

This research has been commissioned and paid for by the company and is deemed to constitute an acceptable minor non-monetary benefit as defined in MiFID II

MyHotelMatch

Préparation du lancement de l'application de Matching

Opinion	Buy
Upside (%)	997
Price (€)	0.60
Target Price (€)	6.56
Bloomberg Code	MHM FP
Market Cap (€M)	3.46
Enterprise Value (€th)	14,565
Momentum	NEGATIVE
Sustainability	2/10
Credit Risk	DDD→

Research Analysts

Christian Auzanneau

+33 (0) 1 70 61 10 50

hotelscatering@alphavalue.eu



Conflicts of interest

Corporate broking	No
Trading in corporate shares	No
Analyst ownership	No
Advice to corporate	No
Research paid for by corporate	No
Corporate access	No
Brokerage activity at AlphaValue	No
Client of AlphaValue Research	No
Research paid for by investor	Yes

PROS

- Facing Booking, Tripadvisor or Airbnb, MHM intervenes on the mature hotel market. It wants to build on two advantages: strengthening the customer & hotel experience, and the price competitiveness of its service
- On a market scale, the creation of the MHM platform requires little investment until the proof of concept (about €20-25m by 2025)
- Very high risk project, therefore with related leverage and expected return

CONS

- The financing structure of the project, as well as the valuation, remain dependent on significant subsequent fundraising at the scale of the company
- In its first stage (development of the application, deployment), the model requires high fixed costs, with significant operational losses
- The speed of development, and therefore of revenue and the achievement of the operational break-even point, is highly dependent on a double effect of proliferation: reference hoteliers and client-matchers

KEY DATA	12/21A	12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Adjusted P/E (x)	ns	-19.8	-7.98	-0.50	-0.82
Dividend yield (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA(R) (x)	-41.6	-16.5	-7.88	-1.92	-4.06
Adjusted EPS (€)	-0.05	-0.12	-0.24	-1.20	-0.73
Growth in EPS (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Dividend (€)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Sales (€th)	0.00	7,753	13,800	15,780	19,569
EBIT margin (%)	ns	-15.4	-14.8	-48.2	-24.8
Attributable net profit (€th)	-15.0	-705	-1,399	-6,949	-4,211
ROE (after tax) (%)	0.29	39.6	56.8	126	49.2
Gearing (%)					

Detailed financials at the end of this report

Key Ratios		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Adjusted P/E	x	-19.8	-7.98	-0.50	-0.82
EV/EBITDA	x	-16.5	-7.88	-1.92	-4.06
P/Book	x	-204	-1.34	-0.57	-0.32
Dividend yield	%	0.00	0.00	0.00	0.00
Free Cash Flow Yield	%	-21.6	-76.0	-228	-149
ROE (after tax)	%	39.6	56.8	126	49.2
ROCE	%	-28.3	-32.8	-114	-69.1
Net debt/EBITDA	x	-3.14	-4.49	-1.39	-3.21

Consolidated P&L		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Sales	€th	7,753	13,800	15,780	19,569
EBITDA	€th	-567	-2,048	-7,598	-4,860
Underlying operating profit	€th	-567	-2,048	-7,598	-4,860
Operating profit (EBIT)	€th	-657	-2,049	-7,599	-4,861
Net financial expenses	€th	285	-0.01	-0.01	-0.01
Pre-tax profit before exceptional items	€th	-372	-2,049	-7,599	-4,861
Corporate tax	€th	-55.0	0.00	0.00	0.00
Attributable net profit	€th	-705	-1,399	-6,949	-4,211
Adjusted attributable net profit	€th	-705	-1,399	-6,949	-4,211

Cashflow Statement		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Total operating cash flows	€th	-1,284	-4,685	-7,598	-4,860
Capital expenditure	€th	-588	-300	-300	-300
Total investment flows	€th	-588	-300	-300	-300
Dividends (parent company)	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
New shareholders' equity	€th	4,496	778	5,569	0.00
Total financial flows	€th	3,997	317	9,517	2,150
Change in net debt position	€th	2,624	-7,413	-1,381	-5,010
Free cash flow (pre div.)	€th	-1,587	-4,985	-7,898	-5,160

Balance Sheet		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Goodwill	€th	1,518	1,818	2,118	2,418
Total intangible	€th	1,518	1,818	2,118	2,418
Tangible fixed assets	€th	154	153	152	151
Right-of-use	€th	1.00	1.00	1.00	1.00
WCR	€th	-52.0	2,585	2,585	2,585
Total assets (net of short term liabilities)	€th	1,745	4,681	4,980	5,279
Ordinary shareholders' equity (group share)	€th	-36.0	-4,892	-6,125	-10,986
Provisions for pensions	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Net debt / (cash)	€th	1,783	9,196	10,578	15,588
Total liabilities and shareholders' equity	€th	1,745	4,681	4,980	5,279
Gross Cash	€th	1,350	-3,318	-1,699	-4,709

Per Share Data		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Adjusted EPS (bfr goodwill amort. & dil.)	€	-0.12	-0.24	-1.20	-0.73
Net dividend per share	€	0.00	0.00	0.00	0.00
Free cash flow per share	€	-0.27	-0.86	-1.36	-0.89
Book value per share	€	-0.01	-1.44	-1.06	-1.90
Number of diluted shares (average)	Th	5,789	5,789	5,789	5,789

Contents

Businesses & Trends.....	4
Money Making.....	9
Valuation.....	15
DCF.....	18
NAV/SOTP.....	19
Debt.....	20
Worth Knowing.....	23
Sustainability.....	25
Governance & Management.....	26
Environment.....	28
Social.....	30
Staff & Pension matters.....	32
Updates.....	33
Target Price & Opinion.....	36
Graphics.....	37
Financials.....	40
Methodology.....	48

Businesses & Trends

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.

The advertisement features a dark blue background with a smartphone on the right side. The phone screen displays the MyHotelMatch app interface with three main sections: 'Personalised benefits' (with a person icon), 'Use anywhere' (with a globe icon), and 'You control the data' (with a lock icon). The text on the phone screen reads: '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.'; and 'You control the data'. To the left of the phone, the text 'Match and book Hotels through the principle of online dating' is written in white. At the bottom left, the MyHotelMatch logo is displayed.

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.

Divisional Breakdown Of Revenues

Sector	12/22A	12/23E	12/24E	12/25E	Change 23E/22		Change 24E/23E	
					€th	of % total	€th	of % total
Total sales	7,753	13,800	15,780	19,569	6,047 ↑	100%	1,980 ↑	100%
Rents Property	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0%	0	0%
Property development Property	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0%	0	0%
Concierge Business Travel Services	7,753	13,800	14,352	14,926	6,047	100%	552	28%
Matching Internet Platform Travel Services	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%

Key Exposures

	Revenues	Costs	Equity
Dollar	0.0%	0.0%	0.0%
Emerging currencies	0.0%	0.0%	0.0%
Euro	100.0%	100.0%	100.0%
Long-term global warming	0.0%	0.0%	0.0%

Sales By Geography

France	100.0%
--------	--------

We address exposures (eg. how much of the turnover is exposed to the \$) rather than sensitivities (say, how much a 5% move in the \$ affects the bottom line). This is to make comparisons easier and provides useful tools when extracting relevant data. Actually, the subject is rather complex on the ground. The default position is one of an investor managing in €. An investor in £ will obviously not react to a £ based stock trading partly in € as would a € based investor. In addition, certain circumstances can prove difficult to unravel such as for eg. a € based investor confronted to a Swiss company reporting in \$ but with a quote in CHF... Sales exposure is probably straightforward but one has to be careful with deep cyclicals. Costs exposure is a bit less easy to determine (we do not allow for hedges as they can only be postponing the day of reckoning). How much of the equity is exposed to a given subject is rarely straightforward but can be quite telling. In addition, subjects are frequently intertwined. A \$ exposure may encompass all revenues in \$ pegged currencies and an emerging currency exposure is likely to include \$ pegged currencies as well. Exposure to global warming issues is frequently indirect and may require to stretch a bit imagination.

Money Making

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 nutés 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 nutés 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%
Nutés 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.

Divisional EBIT

	12/22A	12/23E	12/24E	12/25E	Change 23E/22		Change 24E/23E	
					€th	of % total	€th	of % 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%		

Divisional EBIT margin

	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%

Valuation

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 désirent 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).

Valuation Summary

Benchmarks	Values (€)	Upside	Weight
NAV/SOTP per share	5.70	853%	75%
DCF	9.13	1,427%	25%
Target Price	6.56	997%	

Comparison based valuation

Computed on 18 month forecasts

Peers ratios
MyHotelMatch's ratios
Premium
Default comparison based valuation (€)
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 Valuation Per Share

WACC	%	11.1	Avg net debt (cash) at book value	€th	9,887
PV of cashflow FY1-FY11	€th	3,740	Provisions	€th	0.00
FY11CF	€th	16,275	Unrecognised actuarial losses (gains)	€th	0.00
Normalised long-term growth "g"	%	2.00	Financial assets at market price	€th	0.00
Sustainability "g"	%	1.60	Minorities interests (fair value)	€th	377
Terminal value	€th	170,687	Equity value	€th	52,864
PV terminal value	€th	59,388	Number of shares	Th	5,789
PV terminal value in % of total value	%	94.1	Implied equity value per share	€	9.13
Total PV	€th	63,128	Sustainability impact on DCF	%	-4.69

Assessing The Cost Of Capital

Synthetic default risk free rate	%	3.50	Company debt spread	bp	700
Target equity risk premium	%	5.00	Marginal Company cost of debt	%	10.5
Tax advantage of debt finance (normalised)	%	25.0	Company beta (leveraged)	x	3.00
Average debt maturity	Year	5	Company gearing at market value	%	266
Sector asset beta	x	2.10 ⁽¹⁾	Company market gearing	%	72.7
Debt beta	x	1.40	Required return on geared equity	%	18.5
Market capitalisation	€th	3,462	Cost of debt	%	7.88
Net debt (cash) at book value	€th	9,196	Cost of ungeared equity	%	14.0
Net debt (cash) at market value	€th	7,821	WACC	%	11.1

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

DCF Calculation

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E	12/26E	Growth	12/27E	12/33E
Sales	€th	7,753	13,800	15,780	19,569	23,880	5.00%	25,074	33,602
EBITDA	€th	-567	-2,048	-7,598	-4,860	-2,122	3.50%	-2,196	-2,700
EBITDA Margin	%	-7.31	-14.8	-48.1	-24.8	-8.89		-8.76	-8.03
Change in WCR	€th	-1,250	-2,637	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00
Total operating cash flows (pre tax)	€th	-1,229	-4,685	-7,598	-4,860	-2,122		-2,196	-2,700
Corporate tax	€th	-55.0	0.00	0.00	0.00	0.00	3.00%	0.00	0.00
Net tax shield	€th	71.3	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00
Capital expenditure	€th	-588	-300	-300	-300	-300	2.00%	-306	-345
Capex/Sales	%	-7.58	-2.17	-1.90	-1.53	-1.26		-1.22	-1.03
Pre financing costs FCF (for DCF purposes)	€th	-1,801	-4,985	-7,898	-5,160	-2,422		-2,502	-3,044
Various add backs (incl. R&D, etc.) for DCF purposes	€th		9,392 ⁽²⁾	650	650	650		3,479	19,000
Free cash flow adjusted	€th	-1,801	4,407	-7,248	-4,510	-1,772		977	15,956
Discounted free cash flows	€th	-1,801	4,407	-6,522	-3,652	-1,291		641	5,552
Invested capital	€	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

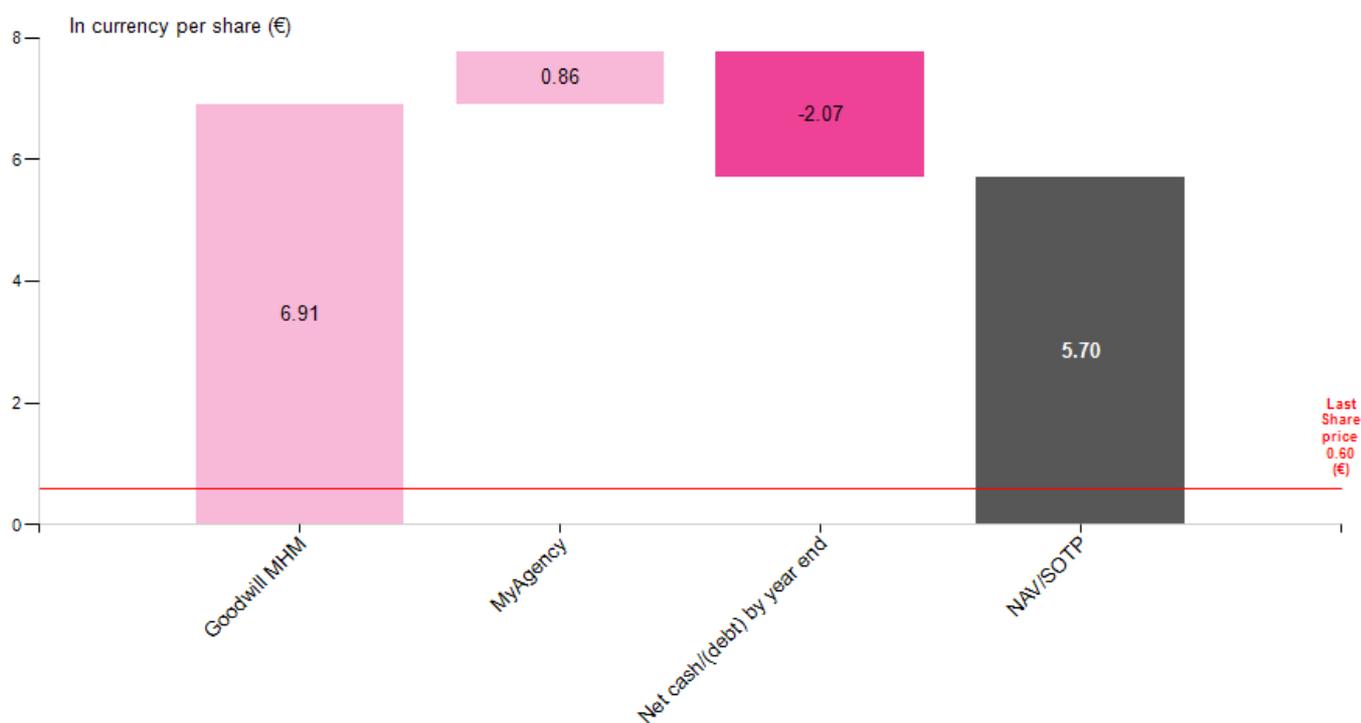
NAV/SOTP Calculation

	% owned	Valuation technique	Multiple used	Valuation at 100% (€th)	Stake valuation (€th)	In currency per share (€)	% of gross assets
Goodwill MHM	100%	AlphaValue valuation		40,000	40,000	6.91	88.9%
MyAgency	100%	GAV		5,000	5,000	0.86	11.1%
Other					0.00	0.00	0.00%
Total gross assets					45,000	7.77	100%
Net cash/(debt) by year end					-12,000 ⁽¹⁾	-2.07	-26.7%
Commitments to pay							
Commitments received					⁽²⁾		
NAV/SOTP					33,000	5.70	73.3%
Number of shares net of treasury shares - year end (Th)					5,789 ⁽³⁾		
NAV/SOTP per share (€)						5.70	
Current discount to NAV/SOTP (%)						89.5	

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



Debt

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

Funding - Liquidity

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
EBITDA	€th	-567	-2,048	-7,598	-4,860
Funds from operations (FFO)	€th	-34.0	-2,048	-7,598	-4,860
Ordinary shareholders' equity	€th	-36.0	-4,892	-6,125	-10,986
Gross debt	€th	3,133	5,879	8,879	10,879
+ Gross Cash	€th	1,350	-3,318	-1,699	-4,709
= Net debt / (cash)	€th	1,783	9,196	10,578	15,588
Undrawn committed financing facilities	€th	0.00 ⁽³⁾	0.00 ⁽³⁾	0.00	0.00
Gearing (at book value)	%				
Equity/Total asset (%)	%	-2.06	-105	-123	-208
Adj. Net debt/EBITDA(R)	x	-3.14	-4.49	-1.39	-3.21
Adjusted Gross Debt/EBITDA(R)	x	-5.53	-2.87	-1.17	-2.24
Adj. gross debt/(Adj. gross debt+Equity)	%	101	596	322	-10,139
Ebit cover	x	1.99	-204,800	-759,792	-486,017
FFO/Gross Debt	%	-1.09	-34.8	-85.6	-44.7
FFO/Net debt	%	-1.91	-22.3	-71.8	-31.2
FCF/Adj. gross debt (%)	%	-50.6	-84.8	-89.0	-47.4
(Gross cash+ "cash" FCF+undrawn)/ST debt	x	-0.11	-1.41	-1.08	-0.91
"Cash" FCF/ST debt	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.

Worth Knowing

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.

Shareholders

Name	% owned	Of which % voting rights	Of which % free to float
OTT Heritage	28.9%	28.9%	0.00%
FIPP	11.3%	11.3%	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%
Apparent free float			25.5%

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.

Sustainability score

Sustainability is made of analytical items contributing to the E, the S and the G, that can be highlighted as sustainability precursors and can be combined in an intellectually acceptable way. This is the only scale made available

	Score	Weight
Governance		
Independent directors rate	3/10	25%
Board geographic diversity	5/10	20%
Chairman vs. Executive split	✘	5%
Environment		
CO ² Emission	1/10	25%
Water withdrawal	1/10	10%
Social		
Wage dispersion trend	0/10	5%
Job satisfaction	0/10	5%
Internal communication	10/10	5%
Sustainability score		2.5/10 100%

Governance & 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 MyConcierge (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.

Governance score

Company (Sector)

5.0 (6.5)

Independent board

No

Parameters	Company	Sector	Score	Weight
Number of board members	8	10	8/10	5.0%
Board feminization (%)	25	36	5/10	5.0%
Board domestic density (%)	75	58	5/10	10.0%
Average age of board's members	53	57	9/10	5.0%
Type of company : Small cap, controlled			4/10	10.0%
Independent directors rate	25	43	3/10	20.0%
One share, one vote			✓	10.0%
Chairman vs. Executive split			✗	0.0%
Chairman not ex executive			✗	5.0%
Full disclosure on mgt pay			✗	5.0%
Disclosure of performance anchor for bonus trigger			✗	5.0%
Compensation committee reporting to board of directors			✗	5.0%
Straightforward, clean by-laws			✓	15.0%
Governance score			5.0/10	100.0%

Management

Name	Function	Birth date	Date in	Date out	Compensation, in k€ (year)	
					Cash	Equity linked
Yves ABITBOL	M CEO	1964	2023		(2022)	(2022)
David STYBR	M Partner		2022		(2022)	(2022)
Nicolas TOMMASINI	M Partner	1971	2022		(2022)	(2022)
Jean-François OTT	M Chairman	1965	2021		0.00 (2022)	0.00 (2022)
Laurence CHOPARD	F CFO		2022		(2022)	(2022)
COUILLEC YOANN	M CTO	1988	2022		(2022)	(2022)
Rebecca CHAUSSAT	F Senior Executive		2022		(2022)	(2022)
Fabrice MARTIN-ASTRE	M Executive Officer		2022		(2022)	(2022)

Board of Directors

Name	Indep.	Function	Completion of current mandate	Birth date	Date in	Date out	Fees / indemnity, in k€ (year)	Value of holding, in k€ (year)
Yves ABITBOL	M ✗	Member	2026	1964	2022	(2022)	275 (2022)	
Auriane DE CASTELNAU	F ✓	Member	2029	1992	2023			
Alain DUMENIL	M ✗	Member	2026	1949	2012	0.00 (2022)	684 (2022)	
Charlotte GAUTHIER	F ✗	Member	2028	1994	2022	0.00 (2022)	400 (2022)	
Stefan RADSTROM	M ✗	Member	2028	1970	2022	0.00 (2022)	(2022)	
Joël RUBINO	M ✓	Member	2029	1959	2023	0.00 (2022)	(2022)	
Brad TAYLOR	M ✗	Member	2024	1973	2022	0.00 (2022)	(2022)	

Environment

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.

Environmental score

Data sets evaluated as trends on rolling calendar, made sector relative

Parameters	Score	Sector	Weight
CO ² Emission	1/10	5/10	30%
Water withdrawal	1/10	3/10	30%
Energy	1/10	4/10	25%
Waste	2/10	3/10	15%
Environmental score	1.2		100%

Company (Sector)

1.2 (3,8)

Environmental metrics

	2021	Company			Sector
		2022	2023	2024	2022
Energy (GJ) per €m in capital employed	n/a	n/a			299
	1.9	1.2	1.2	1.2	4.1
Tons waste generated per €m in capital employed	n/a	n/a			5
Cubic meter water withdrawal per €m in capital employed	n/a	n/a			460

Sector figures

Company	Country	Environment score	Energy (total, in GJ)	CO2 Emissions (in tons)	Water Withdrawal (in m3)	Waste (total, (in tons)
Entain		10/10	455,248	30,409	117,807	4,624
MyHotelMatch		1/10	n/a		n/a	n/a

La Française des Jeux		9/10	73,945	2,071	14,627	
Kindred Group		4/10	22,946	1,324		
HomeToGo SE		4/10		394		
AccorHotels		2/10	27,468,000	2,928,000	35,000,000	260,000
Compass		6/10	2,072,862	146,807		
OPAP		10/10	40,748	3,901	64,669	1,455
Sodexo		8/10	1,841,940	104,184	3,411,298	
TUI Group		1/10	80,395,222	5,664,960		
Intercontinental Hotels Group		1/10	48,393,234	2,482,807	114,436,601	633,357
Whitbread		9/10	2,454,980	138,942	5,744,000	45,228
Mitchells & Butlers		5/10	2,749,380	152,949		
NH Hotel Group		8/10	1,940,802	88,816	3,505,320	341
Flutter Entertainment		6/10	37,346	8,708	n/a	n/a
Melia Hotels International		5/10	3,560,210	303,152	16,654,260	31,734
J D Wetherspoon		4/10	1,617,932	114,883		
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

Company (Sector)

2.9 (6.1)

Quantitative metrics (67%)

Set of staff related numerical metrics available in AlphaValue proprietary modelling aimed at ranking on social/HR matters

Parameters	Score	Weight
Staffing Trend	4/10	20%
Average wage trend	1/10	35%
Share of added value taken up by staff cost	1/10	25%
Share of added value taken up by taxes	1/10	20%
Wage dispersion trend	0/10	0%
Pension bonus (0 or 1)	0	
Quantitative score	1.6/10	100%

Qualitative metrics (33%)

Set of listed qualitative criterias and for the analyst to tick

Parameters	Score	Weight
Accidents at work	10/10	25%
Human resources development	6/10	35%
Pay	0/10	20%
Job satisfaction	0/10	10%
Internal communication	10/10	10%
Qualitative score	5.6/10	100%

AlphaValue analysts tick boxes on essential components of the social/HR corporate life. Decision about ticking Yes or No is very much an assessment that combines the corporate's communication on relevant issue and the analyst's better judgment from experience.

Qualitative score

Parameters	Yes  / No 	Weight
Accidents at work		25%
Set targets for work safety on all group sites?		10.0%
Are accidents at work declining?		15.0%
Human resources development		35%
Are competences required to meet medium term targets identified?		3.5%
Is there a medium term (2 to 5 years) recruitment plan?		3.5%
Is there a training strategy tuned to the company objectives?		3.5%
Are employees trained for tomorrow's objectives?		3.5%
Can all employees have access to training?		3.5%
Has the corporate avoided large restructuring lay-offs over the last year to date?		3.5%
Have key competences stayed?		3.5%
Are managers given managerial objectives?		3.5%
If yes, are managerial results a deciding factor when assessing compensation level?		3.5%
Is mobility encouraged between operating units of the group?		3.5%
Pay		20%
Is there a compensation committee?		6.0%
Is employees' performance combining group AND individual performance?		14.0%
Job satisfaction		10%
Is there a measure of job satisfaction?		3.3%
Can anyone participate ?		3.4%
Are there action plans to prop up employees' morale?		3.3%
Internal communication		10%
Are strategy and objectives made available to every employee?		10.0%
Qualitative score	5.6/10	100.0%

Staff & Pension matters

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.

Recent updates

27/02/2024

Preliminary results for 2023. The App is moving forward.

Earnings/sales releases

MHM has given an update on the development of its Matching application. It has also published preliminary results for 2023 in line with our estimates.

Fact

- MyAgency, the Concierge segment of MHM (MyAgency), will have generated €12m in revenue over 2023 and c€0.7m in EBIT.
- Work on the Matching application continues with successive upgrades.
- MHM expects to be ready by the end of 2024 to welcome an acceleration in revenues from the App in 2025.

Analysis

MyAgency

MyAgency's revenues were down at €12m compared with €13m in 2022 (of which €7.8m consolidated in 2022 given the date of integration). After very strong growth of 37% in H1 23 driven by buoyant tourism in Europe and France, business declined by around 35% in H2 23, mainly due to events in the Middle East, which prompted customers to cancel their end-of-year holidays. Prior to these events, MyAgency was expecting strong growth in H2 23. The second half of the year is traditionally important for MyAgency's business.

This resulted in revenue of €12m for the full year 2023, compared with the €13.8m forecast, which transparently reflected a decline in revenue of just 11% in H2 23.

However, the impact on the profitability of this business remained limited, with 2023 EBIT at around €0.7m (c.€0.3m in H1 23), compared with the €0.6m EBIT we had been expecting thanks to highly effective cost control and a positive pricing effect. Note that the EBIT in this segment was c.€0.6m in 2022 and H1 23 recorded a performance of c.€0.4m better than in the H1 22. A portion of the lead taken in H1 23 was therefore given back, but this division remains profitable.

MHM does not provide more detailed profitability metrics or guidance for 2024. The audited accounts will be published in April.

The above figures should be understood as the profitability of the MyAgency division. To arrive at the consolidated result, it will be necessary to deduct the costs of developing the application (c.€1m in 2023) and miscellaneous items, which weighed in at €1m in 2022, for example.

Matching application

The commercial launch took place at the end of 2023 after 18 months of development. The application can be downloaded and is operational. MHM is continuing to make improvements to make the application more effective and provide it with the optimum conditions for wider deployment. This roll-out will remain dependent on a significant viral effect, in our opinion.

The investment made in 2023 was in the region of €1m, i.e. lower than our estimates already revised last year. At consolidated level, the cash burn is therefore under control and remains largely financed by the profitability of the MyAgency business. MHM has also indicated that 40% of this investment can be recouped via the French Research Tax Credit (tax refund).

The roadmap is for a significant acceleration for this product by 2024, with a number of upgrades that should raise the product's quality standard to a level in line with customer expectations. This is a prerequisite for more sustained commercial development. For the moment, the number of downloads recorded since the launch only represents the results of a "test+" phase. The number of hotels referenced in the application, i.e. 800 units, will be increased to almost 2,000 in the next few days. The products will therefore soon be fully off the shelf, and MHM indicates that the application as a whole will reach full maturity by the end of 2024.

Our current estimates reflect: i/ a business volume of €1.4m in 2024, before accelerating in 2025 and ii/ a breakeven point that is unlikely to be reached before 2027 for this business line. These estimates are dependent on the critical milestone of 2025 being reached, with a download rate for the application that is sufficient to generate much higher revenues.

Financing

To tackle a \$128bn market (luxury travel), MHM can count in the short term on its own resources (EBIT MyAgency) and the benefit of the Research Tax Credit. The press release does not provide any balance sheet information at this stage. There are still €8m in warrants that can be exercised between now and the end of 2024. These warrants are currently very much out of the money. Their exercise would have a highly accretive impact on MHM's current share price.

Impact

The 2023 financial year was in line with our expectations for MyAgency's profitability, and does not require any changes to our estimates. The consolidated financial statements will be published in April.

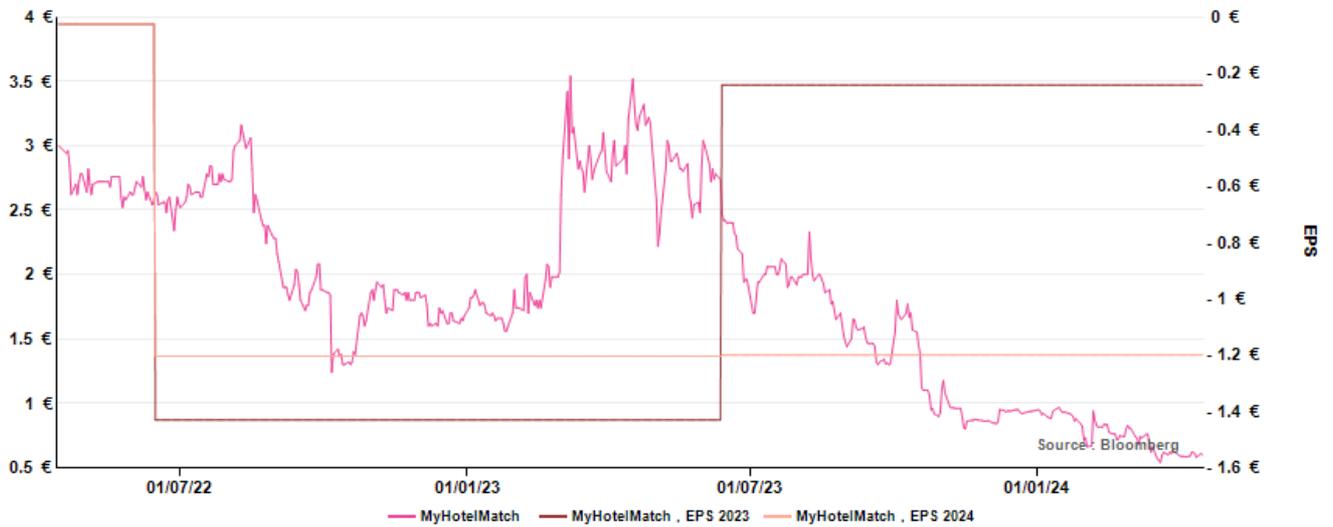
Our estimates continue to reflect a substantial marketing budget for 2023-25. It appears that the related expenditure was virtually nil in 2023 and should remain low in 2024, which should enable the Group to report a net loss well below our expectation for 2023-24 (current expectation of an accrued €10m before tax and minority interests). The marketing budget that will accompany the acceleration of the commercialisation of the application in 2025 has not been specified at this stage.

MHM continues to move forward and is rolling out its roadmap. We can now assume that 2025 will be the decisive year for its application. In 2024, the Group's balance sheet should remain under control, thanks in particular to the support of its reference shareholder, Mr Ott.

Stock Price and Target Price



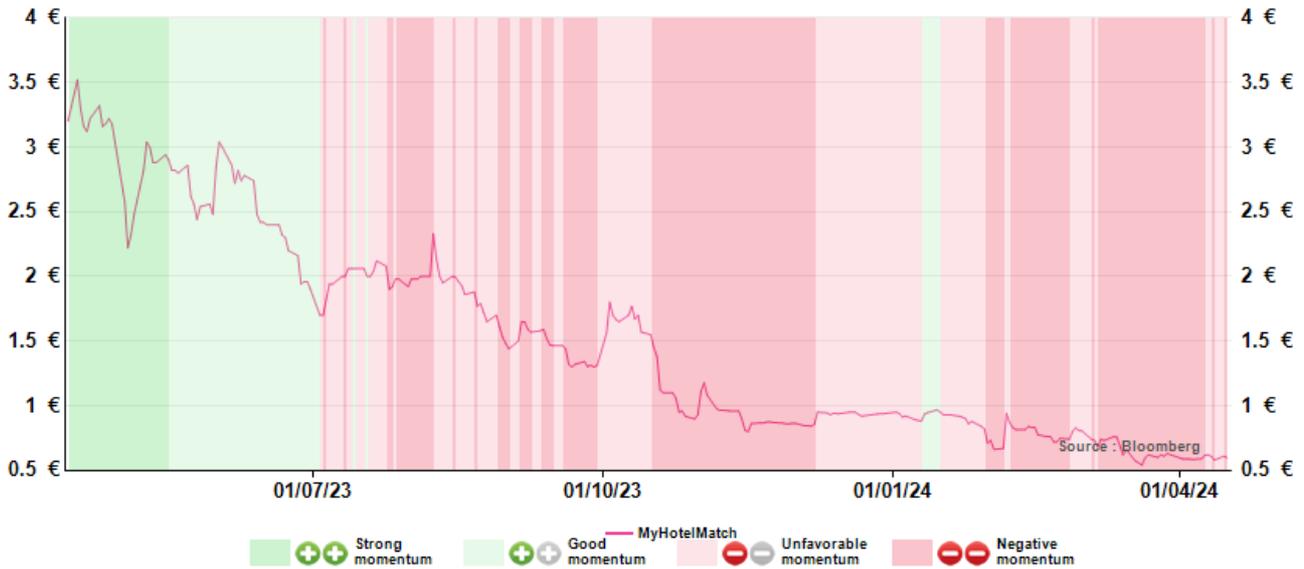
Earnings Per Share & Opinion



MyHotelMatch : Opinion



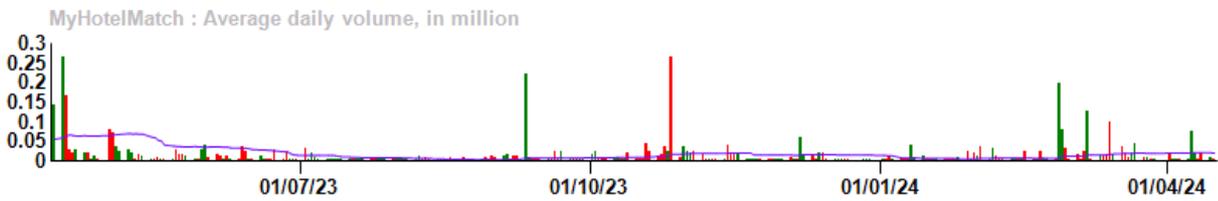
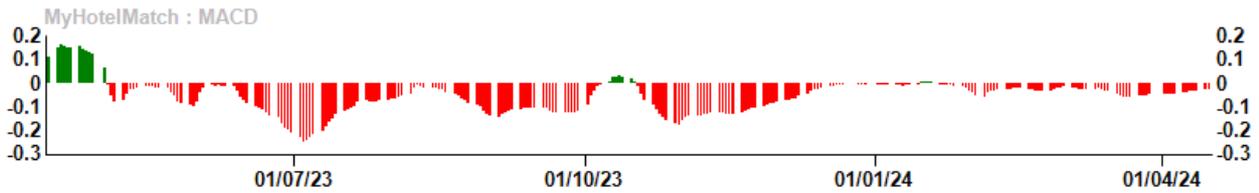
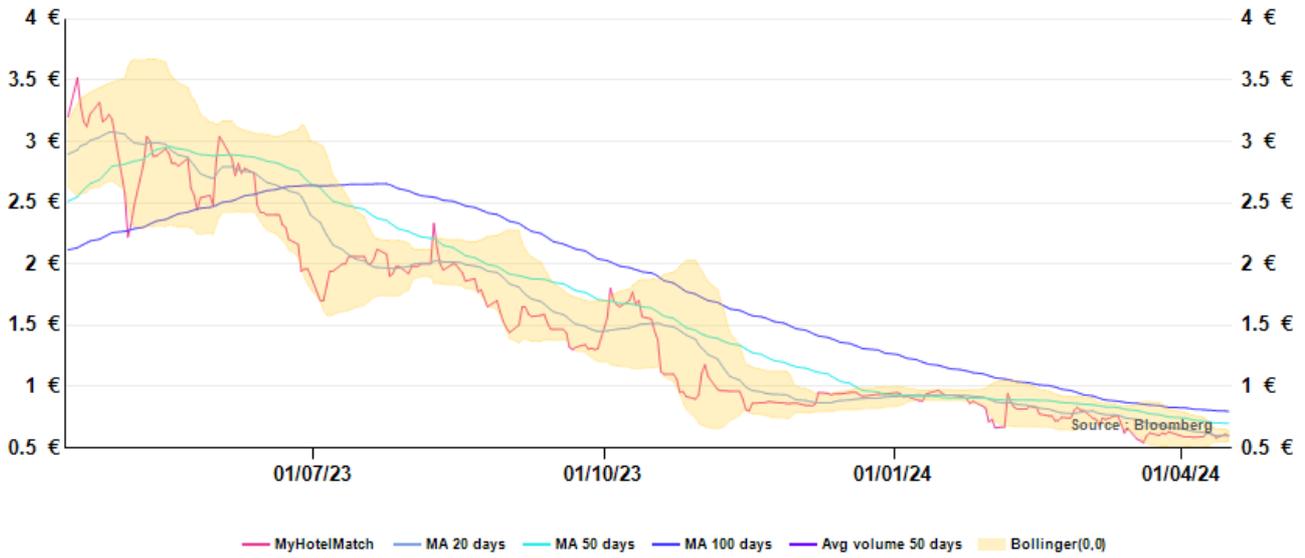
Momentum



Momentum analysis consists in evaluating the stock market trend of a given financial instrument, based on the analysis of its trading flows. The main indicators used in our momentum tool are simple moving averages over three time frames: short term (20 trading days), medium term (50 days) and long term (150 days). The positioning of these moving averages relative to each other gives us the direction of the flows over these time frames. For example, if the short and medium-term moving averages are above the long-term moving average, this suggests an uptrend which will need to be confirmed. Attention is also paid to the latest stock price relative to the three moving averages (advance indicator) as well as to the trend in these three moving averages - downtrend, neutral, uptrend - which is more of a lagging indicator. The trend indications derived from the flows through moving averages and stock prices must be confirmed against trading volumes in order to confirm the signal. This is provided by a calculation based on the average increase in volumes over ten weeks together with a buy/sell volume ratio.

-  : Strong momentum corresponding to a continuous and overall positive moving average trend confirmed by volumes
-  : Relatively good momentum corresponding to a positively-oriented moving average, but offset by an overbought pattern or lack of confirmation from volumes
-  : Relatively unfavorable momentum with a neutral or negative moving average trend, but offset by an oversold pattern or lack of confirmation from volumes
-  : Strongly negative momentum corresponding to a continuous and overall negative moving average trend confirmed by volumes

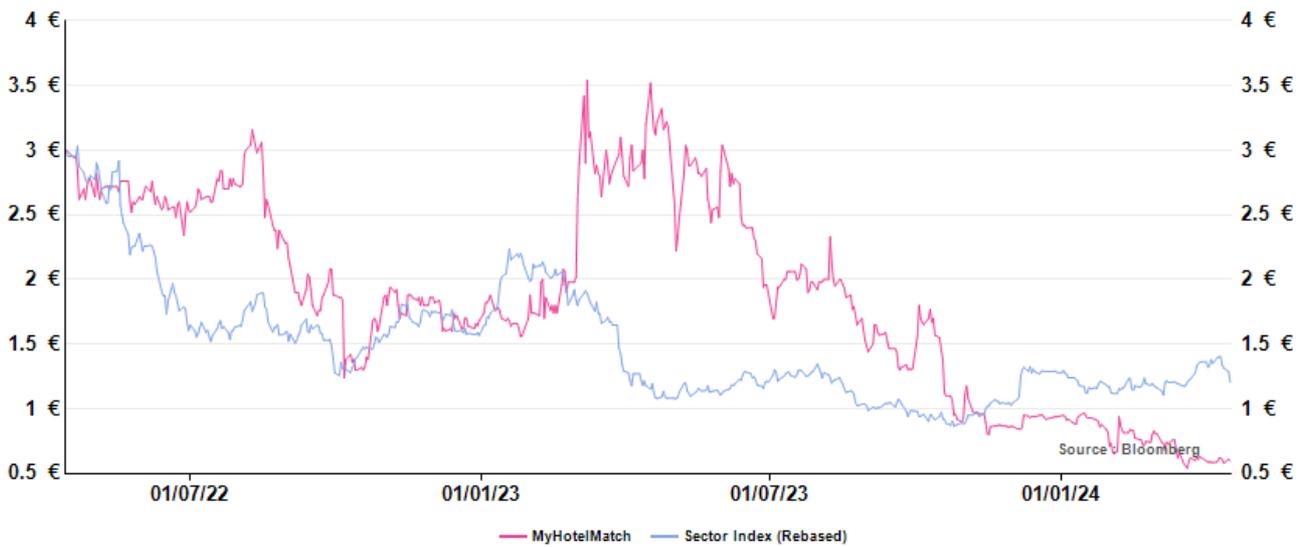
Moving Average MACD & Volume



Euro sensitivity



Sector Hotel, Catering & Leisure



Detailed Financials

Valuation Key Data		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Adjusted P/E	x	-19.8	-7.98	-0.50	-0.82
Reported P/E	x	-10.4	-4.69	-0.50	-0.82
EV/EBITDA(R)	x	-16.5	-7.88	-1.92	-4.06
EV/EBIT	x	-16.5	-7.88	-1.92	-4.06
EV/Sales	x	1.21	1.17	0.92	1.01
P/Book	x	-204	-1.34	-0.57	-0.32
Dividend yield	%	0.00	0.00	0.00	0.00
<i>Free cash flow yield</i>	%	-21.6	-76.0	-228	-149
Average stock price	€	2.41	1.93	0.60	0.60

Consolidated P&L

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Sales	€th	7,753	13,800	15,780	19,569
<i>Sales growth</i>	%	ns	78.0	14.3	24.0
<i>Sales per employee</i>	€th	235	383	395	466
Purchases and external costs (incl. IT)	€th	-8,320	-15,848	-23,378	-24,429
Staff costs	€th	-1,207	-1,500	-1,523	-1,545
Operating lease payments	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Cost of sales/COGS (indicative)	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA	€th	-567	-2,048	-7,598	-4,860
EBITDA(R)	€th	-567	-2,048	-7,598	-4,860
<i>EBITDA(R) margin</i>	%	-7.31	-14.8	-48.1	-24.8
<i>EBITDA(R) per employee</i>	€th	-17.2	-56.9	-190	-116
Depreciation	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
<i>Depreciations/Sales</i>	%	0.00	0.00	0.00	0.00
Amortisation	€th	0.00 ⁽⁴⁾	0.00 ⁽⁴⁾	0.00 ⁽⁴⁾	0.00 ⁽⁵⁾
Underlying operating profit	€th	-567	-2,048	-7,598	-4,860
<i>Underlying operating margin</i>	%	-7.31	-14.8	-48.1	-24.8
Other income/expense (cash)	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Other inc./ exp. (non cash; incl. assets revaluation)	€th	-90.0	-1.00	-1.00	-1.00
Mark to market on various operation-related hedges	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Earnings from joint venture(s)	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
<i>Actual dividends from Jvs</i>	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
<i>Actual accrued cash flows from JV</i>	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Impairment charges/goodwill amortisation	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Operating profit (EBIT)	€th	-657	-2,049	-7,599	-4,861
Interest expenses	€th	-12.0	-0.01 ⁽⁶⁾	-0.01	-0.01
<i>of which effectively paid cash interest expenses</i>	€th	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
Financial income	€th	297	0.00	0.00	0.00
Other financial income (expense)	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Net financial expenses	€th	285	-0.01	-0.01	-0.01
<i>of which related to pensions</i>	€th		0.00	0.00	0.00
Pre-tax profit before exceptional items	€th	-372	-2,049	-7,599	-4,861
Exceptional items and other (before taxes)	€th	-143	800 ⁽⁷⁾	800 ⁽⁷⁾	800 ⁽⁷⁾
<i>of which cash (cost) from exceptionals</i>	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Current tax	€th	-55.0	0.00	0.00	0.00
Impact of tax loss carry forward	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Deferred tax	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Corporate tax	€th	-55.0	0.00	0.00	0.00
<i>Tax rate</i>	%	-14.8	0.00	0.00	0.00
Net margin	%	-5.51	-14.8	-48.2	-24.8
Equity associates	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
<i>Actual dividends received from equity holdings</i>	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Minority interests	€th	-135	-150	-150	-150
<i>Actual dividends paid out to minorities</i>	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Income from discontinued operations	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Attributable net profit	€th	-705	-1,399	-6,949	-4,211
Impairment charges/goodwill amortisation	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Other adjustments	€th	0.00 ⁽⁸⁾	0.00 ⁽⁸⁾	0.00 ⁽⁸⁾	0.00 ⁽⁹⁾
Adjusted attributable net profit	€th	-705	-1,399	-6,949	-4,211
Interest expense savings	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Fully diluted adjusted attr. net profit	€th	-705	-1,399	-6,949	-4,211
NOPAT	€th	-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.

Cashflow Statement

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
EBITDA	€th	-567	-2,048	-7,598	-4,860
Change in WCR	€th	-1,250 ⁽¹⁰⁾	-2,637	0.00	0.00
<i>of which (increases)/decr. in receivables</i>	€th	-3,469	0.00	0.00	0.00
<i>of which (increases)/decr. in inventories</i>	€th		0.00	0.00	0.00
<i>of which increases/(decr.) in payables</i>	€th	2,219	-2,637	0.00	0.00
<i>of which increases/(decr.) in other curr. liab.</i>	€th		0.00	0.00	0.00
Actual dividends received from equity holdings	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Paid taxes	€th	-55.0	0.00	0.00	0.00
Exceptional items	€th	588	0.00	0.00	0.00
Other operating cash flows	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Total operating cash flows	€th	-1,284	-4,685	-7,598	-4,860
Capital expenditure	€th	-588	-300	-300	-300
<i>Capex as a % of depreciation & amort.</i>	%	58,800,000	30,000,100	30,000,100	30,000,100
Net investments in shares	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Other investment flows	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Total investment flows	€th	-588	-300	-300	-300
Net interest expense	€th	285	-0.01	-0.01	-0.01
<i>of which cash interest expense</i>	€th	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
Dividends (parent company)	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Dividends to minorities interests	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
New shareholders' equity	€th	4,496	778 ⁽¹¹⁾	5,569	0.00
<i>of which (acquisition) release of treasury shares</i>	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Change in gross debt	€th	-499	2,746	3,000	2,000
Other financial flows	€th	0.00	-3,206 ⁽¹²⁾	948	150
Total financial flows	€th	3,997	317	9,517	2,150
Change in scope of consolidation, exchange rates & other	€th	0.00	0.00 ⁽¹³⁾	0.00 ⁽¹³⁾	0.00 ⁽¹³⁾
Change in cash position	€th	2,125	-4,668	1,619	-3,010
Change in net debt position	€th	2,624	-7,413	-1,381	-5,010
Free cash flow (pre div.)	€th	-1,587	-4,985	-7,898	-5,160
Operating cash flow (clean)	€th	-1,872	-4,685	-7,598	-4,860
Reinvestment rate (capex/tangible fixed assets)	%	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

Balance Sheet

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Capitalised R&D	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Goodwill	€th	1,518	1,818	2,118	2,418
Other intangible assets	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Total intangible	€th	1,518	1,818	2,118	2,418
Tangible fixed assets	€th	154⁽¹⁴⁾	153⁽¹⁵⁾	152⁽¹⁴⁾	151⁽¹⁶⁾
Right-of-use	€th	1.00	1.00	1.00	1.00
Financial fixed assets (part of group strategy)	€th	124	124	124	124
Financial hedges (LT derivatives)	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Other financial assets (investment purpose mainly)	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
<i>of which available for sale</i>	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
WCR	€th	-52.0	2,585	2,585	2,585
<i>of which trade & receivables (+)</i>	€th	2,585	2,585	2,585	2,585
<i>of which inventories (+)</i>	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
<i>of which payables (+)</i>	€th	2,637	0.00	0.00	0.00
<i>of which other current liabilities (+)</i>	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Other current assets	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
<i>of which tax assets (+)</i>	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Total assets (net of short term liabilities)	€th	1,745	4,681	4,980	5,279
Ordinary shareholders' equity (group share)	€th	-36.0	-4,892	-6,125	-10,986
Quasi Equity & Preferred	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Minority interests	€th	227	377	527	677
Provisions for pensions	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Other provisions for risks and liabilities	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Deferred tax liabilities	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Other liabilities	€th	-229	0.00	0.00	0.00
Net debt / (cash)	€th	1,783	9,196	10,578	15,588
Total liabilities and shareholders' equity	€th	1,745	4,681	4,980	5,279
Gross Cash	€th	1,350	-3,318	-1,699	-4,709
Average net debt / (cash)	€th	2,708	5,490	9,887	13,083

EV Calculations

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
EV/EBITDA(R)	x	-16.5	-7.88	-1.92	-4.06
EV/EBIT	x	-16.5	-7.88	-1.92	-4.06
EV/Sales	x	1.21	1.17	0.92	1.01
EV/Invested capital	x	5.36	3.45	2.93	3.74
Market cap	€th	7,346	6,560	3,462	3,462
+ Provisions (including pensions)	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
+ Unrecognised actuarial losses/(gains)	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
+ Net debt at year end (ex Right-of-use from 2019)	€th	1,782	9,195	10,577	15,587
+ Right-of-use (from 2019)/Leases debt equivalent	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
- Financial fixed assets (fair value) & Others	€th				
+ Minority interests (fair value)	€th	227	377	527	677
= Enterprise Value	€th	9,355	16,132	14,565	19,725

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.

Per Share Data

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Adjusted EPS (bfr goodwill amort. & dil.)	€	-0.12	-0.24	-1.20	-0.73
<i>Growth in EPS</i>	%	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>
Reported EPS	€	-0.23	-0.41	-1.20	-0.73
Net dividend per share	€	0.00	0.00	0.00	0.00
Of which exceptional pay out	€	0.00	0.00	0.00	0.00
Free cash flow per share	€	-0.27	-0.86	-1.36	-0.89
Operating cash flow per share	€	-0.77	-1.45	-1.65	-0.84
Book value per share	€	-0.01	-1.44	-1.06	-1.90
Restated NAV per share	€	0.04	0.04	0.04	0.05
Number of ordinary shares	Th	3,050	3,402⁽¹⁷⁾	5,789	5,789
Number of equivalent ordinary shares (year end)	Th	3,050	3,402	5,789	5,789
Number of shares market cap.	Th	3,050 ⁽¹⁸⁾	3,402 ⁽¹⁷⁾	5,789	5,789
Treasury stock (year end)	Th				
Number of shares net of treasury stock (year end)	Th	3,050	3,402	5,789	5,789
Number of common shares (average)	Th	2,437	3,226	4,595	5,789
Conversion of debt instruments into equity	Th	200	160 ⁽¹⁹⁾	0.00	0.00
Settlement of cashable stock options	Th				
Probable settlement of non mature stock options	Th				
Other commitments to issue new shares	Th	2,539 ⁽²⁰⁾	2,228 ⁽²¹⁾	0.00	0.00
Increase in shares outstanding (average)	Th	3,352	2,563	1,194	0.00
Number of diluted shares (average)	Th	5,789	5,789	5,789	5,789
Goodwill per share (diluted)	€	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS after goodwill amortisation (diluted)	€	-0.12	-0.24	-1.20	-0.73
EPS before goodwill amortisation (non-diluted)	€	-0.29	-0.43	-1.51	-0.73
Preferential dividend	€	0.00	0.00	0.00	0.00
Payout ratio	%	0.00	0.00	0.00	0.00
Capital payout ratio (div +share buy back/net income)	%	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.

Funding - Liquidity

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
EBITDA	€th	-567	-2,048	-7,598	-4,860
Funds from operations (FFO)	€th	-34.0	-2,048	-7,598	-4,860
Ordinary shareholders' equity	€th	-36.0	-4,892	-6,125	-10,986
Gross debt	€th	3,133	5,879	8,879	10,879
o/w Less than 1 year - Gross debt	€th	2,136	5,879 ⁽²²⁾	8,879	10,879
o/w 1 to 5 year - Gross debt	€th	997	0.00	0.00	0.00
of which Y+2	€th	997	0.00	0.00	0.00
of which Y+3	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
of which Y+4	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
of which Y+5	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
o/w Beyond 5 years - Gross debt	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
+ Gross Cash	€th	1,350	-3,318	-1,699	-4,709
= Net debt / (cash)	€th	1,783	9,196	10,578	15,588
Bank borrowings	€th	879	879	879	879
Issued bonds	€th	997 ⁽²³⁾	0.00	0.00	0.00
Financial leases liabilities	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Mortgages	€th	0.00 ⁽²⁴⁾	0.00 ⁽²⁴⁾	0.00 ⁽²⁴⁾	0.00 ⁽²⁴⁾
Other financing	€th	1,257	5,000	8,000	10,000
of which commercial paper	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Undrawn committed financing facilities	€th	0.00 ⁽³⁾	0.00 ⁽³⁾	0.00	0.00

Gearing (at book value)	%				
Equity/Total asset (%)	%	-2.06	-105	-123	-208
Adj. Net debt/EBITDA(R)	x	-3.14	-4.49	-1.39	-3.21
Adjusted Gross Debt/EBITDA(R)	x	-5.53	-2.87	-1.17	-2.24
Adj. gross debt/(Adj. gross debt+Equity)	%	101	596	322	-10,139
Ebit cover	x	1.99	-204,800	-759,792	-486,017
FFO/Gross Debt	%	-1.09	-34.8	-85.6	-44.7
FFO/Net debt	%	-1.91	-22.3	-71.8	-31.2
FCF/Adj. gross debt (%)	%	-50.6	-84.8	-89.0	-47.4
(Gross cash+ "cash" FCF+undrawn)/ST debt	x	-0.11	-1.41	-1.08	-0.91
"Cash" FCF/ST debt	x	-0.88	-0.85	-0.89	-0.47

ROE Analysis (Dupont's Breakdown)

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Tax burden (Net income/pretax pre excp income)	x	1.90	0.68	0.91	0.87
EBIT margin (EBIT/sales)	%	-8.47	-14.8	-48.2	-24.8
Assets rotation (Sales/Avg assets)	%	839	430	327	381
Financial leverage (Avg assets /Avg equity)	x	-0.52	-1.30	-0.88	-0.60
ROE	%	39.6	56.8	126	49.2
ROA	%	-40.6	-45.0	-157	-94.3

Shareholder's Equity Review (Group Share)

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Y-1 shareholders' equity	€th	-3,528	-35.7	-4,892	-6,125
+ Net profit of year	€th	-705	-1,399	-6,949	-4,211
- Dividends (parent cy)	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
+ Additions to equity	€th	4,496	778	5,569	0.00
o/w reduction (addition) to treasury shares	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
- Unrecognised actuarial gains/(losses)	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
+ Comprehensive income recognition	€th	-299	-4,236	148	-650
= Year end shareholders' equity	€th	-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.

Staffing Analytics

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Sales per staff	€th	235	383	395	466
Staff costs per employee	€th	-36.6	-41.7	-38.1	-36.8
Change in staff costs	%	7,444	24.3	1.50	1.50
Change in unit cost of staff	%	136	13.9	-8.65	-3.33
Staff costs/(EBITDA+Staff costs)	%	189	-274	-25.1	-46.6

Average workforce	unit	33.0	36.0	40.0	42.0
Europe	unit	33.0	36.0	40.0	42.0
North America	unit	0.00	0.00	0.00	0.00
South Americas	unit	0.00	0.00	0.00	0.00
Asia	unit	0.00	0.00	0.00	0.00
Other key countries	unit	0.00	0.00	0.00	0.00
Total staff costs	€th	-1,207	-1,500	-1,523	-1,545
Wages and salaries	€th	-1,207	-1,500	-1,523	-1,545
Pension related costs	€th	0.00	0.00	0.00	0.00

Divisional Breakdown Of Revenues

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Total sales	€th	7,753	13,800	15,780	19,569
Rents	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Property development	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Concierge Business	€th	7,753	13,800	14,352	14,926
Matching Internet Platform	€th	0.00	0.00	1,428	4,643
Other	€th	0.00	0.00	0.00	0.00

Divisional Breakdown Of Earnings

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
EBIT Analysis					
Rents	€th				
Property development	€th				
Concierge Business	€th	463	552	574	597
Matching Internet Platform	€th	-1,000	-2,601	-8,173	-5,458
Other/cancellations	€th	-657			
Total	€th	-1,194	-2,049	-7,599	-4,861
EBIT margin	%	-15.4	-14.8	-48.2	-24.8

Revenue Breakdown By Country

		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
ROCE (NOPAT+lease exp. *(1-tax))/(net) cap employed adjusted	%	-28.3	-32.8	-114	-69.1
CFROIC	%	-91.0	-107	-159	-97.8
Goodwill	€th	1,518	1,818	2,118	2,418
Accumulated goodwill amortisation	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
All intangible assets	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Accumulated intangible amortisation	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Financial hedges (LT derivatives)	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Capitalised R&D	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Rights of use/ Capitalised leases	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Other fixed assets	€th	154	153	152	151
Accumulated depreciation	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
WCR	€th	-52.0	2,585	2,585	2,585
Other assets	€th	124	124	124	124
Unrecognised actuarial losses/(gains)	€th	0.00	0.00	0.00	0.00
Capital employed after deprec. (Invested capital)	€th	1,744	4,680	4,979	5,278
Capital employed before depreciation	€th	1,744	4,680	4,979	5,278

Divisional Breakdown Of Capital Employed		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Rents	€th				
Property development	€th				
Concierge Business	€th				
Matching Internet Platform	€th				
Other	€th	1,744	4,680	4,979	5,278
Total capital employed	€th	1,744	4,680	4,979	5,278

Fundamental Opinion

It is implicit that recommendations are made in good faith but should not be regarded as the sole source of advice.

Recommendations are geared to a “**value**” approach.

Valuations are computed from the point of view of a **secondary market minority holder** looking at a medium term (say 6 months) performance.

Valuation tools are built around the concepts of **transparency**, all underlying figures are accessible, and **consistency**, same methodology whichever the stock, allowing for differences in nature between financial and non financial stocks. A stock with a target price below its current price should not and will not be regarded as an Add or a Buy.

Recommendations are based on target prices with no allowance for dividend returns. The thresholds for the four recommendation levels may change from time to time depending on market conditions. Thresholds are defined as follows, ASSUMING long risk free rates remain in the 2-5% region.

Recommendation	Low Volatility 10 < VIX index < 30	Normal Volatility 15 < VIX index < 35	High Volatility 35 < VIX index
Buy ●	More than 15% upside	More than 20% upside	More than 30% upside
Add ●	From 5% to 15%	From 5% to 20%	From 10% to 30%
Reduce ●	From -10% to 5%	From -10% to 5%	From -10% to 10%
Sell ●	Below -10%	Below -10%	Below -10%

There is deliberately no “neutral” recommendation. The principle is that there is no point investing in equities if the return is not at least the risk free rate (and the dividend yield which again is not allowed for).

Although recommendations are automated (a function of the target price whenever a new equity research report is released), the management of AlphaValue intends to maintain global consistency within its universe coverage and may, from time to time, decide to change global parameters which may affect the level of recommendation definitions and /or the distribution of recommendations within the four levels above. For instance, lowering the risk premium in a gloomy context may increase the proportion of positive recommendations.

Valuation

Valuation processes have been organized around transparency and consistency as primary objectives.

Stocks belong to different categories that recognise their main operating features : Banks, Insurers and Non Financials.

Within those three universes, the valuation techniques are the same and in relation to the financial data available.

The weighting given to individual valuation techniques is managed centrally and may be changed from time to time. As a rule, all stocks of a similar profile are valued using equivalent weighting of the various valuation techniques. This is for obvious consistency reasons.

Within the very large universe of Non Financials, there are in effect 4 sub-categories of weightings to cater for subsets: 1) 'Mainstream' stocks; 2) 'Holding companies' where the stress is on NAV measures; 3) 'Growth' companies where the stress is on peer based valuations; 4) 'Loss making sectors' where peers review is essentially pointing nowhere (ex: Bio techs). The bulk of the valuation is then built on DCF and NAV, in effect pushing back the time horizon.

Valuation Issue	Normal industrials	Growth industrials	Holding company	Loss runners	Bank	Insurers
DCF	35%	35%	10%	40%	0%	0%
NAV	20%	20%	55%	40%	50%	15%
PE	10%	10%	10%	5%	10%	20%
EV/EBITDA	20%	20%	0%	5%	0%	0%
Yield	10%	10%	20%	5%	10%	15%
Book	5%	5%	5%	5%	10%	10%
Banks' intrinsic method	0%	0%	0%	0%	10%	0%
Embedded Value	0%	0%	0%	0%	0%	40%
Mkt Cap/Gross Operating Profit	0%	0%	0%	0%	10%	0%