

ADOMOS

EURONEXT GROWTH - FR0013247244 – ALADO

✓ Retour aux sources : Immobilier et Technologie

Démarrée en 1999, l'histoire d'Adomos aura alterné entre des phases de prospérités (2003-2007 et 2013-2019) et de crises (2008-2012 et 2020).

L'année 2020 s'est révélée particulière à double titre avec d'une part les effets d'une crise sanitaire d'une ampleur rarement vue et d'autre part avec le décès soudain en octobre 2020 de l'emblématique PDG-Fondateur du groupe, Fabrice Rosset.

Les résultats de l'exercice sont le témoignage de ces deux chocs avec un CA qui s'est replié de 23,7% à 7,13 M€, un EBITDA de 2 M€ vs +2,5 M€ en 2019 et un RN de -2,1 M€ vs +2 M€ un an plus tôt.

Du côté du bilan, la structure demeure solide avec au 31 décembre 2020 des capitaux propres de 15,7 M€, une trésorerie disponible de 1,4 M€ et un endettement de 4,2 M€ soit un gearing de 17,5%.

Toutefois le groupe est confronté à un allongement de son BFR compte tenu d'une forte augmentation du délai entre une réservation d'un logement et la signature de la vente chez un notaire (9 mois en moyenne) et a dû régler avant fin mars 2021 une dette de 800 K€ relative à l'acquisition d'un immeuble à Périgueux en 2019.

Ainsi pour faire face à ces besoins mais également financer sa relance, le groupe a signé en mars un contrat d'OCABSA pour un montant maximum de 10 M€ dont une tranche de 3 M€ a déjà été tirée. Il a également annoncé début juillet la réalisation d'une augmentation de capital de 1,7 M€ souscrite par un investisseur et son ancienne filiale Acheter-Louer.fr avec laquelle il compte mettre en place plusieurs synergies (commerciales et technologiques).

Après une phase transitoire, la société a nommé début mars au poste de Directeur Général, Franck Rosset, frère de l'ancien PDG, également co-fondateur d'Adomos et qui en a été Président du Conseil de Surveillance de 1999 à 2009, période au cours de laquelle la société approchait les 1 000 ventes annuelles et avait atteint 80 M€ de capitalisation boursière.

Dans un environnement de marché encore incertain, la stratégie de relance d'Adomos repose sur plusieurs axes de développements. Notamment une reprise des investissements technologiques afin de disposer d'outils permettant d'optimiser l'acquisition de clients, d'instaurer des nouvelles méthodes de commercialisation et surtout de s'imposer de nouveau comme une véritable fintech de l'épargne immobilière.

La direction s'est donnée comme objectif de retrouver à moyen terme le niveau de ventes constaté au milieu des années 2000 (environ 1 000 par an).

Selon nous, ce plan devrait permettre, surtout à partir de 2022^e, une accélération des ventes avec à la fois un effet volume et un effet prix. Adomos pourrait réaliser d'ici 2023 ventes (600 dans le neuf et 160 dans l'ancien). **Ainsi nous tablons sur un TMVA 2020-20223^e du CA de 51,4%**

L'amélioration des résultats sera également au rendez-vous grâce à une hausse du taux de marge brute et à l'effet volume. Si les exercices 2021 et 2022 porteront le poids des investissements, le levier devrait être présent à partir de 2023^e pour lequel nous visons une marge d'EBITDA de 23,3%.

En termes de valorisation, notre objectif de cours issu d'une moyenne pondérée (80% DCF - 0,63 € / 20% Comparables - 0,30 €) ressort à 0,57 € soit un potentiel de hausse de 188,4%. Nous adoptons donc une Opinion Achat vs Sous Revue.

Dans le cas d'Adomos, il pourrait s'avérer qu'un nouveau financement par OCABSA ne soit pas forcément nécessaire et s'il l'était se serait dans le cadre d'une accélération du plan de développement, élément qui pourrait être favorable à la création de valeur pour l'actionnaire.

Loïc Wolf

+ 33 (0) 6 14 26 27 53

lwolf@greensome-finance.com

ACHAT vs Sous Revue

Contact

Eligible PEA-PME

OBJECTIF PRECEDENT
0,57 € Sous Revue

COURS (08/07/2021) POTENTIEL
0,196 € **+188,4%**

CAPITALISATION FLOTTANT
7,9 M€ **7,1 M€**

Ratios	2020	2021e	2022e	2023e
VE/CA		1,52	0,70	0,43
VE/REX		-4,3	-17,3	10,8
PER		-3,8	-14,3	10,1
FCF Yield		-29%	5%	9%
Rendement		0%	0%	0%

Données par Action	2020	2021e	2022e	2023e
BPA corrigé dilué	-0,07	-0,05	-0,01	0,02
Var. (%)		ns	ns	ns
FCF PA	-0,01	-0,06	0,01	0,02
Var. (%)		ns	ns	ns
Dividende	-	-	-	-

Comptes	2020	2021e	2022e	2023e
CA (M€)	7,13	7,03	15,28	24,70
Var (%)		-1,5%	117,4%	61,7%
Produits d'exploitation (M€)	7,89	7,28	15,59	25,07
Var (%)		-7,6%	113,9%	60,8%
EBITDA (M€)	1,95	1,35	3,49	5,76
Marge (%)	27,4%	19,2%	22,8%	23,3%
REX (M€)	-1,82	-2,46	-0,62	0,99
Mex (%)	-25,6%	-35,0%	-4,0%	4,0%
RNpg (M€)	-2,07	-2,50	-0,66	0,95
Marge Nette (%)	-29,0%	-35,5%	-4,4%	3,8%

Structure Financière	2020	2021e	2022e	2023e
FCF (M€)	-0,2	-2,3	0,4	0,7
Dette fin. Nette (M€)	2,7	5,0	4,6	3,9
Capitaux Propres (M€)	15,7	13,2	12,6	13,5
Gearing	17,5%	38,0%	37,0%	28,9%
ROCE	-7,1%	-9,6%	-2,6%	4,1%

Répartition du Capital		
Famille Rosset		10,4%
Flottant		89,6%

Performances	2021	3m	6m	1 an
Adomos	-49,0%	-33,6%	-50,8%	-54,6%
Euronext Growth	0,7%	-10,7%	-3,3%	30,4%
Extrêmes 12 mois	0,18 €	0,54 €		

Liquidité	2021	3m	6m	1 an
Volume Cumulé (000)	50 969	8 291	50 969	81 503
En % du Capital	169%	28%	169%	271%
En % du flottant	189%	31%	189%	302%
En M€	19,5	2,0	19,5	31,6

Prochain événement CA S1: date n.c.

GreenSome a signé un contrat de recherche avec l'émetteur.

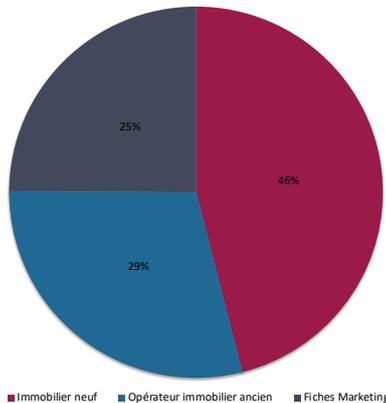
Snapshot ADOMOS

Créé en 1999, Adomos est un intervenant de la distribution par internet d'immobilier d'investissement locatif à destination du particulier.

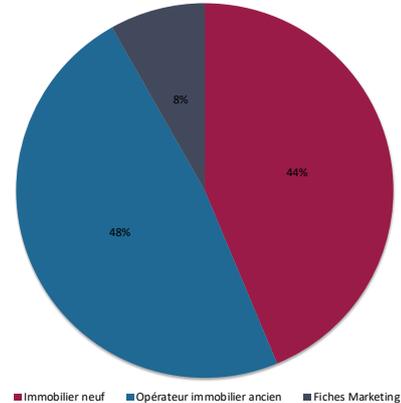
Depuis 2012, il a également développé une activité d'achat/revente de contacts qualifiés commercialisés auprès des promoteurs, des professionnels du patrimoine et des plateformes marketing.

Enfin, en 2017, le groupe a lancé une activité d'opérateur immobilier à travers de laquelle il achète et revend des immeubles occupés.

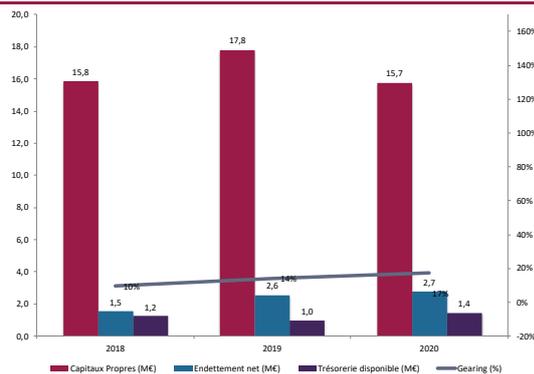
CA 2020 par activité



CA 2023^e par activité



Situation financière 2018-2020



Prévisions 2021^e-2023^e



FORCES

- Présence sur trois segments d'activités complémentaires
- Expertise en marketing digital
- Offre immobilière annoncée la plus large de France

FAIBLESSES

- Niveau élevé des investissements nécessaires à la croissance
- BFR en augmentation

OPPORTUNITES

- Élargissement du réseau de distribution
- Mise en place de nouvelles méthodes de vente
- Internet est de plus en plus présent dans le choix des supports d'épargne
- Possibilité de vendre d'autres produits d'épargne grâce au réseau de partenaires

RISQUES

- Marché immobilier durablement sinistrée en cas d'une hausse rapide des taux d'intérêts et du renforcement des contraintes administratives ;
- Suppression et/ou remaniement des dispositifs de défiscalisation immobilière

Matrice fondamentale

Cette matrice a pour but de décrire le profil fondamental historique d'Adomos. Elle est construite sur des critères objectifs permettant de juger de sa valeur passée. Chaque critère est traité de manière équi-pondérée afin d'aboutir à une notation entre A et E.

(A : Excellent profil historique / E : profil historique à risque)

	A	B	C	D	E
Position dans la chaîne de valeur					
Effet de levier sur les marges					
Structure financière					
Management					
Historique BPA					
NOTE				B	

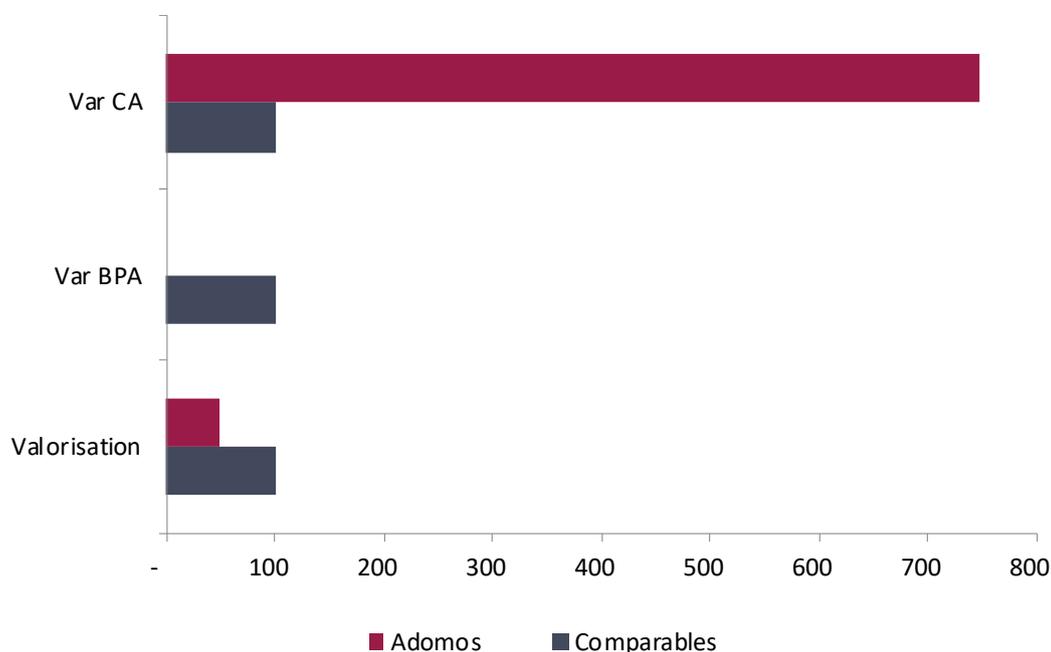
Source : GreenSome Finance

Position dans la chaîne de valeur	Aussi bien pour la génération de contacts qualifiés que pour la vente de logements, Adomos agit comme intermédiaire entre les prospects, les promoteurs, les réseaux de vente et ses conseillers commerciaux indépendants. La volonté de disposer de sa propre force commerciale pourrait l'aider à remonter dans la chaîne de valeur.
Effet de levier sur les marges	Adomos dispose d'un modèle économique qui permet un effet de levier sur les marges comme l'a prouvée la progression du ROP entre 2014 et 2019 (multiplié par 8). Toutefois en cas de crise forte comme celle vécue en 2020, il subit également le retournement du marché.
Structure financière	La structure demeure solide avec au 31 décembre 2020 des capitaux propres de 15,7 M€, une trésorerie disponible de 1,4 M€ et un endettement de 4,2 M€ soit un gearing de 17,5%. Toutefois le groupe est confronté à un allongement de son BFR compte tenu d'une forte augmentation du délai entre une réservation et la signature de la vente chez un notaire (9 mois en moyenne) et a dû régler avant fin mars au règlement d'une dette de 800 K€ relatif à l'acquisition de l'immeuble de Périgueux. Ainsi pour faire face à ces besoins mais également financer sa relance, le groupe a signé en mars un contrat d'OCABSA pour un montant maximum de 10 M€ dont une tranche de 3 M€ a déjà été tirée. Il a également annoncé début juillet la réalisation d'une augmentation de capital de 1,7 M€ souscrite par un investisseur et son ancienne filiale Acheter-Louer.fr avec laquelle il compte mettre en place plusieurs synergies (commerciales et technologiques). Par ailleurs, la génération de free cash flows est le vrai sujet pour le groupe puisque malgré plus de 19 M€ d'EBITDA positifs cumulés entre 2015 et 2020, les FCF sont négatifs de 3,7 M€ sur la période.
Management	Après le décès soudain de son emblématique PDG-Fondateur en octobre 2020, la société a vécu une période de gouvernance transitoire qui s'est terminée en mars avec la nomination au poste de Directeur Général de Franck Rosset, frère de l'ancien PDG, également co-fondateur d'Adomos et qui en a été Président du Conseil de Surveillance de 1999 à 2009, années pendant lesquelles le groupe a connu un fort développement.
Historique BPA	Hormis l'exercice 2020, Adomos a toujours été bénéficiaire depuis 2014.

Profil d'investissement

Le principe de ce profil est de comparer Adomos à son secteur sur les 3 prochaines années et de voir comment il se situe en termes de croissance de l'activité future, d'évolution des résultats et de prix de marché par rapport aux comparables retenus.

Profil d'investissement Adomos vs Comparables



Source : GreenSome Finance & Infinancials

Adomos n'ayant pas de société cotée directement comparable, nous avons donc retenu des acteurs issus de plusieurs secteurs : ceux de la promotion immobilière et du marketing digital.

La combinaison de leurs modèles économiques permettant de se rapprocher au mieux de celui d'Adomos. Ainsi nous avons choisi :

- **1000mercis** : Expert reconnu en CRM digital et Marketing programmatique, de la collecte de données (base CRM, DMP/CDP) à l'activation (email, SMS, vidéo, social, in store), le Groupe a pour mission de concevoir des dispositifs à fort ROI incrémental pour les annonceurs souhaitant optimiser leurs actions de conquête et de fidélisation sur tous les supports digitaux ;
- **Altarea Cogedim** : est le premier développeur immobilier des métropoles. A la fois foncière de commerce et promoteur, il est présent sur les trois principaux marchés de l'immobilier : commerce, logement, bureau. Il dispose pour chacun de l'ensemble des savoir-faire pour concevoir, développer, commercialiser et gérer des produits immobiliers sur-mesure ;
- **Antevenio** : est une entreprise innovante du Publishing et des technologies marketing, leader en Europe du Sud (Espagne, Italie, France). Elle aide les marques à transmettre leur proposition de valeur aux consommateurs à travers une offre complète combinant publicité, marketing de contenu et technologie cross-canal. Cette offre est proposée soit sous forme de service, soit sous licence cloud via la suite logicielle MDirector ;
- **Icade** : Foncière, développeur et promoteur, Icade est un opérateur immobilier intégré, qui conçoit des produits et des services immobiliers innovants pour répondre aux nouveaux usages et mode de vie urbains. Icade allie l'investissement en immobilier tertiaire et de santé à la promotion ;
- **Nexity** : Aussi bien pour les particuliers, les entreprises ou les collectivités, Nexity intervient sur plusieurs métiers : transaction, gestion, conception, promotion, aménagement, conseil et tous les services associés ;

Par rapport à cet échantillon de comparables Adomos affiche :

- Une croissance moyenne CA de 59,2% vs 7,9% ;
- Une décote de 50%. Pour ce qui est du ratio de valorisation moyen, nous l'élaborons en intégrant les multiples de VE/CA sur 2021^e, 2022^e et 2023^e et de VE/EBIT et PER sur 2023^e.

Dernières actualités

08/07/2021 : Réalisation d'une augmentation de capital réservée de 1,7 M€

L'opération est réalisée via l'émission d'actions ordinaires assorties de bons de souscription d'action souscrites par ACHETER-LOUER.FR et un investisseur partenaire capitalistique.

Cette opération financière s'inscrit dans le cadre d'un partenariat commercial, technologique et actionnarial. Il doit permettre à la Société de se constituer un premier noyau stable d'actionnaires.

L'opération est réalisée par voie d'augmentation de capital avec création de 8 947 366 actions nouvelles de 0,02 euro de nominal chacune assorties de bons de souscription d'action, avec un prix de souscription de 0,19 euro par ABSA, soit une prime d'émission de 0,17 euro.

Chaque action nouvelle est assortie d'un (1) BSA.

Deux (2) BSA donneront droit de souscrire à une action au prix d'exercice de 0,19 euro par action et seront exerçables du 1er juillet 2021 jusqu'au 1er juillet 2025. Ils ne feront pas l'objet d'une cotation sur Euronext Growth Paris.

24/03/2021 : Mise en place d'un financement obligataire de 10 M€ sous formes OCABSA

Emprunt obligataire maximum de 10 M€ composé de 8 tranches d'OCABSA d'une valeur nominale de 10 000€ chacune permettant une levée de quasi-fonds propres immédiate de 3 M€ consécutif au tirage de la 1ère tranche d'OCABSA au profit de l'investisseur Atlas Special Opportunities.

La Société contrôlera le calendrier de l'émission des Tranches à tout moment, étant précisé que (i) chaque Tranche pourra être émise sous réserve de l'écoulement d'une période de trente (30) jours de bourse depuis la dernière souscription par l'Investisseur, et (ii) la deuxième tranche pourra être émise après un délai de soixante (60) jours de bourse suivant la souscription de la première Tranche.

La Société a émis une première tranche de 300 OCABSA le 23 mars 2021 conduisant à la création de 300 OCA auxquelles sont attachées 2 178 649 BSA donnant droit chacun de souscrire une action de la Société au prix d'exercice de 0,459 euro.

24/03/2021 : Résultats 2020

- ROC de -2 M€ vs +2,3 M€
- REX -1,8 M€ vs +2,5 M€
- RN -2 M€ vs +2 M€
- Nomination de Franck Rosset en qualité d'administrateur et Directeur Général

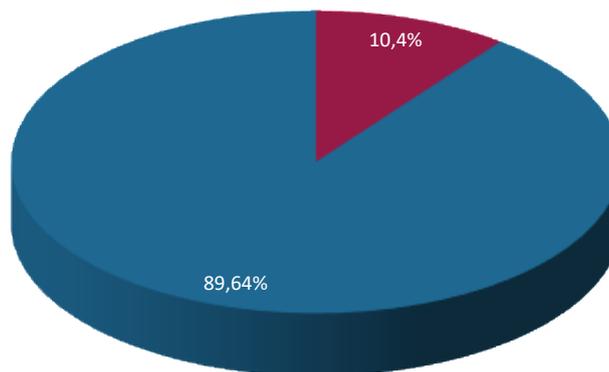
29/01/2021 : CA 2020

- CA de 7,13 M€, -24% :
 - Immobilier neuf : 3,27 M€, -26% ;
 - Immobilier ancien : 2 M€, +95% ;
 - Lead Marketing : 1,77 M€, -54% ;
- Produits d'exploitation de 7,89 M€ -30% ;
- Besoin de renforcer la structure financière pour relancer la croissance et financer la montée du BFR

Profil boursier

Nombre de titres : 40 410 644
 Marché : EURONEXT GROWTH
 Cotation : Continu
 Isin : FR0013247244
 Ticker : ALADO

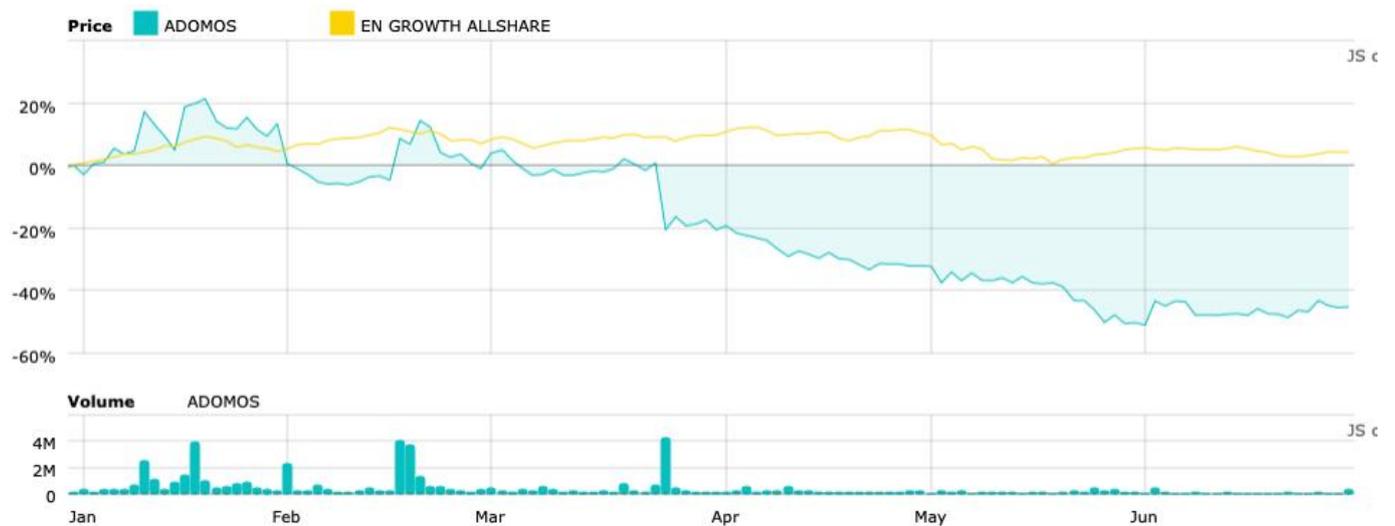
Répartition du capital au 15/06/2021 (base non diluée)



■ Famille Rosset ■ Flottant

Source : Société

Evolution du titre (base 100) vs Euronext Growth



Source : Euronext

SOMMAIRE

2020 : UN EXERCICE PARTICULIER A DOUBLE TITRE	8
Recul de l'activité de 30%	8
Des résultats qui reflètent les impacts de la crise	9
UN MARCHÉ CONVALESCENT	10
Une année 2020 à oublier	10
Forte contraction dans l'immobilier neuf avant un rebond ?	10
STRATEGIE & PREVISIONS FINANCIERES	12
Retour à une croissance soutenue : TMVA 2020-2023 ^e du CA de 51,4%	12
Rentabilité positive attendue en 2023 ^e	13
EVALUATION	15
Valorisation par DCF	15
Valorisation par comparaisons boursières	16
DONNEES FINANCIERES	17

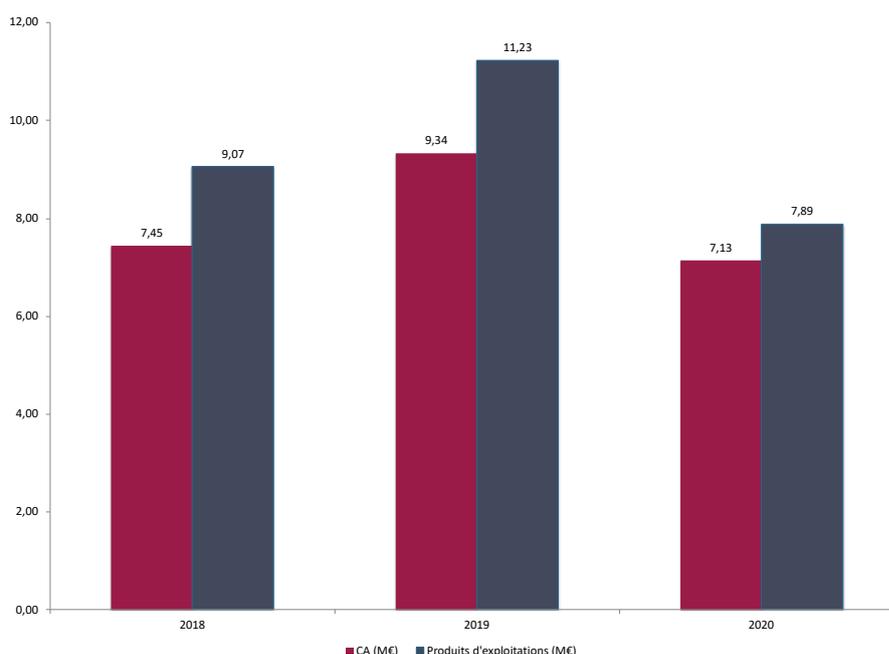
2020 : un exercice particulier à double titre

Recul de l'activité de 30%

2020 aura été une année particulière à double titre pour le groupe. En plus des impacts de la crise sanitaire, Adomos a été confronté à la disparition soudaine en octobre 2020 de Fabrice Rosset, son emblématique président-fondateur depuis sa création en 1999.

Le groupe a été pleinement pénalisé par les différents confinements et couvre-feux qui ont entraîné des retards dans la négociation et contractualisation des ventes. Ainsi sur l'année le CA s'est replié de 23,7% à 7,13 M€ et les produits d'exploitations de 29,8% à 7,89 M€.

Évolution 2018-2020 du CA et des produits d'exploitations



Source : Société, Comptes Consolidés

En détails par activité :

- Pour l'immobilier neuf (46% du CA, -26,3%) : Les mesures de confinement ont conduit à une certaine désorganisation dans de nombreuses administrations publiques et institutions bancaires. Ceci s'est matérialisé par des retards dans la contractualisation des acquisitions immobilières et des délais de signature devant notaire qui se sont allongés de plusieurs mois. En parallèle, le resserrement des conditions d'octroi de crédit immobilier constaté en 2020 a eu notamment pour conséquence une baisse de 18,1% de la production de prêts immobiliers par rapport à 2019 (source : L'Observatoire Crédit Logement/CSA Janvier 2021) et a ainsi réduit le potentiel des ventes qui sont généralement financées par un crédit immobilier à plus de 90% ;
- Pour les fiches Marketing (24,9% du CA, -53,8%) : mêmes causes mais avec des effets plus marqués que pour l'immobilier neuf. C'est une activité quasiment en flux tendu et les commandes se sont arrêtées du jour au lendemain. L'incertitude sur la possibilité de poser des rendez-vous aura été un frein encore plus fort ;
- Pour l'immobilier ancien (29,1% du CA, +94,7%) : il progresse fortement grâce notamment à l'encaissement des ventes de l'immeuble de Beaucaire et d'une grande partie des lots de Périgueux, biens acquis en 2019. Cela confirme l'intérêt des particuliers ne pouvant bénéficier de défiscalisation dans le neuf pour ce type de produits.

Des résultats qui reflètent les impacts de la crise

Les résultats sont donc ressortis en repli avec un EBITDA de 1,9 M€ vs 4,7 M€ en 2019, un EBIT en perte de -1,8 M€ vs +2,5 M€ en 2019 et un RN de -2,1 M€ vs +2 M€ un an plus tôt.

Évolution 2018-2020 des résultats



Source : Société, Comptes consolidés

La maîtrise des charges (baisse des frais de personnels -8% et de -10% des autres charges) n'a pas permis de compenser le repli de CA.

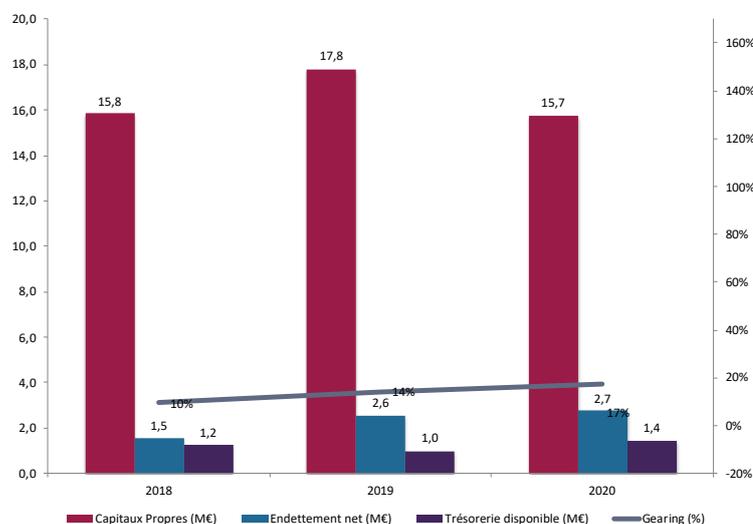
Les dotations aux amortissements ont nettement augmenté (+70%) reflet de la politique d'investissements du groupe.

Du côté du bilan, la structure demeure solide avec au 31 décembre 2020 des capitaux propres de 15,7 M€, une trésorerie disponible de 1,4 M€ et un endettement net de 2,7 M€ soit un gearing de 17,5%.

Toutefois le groupe est confronté à un allongement de son BFR compte tenu d'une forte augmentation du délai entre une réservation et la signature de la vente chez un notaire (9 mois en moyenne) et a dû régler avant fin mars au règlement d'une dette de 800 K€ relatif à l'acquisition de l'immeuble de Périgueux.

Ainsi pour faire face à ces besoins mais également financer sa relance, le groupe a signé en mars un contrat d'OCABSA pour un montant maximum de 10 M€ dont une tranche de 3 M€ a déjà été tirée.

Évolution 2018-2020 de la structure financière



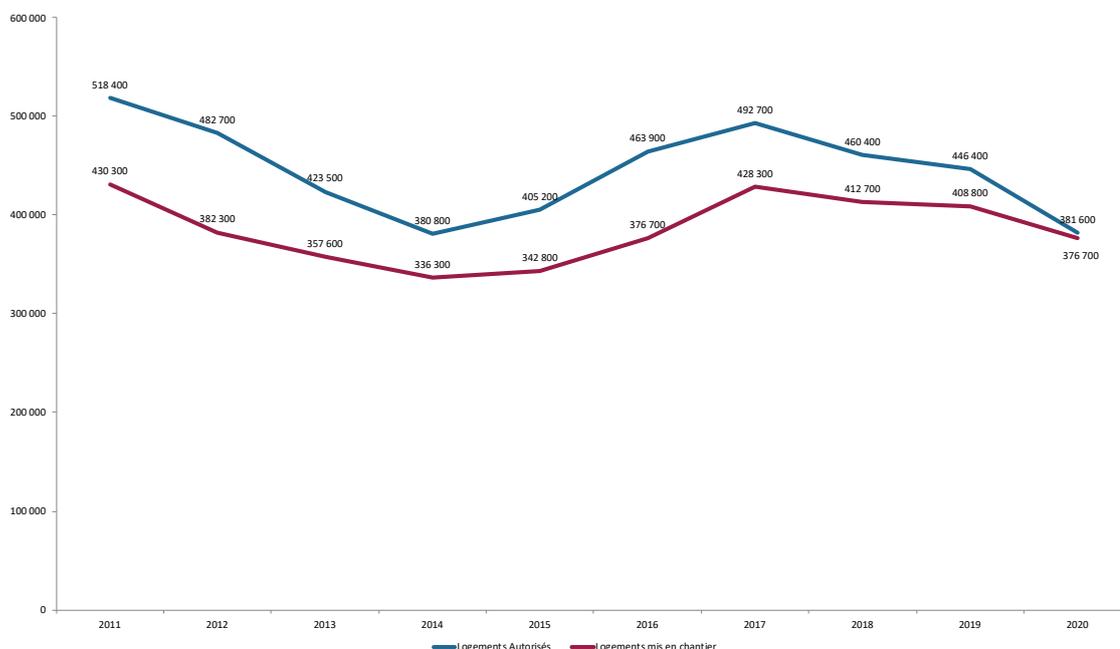
Source : Société, Comptes consolidés

Un marché convalescent

Une année 2020 à oublier

Après un trou d'air entre 2011 et 2014, le marché de la construction de logements en France avait bien rebondi jusqu'en 2017 pour atteindre 428 300 logements mis en chantier. Le marché s'est ensuite stabilisé au-dessus de 400 000 avant de s'effondrer en 2020 à environ 376 000 sous les effets de la crise sanitaire.

Évolution 2010-2020 du marché de la construction en France



Source : Fédération Française du Bâtiment, Ministère de la Transition Ecologique, Fédération des Promoteurs Immobiliers

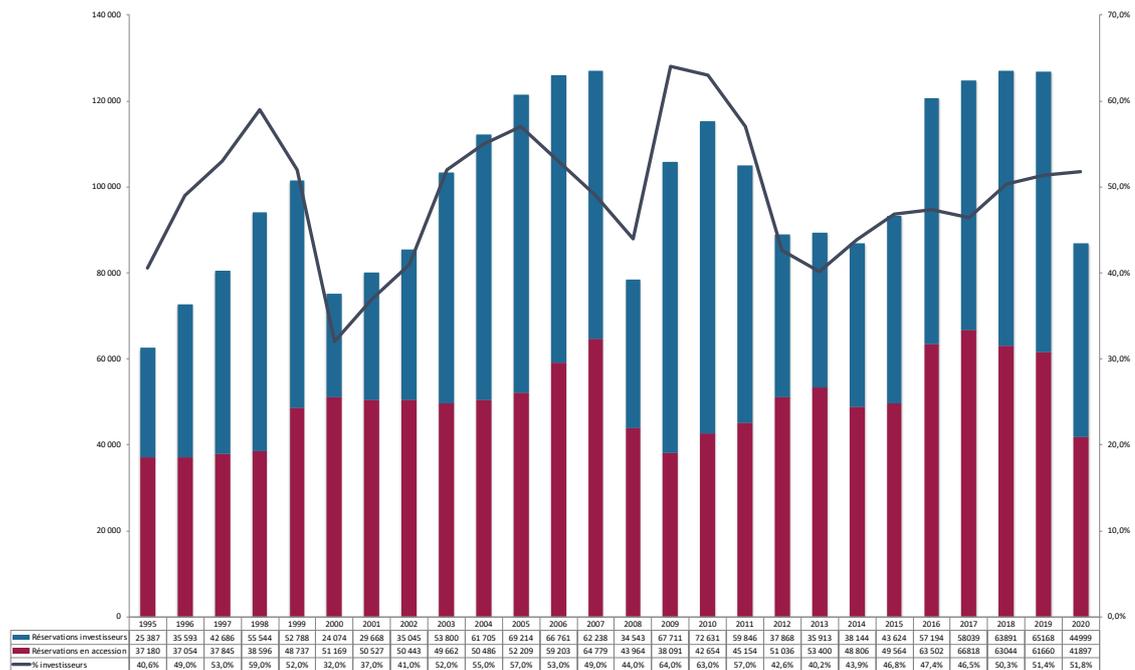
Pour permettre au secteur de se redresser la Fédération Française du Bâtiment a soumis plusieurs propositions comme lever les blocages administratifs afin que la délivrance des permis s'accélère ou de soutenir la demande des primo-accédants, fragilisée aujourd'hui par un avenir trop incertain, avec la mise en place d'un crédit d'impôt sur les cinq premières annuités d'emprunt. Quant à l'investissement locatif, la FFB rappelle son souhait de voir majorer transitoirement la réduction d'impôt « Pinel ».

Forte contraction dans l'immobilier neuf avant un rebond ?

En 2020, les promoteurs ont subi une violente contraction des ventes avec près de 40 000 logements vendus en moins par rapport à 2019, une contraction de près de 25% et même de 33% pour les seules ventes aux particuliers. D'après la Fédération des Promoteurs Immobiliers, Ces résultats sont d'autant plus préoccupants qu'ils interviennent malgré la hausse marquée des ventes en bloc aux investisseurs institutionnels et aux organismes HLM (+7,2 %). Ces ventes en bloc sont un des faits marquants de l'année, mais il ne faut pas surestimer leur effet de soutien du marché.

Avec 86 900 réservations de logements par des particuliers et des investisseurs en 2020, il faut remonter à l'année 2008 pour trouver un niveau d'activité plus faible.

Évolution 1995-2020 des réservations brutes de logements neufs par des particuliers



Source : Fédération des Promoteurs Immobiliers

La FPI ajoute que le secteur de l'immobilier neuf est sans doute le seul qui souffre parce que les pouvoirs publics l'empêchent de produire, et non parce qu'il manque de clients. C'est une crise de l'offre plus que de la demande : les mises en vente ont diminué d'un tiers en un an. Au niveau national, l'État multiplie les contraintes réglementaires et les facteurs de surcoûts, et pousse à la rénovation ; au niveau local, beaucoup de collectivités locales ne veulent plus délivrer de permis de construire (leur nombre a baissé d'un quart en trois ans).

Les perspectives pour 2021 demeurent mitigées avec une première partie d'année encore pénalisée par la crise mais, à l'image de la période 2009-2011, il ne faut pas exclure un effet de rattrapage du marché à partir du S2 2021 et un possible retour en 2022 vers la moyenne historique à savoir 100 000 réservations par an.

Stratégie & Prévisions financières

Après le décès de son président, le groupe avait mis en place une gouvernance provisoire. Cet intermède a pris fin en mars 2021 avec la nomination au poste de Directeur Général de Franck Rosset, frère de l'ancien PDG, également co-fondateur d'Adomos et qui en a été Président du Conseil de Surveillance de 1999 à 2009.

En s'appuyant sur ses expertises historiques, à savoir le marketing digital et la vente d'immobilier locatifs (neufs ou anciens) aux particuliers, la direction a défini une nouvelle feuille de route qui doit permettre au groupe de revenir sur les niveaux d'activité connus pendant ses meilleures années (environ 1 000 ventes dans l'immobilier neuf par an au cœur des années 2000).

Le plan de développement repose sur plusieurs axes :

- **Un rebond du marché immobilier neuf** soutenu par la rareté des produits du fait des retards de construction et de dépôt de permis de construire consécutifs aux confinements. De plus le dispositif de défiscalisation Pinel a été maintenu sans changement jusqu'à fin 2022. Cela devrait motiver les investisseurs à prendre position rapidement : en effet, à défaut, ils risquent de ne pouvoir défiscaliser qu'à partir de 2023/2024 avec des taux de réduction d'impôts dégressifs et acquérir des biens à des prix plus élevés du fait des surcoûts de construction liés aux nouvelles normes écologiques ;
- **Un marché de l'immobilier ancien dynamique** puisque la tendance lourde du déplacement des populations des grandes métropoles vers des villes plus petites est un mouvement de fond de retour à la nature qui motive les investisseurs à prendre position sur des biens immobiliers en province dont la croissance de valeur à terme semble plus attractive ;
- **Une relance des investissements technologiques** afin de disposer d'outils permettant d'optimiser l'acquisition de clients à travers une meilleure exploitation de ses bases de données (intégration d'algorithmes de décision et d'intelligence artificielle) et d'instaurer des nouvelles méthodes de commercialisation rendue possible par la généralisation du télétravail telles que la vente à distance via des commerciaux internes ;
- **La création de nouveaux canaux de distribution** avec la signature de partenariats stratégique et la mise en place de réseaux de prescripteurs premiums (agents d'assurance, experts-comptables, avocats...) ;
- **La poursuite des acquisitions d'immeubles en province** à l'image des celles réalisées à Périgueux et Beaucaire en 2019 et qui ont déjà permis de générer 3 M€ de CA sur 2 exercices.

Retour à une croissance soutenue : TMVA 2020-2023^e du CA de 51,4%

Au vu de ces éléments, nos prévisions de CA pour les trois prochains exercices reposent sur les hypothèses suivantes :

- **Une progression des ventes de logements neufs** : nous estimons qu'Adomos devrait enregistrer 270 ventes en 2021^e, 430 en 2022^e et 650 en 2023^e. L'année 2021 sera encore perturbée par les effets du confinement et du couvre-feu du 1^{er} semestre. L'accélération devrait intervenir à partir de 2022. La hausse sera rendue possible à la fois par un effet volume avec l'élargissement des canaux de commercialisation et un effet prix grâce à un travail de nettoyage du catalogue de biens vendus afin d'éliminer ceux qui offrent les taux de retro-commission les plus faibles ;
- **Une augmentation des ventes de logement anciens** grâce à la hausse des acquisitions d'immeubles qui pourraient atteindre, en 2023, 10 M€ (environ 200 lots) et permettre la vente de 160 lots à cet horizon. A noter que l'année 2021 sera marquée par un recul du CA. En effet compte tenu de la crise sanitaire, le groupe n'a pas pu réaliser de nouvelles acquisitions en 2020 et ainsi reconstituer son stock de bien à vendre. Plusieurs opportunités sont à l'étude et pourraient déboucher cette année ;
- **Un rebond des ventes de l'activité de génération de contacts** à mesure que les différents acteurs du marché retrouvent un rythme de commercialisation plus normal ;

Nous tablons donc sur un TMVA 2020-2023^e du CA de 51,4%.

Prévisions 2021^e-2023^e de CA

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	TMVA 2020-2023e
Immobilier neuf	3,28	4,05	6,60	10,80	48,7%
% Var.		23,4%	63,0%	63,6%	
% CA	46,1%	57,6%	43,2%	43,7%	
Immobilier ancien	2,06	1,33	6,66	11,88	79,4%
% Var.		-35,5%	401,7%	78,4%	
% CA	28,9%	18,9%	43,6%	48,1%	
Génération de contacts	1,77	1,65	2,02	2,02	4,4%
% Var.		-6,8%	22,2%	0,0%	
% CA	24,9%	23,5%	13,2%	8,2%	
CA TOTAL	7,11	7,03	15,28	24,70	51,4%
% Var.		-1,2%	117,4%	61,7%	

Source : GreenSome Finance

Rentabilité positive attendue en 2023^e

Si les exercices 2021 et 2022 devront supporter le poids des investissements et ressortir en perte, la tendance est à l'amélioration avec une rentabilité nette positive attendue en 2023.

Nos prévisions pour les trois prochaines années reposent sur les hypothèses suivantes :

- **Un effet volume apporté par la croissance du CA** telle que détaillée ci-dessus ;
- **Une hausse du taux de marge brute** rendue possible par l'augmentation des ventes réalisées par la force commerciale interne dédiée à la vente à distance, canal pour lequel les taux de rétrocessions sont plus faibles ;
- **Des frais généraux et des effectifs en augmentation afin d'accompagner la croissance ;**
- **Des investissements importants** intégrant à la fois l'acquisition de fichiers clientèle nécessaire au développement des ventes immobilières et le développement de nouveaux outils technologiques ;
- **Des dotations aux amortissements élevées** en lien avec le fichier clientèle à amortir ;
- **Un taux d'IS à zéro** compte tenu du stock de déficits reportables.

Ainsi nous tablons de manière prudente sur une marge d'EBIT qui devrait s'établir à 4% en 2023^e.

Prévisions 2021^e-2023^e de résultats

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	TMVA 2020-2023e
CA	7,11	7,03	15,28	24,70	51,4%
% Var.		-1,2%	117,4%	61,7%	
EBITDA	1,95	1,35	3,49	5,76	43,4%
% Var.		-31,0%	158,5%	65,3%	
% CA	27,5%	19,2%	22,8%	23,3%	
EBIT	-1,82	-2,46	-0,62	0,99	ns
% Var.		ns	ns	ns	
% CA	-25,6%	-35,0%	-4,0%	4,0%	
RNpg	-2,07	-2,50	-0,66	0,95	ns
% Var.		ns	ns	ns	
% CA	-29,1%	-35,5%	-4,4%	3,8%	

Source : GreenSome Finance

Comme nous l'avons déjà expliqué, Adomos est confronté à un allongement de son BFR compte tenu d'une forte augmentation du délai entre une réservation et la signature de la vente chez un notaire (9 mois en moyenne) et a dû régler avant fin mars au règlement d'une dette de 800 K€ relatif à l'acquisition de l'immeuble de Périgueux.

Ainsi pour faire face à ces besoins mais également financer sa relance, le groupe a signé en mars un contrat d'OCABSA pour un montant maximum de 10 M€ dont une tranche de 3 M€ a déjà été tirée.

Il a également annoncé début juillet la réalisation d'une augmentation de capital de 1,7 M€ souscrite par un investisseur et son ancienne filiale Acheter-Louer.fr avec laquelle il compte mettre en place plusieurs synergies (commerciales et technologiques).

Enfin malgré l'augmentation de l'endettement brut lié au financement des acquisitions d'immeubles, la situation financière du groupe devrait s'améliorer. En 2023^e, l'endettement net ne représenterait que 0,7x l'EBITDA.

Tableau de flux prévisionnels 2021^e-2023^e

	2021e	2022e	2023e
FCF Opérationnel	-0,72	2,93	4,11
Investissements	1,57	2,54	3,37
FCF Financement	5,34	0,72	2,85
Var. Trésorerie	3,05	1,11	3,59
Trésorerie de clôture	4,48	5,59	9,18
Endettement Net (M€)	5,04	4,65	3,91
Endettement Net/EBITDA	3,7	1,3	0,7

Source : GreenSome Finance

Evaluation

Valorisation par DCF

Notre modèle de valorisation par les DCF repose sur les prévisions et hypothèses suivantes :

- Pour la période 2021^e-2023^e sur nos prévisions exposées précédemment ;
- Pour la période 2024^e-2030^e :
 - o Une croissance continue du CA jusqu'en 2026 puis une stabilisation à cet horizon ;
 - o Une marge d'exploitation qui poursuivra sa progression pour atteindre un niveau normatif de 11,5% ;
 - o Des dotations aux amortissements et des Capex similaires ;
 - o Un taux d'IS de 25% ;
 - o Un BFR se stabilisant à 15% du CA ;
- Un endettement net dilué des OC au 31 décembre 2021^e de -1 M€ ;
- Une croissance à l'infini de 1,5% ;
- Un taux d'actualisation de 10,1% incluant un taux sans risque de 0,12% (OAT 10 ans), une prime de risque de marché de 5,2% (source : Factset) et d'un bêta société de 1,9x.

Tableau Prévisionnel des Flux de Trésorerie (M€)

M€	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Chiffre d'affaires	7,0	15,3	24,7	33,2	37,9	46,2	46,2	46,2	46,2	46,2
Variation		117,4%	61,7%	34,6%	13,9%	22,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	-2,5	-0,6	1,0	2,4	3,4	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
% CA	-35,0%	-4,0%	4,0%	7,3%	9,0%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
IS	0,0	0,0	0,0	0,6	0,8	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Taux d'imposition (%)	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Amortissements et provisions	3,8	4,1	4,8	4,5						
% CA	54,1%	26,9%	19,3%	13,5%	11,9%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%
Cash flow d'exploitation	1,3	3,5	5,8	6,3	7,0	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Investissements industriels	1,6	2,5	3,4	4,5						
% CA	22,4%	16,6%	13,6%	13,5%	11,9%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%
Variation du BFR	2,0	0,5	1,6	0,2	0,7	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	2,7	3,2	4,8	5,0	5,7	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9
% CA	38,0%	20,8%	19,4%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Cash flow disponible	-2,2	0,4	0,8	1,6	1,9	2,7	4,0	4,0	4,0	4,0
Cash flow disponible actualisé	-2,1	0,4	0,6	1,2	1,2	1,6	2,2	2,0	1,8	1,6
Valeur terminale actualisée	19,3									
Somme des CFD actualisés	10,4									
Endettement net au 31/12/2020	-1,0									
VALEUR DE L'ENTREPRISE (€)	30,6									

Tableau de sensibilité

Taux d'actualisation	Taux de croissance à l'infini			
	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
8,0%	0,80	0,84	0,88	0,94
9,0%	0,68	0,71	0,74	0,78
10,0%	0,58	0,61	0,63	0,66
11,0%	0,51	0,53	0,54	0,56
12,0%	0,45	0,46	0,48	0,49

Taux d'actualisation	Marge Opérationnelle Normative			
	9,5%	10,5%	11,5%	12,5%
8,0%	0,74	0,80	0,85	0,90
9,0%	0,64	0,68	0,72	0,77
10,0%	0,56	0,60	0,63	0,66
11,0%	0,50	0,53	0,56	0,59
12,0%	0,46	0,48	0,50	0,53

Estimations : GreenSome Finance

Nous obtenons par la méthode du DCF une valorisation d'Adomos de 30 M€ soit 0,63 € par action sur la base d'un nombre d'actions tenant compte de la dilution liée au tirage de la 1^{ère} tranche du plan d'OCABSA.

Valorisation par comparaisons boursières

Nous avons retenu comme comparables les sociétés présentées en page 4 de l'étude.

Comparables

	VE/CA			VE/EBIT			P/E		
	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Altarea SCA	2,05	1,99	1,75	46,99	18,39	13,59	11,6	11,4	11,0
Antevenio, S.A.	0,82	0,76	0,69	15,07	10,11	7,28	19,1	13,3	9,9
1000mercis SA	0,61	0,54	N/A	N/M	19,31	N/A	N/M	18,4	N/A
Icade SA	N/A	N/A	n/A	22,29	20,89	N/A	15,0	14,5	14,0
Nexity SA	0,75	0,70	0,68	9,80	8,51	8,05	13,5	10,6	9,8
Moyenne	1,06	1,00	1,04	23,54	15,44	9,64	14,79	13,62	11,15

	CA			EBIT			BPA		
	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Adomos	7,03	15,28	24,70	-2,46	-0,62	0,99	-0,05	-0,01	0,02
Valo Théorique	0,17	0,33	0,55	ns	ns	0,22	ns	ns	0,22

Source : Factset, Infancials.com

En appliquant les ratios moyens 2021^e/2023^e à Adomos, nous obtenons par la méthode des comparaisons boursières une valorisation de 14,5 M€ soit 0,30 € par action sur la base d'un nombre d'actions tenant compte de la dilution liée au tirage de la 1^{ère} tranche du plan d'OCABSA.

Données financières

COMPTE DE RESULTAT (M€)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Chiffre d'affaires	4,74	5,95	7,54	7,45	9,34	7,13	7,03	15,28	24,70
Autres produits d'exploitations	0,70	1,39	0,92	1,62	1,89	0,75	0,26	0,31	0,37
Produits d'exploitations	5,44	7,33	8,45	9,07	11,23	7,89	7,28	15,59	25,07
Achats	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,90	4,48	7,96
Marge Brute	5,44	7,33	8,45	9,07	11,23	7,89	6,39	11,11	17,10
Charges Externes	2,28	3,19	3,67	3,52	5,09	4,61	3,59	5,77	9,03
Charges de personnel	1,00	1,14	1,12	1,26	1,22	1,12	1,34	1,61	1,93
Impôts et taxes	0,08	0,08	0,11	0,11	0,24	0,20	0,11	0,23	0,37
EBITDA	2,09	2,92	3,54	4,17	4,68	1,95	1,35	3,49	5,76
Amortissements	1,18	1,34	1,40	1,93	2,22	3,78	3,81	4,10	4,78
Dotations Provisions	0,09	0,06	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBIT	0,82	1,53	2,13	2,24	2,46	-1,82	-2,46	-0,62	0,99
Résultat financier	0,50	0,47	1,33	-0,07	-0,17	-0,13	-0,04	-0,05	-0,04
Résultat Exceptionnel	-0,08	0,00	0,02	0,00	0,03	-0,11	0,00	0,00	0,00
Impôts sur les bénéfices	0,00	0,00	0,22	0,18	0,37	0,00	0,00	0,00	0,00
Amortissements des survaleurs	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat net Part du Groupe	1,24	2,00	3,26	2,00	1,96	-2,07	-2,50	-0,66	0,95
Résultat net Corrigé Part du Groupe	1,24	2,00	3,26	2,00	1,96	-2,07	-2,50	-0,66	0,95
BILAN (M€)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Actif immobilisé	8,56	10,84	13,41	14,79	17,86	17,93	15,70	14,13	12,73
Stocks	0,49	1,00	1,04	4,32	4,54	2,22	3,38	3,95	6,03
Clients	2,36	2,47	2,81	2,38	1,98	1,93	1,64	3,56	5,35
Autres actifs courants	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Disponibilités et FCP	1,60	1,23	2,28	1,24	0,96	1,43	4,48	5,59	9,18
Impôts différés actifs	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
TOTAL ACTIF	13,01	15,54	19,54	22,73	25,34	23,50	25,19	27,24	33,29
Capitaux propres	10,92	12,91	16,26	15,85	17,80	15,74	13,24	12,58	13,53
Intérêts minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions	0,05	0,08	0,06	0,06	0,04	0,09	0,09	0,09	0,09
Dette financière Long Terme	0,13	0,11	0,04	2,76	3,52	4,17	9,51	10,24	13,09
Dette Financière Court Terme	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Fournisseurs	1,91	2,44	3,18	4,06	3,98	3,50	2,34	4,33	6,59
Autres Passifs Courants	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
TOTAL PASSIF	13,01	15,54	19,54	22,73	25,34	23,50	25,19	27,24	33,29
TABLEAU DE FINANCEMENT (M€)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Capacité d'autofinancement	2,01	2,92	4,67	3,94	4,18	1,71	1,31	3,44	5,72
Variation du BFR	-0,34	0,09	-0,36	1,97	-0,10	-1,90	2,03	0,51	1,61
Flux de trésorerie liés à l'activité	2,35	2,83	5,03	1,97	4,28	3,60	-0,72	2,93	4,11
Investissements	2,66	3,25	3,84	4,90	5,29	3,85	1,57	2,54	3,37
Cession	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Flux Investissements	2,66	3,25	3,84	4,90	5,29	3,85	1,57	2,54	3,37
Augmentation de capital	1,40	0,00	0,00	1,90	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Var Autres Fonds Propres	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Emprunts	0,00	0,00	0,00	0,00	0,73	0,65	5,34	0,72	2,85
Flux financement	1,40	0,00	0,00	1,90	0,73	0,65	5,34	0,72	2,85
Variation de trésorerie	1,09	-0,42	1,19	-1,03	-0,28	0,41	3,05	1,11	3,59
RATIOS	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
EBITDA/CA	44,1%	49,2%	47,0%	56,0%	50,1%	27,4%	19,2%	22,8%	23,3%
EBIT/CA	17,4%	25,7%	28,3%	30,1%	26,4%	-25,6%	-35,0%	-4,0%	4,0%
RN/CA	26,1%	33,6%	43,2%	26,9%	21,0%	-29,0%	-35,5%	-4,4%	3,8%
ROE (RN/Fonds propres)	11,3%	15,5%	20,0%	12,6%	11,0%	-13,2%	-18,8%	-5,3%	7,0%
ROCE (NOPAT/Capitaux employés)	6,3%	9,3%	10,9%	9,3%	8,7%	-7,1%	-9,6%	-2,6%	4,1%
Dettes nettes / Fonds propres (gearing)	-13,4%	-8,7%	-13,7%	9,6%	14,4%	17,5%	38,0%	37,0%	28,9%
FCF	-0,3	-0,4	1,2	-2,9	-1,0	-0,2	-2,3	0,4	0,7
FCF par action	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
BPA (en €)	0,05	0,08	0,11	0,07	0,07	-0,07	-0,05	-0,01	0,02
BPA Corrigé dilué (en €)	0,05	0,08	0,11	0,07	0,07	-0,07	-0,05	-0,01	0,02
Dividende par action (en €)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rendement net	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nombre d'actions dilué (M)	336,16	336,16	29,40	30,09	30,09	30,20	48,63	48,63	48,63

Estimations : GreenSome Finance

Système de recommandation

ACHAT	NEUTRE	VENDRE
Potentiel > +10%	-10% < Potentiel < +10%	Potentiel < -10%

Détection potentielle de conflits d'intérêts

Corporate Finance en cours ou réalisée durant les 12 derniers mois	Participation au capital de l'émetteur	Contrat de suivi avec l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité et / ou Animation de marché	Contrat d'apporteur de liquidité
NON	NON	OUI	OUI	NON	NON

Historique de publications sur 12 mois

DATE DE PUBLICATION	TYPE	OPINION	COURS	OBJECTIF DE COURS
26/03/2021	RN 2020	SOUS REVUE	0,321 €	SOUS REVUE
01/02/2021	CA 2020	SOUS REVUE	0,386 €	SOUS REVUE
30/09/2020	CA + RN S1	ACHAT	0,395 €	0,73 €
16/04/2020	RN 2019	SOUS REVUE	0,405 €	SOUS REVUE

Avertissements

Cette publication a été rédigée par GreenSome Finance. Elle est délivrée à titre informatif uniquement et ne constitue en aucun cas une sollicitation d'ordre d'achat ou de vente des valeurs mobilières qui y sont mentionnées.

L'information contenue dans cette publication ainsi que toutes les opinions qui y sont reprises, sont fondées sur des sources présumées fiables. Cependant GreenSome Finance ne garantit en aucune façon l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations et personne ne peut s'en prévaloir. Toutes les opinions, projections et/ou estimations contenues dans cette publication reflètent le jugement de GreenSome Finance à la date de celle-ci et peuvent être sujettes à modification sans notification.

Cette publication est destinée exclusivement à titre informatif aux investisseurs classés « professionnels » ou « contrepartie éligible » au sens de la directive MIF et qui sont supposés élaborer leur propre décision d'investissement sans se baser de manière inappropriée sur cette publication.

Si un particulier « non professionnel » venait à être en possession du présent document, il ne devra pas fonder son éventuelle décision d'investissement uniquement sur la base dudit document mais devra consulter ses propres conseils.

Les investisseurs doivent se faire leur propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière mentionnée dans cette publication en tenant compte des mérites et risques qui y sont attachés, de leur propre stratégie d'investissement et de leur situation légale, fiscale et financière.

Les performances historiques ne sont en aucun cas une garantie pour le futur.

Du fait de cette publication, ni GreenSome Finance, ni aucun de ses dirigeants ou de ses employés, ne peut être tenu responsable d'une quelconque décision d'investissement.

Conformément à la réglementation et afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts eu égard aux recommandations d'investissements, GreenSome Finance a établi et maintient opérationnelle une politique efficace de gestion des conflits d'intérêts. Le dispositif de gestion des conflits d'intérêts est destiné à prévenir, avec une certitude raisonnable, tout manquement aux principes et aux règles de bonne conduite professionnelle. Il est en permanence actualisé en fonction des évolutions réglementaires et de l'évolution de l'activité de GreenSome Finance. GreenSome Finance entend, en toutes circonstances, agir dans le respect de l'intégrité de marché et de la primauté de l'intérêt de ses clients. A cette fin, GreenSome Finance a mis en place une organisation par métier ainsi que des procédures communément appelées « Muraille de Chine » dont l'objet est de prévenir la circulation indue d'informations confidentielles, et des modalités administratives et organisationnelles assurant la transparence dans les situations susceptibles d'être perçues comme des situations de conflits d'intérêts par les investisseurs. Cette publication est, en ce qui concerne sa distribution au Royaume-Uni, uniquement destinée aux personnes considérées comme 'personnes autorisées ou exemptées' selon le 'Financial Services Act 1986' du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou auprès de personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du 'Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997' et n'est pas destinée à être distribuée ou communiquée, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. La distribution de cette publication dans d'autres juridictions peut être limitée par la législation applicable, et toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions.