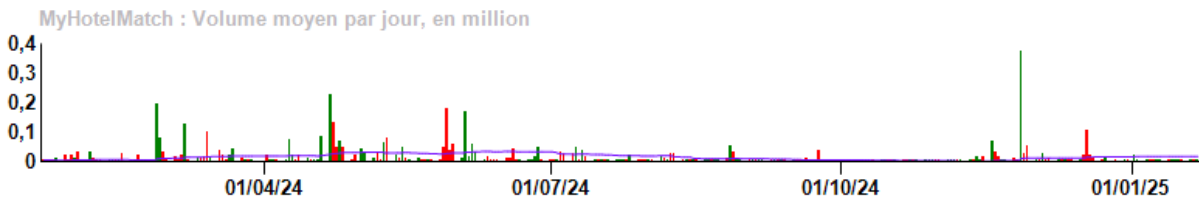
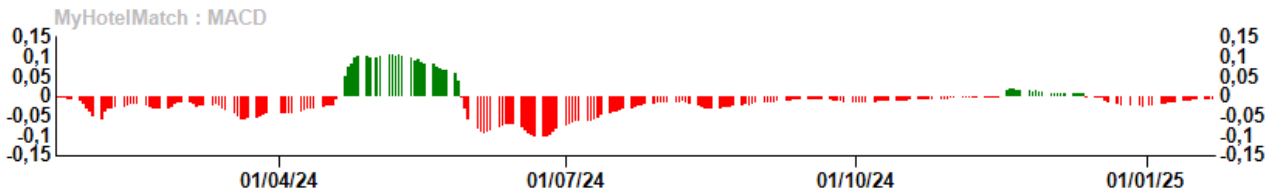
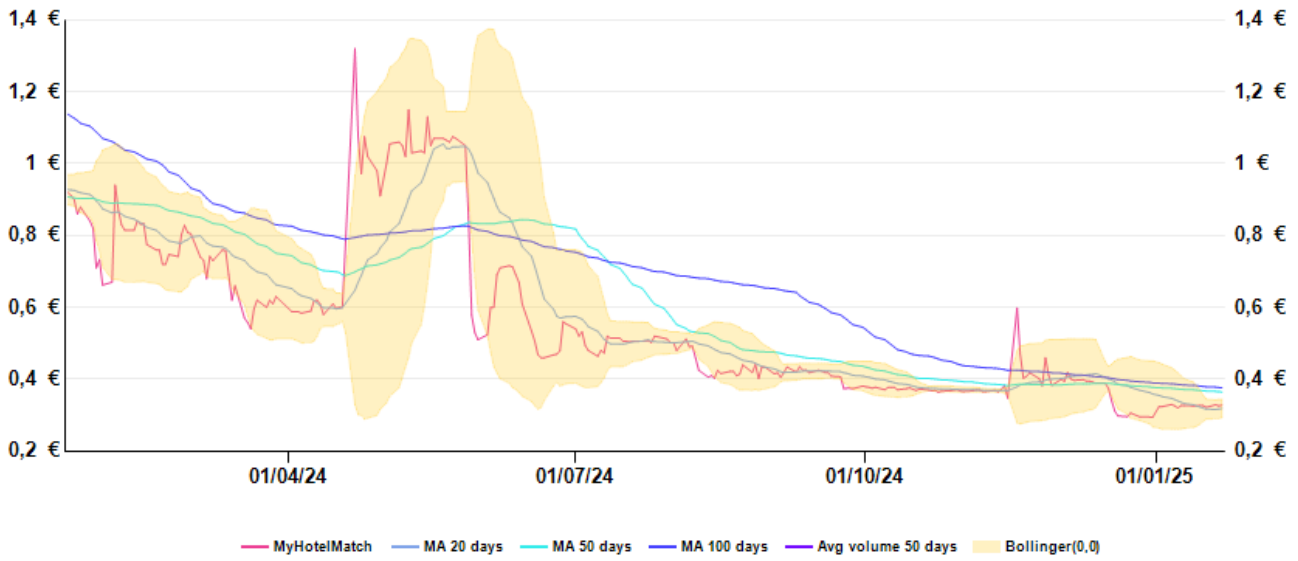
 : Momentum fortement positif correspondant a une tendance haussière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

 : Momentum plutôt positif correspondant à une orientation globalement haussière des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-achat ou par l'absence de volumes.

 : Momentum plutôt négatif correspondant à une orientation neutre ou baissière des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-vente ou par l'absence de volumes.

 : Momentum fortement négatif correspondant à une tendance baissière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

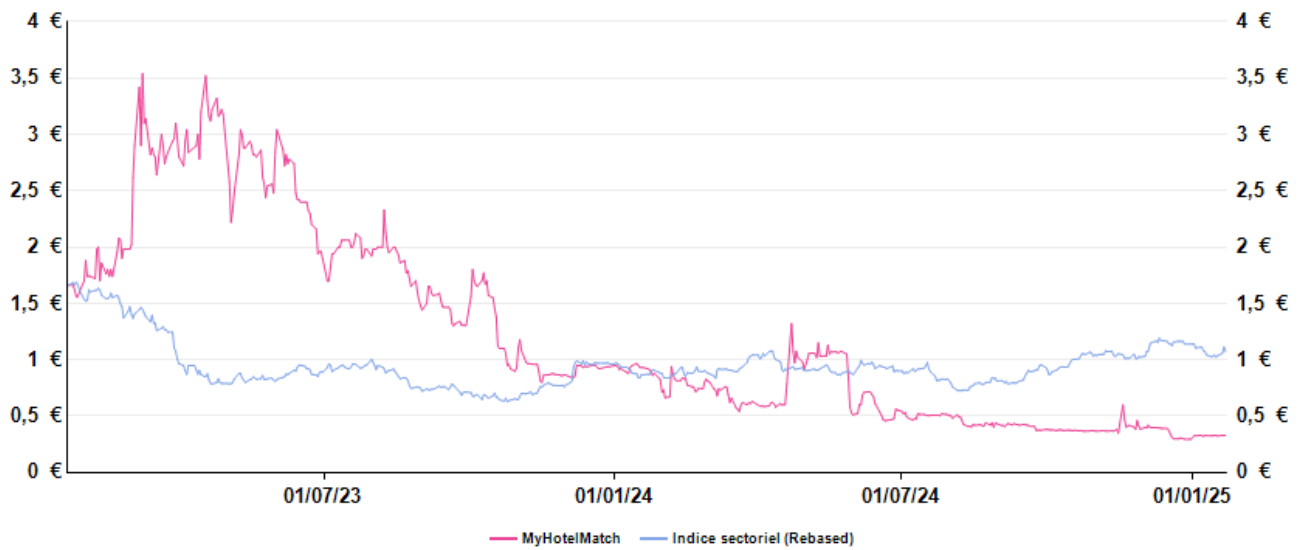
Moyenne mobile MACD & Volume



Euro sensibilité



Secteur Hôtels, Restaurants, Loisirs



Données financières

Clefs de valorisation		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
PER ajusté	x	-19,8	-7,98	-0,50	-0,45
PER publié	x	-10,4	-4,69	-0,50	-0,45
VE/EBITDA(R)	x	-16,5	-7,88	-1,92	-3,74
EV/EBIT	x	-16,5	-7,88	-1,92	-3,74
EV/Sales	x	1,21	1,17	0,92	0,93
P/ANC	x	-204	-1,34	-0,56	-0,17
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Rendement du cash flow disponible</i>	%	-21,6	-76,0	-229	-272
Cours moyen	€	2,41	1,93	0,60	0,33

Compte d'exploitation consolidé

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Chiffre d'affaires	k€	7 753	13 800	15 780	19 569
<i>Croissance du CA</i>	%	ns	78,0	14,3	24,0
<i>CA par employé</i>	k€	235	383	395	466
Achats et coûts externes (incl. IT)	k€	-8 320	-15 848	-23 378	-24 429
Coûts de personnel	k€	-1 207	-1 500	-1 523	-1 545
Loyers de location opérationnelle	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Coût des ventes (indicatif)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
EBITDA	k€	-567	-2 048	-7 598	-4 860
EBITDA(R)	k€	-567	-2 048	-7 598	-4 860
<i>Marge d'EBITDA(R)</i>	%	-7,31	-14,8	-48,1	-24,8
<i>EBITDA(R) par employé</i>	k€	-17,2	-56,9	-190	-116
Dotations aux amortissements	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dotations aux amortissements/CA</i>	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Dépréciations	k€	0,00 ⁽⁴⁾	0,00 ⁽⁴⁾	0,00 ⁽⁴⁾	0,00 ⁽⁵⁾
Résultat opérationnel courant	k€	-567	-2 048	-7 598	-4 860
<i>Marge opérationnelle courante</i>	%	-7,31	-14,8	-48,1	-24,8
Autres revenus/dépenses (cash)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres rev./dép. (non cash; incl. réévaluat° d'actifs)	k€	-90,0	-1,00	-1,00	-1,00
Valeur actuelle des instruments d'exploitation	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat des JV	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendes versés par les JV</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Cash flow provenant des JV</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Dépréciation des survaleurs	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat d'exploitation (EBIT)	k€	-657	-2 049	-7 599	-4 861
Charges financières	k€	-12,0	-0,01 ⁽⁶⁾	-0,01	-0,01
<i>dont effectivement décaissé</i>	k€	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
Produits financiers	k€	297	0,00	0,00	0,00
Autres produits (charges) financiers	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat financier net	k€	285	-0,01	-0,01	-0,01
<i>dont services des engagements de retraites</i>	k€		0,00	0,00	0,00
Profits avant impôts et exceptionnels	k€	-372	-2 049	-7 599	-4 861
Eléments exceptionnels et autres (avant impôts)	k€	-143	800 ⁽⁷⁾	800 ⁽⁷⁾	800 ⁽⁷⁾
<i>dont composante cash</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôt courant	k€	-55,0	0,00	0,00	0,00
Déficits fiscaux reportables	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôts différés	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôts sur les sociétés	k€	-55,0	0,00	0,00	0,00
<i>Taux d'imposition</i>	%	-14,8	0,00	0,00	0,00
<i>Marge nette</i>	%	-5,51	-14,8	-48,2	-24,8
Mises en équivalence	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendes reçus des mises en équivalences</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Intérêts minoritaires	k€	-135	-150	-150	-150
<i>dividendes versés aux minoritaires</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat des activités destinées à être cédées	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat net pdg	k€	-705	-1 399	-6 949	-4 211
Dépréciation des survaleurs	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres ajustements	k€	0,00 ⁽⁸⁾	0,00 ⁽⁸⁾	0,00 ⁽⁸⁾	0,00 ⁽⁹⁾
Résultat net ajusté, pdg	k€	-705	-1 399	-6 949	-4 211
Economie d'intérêts	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat corrigé et dilué	k€	-705	-1 399	-6 949	-4 211
NOPAT	k€	-493	-1 537	-5 699	-3 646

4. Montants non cash soit réévaluations de l'actif à sa valeur de marché à partir de la 1ère année de prévision. FPN comptabilise l'actif en valeur historique amortie jusque 2019. A partir de la 1ère année de prévision nous adoptons une valorisation mark to market conforme aux standards de présentation EPRA adopté par l'essentiel des foncières couvertes par AlphaValue.

5. Montants non cash soit réévaluations de l'actif à sa valeur de marché à partir de la 1ère année de prévision. FPN comptabilise l'actif en valeur historique amortie jusque 2019. A partir de la 1ère année de prévision nous adoptons une valorisation mark to market conforme aux standards de présentation EPRA adopté par l'essentiel des foncières couvertes par AlphaValue. Le flux 2025 intègre la marge de promotion potentielle dans le cas où FPN effectue elle-même le redéveloppement du site.

6. FPN paiera en 2023 (intégrés en ligne bilan / ORA) les frais financiers capitalisés liés aux ORA, soit un maximum d'environ €0.4m.

7. Crédit Impôt Recherche

8. Pour parvenir à un résultat cash nous retraitions les éléments non-cash du compte de résultat (réévaluations et optimisation du bilan).

9. Pour parvenir à un résultat cash nous retraitions les éléments non-cash du compte de résultat (réévaluations et optimisation du bilan). La livraison de l'actif étant supposée au delà de 2025, la marge de promotion prévisionnelle est donc considérée non-cash.

Tableau de financement

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
EBITDA	k€	-567	-2 048	-7 598	-4 860
Variation du BFR	k€	-1 250 ⁽¹⁰⁾	-2 637	0,00	0,00
<i>dont (augm.)/dimin. des créances clients</i>	k€	-3 469	0,00	0,00	0,00
<i>dont (augm.)/dimin. des stocks</i>	k€		0,00	0,00	0,00
<i>dont augm./dimin. des dettes fournisseurs</i>	k€	2 219	-2 637	0,00	0,00
<i>dont augm./dimin. autres dettes</i>	k€		0,00	0,00	0,00
Dividendes reçus des mises en équivalence	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	k€	-55,0	0,00	0,00	0,00
Eléments exceptionnels	k€	588	0,00	0,00	0,00
Autres cash flows d'exploitation	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash flows d'exploitation total	k€	-1 284	-4 685	-7 598	-4 860
Investissements matériels	k€	-588	-300	-300	-300
<i>Investissements / dotations aux amortissements</i>	%	58 800 000	30 000 100	30 000 100	30 000 100
Acquisitions de titres	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres flux d'investissement	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Flux d'investissement net	k€	-588	-300	-300	-300
Charges financières nettes	k€	285	-0,01	-0,01	-0,01
<i>dont compasante cash</i>	k€	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
Dividendes (maison mère)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendes payés aux minoritaires	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	k€	4 496	778 ⁽¹¹⁾	5 569	0,00
<i>dont (achat)/vente d'actions d'autocontrôle</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
(Aug.)/réduction de la dette nette	k€	-499	2 746	3 000	2 000
Autres flux financiers	k€	0,00	-3 206 ⁽¹²⁾	948	150
Flux financiers totaux	k€	3 997	317	9 517	2 150
Variations de périmètre	k€	0,00	0,00 ⁽¹³⁾	0,00 ⁽¹³⁾	0,00 ⁽¹³⁾
Variation de la trésorerie	k€	2 125	-4 668	1 619	-3 010
Variation de la dette nette	k€	2 624	-7 413	-1 381	-5 010
Cash flow disponible (avant div)	k€	-1 587	-4 985	-7 898	-5 160
Cash flow opérationnel	k€	-1 872	-4 685	-7 598	-4 860
<i>Taux de réinvestissement (invest./Immo. corporelles)</i>	%	382	196	197	199

10. FPN étant sans activité à partir de 2020, nous normalisons progressivement le BFR vers la neutralité.

11. Effet de la conversion des ORA et des BSA résiduels, nets de la neutralisation presque complète de ces derniers au S1 20 (source: Ott Partners).

12. Coût cash estimé des frais financiers capitalisé sur l'ORA. Estimation AV.

13. Convertible bonds, non cash

Bilan		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
R&D immobilisée	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Survaleurs	k€	1 518	1 818	2 118	2 418
Autres immobilisations incorporelles	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Total actif incorporel	k€	1 518	1 818	2 118	2 418
Immobilisations corporelles	k€	154 ⁽¹⁴⁾	153 ⁽¹⁵⁾	152 ⁽¹⁴⁾	151 ⁽¹⁶⁾
Droits de tirage	k€	1,00	1,00	1,00	1,00
Immobilisations financières (invest. LT dans des sociétés)	k€	124	124	124	124
Instruments dérivés liés aux op couverture (part LT)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres immo. financières (optique de placement)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>dont disponible à la vente</i>	<i>k€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
BFR	k€	-52,0	2 585	2 585	2 585
<i>dont clients (+)</i>	<i>k€</i>	<i>2 585</i>	<i>2 585</i>	<i>2 585</i>	<i>2 585</i>
<i>dont stocks (+)</i>	<i>k€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
<i>dont fournisseurs (+)</i>	<i>k€</i>	<i>2 637</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
<i>dont engagements courants (+)</i>	<i>k€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
Autres actifs courants	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>dont actifs d'impôts</i>	<i>k€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
Actif total (net des engagements CT)	k€	1 745	4 681	4 980	5 279
Capitaux propres part du groupe	k€	-36,0	-4 892	-6 125	-10 986
Quasi-fonds propres et actions de préférence	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Intérêts minoritaires	k€	227	377	527	677
Provisions pour retraite	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres provisions pour risques et charges	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Charges d'IS	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres charges	k€	-229	0,00	0,00	0,00
Endettement net / (trésorerie)	k€	1 783	9 196	10 578	15 588
Passifs totaux	k€	1 745	4 681	4 980	5 279
Gross Cash	k€	1 350	-3 318	-1 699	-4 709
Endettement net moyen / (trésorerie)	k€	2 708	5 490	9 887	13 083
Endettement net ajusté	k€	1 783	9 196	10 578	15 588

14. Valeur de bilan réévaluée à sa valeur de marché (estimation AV) soit un changement de méthode comptable vs. celle initiale du coût historique d'acquisition amorti. Flux sans impact sur la dette ou la trésorerie.

15. Valeur de bilan réévaluée à sa valeur de marché (estimation AV) soit un changement de méthode comptable vs. celle initiale du coût historique d'acquisition amorti. Flux sans impact sur la dette ou la trésorerie, mais touchant favorablement les fonds propres comptables.

16. Valeur de bilan réévaluée à sa valeur de marché (estimation AV) soit un changement de méthode comptable vs. celle initiale du coût historique d'acquisition amorti. Flux sans impact sur la dette ou la trésorerie, mais touchant favorablement les fonds propres comptables. Nous intégrons ici la marge de promotion potentielle.

Valeur d'entreprise		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
VE/EBITDA(R)	x	-16,5	-7,88	-1,92	-3,74
VE/EBIT	x	-16,5	-7,88	-1,92	-3,74
VE/CA	x	1,21	1,17	0,92	0,93
EV/Capital investi	x	5,36	3,45	2,92	3,44
Capitalisation boursière	k€	7 346	6 560	3 451	1 899
+ Provisions (incluant les retraites)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Pertes/(gains) actuariels non reconnus	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	k€	1 782	9 195	10 577	15 587
+ Droits d'utilisation (depuis 2019) / Dette implicite aux immo. en ...	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
- Immobilisations financières (juste valeur) et autres	k€				
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	k€	227	377	527	677
= Valeur d'entreprise	k€	9 355	16 132	14 555	18 163

Données par action

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	€	-0,12	-0,24	-1,20	-0,73
<i>Croissance des BPA</i>	%	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>
BPA publié	€	-0,23	-0,41	-1,20	-0,73
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
Dont paiement exceptionnel	€	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash flow libre par action	€	-0,27	-0,86	-1,36	-0,89
Cash flow opérationnel par action	€	-0,77	-1,45	-1,65	-0,84
Actif net comptable par action	€	-0,01	-1,44	-1,06	-1,90
Actif net réévalué par action	€	0,04	0,04	0,04	0,05
Nombre d'actions ordinaires	Th	3 050	3 402⁽¹⁷⁾	5 789	5 789
Equivalent nombre d'actions ordinaires (fin d'année)	Th	3 050	3 402	5 789	5 789
Nombre d'actions pour Capi.	Th	3 050 ⁽¹⁸⁾	3 402 ⁽¹⁷⁾	5 789	5 789
Autocontrôle (fin d'année)	Th				
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)	Th	3 050	3 402	5 789	5 789
Nombre d'actions ordinaires moyen	Th	2 437	3 226	4 595	5 789
Conversion d'instruments de dette en actions	Th	200	160 ⁽¹⁹⁾	0,00	0,00
Règlement de stock-options exerçables	Th				
Règlement probable de stock-options non exerçables	Th				
Autres engagements d'émettre des titres	Th	2 539 ⁽²⁰⁾	2 228 ⁽²¹⁾	0,00	0,00
Dilution (moyenne)	Th	3 352	2 563	1 194	0,00
Nombre d'actions dilué (moyen)	Th	5 789	5 789	5 789	5 789
Survaleur par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
BNA après amort. des survaleurs (dilué)	€	-0,12	-0,24	-1,20	-0,73
BNA avant amort. des survaleurs (non dilué)	€	-0,29	-0,43	-1,51	-0,73
Dividende préférentiel	€	0,00	0,00	0,00	0,00
Taux de distribution	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Ratio de "pay out" (div. + rachat / résultat)	%	0,00	0,00	0,00	0,00

17. La conversion totale des ORA et BSA 2014 en circulation porte le nombre d'actions à leur nombre dilué maximal. Hors émission 2020-23 de nouveaux instruments dilutifs.

18. Shares market cap, 218m shares, AMF, 20 April 2022

19. La totalité des ORA et BSA en circulation est supposée convertie / exercée avant le 31 Décembre 2023 (maturité). La dilution est donc complète, hors dilution à provenir (2020-23) de l'émission d'autres instruments dilutifs ou conversion de dettes en capital.

20. Selon Ott Partners, BSA résiduels en circulation à l'issue de l'opération de rachat des BSA par FPN au S1 20.

21. Suite à l'opération de neutralisation des BSA du S1 20 par FPN elle-même, les derniers BSA en circulation sont supposés exercés en totalité avant le 31 Décembre 2023.

Financement et liquidité

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
EBITDA	k€	-567	-2 048	-7 598	-4 860
Cash flow des opérations	k€	-34,0	-2 048	-7 598	-4 860
Fonds propres	k€	-36,0	-4 892	-6 125	-10 986
Dette brute	k€	3 133	5 879	8 879	10 879
dont échéance moins d'un an	k€	2 136	5 879 ⁽²²⁾	8 879	10 879
dont échéance entre 1 et 5 ans	k€	997	0,00	0,00	0,00
dont échéance moins de 2 ans	k€	997	0,00	0,00	0,00
dont échéance moins de 3 ans	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
dont échéance moins de 4 ans	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
dont échéance moins de 5 ans	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
dont échéance à plus de 5 ans	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Trésorerie brute	k€	1 350	-3 318	-1 699	-4 709
= Dette nette / (trésorerie)	k€	1 783	9 196	10 578	15 588
Emprunts bancaires	k€	879	879	879	879
Obligations émises	k€	997 ⁽²³⁾	0,00	0,00	0,00
Leasing	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Emprunts hypothécaires	k€	0,00 ⁽²⁴⁾	0,00 ⁽²⁴⁾	0,00 ⁽²⁴⁾	0,00 ⁽²⁴⁾
Autres financements	k€	1 257	5 000	8 000	10 000
dont papier court terme	k€	0,00	0,00	0,00	0,00

Autorisations de découvert non tirées	k€	0,00 ⁽³⁾	0,00 ⁽³⁾	0,00	0,00
---------------------------------------	----	---------------------	---------------------	------	------

Ratio d'endettement	%				
Fonds propres/Actif total (%)	%	-2,06	-105	-123	-208
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	-3,14	-4,49	-1,39	-3,21
Dette brute ajustée/EBITDA(R)	x	-5,53	-2,87	-1,17	-2,24
Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds propres)	%	101	596	322	-10 139
Ebit cover	x	1,99	-204 800	-759 792	-486 017
CF des opérations/dette brute	%	-1,09	-34,8	-85,6	-44,7
CF des opérations/dette nette	%	-1,91	-22,3	-71,8	-31,2
FCF/Dette brute ajustée	%	-50,6	-84,8	-89,0	-47,4
(Trésor. brute + FCF + Découverts)/Dette CT	x	-0,11	-1,41	-1,08	-0,91
FCF/Dette CT	x	-0,88	-0,85	-0,89	-0,47

Analyse du ROE par la méthode de Dupont

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Charge d'IS (Net/Pretax pre-except.)	x	1,90	0,68	0,91	0,87
Marge opérationnelle (EBIT/CA)	%	-8,47	-14,8	-48,2	-24,8
Rotation des actifs(CA/actifs moyens)	%	839	430	327	381
Levier (Actifs moyens/Fonds propres moyens)	x	-0,52	-1,30	-0,88	-0,60
Rendement des fonds propres (ROE)	%	39,6	56,8	126	49,2
ROA	%	-40,6	-45,0	-157	-94,3

Réconciliation des capitaux propres

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Fonds propres année N-1	k€	-3 528	-35,7	-4 892	-6 125
+ Profits nets de l'année	k€	-705	-1 399	-6 949	-4 211
- Dividendes (maison mère)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Augmentation de capital	k€	4 496	778	5 569	0,00
dont diminution (augmentation) de l'autocontrôle	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
- Gains (pertes) actuariels non reconnus	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Autres éléments de résultat ("comprehensive")	k€	-299	-4 236	148	-650
= Fonds propres fin d'année	k€	-35,7	-4 892	-6 125	-10 986

22. ORA (obligation convertible) maturité 2023. Supposée entièrement convertie avant le 31 Décembre 2023.

23. ORA (obligation convertible)

24. Intègre les comptes courants d'actionnaires, bien qu'adossés à aucune garantie réelle (rapport semestriel 2019). Les actionnaires sont supposés injecter de la trésorerie dans la Société afin d'assurer la continuité d'exploitation.

3. Suite au désengagement partiel de FIPP au S1 20, MHM bénéficiait d'un engagement résiduel d'apport. A fin 2022, cet engagement est supposé échu.

Personnel		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Chiffre d'affaires par employé	k€	235	383	395	466
Coûts de personnel unitaire	k€	-36,6	-41,7	-38,1	-36,8
<i>Variation des coûts de personnel</i>	%	7 444	24,3	1,50	1,50
<i>Variation des coût de personnel unitaire</i>	%	136	13,9	-8,65	-3,33
<i>Coûts de pers./(Ebitda+Coûts de pers.)</i>	%	189	-274	-25,1	-46,6

Nombre d'employés moyen		utp	33,0	36,0	40,0	42,0
Europe	utp	33,0	36,0	40,0	42,0	
Amérique du Nord	utp	0,00	0,00	0,00	0,00	
Amérique du Sud	utp	0,00	0,00	0,00	0,00	
Asie	utp	0,00	0,00	0,00	0,00	
Autres pays clés	utp	0,00	0,00	0,00	0,00	
Coûts totaux de personnel	k€	-1 207	-1 500	-1 523	-1 545	
Salaires	k€	-1 207	-1 500	-1 523	-1 545	
Coûts relatifs aux retraites	k€	0,00	0,00	0,00	0,00	

Chiffre d'affaires par division		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Chiffre d'affaires	k€	7 753	13 800	15 780	19 569
Rents	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Property development	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Conciergerie Business	k€	7 753	13 800	14 352	14 926
Matching Internet Platform	k€	0,00	0,00	1 428	4 643
Other	k€	0,00	0,00	0,00	0,00

Résultat par division		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
EBIT Analysis					
Rents	k€				
Property development	k€				
Conciergerie Business	k€	463	552	574	597
Matching Internet Platform	k€	-1 000	-2 601	-8 173	-5 458
Other/cancellations	k€	-657			
Total	k€	-1 194	-2 049	-7 599	-4 861
EBIT margin	%	-15,4	-14,8	-48,2	-24,8

Géographie du chiffre d'affaires		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
France	%	100	100		
Other	%	0,00	0,00		

ROCE		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Rendement des capitaux investis	%	-28,3	-32,8	-114	-69,1
CFROIC	%	-91,0	-107	-159	-97,8
Survaleur	k€	1 518	1 818	2 118	2 418
<i>Dépréciation cumulée des survaleurs</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dépréciation cumulée des immo. incorporelles</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Couvertures à LT	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
R&D mmobilisée	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Droits d'utilisation / Valeur actuelle des engagements de leasing	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres actifs immobilisés	k€	154	153	152	151
<i>Amortissements cumulés</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
BFR	k€	-52,0	2 585	2 585	2 585
Autres actifs	k€	124	124	124	124
Pertes/(gains) actuariels non reconnus	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Capitaux employés après amortissement (Capitaux investis)	k€	1 744	4 680	4 979	5 278
Capitaux employés avant amortissement	k€	1 744	4 680	4 979	5 278

Capitaux employés par division		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Rents	k€				
Property development	k€				
Conciergerie Business	k€				
Matching Internet Platform	k€				
Other	k€	1 744	4 680	4 979	5 278
Total capital employed	k€	1 744	4 680	4 979	5 278

Opinion fondamentale

S'il est implicite que les recommandations formulées par AlphaValue sont de bonne foi, elles ne devraient jamais constituer l'unique fondement d'une décision d'investissement.

Les recommandations sont construites dans une approche de "père de famille".

Les valorisations sont calculées du point de vue d'un **actionnaire minoritaire**, à moyen terme (6 mois).

Les outils de valorisation sont présentés de façon **transparente**, toutes les valeurs sous-jacentes sont accessibles, et **cohérente**, la méthodologie est la même quelque soit le titre, en tenant compte cependant des différences de nature entre valeurs financières et non financières. Une action avec un objectif de cours en-dessous de son cours actuel ne sera jamais associée à un Accumuler ou un Achat.

Les recommandations se basent sur des objectifs de cours sans prendre en compte le rendement du dividende. Les seuils pour les quatre niveaux de recommandations peuvent changer de temps à autres selon les conditions de marché. Les seuils sont définis comme indiqué ci-dessous, SI L'ON SUPPOSE que les taux longs sans risque demeurent entre 2 et 5%.

Recommandation	Volatilité Faible 10 < VIX index < 30	Volatilité Normale 15 < VIX index < 35	Volatilité Elevée 35 < VIX index
Achat ●	Plus de 15 % de potentiel	Plus de 20 % de potentiel	Plus de 30 % de potentiel
Accumuler ●	De 5 % à 15 %	De 5 % à 20 %	De 10 % à 30 %
Alléger ●	De -10 % à 5 %	De -10 % à 5 %	De -10 % à 10 %
Vente ●	Moins de -10 %	Moins de -10 %	Moins de -10 %

L'absence de recommandation « neutre » est délibérée. Investir dans les actions est sans intérêt si le retour attendu n'est pas au moins au niveau des taux sans risque (avant prise en compte du dividende).

Bien que les recommandations soient déterminées par les objectifs de cours, la direction d'AlphaValue entend maintenir une cohérence globale sur son univers de couverture et est susceptible, de temps à autre, de changer certains paramètres globaux, ce qui pourrait affecter le niveau de définitions des recommandations et/ou la distribution des recommandations dans les quatre champs ci-dessus. Par exemple, baisser la prime de risque dans un contexte de prudence excessive pourrait augmenter la proportion de recommandations positives.

Valorisation

Les méthodes de valorisation ont été élaborées dans un souci de cohérence et de transparence.

Les sociétés sont réparties en 3 catégories selon leur activité principale: Banques, Assurances et Non Financières.

L'appartenance à une de ces 3 catégories détermine la méthode de construction du cours objectif.

Le cours objectif résulte d'une pondération de plusieurs critères de valorisation, qui peuvent être changés en cas de besoin. Toutes les sociétés d'une même catégorie sont valorisées de la même manière et donc de façon cohérente entre elles.

Au sein de l'univers des sociétés Non Financières, 4 sous-catégories permettent de prendre en compte les spécificités inhérentes au secteur d'activité: 1) "Industrielles standard"; 2) "Holdings" pour lesquelles la mesure de l'actif net réévalué est prépondérant; 3) "Valeurs de croissance" pour lesquelles l'accent est mis sur la valorisation par analogies avec des valeurs comparables; 4) "Sociétés en perte" pour lesquelles justement la valorisation par les comparables ne fonctionne pas. La valorisation est alors assise principalement sur la méthode du DCF (Discounted Cash Flow ou actualisation des flux de trésorerie futurs) et la mesure de l'Actif net réévalué. Ces deux dernières méthodes reviennent à « redonner du long terme » à la société sous revue.

Méthode de valorisation	Industrielles standard	Valeurs de croissance	Holding company	Sociétés en pertes	Banques	Assurances
DCF	35%	35%	10%	40%	0%	0%
Actif net réévalué	20%	20%	55%	40%	25%	15%
PER	10%	10%	10%	5%	10%	20%
VE/EBITDA	20%	20%	0%	5%	0%	0%
Rendement	10%	10%	20%	5%	15%	15%
Actif net comptable	5%	5%	5%	5%	15%	10%
Valeur intrinsèque (banques)	0%	0%	0%	0%	25%	0%
Embedded Value	0%	0%	0%	0%	0%	40%
Capi./Résultat d'exploitation brut	0%	0%	0%	0%	10%	0%