

INITIATION COUVERTURE

PETIT MAIS COSTAUD

Nous initions ce jour le titre à l'ACHAT avec un objectif de 8€ (+38%). Même si les craintes de disruption par l'IA pèsent depuis plusieurs mois sur le secteur des éditeurs de logiciels, MaCompta.fr est un petit acteur à découvrir qui ne manque pas d'atouts et qui s'est doté des moyens pour ne pas se laisser submerger par la vague IA. Editeur nativement SaaS (100% du CA sous forme d'abonnement) spécialisé sur les logiciels de comptabilité et de paie pour les TPE, MaCompta.fr est un acteur rentable et en croissance de près de +30% par an depuis 5 ans, malgré une concurrence féroce sur ce marché qui suscite de nombreuses convoitises. Avec de nombreux leviers à sa disposition, la société devrait être en mesure de maintenir la même dynamique au cours des 3 prochains exercices, même si les investissements liés à l'IA pénaliseront la rentabilité en 2025/26e.

Maxime Dubreil
+33 1 44 88 77 98
mdubreil@all-invest.com

Document achevé de
rédiger le 02/03/2026 08:35

Document publié le
02/03/2026 08:35

Un éditeur SaaS de solutions comptables pour les TPE

Fondé en 2007, MaCompta.fr est un éditeur SaaS (100% du CA généré via des abonnements mensuels ou annuels) de logiciels de comptabilité et de paie à destination des TPE en direct (88% du CA 2024/25) et des experts-comptables qui travaillent pour des TPE (12%). Avec des moyens limités (autofinancement depuis sa création), surtout en comparaison de ses concurrents, MaCompta.fr a mené son bout de chemin pour s'afficher comme l'un des rares éditeurs français de logiciels cotés à respecter la fameuse règle des 40 (somme de la croissance du CA et de la marge d'EBIT), tout en permettant à S. Heurtier et sa famille de conserver la majorité du capital (70,9%).

Un marché conséquent qui attise les convoitises

Le secteur des logiciels de comptabilité et de paie pour les TPE est mal adressé par les éditeurs historiques (Sage, Cegid...) ayant construit leur offre et leur succès sur les PME-ETI. Ce constat a ouvert l'appétit de nouveaux acteurs (Qonto, PennyLane, Indy...) dotés de moyens financiers sans comparaison avec ceux de MaCompta.fr. Pour autant, son approche différenciante, fondée sur la simplicité de prise en main et d'utilisation, ainsi que son pricing agressif lui offre des opportunités de développement fortes, d'autant que le marché est encore faiblement équipé (58% des TPE/PME disposent d'un logiciel de comptabilité et 69% un logiciel de facturation selon le baromètre Francenum 2025).

Dynamique de croissance impressionnante sans sacrifier la rentabilité

Affichant un TVMA de +30% par an de son CA depuis 5 ans, la société dispose encore de solides leviers de croissance pour les prochaines années pour maintenir la même dynamique (+28% attendu sur les 3 prochains exercices) : (i) la montée en puissance de son offre à destination des experts-comptables (+65% au S1 25/26), (ii) la réforme de la facturation électronique au 1er septembre 2026, (iii) le déploiement d'agents IA devant permettre d'activer plusieurs leviers (augmentation de la transformation commerciale, réduction du churn et augmentation du panier moyen). Après une année 2025/26e impactée par la forte hausse des investissements liés à l'IA, MaCompta.fr devrait retrouver dès 2026/27e une marge d'EBITA ajusté (retraitée de la R&D capitalisée) >15%. .../...

Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse.

en €/ action	25/26e	26/27e	27/28e
BPA ajusté	0,09	0,32	0,52
var. 1 an	-54,3%	+254,9%	+61,8%
Révisions	n.s.	n.s.	n.s.

au 30/06	25/26e	26/27e	27/28e
PE	64,6x	18,2x	11,3x
VE/CA	3,14x	2,32x	1,67x
VE/EBITDA ajusté	45,8x	13,7x	7,8x
VE/EBITA ajusté	54,0x	14,4x	8,1x
FCF yield*	0,8%	5,3%	10,2%
Rendement	1,9%	2,1%	2,4%

* FCF avant BFR rapporté à la VE

Informations clés			
Cours de clôture du	27/02/2026		5,8
Nb d'actions (m)			3,01
Capitalisation (m€)			17,5
Capi. flottante (m€)			3,3
ISIN			FR001400NQB6
Ticker			MLMCA-FR
Secteur DJ			Technology Services

	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	-11,5%	-19,4%	-10,8%
Variation relative	-13,8%	-24,9%	-14,2%

Source : Factset, estimations Invest Securities

DONNÉES FINANCIÈRES

Données par action	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
BPA publié	0,11	0,30	0,17	0,23	0,24	0,28	0,46	0,59
BPA ajusté dilué	0,11	0,16	0,19	0,19	0,20	0,09	0,32	0,52
var.	nd	+42,0%	+19,2%	-3,5%	+5,8%	-54,3%	+254,9%	+61,8%
BPA du consensus	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Ecart /consensus	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Dividende	nd	0,10	0,08	0,10	0,11	0,12	0,14	0,16
Pay-out ratio	nd	33%	47%	43%	44%	42%	31%	27%
FCF opérationnel net IS après BFR	nd	0,16	0,22	-0,23	0,21	0,17	0,41	0,64
Actif Net Comptable	0,28	0,53	0,60	0,75	0,89	1,07	1,41	1,86

Ratios de valorisation	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
P/E	nd	nd	nd	27,3x	31,5x	64,6x	18,2x	11,3x
P/AN	nd	nd	nd	6,8x	6,9x	5,4x	4,1x	3,1x
VE/CA	nd	nd	nd	4,64x	4,36x	3,14x	2,32x	1,67x
VE/EBITDA ajusté	nd	nd	nd	22,8x	24,7x	45,8x	13,7x	7,8x
VE/EBITA ajusté	nd	nd	nd	24,0x	26,9x	54,0x	14,4x	8,1x
FCF yield op. avt BFR	nd	nd	nd	n.s.	2,3%	0,8%	5,3%	10,2%
FCF yield opérationnel	nd	nd	nd	n.s.	3,6%	3,2%	7,9%	13,5%
Rendement du dividende	nd	nd	nd	1,6%	1,6%	1,9%	2,1%	2,4%

NB : les ratios sont calculés sur le cours moyen annuel pour les exercices terminés

Valeur d'Entreprise (m€)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Nombre moyen d'actions retenu (m)	nd	nd	nd	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Cours en €	nd	nd	nd	5,1	6,2	5,8	5,8	5,8
Capitalisation	nd	nd	nd	15,2	18,6	17,4	17,4	17,4
Dette Nette	nd	nd	nd	-0,7	-1,0	-1,1	-1,9	-3,4
Valeur des minoritaires	nd	nd	nd	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisions/ quasi-dettes	nd	nd	nd	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Immobilisations financières	nd	nd	nd	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/-corrections	nd	nd	nd	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'Entreprise (VE)	nd	nd	nd	14,7	17,7	16,4	15,6	14,2

NB : Cours moyen annuel pour les exercices terminés

Ratios financiers (%)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
EBITDA ajusté/CA	27,0%	28,5%	26,2%	20,4%	17,7%	6,9%	17,0%	21,4%
EBITA ajusté/CA	26,1%	27,6%	25,4%	19,3%	16,2%	5,8%	16,1%	20,6%
Taux d'imposition	-34,4%	29,8%	-39,2%	-20,0%	-19,8%	-20,8%	-20,8%	-20,8%
RN ajusté/CA	23,6%	24,9%	23,3%	18,0%	14,8%	5,2%	14,5%	18,6%
Conversion de l'EBITDA en FCF	95,6%	87,9%	101,6%	-107,9%	88,0%	145,9%	108,2%	105,5%
Capex/CA	-1,9%	-1,7%	-0,3%	-45,9%	-6,2%	-3,8%	-3,0%	-2,4%
BFR /CA	-14,6%	-12,0%	-12,7%	-15,4%	-17,6%	-21,3%	-22,5%	-23,4%
DSO (en jours de CA)	-53	-44	-46	-56	-64	-78	-82	-86
ROCE	309,5%	215,7%	190,6%	35,4%	35,3%	13,4%	43,9%	73,8%
ROCE hors incorporels	n.s.	n.s.	n.s.	59,9%	67,1%	41,6%	230,2%	1345,3%
ROE ajusté	41,0%	30,7%	32,1%	25,3%	22,4%	8,6%	23,1%	28,3%
DN/FP	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
DN/EBITDA ajusté (en x)	-2,6x	-2,4x	-2,5x	-1,1x	-1,4x	-3,1x	-1,7x	-1,8x
Ratio couverture des frais financiers	973,9x	509,4x	52,8x	n.s.	76,1x	359,2x	761,1x	604,8x

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

DONNÉES FINANCIÈRES

Compte de résultat (m€)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
CA	1,45	1,95	2,48	3,16	4,06	5,23	6,73	8,48
croissance organique	+27,5%	+34,5%	+27,4%	+27,3%	+28,5%	+28,8%	+28,6%	+26,1%
var.	+27,5%	+34,5%	+27,4%	+27,3%	+28,5%	+28,8%	+28,6%	+26,1%
EBITDA ajusté	0,39	0,55	0,65	0,64	0,72	0,36	1,14	1,81
var.	+24,3%	+41,7%	+17,5%	-1,2%	+11,5%	-50,0%	+217,9%	+58,9%
Amortissements ajustés	-0,01	-0,02	-0,02	-0,03	-0,06	-0,06	-0,06	-0,07
EBITA ajusté	0,38	0,54	0,63	0,61	0,66	0,30	1,08	1,75
var.	+24,1%	+41,9%	+17,1%	-2,9%	+7,7%	-53,8%	+255,6%	+61,7%
Eléments exceptionnels	0,12	0,15	0,21	0,24	0,25	0,77	0,65	0,49
EBIT	0,50	0,69	0,84	0,85	0,91	1,07	1,73	2,24
var.	+26,4%	+37,3%	+21,0%	+1,8%	+6,3%	+18,2%	+61,6%	+29,4%
Résultat financier	0,00	0,00	0,01	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00
Résultat avant impôt	0,50	0,69	0,85	0,85	0,91	1,07	1,73	2,24
var.	+26,5%	+37,4%	+22,6%	+0,3%	+7,4%	+17,1%	+61,6%	+29,4%
IS	-0,17	0,21	-0,33	-0,17	-0,18	-0,22	-0,36	-0,47
SME + Minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
RN pdg publié	0,33	0,90	0,52	0,68	0,73	0,85	1,37	1,77
var.	+26,1%	+172,0%	-42,6%	+32,1%	+7,7%	+15,6%	+61,6%	+29,4%
RN pdg ajusté	0,34	0,48	0,58	0,57	0,60	0,27	0,97	1,58
var.	+24,2%	+42,0%	+19,2%	-1,6%	+5,8%	-54,3%	+254,9%	+61,8%

Tableau de flux de trésorerie (m€)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
EBITDA ajusté	0,39	0,55	0,65	0,64	0,72	0,36	1,14	1,81
IS théorique / EBITA ajusté	-0,11	-0,05	-0,06	-0,06	-0,07	-0,03	-0,11	-0,17
Capex	-0,03	-0,03	-0,01	-1,45	-0,25	-0,20	-0,20	-0,20
FCF opérationnel net IS avt BFR	0,25	0,47	0,58	-0,87	0,40	0,13	0,83	1,44
Variation BFR	0,12	0,02	0,08	0,17	0,23	0,40	0,40	0,47
FCF opérationnel net IS après BFR	0,37	0,49	0,66	-0,70	0,63	0,52	1,23	1,91
Acquisitions/cessions	0,00	0,00	-0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Variation de capital	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendes versés nets	-0,14	-0,15	-0,30	-0,25	-0,30	-0,33	-0,36	-0,42
Autres dont correction IS	0,11	-0,03	-0,01	0,00	-0,01	-0,08	-0,06	-0,05
Variation nette de trésorerie	0,35	0,31	0,33	-0,95	0,33	0,12	0,81	1,45

Bilan économique simplifié (m€)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Actifs immobilisés	0,33	0,48	0,64	2,21	2,58	3,38	3,98	4,36
- dont incorporels/GW	0,27	0,40	0,56	0,71	0,89	1,54	2,00	2,24
- dont actifs corporels	0,05	0,06	0,05	1,47	1,67	1,82	1,96	2,09
BFR	-0,21	-0,23	-0,31	-0,49	-0,72	-1,11	-1,51	-1,99
- dt créances clients	0,01	0,01	0,02	0,01	0,03	0,03	0,03	0,04
- dt stocks	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Capitaux Propres groupe	0,83	1,58	1,80	2,25	2,68	3,21	4,22	5,57
Minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions	0,00	0,00	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16
Dette fi. nette	-1,02	-1,33	-1,63	-0,68	-0,97	-1,10	-1,91	-3,36
- dt dette financière brute	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
- dt trésorerie brute	1,02	1,33	1,63	0,68	0,97	1,10	1,91	3,36

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

SOMMAIRE

1 -Un éditeur SaaS de solutions comptables pour les TPE	p. 5
1.1 Un éditeur nativement SaaS, qui s'est autofinancé depuis sa création	p.5
1.2 Offre Produits : modularité et enchérissement de l'offre	p.6
1.3 Innovation IA : investissements conséquents pour prendre la vague	p.6
1.4 Modèle économique : éditeur SaaS où la conquête clients est clé	p.7
2 - Un marché conséquent qui attise les convoitises	p.8
2.1 Un marché des TPE/PME conséquent et dynamique	p.8
2.2 Une concurrence féroce	p.8
2.3 Nombreux leviers de croissance pour MaCompta.fr	p.12
3 – Dynamique de croissance impressionnante sans sacrifier la rentabilité	p.15
3.1 TMVA 25/26-27/28e du CA de +28%	p.15
3.2 Rentabilité préservée à CT, malgré les investissements IA conséquents	p.16
3.3 Génération de FCF toujours positive	p.18
3.4 Structure bilantielle solide, permettant le maintien d'un dividende	p.18
4 - Pas dans l'air du temps mais très séduisant – ACHAT, OC 8€	p.20
4.1 DCF : 9,6€ même en retenant un WACC de 10,8%	p.20
4.2 Derating sectoriel intégré pour 50% dans l'approche par comparables	p.21
4.3 Objectif fixé à 8,0€, opinion ACHAT	p.2
Avertissement	p.24

1 -Un éditeur SaaS de solutions comptables pour les TPE

Fondé en 2007, MaCompta.fr est un éditeur SaaS (100% du CA générés via des abonnements mensuels ou annuels) de logiciels de comptabilité et de paie à destination des TPE en direct (88% du CA 2024/25) et des experts-comptables qui travaillent pour des TPE (12%). Avec des moyens limités (autofinancement depuis sa création), surtout en comparaison de ses concurrents, MaCompta.fr a mené son bout de chemin pour s'afficher comme l'un des rares éditeurs français de logiciels cotés à respecter la fameuse règle des 40 (somme de la croissance du CA et de la marge d'EBIT), tout en permettant à S. Heurtier et sa famille de conserver la majorité du capital (70,9%).

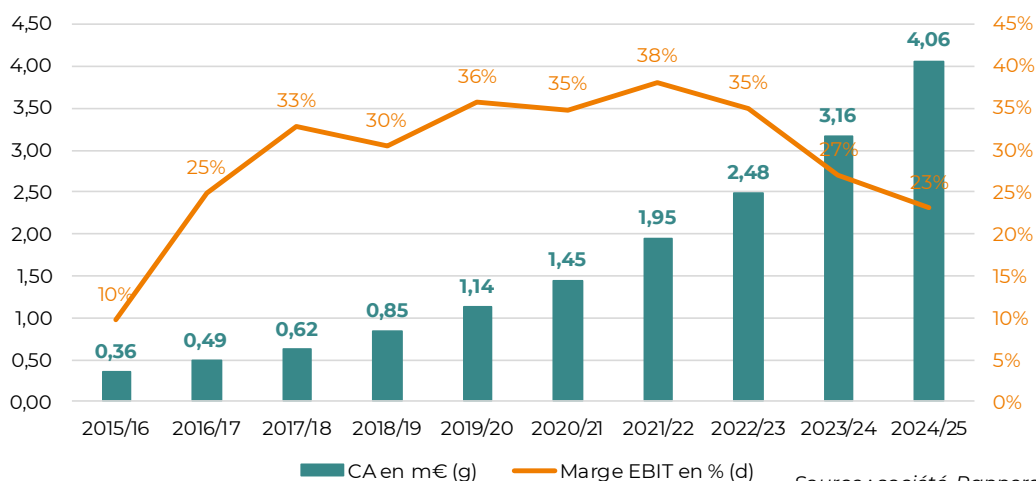
1.1 Un éditeur nativement Saas, qui s'est autofinancé depuis sa création

MaCompta.fr a été créée fin 2007 par Sylvain Heurtier, l'actuel Président Directeur Général. Expert-comptable depuis plus de 20 ans, il a eu pour ambition de développer des logiciels dédiés à la gestion des petites entreprises, axés sur la simplicité d'utilisation et de prise en main.

L'entreprise lance en 2009 son premier module (Comptabilité), suivi par un 2^{ème} (facturation) en 2010 et un 3^{ème} (gestion des immobilisations) en 2013. En 2014, l'entreprise franchit une étape majeure dans son développement en intégrant un module de transmission des liasses fiscales à l'administration. Depuis, son offre a été complétée par de nouvelles fonctionnalités (communication bancaire en 2019, application pour le module Facturation en 2021, module Note de Frais en 2022 et Agrément Plateforme de Dématérialisation Partenaire en 2025), ainsi que par un nouveau module (paie en 2020). Implanté à La Rochelle, la société a ouvert un 2^{ème} bureau à Lyon en 2022. MaCompta.fr s'inscrit sur Euronext Access en 2024 sans lever de fonds. Fin 2025, la société annonce son transfert de cotation sur Euronext Growth.

Autofinancée depuis sa création, la société a attendu près de 8 ans avant que son activité ne décolle véritablement. Depuis son exercice 2015/16 clos fin juin une croissance régulière et impressionnante (+30% par an en moyenne pour atteindre 4,1m€ de CA fin 2024/25) et rentable, ce qui a permis à la société de verser des dividendes chaque année depuis 2018/19. Avec des moyens limités, surtout en comparaison de ses concurrents (cf. partie 2), MaCompta.fr a mené son bout de chemin pour s'afficher comme l'un des rares éditeurs français de logiciels cotés à respecter la fameuse règle des 40 (somme de la croissance du CA et de la marge d'EBIT), tout en permettant à S. Heurtier et sa famille de conserver la majorité du capital (70,9%).

Evolution du CA et de la marge d'EBIT de MaCompta.fr depuis 2015/16



1 -Un éditeur SaaS de solutions comptables pour les TPE

1.2 Offre Produits : modularité et enchérissement de l'offre

L'ensemble de l'offre de MaCompta.fr s'adresse aux Petites Entreprises (essentiellement des sociétés de moins de 20 salariés), pour lesquelles la simplicité d'utilisation et de prise en main et le prix sont les critères principaux dans la prise de décision de la part des clients. La société adresse également dans une moindre mesure les PME (moins de 250 salariés) et les associations. Depuis 2024, la société a étendu son offre aux professionnels de la comptabilité et de la paie (experts-comptables et Organismes de Gestion Agréés) qui gèrent la comptabilité des TPE/PME.

MaCompta.fr compte aujourd'hui dans son offre logicielle 5 modules (comptabilité, déclarations fiscales, immobilisations, facturation et paie), dont 2 (comptabilité et facturation) sont déclinés sous forme d'applications mobiles. La société a par ailleurs développé une application mobile Notes de frais (saisie et dématérialisation, contrôle et validation, gestion des indemnités kilométriques, contrôle & validation).

Les offres sont vendues sous forme d'abonnement mensuel (résiliable à tout moment) ou annuel (qui permet une réduction de -12% sur l'offre mensuelle), à l'exception de l'offre Déclaration fiscale qui est vendue uniquement en offre annuelle. Des remises sont également appliquées pour la souscription à plusieurs offres. Le panier par client peut ainsi être compris entre 36€ HT par an (uniquement l'accès à l'offre Immobilisation) et 684€ par an (l'ensemble de l'offre), des chiffres à remettre en perspective avec un panier moyen de 234€ sur l'exercice 2024/25. La plupart des clients ont donc tendance à souscrire à l'offre Comptabilité (84€ HT par an) et au module Déclaration Fiscale (105€) qui constitue un puissant produit d'appel, et à ajouter d'autres modules en fonction de leur besoin. La montée en puissance des offres Paie (299€ HT par an pour 5 bulletins montant à 899€ HT pour 20 salariés) et Facturation (93€ à 106€ par an) constituent de puissants leviers d'accroissement du panier moyen.

Offre tarifaire de MaCompta.fr



The screenshot displays the pricing structure for MaCompta.fr, organized into five main categories, each with a 'Voir tout' (View all) link.

- Comptabilité** (8.09€ HT / mois):
 - Simplifiée** (7.04€ HT / mois): Auto-entrepreneurs, petites associations. Features include: Comptabilité de trésorerie, Choix du plan comptable, Synchronisation bancaire, Imputations automatiques, Saisie simplifiée ou classique (Débit Crédit), Etats comptables (Bilan / Compte de résultat / Tableau SIG), Nombre illimité d'écritures comptables, Application mobile Note de frais (3 utilisateurs), Assistance par chat, Multi-utilisateurs.
 - Complète** (15.40€ HT / mois): Professions libérales, artisans, commerçants, sociétés. Features include: Fonctionnalités de la version simplifiée, Comptabilité de trésorerie ou d'engagement, Comptabilité Analytique, Gestion de la TVA, Import auto. des Factures clients (Logiciel Facturation), Import auto. des Factures fournisseurs (OCR), Gestion des comptes de Tiers (clients, fournisseurs...) et lettrage, Echéancier et paiement SEPA fournisseurs, prélèvements SEPA clients (Prochainement).
- Facturation** (8.80€ HT / mois):
 - Formule 5** (24.92€ HT / mois): Jusqu'à 5 bulletins.
 - Formule 10** (41.58€ HT / mois): Jusqu'à 10 bulletins.
 - Formule 20** (74.92€ HT / mois): Jusqu'à 20 bulletins.
- Paie** (24.92€ HT / mois):
 - Formule 5** (24.92€ HT / mois): Jusqu'à 5 bulletins.
 - Formule 10** (41.58€ HT / mois): Jusqu'à 10 bulletins.
 - Formule 20** (74.92€ HT / mois): Jusqu'à 20 bulletins.
- Immobilisations** (8.09€ HT / mois): 2.64€ HT / mois.
- Déclarations fiscales** (9.94€ HT / mois): 7.44€ HT / mois.

Plus de 20 salariés, [nous contacter](#)

Source : MaCompta.fr

1.3 Innovation IA : investissements conséquents pour prendre la vague

A l'été 2025, MaCompta.fr a engagé un important projet visant à intégrer l'IA dans son offre. L'apport de l'IA portera essentiellement sur :

- La mise en place d'un agent conversationnel (avatar professionnel parlant français) permettant d'assister les utilisateurs dans le paramétrage et la réponse aux clients

1 -Un éditeur SaaS de solutions comptables pour les TPE

- L'automatisation des processus (génération de facture, calcul de TVA, gestion d'agenda, customisation de l'offre).

La société prévoit un déploiement en 2 temps, avec une 1^{ère} livraison au printemps 2026 d'un agent conversationnel accompagnant le client dans le paramétrage de son dossier et ses premiers pas dans les logiciels et une 2^{ème} en fin d'année avec un agent permettant d'aider l'utilisateur dans ses travaux administratifs et comptables courants.

Le sujet de l'IA est pris très au sérieux par le management, comme en témoigne l'enveloppe d'investissement consacrée au projet (1m€ vs CA 2024/25 de 4,06m€). L'approche se voit à la fois défensive pour préserver sa part de marché et son avantage produit, mais également offensive car elle doit permettre d'être un nouveau levier de croissance du CA, à travers (i) la réduction du *churn* (la moitié du *churn* est liée selon la direction à la difficulté des clients à prendre en main la solution qui résilie pour avoir recours à un expert-comptable) et (ii) la vente de solutions enrichies et/ou de nouveaux modules. Si les investissements sont déjà engagés, la 1^{ère} contribution significative au CA ne devrait pas intervenir avant l'exercice 2026/27.

1.4 Modèle économique : éditeur SaaS où la conquête clients est clé

MaCompta.fr est un pur éditeur SaaS (100% du CA généré via les revenus de souscription). Les clients optent soit pour des abonnements mensuels résiliables à tout moment, soit pour des abonnements annuels.

La flexibilité contractuelle de son offre, combinée à son exposition au segment des TPE, implique un taux de désabonnement (*churn*) important (>20%) par rapport au standard du secteur des éditeurs de logiciels SaaS B2B (10% en moyenne). En corolaire, le marché s'avère dynamique en termes de nouveaux clients potentiels (création d'entreprise) comme nous le détaillerons par la suite en partie 2. Par conséquent, la récurrence de son activité est moindre que celle d'autres éditeurs de logiciels SaaS, et sa conquête commerciale plus importante, ce qui implique un monitoring précis du coût d'acquisition client. Notons sur ce point que le groupe est parvenu à afficher une conquête commerciale impressionnante depuis sa création malgré un budget marketing très limité (5% du CA, soit 200k€ par an).

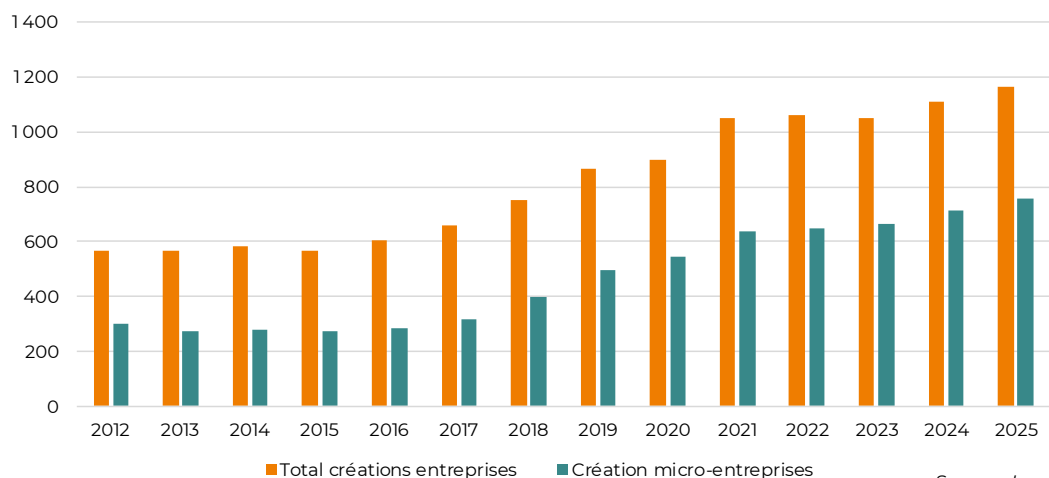
2 - Un marché conséquent qui attise les convoitises

Le secteur des logiciels de comptabilité et de paie pour les TPE est mal adressé par les éditeurs historiques (Sage, Cegid...) ayant construit leur offre et leur succès sur les PME-ETI. Ce constat a ouvert l'appétit de nouveaux acteurs. Ces derniers s'avèrent nombreux et pour certains (Qonto, Pennylane, Indy) dotés de moyens financiers sans comparaison avec ceux de MaCompta.fr. Pour autant, son approche différenciante, fondée sur la simplicité de prise en main et d'utilisation, ainsi que son *pricing* agressif lui offre des opportunités de développement importante, d'autant que le marché est aujourd'hui encore faiblement équipé (58% des TPE/PME disposent d'un logiciel de comptabilité et 69% un logiciel de facturation selon le baromètre Francenum 2025).

2.1 Un marché des TPE/PME conséquent et dynamique

Sur le marché français où MaCompta.fr concentre aujourd'hui son activité, il existe environ 4,9m d'entreprises dans les secteurs marchands non agricoles et financiers, dont l'essentiel sont des TPE et des micro-entreprises. A cela s'ajoute le secteur associatif, avec plus de 1,6m d'associations actives. Le marché adressable est donc significatif à l'échelle de MaCompta.fr qui compte aujourd'hui 25 000 clients. Il convient par ailleurs de noter que ces marchés s'avèrent porteurs, tant du côté des entreprises avec plus de 1m de créations depuis 2021 (1,17m en 2025 en croissance de +5%, dont les 2 tiers pour des micro-entreprises) que du côté associatif (74 000 créations en 2025).

Créations d'entreprises en France

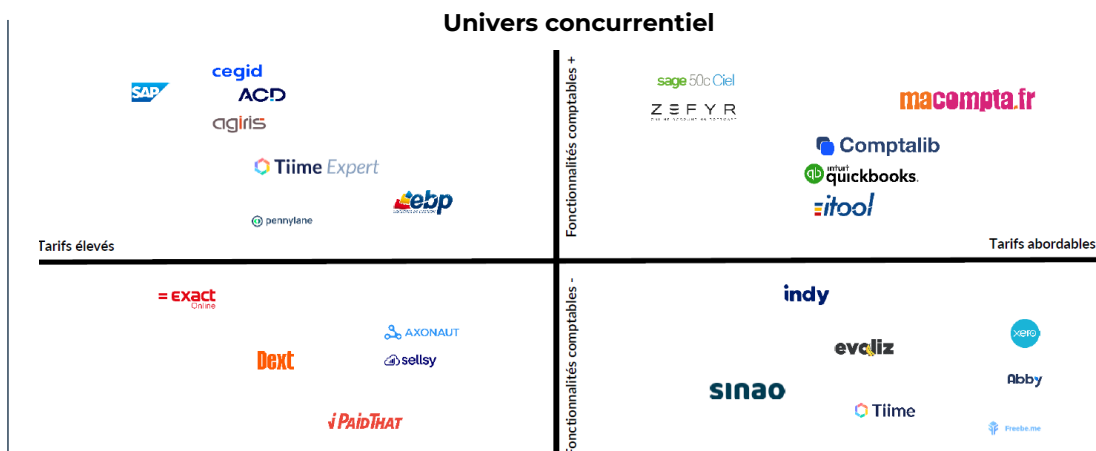


Notons par ailleurs que le corolaire à ces créations d'entreprises est un nombre important de disparition également (555k en 2024), mais dans tous les cas, le solde (créations – cessations) s'est toujours avéré positif depuis 2019. Cette forte rotation du stock d'entreprises en France est de nature à pouvoir faire évoluer rapidement les parts de marché des éditeurs de logiciels spécialisés sur le segment TPE.

2.2 Une concurrence féroce

Ce marché attire l'intérêt de nombreux acteurs, que l'on peut distinguer en 2 grandes catégories : (i) les éditeurs de logiciels de gestion implantés historiquement sur le segment PME/ETI qui cherchent à étendre leur marché adressable et (ii) de nouveaux acteurs voulant disrupter le marché à travers des solutions simples et tout en 1.

2 - Un marché conséquent qui attise les convoitises



Source : MaCompta.fr

❖ Sage

Fondé en 1981, le groupe britannique est spécialisé dans les logiciels de gestion, de comptabilité et d'ERP pour le PME-ETI. Coté à la bourse de Londres, Sage capitalise 7,3Mds£ pour un CA 2024/25 de 2,5Mds£.

Sage dispose d'une large gamme de solutions robuste et éprouvée en matière de logiciels de comptabilité, adaptée avant tout aux PME et aux ETI qui s'avère toutefois complexe et surdimensionnée pour le TPE ou les micro-entreprises.

❖ Cegid / EBP

Coté depuis 1986, Cegid, l'éditeur de logiciels de gestion lyonnais a été racheté par Silver Lake en 2016 pour 580m€, avant de voir sa valorisation portée à 5,5Mds€ en 2021 au moment de l'entrée au capital de KKR. En 2024, Cegid a racheté EBP, spécialisé sur le segment des TPE-PME (275k clients), pour un montant non précisé.

Le nouvel ensemble dispose désormais d'une offre de comptabilité adressant les PME et les TPE. Si la solution de Cegid souffre de la même complexité pour les TPE, celle d'EBP est la plus à même de concurrencer MaCompta.fr. L'offre d'EBP revêt d'une profondeur fonctionnelle importante, mais son ergonomie est jugée technique et complexe d'un point de vue utilisation pour les entreprises ne disposant pas d'une expertise comptable ou d'un expert-comptable externe.

❖ Odoo

Fondé en 2005, le groupe belge est spécialisé dans les logiciels de gestion d'entreprise (ERP) et propose une suite d'applications intégrées : CRM, comptabilité, e-commerce, RH et production. L'entreprise a été valorisée 5Mds€ lors de sa dernière levée (500m€) fin 2024 auprès de CapitalG & Sequoia.

L'offre Comptabilité d'Odoo s'avère aujourd'hui très large et très modulable, la rendant avant tout adaptée aux PME-ETI structurées. Sur le segment des TPE, l'offre s'avère à priori complexe à mettre en place et à paramétrer, ce qui nécessite un accompagnement incompatible avec les coûts de fonctionnement des TPE.

Dans la catégorie des nouveaux acteurs disruptifs, les principaux concurrents sont :

❖ Pennylane

Fondé en 2020 à Paris, Pennylane a développé une solution logicielle nativement SaaS de gestion financière et comptable destinée aux TPE/PME/Start-ups et à leurs experts-comptables. Depuis sa création la société a levé près de 400m€, dont 175m€ dans le cadre d'une série E en janvier 2026 qui a valorisé Pennylane à près de 3,5Mds€. A cette occasion, la société indiquait que son ARR dépassait 115m€ début 2026 et visait 1Md€ à horizon 2030. Après avoir été lourdement déficitaire pendant plusieurs années,

2 - Un marché conséquent qui attise les convoitises

l'entreprise aurait atteint l'équilibre en 2025. Pennylane compte plus de 800k entreprises clientes et 6 000 cabinets partenaires.

Pennylane offre une solution tout en un pour ses clients, allant de la comptabilité à la facturation en passant par la trésorerie, avec une interconnexion aux banques des entreprises et même une offre bancaire propre (compte professionnel) avec des fonctionnalités de paiement (partenariat avec Stripe). Les offres sont vendues sous forme de package (Basique, Essentiel et Premium) avec des abonnements compris entre 14€ HT et 298€ HT par mois pour les entreprises de moins de 15 salariés. Cette approche commerciale peut rapidement faire monter la facture pour les TPE, surtout si elles n'ont pas le besoin de toutes les fonctionnalités.

❖ Qonto

Fondé en 2016, Qonto a levé plus de 600m€ depuis sa création, dont un dernier tour de table de 486m€ en 2022 qui valorisait la société à l'époque à 4,4Mds€. Rentable depuis 2023, la société aurait généré 449m€ (+44%) de CA en 2024. La société compterait près de 600k clients mi-2025 dans 8 pays européens et viserait 2m d'ici 2030.

Conçu à l'origine comme une néobanque pour les TPE/PME/Start-ups, Qonto a ajouté à son offre une suite de solutions logicielles comprenant des solutions d'encaissement, de facturation, de gestion de trésorerie, des notes de frais et de comptabilité. La société propose également son offre sous forme de 3 abonnements compris entre 49€ HT / mois et 199€ HT pour les TPE et PME. Si l'offre intégrée s'avère séduisante, Qonto est avant tout une banque qui propose des solutions adjacentes mais ne dispose pas d'une véritable offre comptable (pas de déclaration fiscale par exemple) mais nécessite de se connecter à des offres comptables.

❖ Indy

Fondé en 2016, Indy a levé moins de 100m€ depuis sa création, avec un dernier tour de table de 40m€ en série C en novembre 2023 qui valorisait la société à 330m€ post-money. Discrète sur ses performances financières, la société affichait pour ambition d'accompagner 1m d'indépendants d'ici 2027 (vs 70k fin 2023 et 150k mi-2025).

Indy adresse avant tout les indépendants (auto-entrepreneurs, LMNP, SCI...) avec une offre comprenant des fonctionnalités de comptabilité, déclarations fiscales, facturation électronique et compte bancaire professionnel (depuis début 2024). La société propose également son offre sous forme de 3 abonnements (Essentiel, Plus et Premium), avec la particularité que son offre Essentiel est gratuite quand les 2 offres sont facturées à respectivement 9€ HT/ mois et 49€ HT/mois. Si l'offre s'avère très attractive sur le volet tarifaire, ces fonctionnalités sont assez limitées (uniquement la comptabilité de trésorerie par exemple) et nécessitent souvent d'associer l'offre d'Indy à celle d'autres outils. Par ailleurs, Indy s'est construit avec une communication financière agressive vis-à-vis de la profession comptable, qui a engendré plusieurs procès.

❖ Evoliz

Fondé en 2012, Evoliz a procédé à des levées de fonds modestes depuis sa création (moins de 10m€), avant de se faire racheter début 2025 par le géant norvégien Visma (CA 2023 de 2,4Mds€). Ce dernier, propriétaire du fonds de Private Equity HG Capital depuis 2006, aurait repoussé récemment l'IPO prévu à Londres qui aurait constitué l'une des plus grandes opérations sur le LSE depuis longtemps (valorisation évoquée de 19Mds€). Evoliz comptait 14k clients au moment de son rachat par Visma.

Evoliz propose une offre SaaS comprenant des fonctionnalités de facturation, gestion des achats, gestion des ventes, pré comptabilité et de synchronisation bancaire. La société propose également son offre sous forme de 3 abonnements compris entre 20€ HT / mois et 55€ HT. Il ne s'agit toutefois pas d'une suite logicielle comptable complète ni d'un ERP multifonctionnel, de sorte qu'il nécessite souvent d'être intégré avec d'autres outils.

2 - Un marché conséquent qui attise les convoitises

❖ Axonaut

Créé en 2017, Axonaut a développé une plateforme SaaS tout-en-un de gestion d'entreprise destiné principalement aux TPE/PME combinant facturation, CRM, comptabilité légère, trésorerie et gestion commerciale. La société a levé 10m€ fin 2022 et aurait réalisé 10m€ de CA en 2025, en croissance de +40% sur 1 an.

Axonaut est avant tout un ERP simplifié / logiciel de gestion centralisé qui propose son offre packagée à un tarif unique de 69,99€ HT / mois (avec des réductions pouvant aller de -20% à -60% en cas d'engagement allant jusqu'à 3 ans). Il ne s'agit pas d'une offre logicielle de comptabilité à proprement parler, mais plutôt de pré-comptabilité qui a besoin d'être associée à une solution comptable.

❖ Zefyr

Fondé en 2001, Zefyr est un logiciel de comptabilité et de gestion qui n'a pas réalisé de levée de fonds significative qui s'est progressivement développé de manière organique.

L'offre de Zefyr peut être assimilée à un mini-ERP comprenant à la fois des fonctionnalités de comptabilité avancées (liasse fiscale, immobilisation, gestion de stock), de facturation, de paie, de pilotage analytique, de gestion de projet et de CRM. Les offres sont vendues sous forme d'abonnement unique (modulo le module bulletin de paie facturé au nombre de salariés) avec un tarif mensuel en fonction du CA réalisé par les clients (14€ HT pour les entreprises de moins de 12k€ de CA à 45€ HT pour les entreprises réalisant de 100k€ à 200k€ de CA). S'il s'agit d'une offre assez complète pour une TPE/PME qui permet d'éviter d'avoir plusieurs solutions complémentaires, l'offre de Zefyr est relativement ancienne, avec une ergonomie et un design qui peuvent apparaître comme datés en comparaison des nouveaux acteurs.

❖ Tiime

Fondé en 2015, Tiime est un éditeur SaaS de gestion tout-en-un pour les TPE/PME et indépendants. La société n'a pas réalisé de levée de fonds significative depuis sa création, s'avère rentable (marge d'EBITDA >10%) et en forte croissance (+40% par an, avec un CA 2023 de 32m€). La société compterait plus de 200k entreprises clientes et collaborerait avec plus de 2000 cabinets d'experts-comptables.

L'offre de Tiime comprend des fonctionnalités de facturation et de comptabilité auxquelles la société a ajouté dès 2018 une fonctionnalité bancaire (compte professionnel) en partenariat avec Treezor. L'offre est vendue sous forme de 2 abonnements, avec une tarification selon le nombre de salariés (jusqu'à 49,99€ HT / mois pour les entreprises de 6 à 20 salariés). La 1ère offre, gratuite, se limite au module facturation quand la 2ème offre intègre toutes les fonctionnalités, y compris le compte bancaire professionnel. Les fonctionnalités comptables s'avèrent relativement limitées (uniquement la gestion des notes de frais, des achats et de la gestion de la trésorerie) et Tiime est avant tout reconnu pour son offre de facturation peu chère.

❖ Abby

Fondé en 2021, Abby est un logiciel SaaS de gestion dédié principalement aux indépendants, freelance et micro-entrepreneurs qui revendique plus de 100k utilisateurs. La société a levé près de 5m€ depuis sa création.

La solution Abby comprend à la fois des modules de facturation, de comptabilité, de déclaration URSSAF et TVA, et de gestion de projet. Les abonnements sont compris entre 0€/mois et 33€ HT / mois. Il s'agit d'une solution adressant uniquement les indépendants souhaitant une solution à faible coût et simple d'utilisation, qui ne remplace pas un logiciel comptable.

En conclusion, le secteur des logiciels de comptabilité pour les TPE est mal adressé par les éditeurs historiques ayant construit leur offre et leur succès sur les PME-ETI. Ce constat a ouvert l'appétit de nouveaux acteurs. Ces derniers s'avèrent

2 - Un marché conséquent qui attise les convoitises

nombreux et pour certains (Qonto, Pennylane, Indy) dotés de moyens financiers sans commune mesure par rapport à ceux de MaCompta.fr. Pour autant, son approche différenciante, fondée sur la simplicité de prise en main et d'utilisation, ainsi que son *pricing* agressif lui offre des opportunités de développement importante, d'autant que le marché est aujourd'hui encore faiblement équipé (58% des TPE/PME disposent d'un logiciel de comptabilité et 69% un logiciel de facturation selon le baromètre Francenum 2025).

Fonctionnalités des différentes solutions

Editeur	Comptabilité	Compte bancaire Pro	Réconciliation bancaire	Gestion des immobilisations	Déclaration Fiscale	Notes de frais	Fiche de paie
Abby	✓	✗	✓	✗	✓	✓	✗
Axonaut	basique	✓	✓	✓	✓	✓	✗
Cegid	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✓
EBP	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✓
Evoliz	basique	✗	✓	✗	✓	✓	✗
Indy	basique	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Macompta.fr	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✓
Odoo	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✓
Pennylane	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗
Qonto	✗	✓	✓	✗	✗	✗	✗
Sage	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Tiime	basique	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Zefyr	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✓

Sources : sociétés

Le constat est relativement identique sur le marché des logiciels de paie, avec des acteurs historiques (Sage, EBP, Cegid, ADP) qui sont attaqués par de nouveaux acteurs (Payfit, Lucca, Kelio, Fiche-Paie.net). Les prochaines évolutions réglementaires, notamment la facturation électronique (cf. ci-après) sont des leviers de croissance pour les années à venir.

2.3 Nombreux leviers de croissance pour MaCompta.fr

Outre les créations importantes de TPE-PME chaque année et l'accroissement du taux d'équipement, MaCompta.fr dispose de plusieurs leviers de croissance à CT, dont la Facturation Electronique, ainsi que les partenariats avec les Experts-Comptables.

➤ Levier réglementaire avec la Facture Electronique

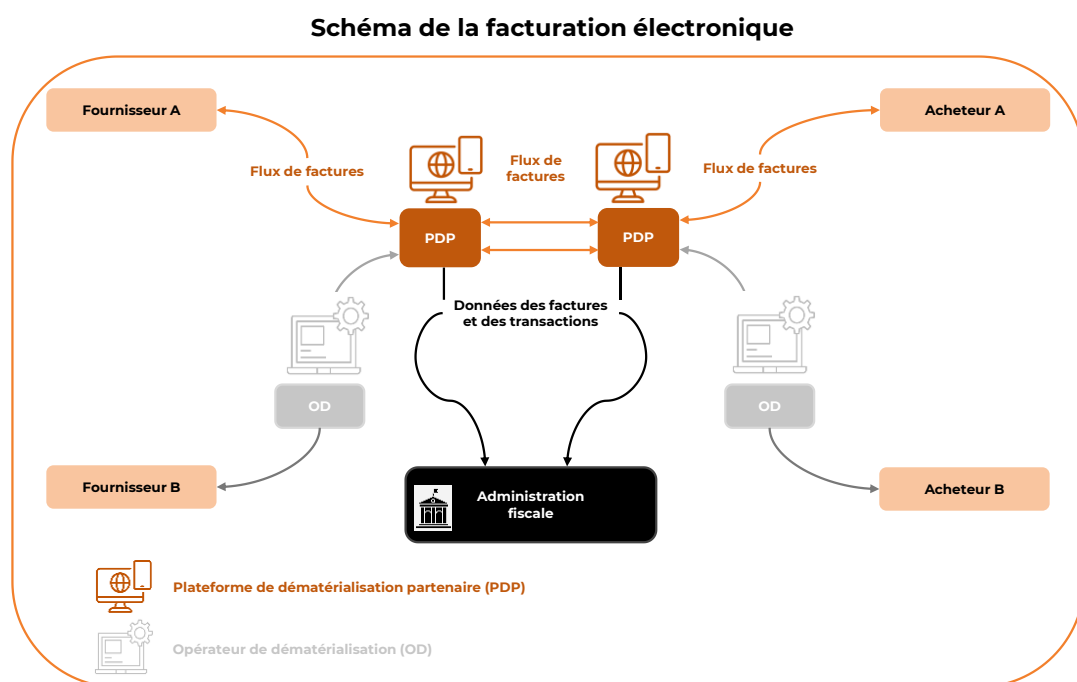
Dans les tuyaux depuis la loi de Finance 2020, la réforme de la Facture Electronique a finalement été adoptée dans le cadre de la loi de Finance 2024 votée fin 2023. Devant entrée initialement en vigueur en 2024, la réforme a vu son calendrier plusieurs fois modifié, avec désormais une application au 1^{er} septembre 2026 pour toutes les entreprises en termes de réception de factures et une application en 2 temps pour l'émission (1^{er} septembre 2026 pour les grandes entreprises et les ETI et 1^{er} septembre 2027 pour les PME-TPE et micro-entreprises).

La réforme de la Facturation Électronique vise à moderniser et simplifier la facturation entre entreprises aux moyens de formats numériques remplaçant les factures papier et les PDF. Outre la fiabilisation des échanges de facture et la réduction des temps de traitement, cette réforme vise également à lutter contre la fraude à la TVA en améliorant la traçabilité des transactions et en permettant la transmission directe des données à l'administration fiscale.

Concrètement, la facture sera générée dans un logiciel comptable ou un ERP en veillant à contenir toute une série d'informations normées (SIREN, Numéro de Facture

2 - Un marché conséquent qui attise les convoitises

unique, date d'émission, description des biens et/ou services, montant, TVA, conditions de paiement). Les factures seront émises en format Factur-X, UBL ou CII et transmises à une plateforme agréée, dite Plateforme de Dématérialisation Partenaire (PDP), qui veillera à la conformité de la facture et l'acheminement au client final. Le client qui reçoit la facture sur sa plateforme pourra l'importer dans son logiciel comptable, vérifier les informations et préparer le paiement. Les informations seront transmises automatiquement à l'administration fiscale et archivées de manière sécurisée pendant la durée légale (10 ans).

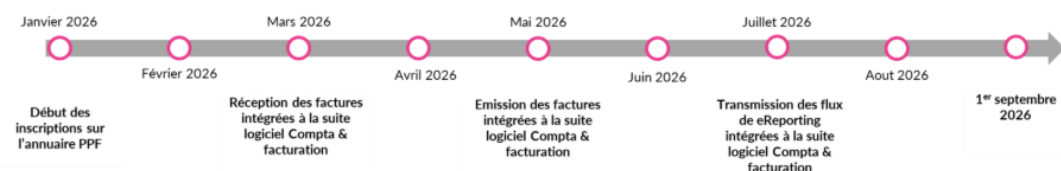


Source : Invest Securities

Le 22 janvier 2026, MaCompta.fr a annoncé avoir obtenu l'immatriculation définitive en tant que plateforme agréée par la Direction Générale des Finances Publiques. Cette contrainte réglementaire derrière elle, la société prévoit la réception des factures dans son offre à partir de mars 2026, puis l'émission des factures à partir de mai 2026 et enfin la transmission des flux de eReporting à partir de juillet 2026. MaCompta.fr sera donc fin prête avant l'application de la réforme le 1er septembre 2026.

Il est difficile aujourd'hui de quantifier l'impact de la facturation électronique dans les perspectives, ainsi que son timing (exercice 2025/26 en avance de la réforme, 2026/27 à la date limite d'application de la réforme ou 2027/28 pour les retardataires). Il est clair en revanche qu'il s'agit d'un accélérateur pour l'équipement des TPE en solution digitale (le taux d'équipement en logiciel de facturation devrait passer de 69% à quasiment 100%). La plupart des acteurs du secteur sont ou seront en mesure de le proposer à leurs clients, sachant que plus de 100 opérateurs sont déjà agréés et plus d'une trentaine sont en attente d'immatriculation, de sorte que c'est avant tout une progression du marché qu'un gain de pdm qui devrait alimenter la croissance.

Calendrier de la Facturation électronique chez MaCompta.fr



Source : MaCompta.fr

2 - Un marché conséquent qui attise les convoitises

➤ Partenariat avec les Experts-Comptables et les OGA

N'en déplaise à Indy, les experts-comptables sont des partenaires indispensables des entreprises. 77% des entreprises font appel à un expert-comptable en 2024, en augmentation de +6pts en 5 ans, et 61% des associations.

MaCompta.fr a lancé en octobre 2024 une offre dédiée aux Experts-comptables et OGA sur la base d'un abonnement mensuel par dossier de ce dernier. Le professionnel des chiffres met les logiciels à disposition de ses clients, selon la répartition des tâches convenues avec le client. L'expert-comptable bénéficie d'un tarif environ 5x inférieur au tarif de base mais il assure l'assistance de premier niveau à l'utilisateur.

Lancée il y a à peine 1 an, l'offre a été adoptée près de 500 experts-comptables, ce qui représente plus de 6 000 clients indirects et un CA embarqué à date de 600k€. Il y a aujourd'hui plus de 20 000 experts-comptables inscrits à l'ordre professionnel, ce qui constitue un levier de croissance significatif à CT, surtout quand on sait que cette approche n'est pas partagée par les nouveaux acteurs disruptifs qui s'opposent à cette catégorie professionnelle.

➤ Evolutions technologiques et automatisation

Les innovations technologiques sont un moyen d'accélérer l'adoption des solutions logicielles, en simplifiant notamment la prise en main, l'interfaçage et l'utilisation des solutions pour des TPE qui ne comptent pas forcément dans leur rang des spécialistes finance/comptabilité. En ce sens, l'IA aura un rôle à jouer à travers plusieurs leviers :

- ❖ L'automatisation, avec la reconnaissance automatique des factures et justificatifs et l'extraction des données sans saisie manuelle, la catégorisation automatique des écritures
- ❖ La réduction des erreurs : détection des erreurs (doublons, montants inhabituels...), vérification automatique des règles fiscales et comptables...
- ❖ L'assistance et le conseil : compagnon comptable répondant aux questions sur la TVA, les obligations légales, outil de recommandation personnalisées (choix des régimes fiscaux, alertes sur les opportunités...)
- ❖ La prédictibilité : anticipation des flux de trésorerie à partir des historiques et des tendances, analyse des marges et de KPI pour aider à la prise de décision...
- ❖ L'intégration à l'écosystème : connexion avec les banques, CRM ou ERP pour automatiser la saisie et le rapprochement bancaire, corrélation entre les données comptables et commerciale (par exemple, les prévisions de vente et la trésorerie).
- ❖ Détection de fraude : repérage des comportements suspects (paiements inhabituels, schémas frauduleux...)
- ❖ L'amélioration de la productivité : réduction des tâches répétitives

Outre les agents livrables en 2 temps en 2026, MaCompta.fr ne compte pas s'arrêter là et compte livrer de nouvelles fonctionnalités dans un futur proche afin de répondre aux nouvelles solutions permises par l'IA.

Par ailleurs, MaCompta.fr a annoncé lors de sa publication semestrielle 2025/26 :

- ❖ La mise en ligne d'une nouvelle interface, plus actuelle et fluide, pour les logiciels de comptabilité et de facturation en janvier/février 2026
- ❖ De nouvelles améliorations fonctionnelles du logiciel de paie depuis décembre 2025
- ❖ Le lancement d'une nouvelle offre d'accompagnement clients Premium au cours du T1 2026.

L'ensemble de ses évolutions technologiques sont de nature à accélérer la conquête commerciale, même s'il est difficile aujourd'hui d'en quantifier les effets.

3 – Dynamique de croissance impressionnante sans sacrifier la rentabilité

Alors que la société a affiché une croissance moyenne annuelle +30% par an depuis 5 ans, elle dispose encore de solides leviers de croissance pour les prochaines années : (i) la montée en puissance de son offre à destination des experts-comptables (+65% au S1 25/26), (ii) la réforme de la facturation électronique au 1er septembre 2026 qui devrait accélérer l'équipement de la quasi-totalité des TPE en solutions digitales, (iii) le déploiement d'agents IA devant permettre d'activer plusieurs leviers (augmentation de la transformation commerciale, réduction du churn et augmentation du panier moyen) et (iv) l'innovation produit, notamment le lancement d'une offre premium avec davantage de fonctionnalité que l'offre actuelle pour adresser les entreprises de 20 à 100 salariés. L'ensemble de ses leviers doit permettre au groupe de maintenir un TVMA de son CA de +28% pour atteindre 8,5m€ fin 2027/28e. Après une année 2025/26e impacté par la forte hausse des investissements liés à l'IA, MaCompta.fr devrait retrouver dès 2026/27e une marge d'EBITA ajusté (retraite de la R&D capitalisée) >15%.

3.1 TMVA 25/26-27/28e du CA de +28%

Sur les 5 dernières années, MaCompta.fr a été en mesure de délivrer une croissance moyenne annuelle (TMVA) de près de +30%, portant le CA 2024/25 à 4,06m€. La dynamique s'est prolongée au cours du S1 25/26 (+29%) et la société a indiqué lors de la publication de ses résultats semestriels fin février tabler sur une croissance du CA de +25% à +30% en 2025/26.

Nos estimations 2025/26-27/28e intègrent le maintien d'une dynamique du même ordre (+28%). Elles reposent sur :

- Une croissance du CA Entreprises de +25% par an, intégrant une conquête nette de +3k à +4k nouveaux clients par an (soit une conquête brute de +6k à +8k après prise en compte d'un churn de 20%) et une augmentation de +5% à +7% par an du panier moyen, sachant que nous arrivons fin 2027/28e à un panier moyen de 276€ HT / an (23,0€ /mois) à remettre en perspective avec un panier maximum pouvant atteindre 1 267€ / an actuellement, sans tenir compte des nouvelles fonctionnalités liées à l'IA qui sont susceptibles d'être monétisées par la société.
- Une contribution du CA lié aux Professionnels de la Comptabilité en 2025/26e, 1ère année de contribution en année pleine (démarrage de l'offre en octobre 2024), de 0,74m€, conservatrice au regard d'un ARR de 640k€ à l'automne 2025, puis une croissance de +35% par an portée à la fois par la croissance du nombre de dossiers gérés par les experts-comptables et la hausse de +7% à +10% du panier moyen (hypothèse retenue d'un prix inférieur de 5x à l'offre Entreprise).

Estimations IS de CA de MaCompta.fr

en m€, au 30/06	2023/24		2024/25		2025/26e		2026/27e		2027/28e		
Nombre clients Entreprises	15		15		18		22		26		
var	+23%		+2%		+20%		+19%		+18%		
Nombre clients Professionnels Comptabilité	0		10		13		17		21		
var	ns		ns		+36%		+27%		+24%		
Total Nombre clients	15		25		31		38		46		
var	+23%		+66%		+26%		+22%		+21%		
Prix moyen Entreprises/an et /mois	211	17,6	234	19,5	246	20,5	263	21,9	276	23,0	
var	+4%		+11%		+5%		+7%		+5%		
Prix moyen Professionnels Comptabilité	nd		49	4,1	56	4,7	60	5,0	66	5,5	
var	nd		nd		nd		+7%		+10%		
CA Entreprises	3,17		3,59		4,50		5,73		7,12		
var	+27%		+13%		+25%		+27%		+24%		
CA Professionnels Comptabilité	0,00		0,47		0,74		1,00		1,36		
var	ns		ns		ns		+35%		+36%		
CA Total	3,17		4,06		5,23		6,73		8,48		
var	+27%		+28%		+29%		+29%		+26%		

Source : MaCompta.fr, estimations IS

3 – Dynamique de croissance impressionnante sans sacrifier la rentabilité

Il est à noter que nous n'avons pas retenu de diminution du churn dans nos estimations malgré les efforts engagés par le management pour le résorber (développement du service client, offre IA d'accompagnement des clients) et le renforcement progressif de l'offre pour la rendre de plus en plus indispensable pour les clients. Nous considérons que cette typologie de clients (TPE et micro-entreprises) engendre un niveau élevé de churn et attendrons d'avoir davantage de visibilité sur les actions engagées pour intégrer éventuellement un scénario plus favorable. Dans tous les cas, MaCompta.fr devrait être en mesure de réaliser une croissance toujours très soutenue de son CA au cours des prochaines années, alors même que ses dépenses marketing sont très limitées (200k€ / an, soit 5% du CA).

3.2 Rentabilité préservée à CT, malgré les investissements IA conséquents

Comme évoqué en partie 1, MaCompta.fr est rentable depuis l'exercice 2015/16, avec une marge d'EBIT publié >20% depuis 2016/17. Plusieurs éléments expliquent cette rentabilité significative :

- La quasi-totalité de sa R&D est capitalisée, de sorte que la production immobilisée représente en moyenne 10% de son CA depuis 5 ans.
- La société a toujours été gérée en « bon père de famille », avec une approche conservatrice en matière d'investissement, que ce soit la R&D ou le marketing.
- La société est également propriétaire de ses locaux à La Rochelle depuis l'exercice 2023/24, ce qui réduit les coûts de fonctionnement.

Cette gestion prudente n'a pas empêché la société de voir ses effectifs doubler en 3 ans (49 salariés à fin juin 2025), avec des charges de personnel qui constituent le principal poste de charges (62% du CA 2025/26).

Compte de résultat publié de MaCompta.fr

en m€, au 30/06	2023/24		2024/25		2025/26e		2026/27e		2027/28e	
CA	3,16		4,06		5,23		6,73		8,48	
var	+27%		+29%		+29%		+29%		+26%	
Production Immobilisée	0,30	9,4%	0,38	9,4%	1,00	19,1%	1,00	14,9%	1,00	11,8%
Autres produits	0,04	1,2%	0,05	1,2%	0,02	0,4%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Charges de personnel	-1,77	-55,9%	-2,52	-62,0%	-3,20	-61,1%	-4,00	-59,4%	-4,80	-56,6%
Charges externes	-0,66	-20,8%	-0,71	-17,4%	-1,50	-28,7%	-1,30	-19,3%	-1,50	-17,7%
Autres charges	-0,03	-1,1%	-0,07	-1,7%	-0,08	-1,5%	-0,10	-1,5%	-0,13	-1,5%
EBITDA publié	1,03	32,7%	1,20	29,6%	1,47	28,2%	2,33	34,6%	3,06	36,0%
var	+4%		+16%		+23%		+58%		+31%	
Amortissements	-0,18	-5,7%	-0,26	-6,5%	-0,41	-7,7%	-0,60	-8,9%	-0,82	-9,7%
EBITA publié	0,85	26,9%	0,94	23,1%	1,07	20,4%	1,73	25,7%	2,24	26,4%
var	-2%		+10%		+14%		+62%		+29%	
Exceptionnel	0,00	0,0%	-0,03	-0,8%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
EBIT	0,85	26,9%	0,91	22,3%	1,07	20,4%	1,73	25,7%	2,24	26,4%
var	+2%		+6%		+18%		+62%		+29%	
Coût Dette Nette	0,02	0,6%	0,01	0,2%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Autres éléments financier	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Résultat financier	0,02	0,6%	0,01	0,2%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
RCAI	0,87	27,6%	0,91	22,5%	1,07	20,5%	1,73	25,7%	2,24	26,4%
var	+3%		+5%		+17%		+62%		+29%	
IS payé en m€/tx IS	-0,08	-8,9%	-0,08	-8,9%	-0,11	-10,0%	-0,17	-10,0%	-0,22	-10,0%
Participation salariés	-0,09	-2,9%	-0,10	-2,4%	-0,12	-2,2%	-0,19	-2,8%	-0,24	-2,9%
RN pdg publié	0,70	22,2%	0,73	18,1%	0,85	16,2%	1,37	20,4%	1,77	20,9%
var	+36%		+5%		+16%		+62%		+29%	

Source : MaCompta.fr, estimations IS

Il est important de noter que nos résultats ajustés diffèrent assez sensiblement des résultats publiés, dans la mesure où (i) ils retraitent la R&D capitalisée et (ii) ils réintègrent la participation des salariés au niveau opérationnel, cette dernière étant intégré au niveau de l'impôt dans les comptes de la société. Cette approche s'inscrit

3 – Dynamique de croissance impressionnante sans sacrifier la rentabilité

dans une logique de comparabilité sectorielle, sans impact sur la génération de FCF. A titre d'illustration, la marge d'EBITA ajustée s'établit à 16,2% en 2024/25, à comparer avec 23,1% tel que publié par la société.

Compte de résultat ajusté de MaCompta.fr

en m€, au 30/06	2023/24		2024/25		2025/26e		2026/27e		2027/28e	
CA	3,16		4,06		5,23		6,73		8,48	
var	+27%		+29%		+29%		+29%		+26%	
Opex publiés	-2,13	-67,3%	-2,86	-70,4%	-3,76	-71,8%	-4,40	-65,4%	-5,43	-64,0%
- retrait. R&D cap.	-0,30	-9,4%	-0,38	-9,4%	-1,00	-19,1%	-1,00	-14,9%	-1,00	-11,8%
- retrait. participation	-0,09	-2,9%	-0,10	-2,4%	-0,12	-2,2%	-0,19	-2,8%	-0,24	-2,9%
Opex ajustés	-2,52	-79,6%	-3,35	-82,3%	-4,87	-93,1%	-5,59	-83,0%	-6,67	-78,6%
var	+37%		+33%		+46%		+15%		+19%	
EBITDA ajusté	0,64	20,4%	0,72	17,7%	0,36	6,9%	1,14	17,0%	1,81	21,4%
var	-1%		+12%		-50%		+218%		+59%	
Amortissements ajustés	-0,03	-1,0%	-0,06	-1,5%	-0,06	-1,1%	-0,06	-0,9%	-0,07	-0,8%
EBITA ajusté	0,61	19,3%	0,66	16,2%	0,30	5,8%	1,08	16,1%	1,75	20,6%
var	-3%		+8%		-54%		+256%		+62%	
Résultat financier ajusté	0,02	0,6%	0,01	0,2%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
RCAI ajusté	0,63	20,0%	0,67	16,4%	0,31	5,8%	1,08	16,1%	1,75	20,7%
var	-2%		+6%		-54%		+255%		+62%	
IS ajusté	-0,06	-10,0%	-0,07	-10,0%	-0,03	-10,0%	-0,11	-10,0%	-0,18	-10,0%
RN ajusté	0,57	18,0%	0,60	14,8%	0,27	5,2%	0,97	14,5%	1,58	18,6%
var	-2%		+6%		-54%		+255%		+62%	

Source : MaCompta.fr, estimations IS

Désirant continuer à autofinancer sa croissance, le dirigeant ne devrait pas se départir de son modèle de gestion qui a fait ses preuves, même si les investissements liés à l'IA vont amener à une forte croissance de la R&D capitalisée au cours des prochains exercices comme cela s'est déjà concrétisé au S1 25/26 (x2 à 20% du CA). Dans cette logique, nous intégrons une dégradation de la marge d'EBITA ajusté sur l'exercice 2025/26e, en lien avec le doublement des dépenses de R&D capitalisée (1m€ par an vs 0,3m€ à 0,4m€ par le passé). La marge d'EBITA ajusté tomberait ainsi à 5,8% en 2025/26e. Par la suite, la normalisation des investissements devrait limiter la hausse des opex ajustés à +15%/+20%, permettant à la marge d'EBITA ajusté de remonter à 16,1% en 2026/27e et 20,6% en 2027/28e. Au S1 25/26, la marge d'EBITA ajusté est ressortie à -3,2%, en recul de -14,8pts sur 1 an. Il convient de souligner la saisonnalité de l'activité (60% du CA annuel réalisé au S2) qui explique dans une industrie de coûts fixes le différentiel majeur de rentabilité entre S1 et S2 (par exemple, 3,4% au S1 24/25 vs 25,2% au S2 24/25, soit 16,2% sur l'année en données ajustées).

En données publiées, l'impact de la forte hausse de la R&D ne devrait pas être perceptible immédiatement, la capitalisation de la R&D neutralisant l'impact au niveau des résultats opérationnels. Ce n'est qu'au niveau des amortissements que le doublement de la R&D produira ses effets, avec une inertie dans le temps liée à un amortissement retenu sur 4 ans.

En deçà des résultats opérationnels, peu de choses sont à noter si ce n'est l'aspect fiscal. MaCompta.fr a opté pour le dispositif « IP Box », un régime fiscal français spécial visant à encourager l'innovation et l'exploitation d'actifs de propriété intellectuelle. Ce dispositif permet à la société de bénéficier d'un taux d'imposition sur les sociétés réduit à 10%, au lieu du normal de 25%. Il s'agit d'un dispositif particulièrement avantageux que nous retenons comme taux normatif dans le cas de MaCompta.fr. Il est à noter que la société a fait l'objet d'une réclamation de l'administration fiscale au titre des exercices 2019/20 et 2020/21 qui portait l'IP Box et le Crédit d'Impôt Recherche (CIR) pour un montant total de 337k€. Suite à cette réclamation, la société a passé une provision dans ses comptes 2022/23 de 158k€ relative à la partie CIR. Des décisions de justice sur ce sujet sont attendus dans les prochains mois.

3 – Dynamique de croissance impressionnante sans sacrifier la rentabilité

3.3 Génération de FCF toujours positive

Retraitant de la R&D capitalisée, notre FCF opérationnel correspond peu ou prou à l'EBITDA ajusté fiscalisé, les autres capex étant limités (0,2m€ par an, à l'exception de 2023/24 où le groupe a acheté ses locaux à La Rochelle). Il convient par ailleurs de noter que le groupe bénéficie d'un BFR structurellement négatif (-0,72m€ à fin juin 2025), en lien avec les produits constatés d'avance lié aux abonnements annuels. La croissance du CA attendue pour les 3 prochains exercices devrait donc soutenir la génération de trésorerie (+0,4m€ à +0,5m€ par an). Au total, nos estimations font ressortir un FCF opérationnel après BFR de 0,5m€ par an sur 2025/26e, avant une accélération en 2026/27e (1,2m€) et en 2027/28e (1,9m€) en lien avec la croissance du CA et la normalisation de l'augmentation des dépenses opérationnelles.

Après prise en compte d'un dividende en hausse modérée au cours des 3 prochains exercices (0,3m€ à 0,4m€ par an), MaCompta.fr devrait être en mesure de renforcer sa trésorerie de +0,1m€ par an sur 2025/26e, avant une sensible accélération en 2026/27e (0,8m€) et en 2027/28e (1,5m€).

Tableau de flux de trésorerie de MaCompta.fr

en m€, au 30/06	2023/24		2024/25		2025/26e		2026/27e		2027/28e	
EBITDA ajusté	0,64	20,4%	0,72	17,7%	0,36	6,9%	1,14	17,0%	1,81	21,4%
IS théorique	-0,06	-10,0%	-0,07	-10,0%	-0,03	-10,0%	-0,11	-10,0%	-0,17	-10,0%
Capex hors R&D cap.	-1,45	-45,9%	-0,25	-6,2%	-0,20	-3,8%	-0,20	-3,0%	-0,20	-2,4%
FCF op. avant BFR	-0,87	-27,4%	0,40	9,9%	0,13	2,5%	0,83	12,4%	1,44	17,0%
Variation BFR	0,17	5,5%	0,23	5,7%	0,40	7,6%	0,40	6,0%	0,47	5,6%
FCF op. après BFR	-0,70	-22,0%	0,63	15,6%	0,52	10,0%	1,23	18,4%	1,91	22,6%
Acquisition/cessions	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Variation capital	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Dividende	-0,25	-7,9%	-0,30	-7,4%	-0,33	-6,2%	-0,36	-5,3%	-0,42	-5,0%
Autres, dont retrait. IS	0,00	0,0%	-0,01	-0,2%	-0,08	-1,4%	-0,06	-0,9%	-0,05	-0,5%
Cash-flow publié	-0,95	-29,9%	0,33	8,0%	0,12	2,4%	0,81	12,1%	1,45	17,1%

Source : MaCompta.fr, estimations IS

3.4 Structure bilantielle solide, permettant le maintien d'un dividende

Le bilan est relativement simple et peut se résumer aux points suivants :

- Des immobilisations de 2,6m€ à fin juin 2025, incluant 1,7m€ d'immobilisations corporelles (locaux de La Rochelle) et 0,9m€ d'immobilisations incorporelles. Ce dernier poste est amené à progresser sensiblement au cours des 3 prochains exercices avec l'augmentation sensible de la R&D capitalisée pour atteindre 2,2m€ à fin juin 2028e.
- Un BFR structurellement négatif (-0,7m€ fin juin 2025), grâce aux produits constatés d'avance sur les abonnements annuels.
- Des Capitaux Propres part du groupe de 2,7m€ à fin juin 2025, amené à progresser chaque année au cours des 3 prochains exercices pour atteindre 5,6m€ à fin juin 2028e.
- Des provisions de 0,2m€ à fin juin 2025, correspondant au litige CIR avec l'administration fiscale sur les exercices 2019/20 et 2020/21.
- Une Trésorerie Nette de 1,0m€ à fin juin 2025, amenée à progresser chaque année pour atteindre 3,4m€ à fin juin 2028e.

3 – Dynamique de croissance impressionnante sans sacrifier la rentabilité

Bilan de MaCompta.fr

en m€, au 30/06	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Ecart acquisition	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	0,71	0,89	1,54	2,00	2,24
Immobilisations corporelles	1,47	1,67	1,82	1,96	2,09
Autres actifs immobilisés	0,04	0,03	0,03	0,03	0,03
Total actif immobilisé	2,21	2,58	3,38	3,98	4,36
Créances clients	0,01	0,03	0,03	0,03	0,04
Autres actifs courants	0,44	0,39	0,39	0,41	0,44
Charges constatées d'avance	0,05	0,08	0,08	0,10	0,13
Trésorerie	0,68	0,97	1,10	1,91	3,36
Total actif	3,40	4,06	4,97	6,43	8,32
Capitaux Propres pdg	2,25	2,68	3,21	4,22	5,57
Minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total Capitaux Propres	2,25	2,68	3,21	4,22	5,57
Dettes financières	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16
Dettes fournisseurs	0,10	0,10	0,13	0,17	0,21
Produits constatés d'avance	0,52	0,63	0,86	1,11	1,40
Autres dettes	0,38	0,49	0,61	0,78	0,98
Total passif	3,40	4,06	4,97	6,43	8,32
DN	-0,68	-0,97	-1,10	-1,91	-3,36
var	-0,17	-0,29	-0,12	-0,81	-1,45
BFR	-0,49	-0,72	-1,11	-1,51	-1,99
var	-0,17	-0,23	-0,40	-0,40	-0,47

Source : MaCompta.fr, estimations IS

4 - Pas dans l'air du temps mais très séduisant – ACHAT, OC 8€

Le secteur des éditeurs de logiciels est sous pression depuis quelques mois avec les craintes de disruption par les nouveaux acteurs de l'IA. Même si cette thèse n'est pas notre scénario, nous intégrons cette approche, tant dans la méthode DCF (Bêta de 1,25x pour un WACC de 10,8%), que dans l'approche par comparable sur l'EV/ARR (prise en compte du multiple spot et moyenne 1 an). Il en ressort néanmoins une valorisation moyenne de 8€. Ce potentiel, combiné à un momentum très positif à CT, nous conduit à initier le titre à l'ACHAT.

4.1 DCF : 9,6€ même en retenant un WACC de 10,8%

Pour un éditeur de logiciels en forte croissance dont la rentabilité est temporairement pénalisée par l'augmentation significative des investissements liés à l'IA, la valorisation par DCF s'avère la plus pertinente selon nous afin d'appréhender le potentiel MT/LT.

Les principales hypothèses retenues sont les suivantes :

- Nos estimations 2025/26-27/28e détaillées précédemment
- Un atterrissage linéaire de la croissance vers +1,5% à horizon 2034/35, induisant un ralentissement de -3,5pts chaque année partant de +26,1% en 2027/28.
- Une marge d'EBITDA ajustée normative de 25%, cohérente à la rentabilité dégagée dans le passé (26% à 28% entre 2021/22 et 2022/23) et la rentabilité d'éditeurs de logiciels de taille similaire. Cette rentabilité normative en 2034/35 induit une amélioration de +0,5pt par an à partir de 2028/29e qui peut paraître conservatrice au regard de la croissance du CA attendue.
- Des capex (hors production immobilisée) représentant 2% du CA en normatif et des amortissements (hors R&D également) qui tendent également vers ce niveau
- Un taux d'IS de 10% correspondant à la fiscalité actuelle (IP Box en France)
- Une normalisation du BFR pour tomber à -10% du CA en 2034/35, venant de -17,6% en 2024/25 et de -23,4% en 2027/28e. Rappelons que le groupe bénéficie d'encaissements immédiats sur ses abonnements mensuels et du paiement en avance (produits constatés d'avance au passif) pour les abonnements annuels, ce qui explique un BFR structurellement négatif.

Nos estimations font ainsi ressortir une progression régulière et significative des FCF pour atteindre 3,5m€ en 2034/35, partant de 1,9m€ en 2027/28e.

Détail des FCF de Macompta.fr retenus dans le DCF

en m€, au 30/06	23/24	24/25	25/26e	26/27e	27/28e	28/29e	29/30e	30/31e	31/32e	32/33e	33/34e	34/35e
CA	3,16	4,06	5,23	6,73	8,48	10,40	12,38	14,30	16,02	17,39	18,26	18,53
var	+27,3%	+28,5%	+28,8%	+28,6%	+26,1%	+22,6%	+19,0%	+15,5%	+12,0%	+8,5%	+5,0%	+1,5%
EBITDA ajusté	0,64	0,72	0,36	1,14	1,81	2,28	2,78	3,28	3,76	4,17	4,47	4,63
marge EBITDA	20,4%	17,7%	6,9%	17,0%	21,4%	21,9%	22,4%	22,9%	23,5%	24,0%	24,5%	25,0%
Capex	-1,45	-0,25	-0,20	-0,20	-0,20	-0,24	-0,28	-0,32	-0,34	-0,37	-0,37	-0,37
en % du CA	-45,9%	-6,2%	-3,8%	-3,0%	-2,4%	-2,3%	-2,3%	-2,2%	-2,2%	-2,1%	-2,1%	-2,0%
Amortissements ajustés	-0,03	-0,06	-0,06	-0,06	-0,07	-0,10	-0,14	-0,19	-0,24	-0,29	-0,33	-0,37
en % du CA	-1,0%	-1,5%	-1,1%	-0,9%	-0,8%	-0,9%	-1,1%	-1,3%	-1,5%	-1,6%	-1,8%	-2,0%
BFR	-0,49	-0,72	-1,11	-1,51	-1,99	-2,24	-2,43	-2,53	-2,52	-2,41	-2,18	-1,85
BFR / CA (%)	-15,4%	-17,6%	-21,3%	-22,5%	-23,4%	-21,5%	-19,6%	-17,7%	-15,8%	-13,8%	-11,9%	-10,0%
Taux IS	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%
Synthèse												
EBITDA ajusté	0,6	0,7	0,4	1,1	1,8	2,3	2,8	3,3	3,8	4,2	4,5	4,6
Impôts	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Capex	-1,5	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4
Variation BFR	0,2	0,2	0,4	0,4	0,5	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,3
FCF opérationnel après BFR	-0,70	0,63	0,52	1,23	1,91	2,07	2,42	2,76	3,06	3,29	3,45	3,51
var	-205,0%	-190,9%	-17,1%	+135,6%	+55,0%	+8,1%	+17,0%	+13,9%	+10,8%	+7,8%	+4,8%	+1,8%
Coef d'actualisation			0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5
FCF opérationnel actualisé			0,50	1,06	1,48	1,44	1,53	1,57	1,57	1,53	1,44	1,32

Source : MaCompta.fr, estimations IS

Pour actualiser les flux, nous retenons un WACC de 10,81% intégrant :

- Un taux sans risque de 3,03%, correspondant à notre taux synthétique européen (pondération des taux d'Etat 10 ans en fonction du poids des pays dans l'Euro Stoxx).

- Une prime de risque de 3,29%, calculée comme la différence entre l'inverse du PE prospectif de l'Euro Stoxx et le coût sans risque.
- Un bêta de 1,25x, afin de refléter la volatilité récente entourant le secteur des logiciels liée aux craintes de disruption par l'IA.
- Une prime de taille de 3,67%, correspondant à la prime de taille de Duff & Phelps applicable à une société de taille inférieure à 263m€.
- Un levier financier nul.

L'actualisation des FCF, sur la base d'un WACC de 10,84% et d'une croissance LT de +1,5%, fait ressortir une VE de 27,9m€, soit une VT de 28,7m€ ou 9,6€ par action.

Sensibilité du DCF

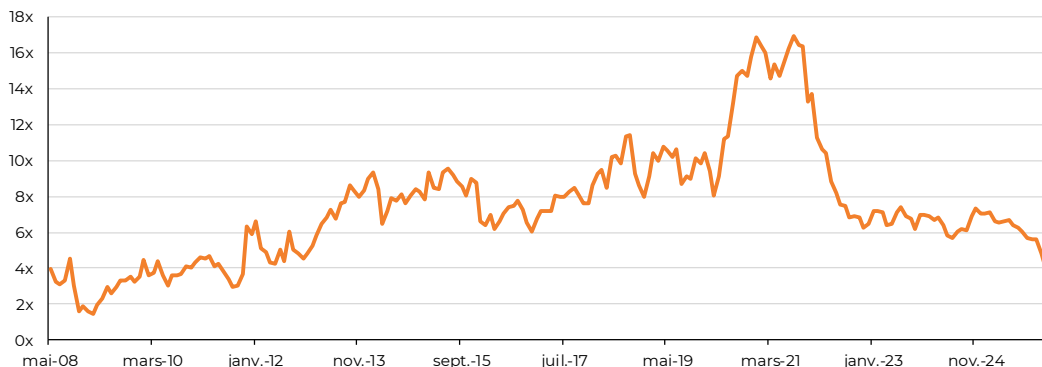
		WACC						
		9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%
croissance à l'infini	+0,5%	10,8	10,2	9,6	9,1	8,6	8,1	7,8
	+1,0%	11,2	10,5	9,9	9,3	8,8	8,3	7,9
	+1,5%	11,6	10,9	10,2	9,6	9,0	8,5	8,1
	+2,0%	12,1	11,3	10,5	9,9	9,3	8,8	8,3
	+2,5%	12,7	11,7	10,9	10,2	9,6	9,0	8,5

		WACC						
		9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%
Marge EBITDA LT	15%	7,5	7,1	6,7	6,4	6,1	5,8	5,5
	20%	9,6	9,0	8,4	8,0	7,5	7,2	6,8
	25%	11,6	10,9	10,2	9,6	9,0	8,5	8,1
	30%	13,7	12,7	11,9	11,2	10,5	9,9	9,4
	35%	15,7	14,6	13,6	12,8	12,0	11,3	10,7

Source : estimations IS

4.2 Derating sectoriel intégré pour 50% dans l'approche par comparables

S'appuyant sur la valorisation d'une centaine d'éditeurs de logiciels SaaS B2B, SaaS Capital Index suit l'historique de valorisation sur la base du multiple d'EV/ARR. Après avoir atteint 16,9x à son pic en août 2021, l'EV/ARR prospectif sectoriel a sensiblement corrigé dans le contexte de hausse des taux, pour se stabiliser entre mi-2022 et septembre 2025 entre 6x et 7x (6,0x fin septembre 2025). Depuis, la valorisation du secteur s'avère sous pression sur fond de craintes de disruption par l'IA des éditeurs de logiciels. Après être tombé à 5,6x fin 2025, l'EV/ARR s'est effondré de -31% depuis le début d'année 2026 pour revenir à 3,8x, un niveau que nous n'avions plus connu depuis 15 ans !



Source : SaaS Capital Index

Dans ce contexte anxiogène où chaque annonce peut provoquer une psychose (cf. annonce d'Anthropic sur les nouvelles fonctionnalités de Claude), nous partageons le message des dirigeants des principaux éditeurs mondiaux de logiciels. Les craintes de disruption par des outils d'IA sont de notre point de vue surestimés, quand bien même l'IA est amenée à profondément faire évoluer l'écosystème et nécessitera des investissements pour adapter son offre aux nouvelles fonctionnalités offertes. Sauf revirement étonnant, cette thématique est amenée à influencer la valorisation des éditeurs de logiciels pendant plusieurs mois.

Ce contexte doit donc être intégré, au moins partiellement dans la valorisation des éditeurs de logiciels à l'heure actuelle. Dans cette logique, nous intégrons dans la valorisation par comparables la valorisation instantanée (3,8x), ainsi que la moyenne 1 an (5,3x).

Par ailleurs, ce niveau moyen sectoriel doit être pondéré via des primes et décotes pour tenir compte des différents critères influant sur la valorisation. Nous retenons 4 critères : la taille de l'entreprise au regard de la moyenne du secteur, la croissance moyenne des 4 dernières années, la taille du marché adressable et la rétention client. Dans le cas de MaCompta.fr, nous intégrons une décote de taille de -30% au regard du différentiel avec le secteur (25m€ vs 562m€), une prime de 20% par rapport au critère de croissance (+29% pour MaCompta.fr vs +25% pour le secteur), une prime de +20% sur le critère du marché adressable (15Mds€ vs 5Mds€ pour le secteur) et une décote de -25% sur le critère de rétention (85% vs 105% pour le secteur). Il en ressort des multiples d'EV/ARR de 3,3x en instantané et de 5,3x sur la moyenne 1 an. En tenant compte d'un ARR de 4,68m€ à fin décembre, la VT de MaCompta.fr s'établit à 4,8€ par action en instantané et à 8,0€ sur la base de la moyenne 1 an, soit une valorisation moyenne à 6,4€.

Intégration des critères à l'EV/ARR

	Multiple sectoriel	Décote taille	Critère Croissance	Critère TAM	Critère Rétention	Multiple à retenir
MaCompta.fr		25	+29%	15	85%	
SaaS Average		562	+25%	~5Mds€	105%	
Prime/Décote appliquée		-30%	20%	20%	-25%	
Actuel	3,8x	-1,2x	0,8x	0,8x	-1,0x	3,3x
Moyenne 1 an	6,2x	-1,9x	1,2x	1,2x	-1,6x	5,3x

Source : SaaS Capital Index, estimations IS

4.3 Objectif fixé à 8,0€, opinion ACHAT

La moyenne des valorisations par DCF et comparables fait ressortir une valorisation de 8,0€/action qui constitue notre 1^{er} objectif. Si la trajectoire de résultats de MaCompta.fr est amenée à faire progresser la valorisation (notamment à travers le décalage du DCF), le groupe pourrait surtout bénéficier à CT du *rating* sectoriel si les craintes de disruption par l'IA venaient à s'estomper. Ce paramètre, sur lequel la société n'a pas de levier, sera à suivre dans les prochains mois.

Quand bien même l'environnement sectoriel n'est pas porteur, la solide trajectoire de croissance de MaCompta.fr, sa structure financière solide et sa prise de conscience de la nécessité de ne pas rater le virage de l'IA nous conduisent à adopter une opinion ACHAT.

THÈSE D'INVESTISSEMENT

Editeur SaaS de logiciels de comptabilité et de paie à destination des TPE, MaCompta.fr parvient, grâce à son expertise des processus métiers, à proposer une offre complète, tout en étant simple d'utilisation et bien positionnée d'un point de vue tarification. Cela a permis au groupe, malgré une concurrence féroce d'acteurs établis (Sage, Cegid, Odoo...) et de nouveaux acteurs (Pennylane, Qonto, Indy...) de tirer son épingle du jeu et de dégager une croissance de près de +30% par an au cours des 5 dernières années tout en étant rentable. Cette dynamique devrait se prolonger dans les années à venir, portée par plusieurs leviers, notamment son offre à destination des experts-comptables, son offre de facture électronique, ainsi que ses futurs agents conversationnels.

ANALYSE SWOT

FORCES

- Expertise des métiers comptable
- Offre complète et intégrée pour les TPE
- Facilité d'usage
- Positionnement tarifaire attractif

OPPORTUNITES

- Facturation électronique
- Expansion géographique
- Enrichissement de l'offre

FAIBLESSES

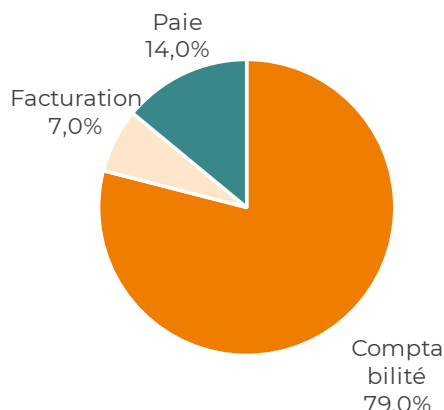
- Moyens financiers face à certains concurrents
- Churn élevé

MENACES

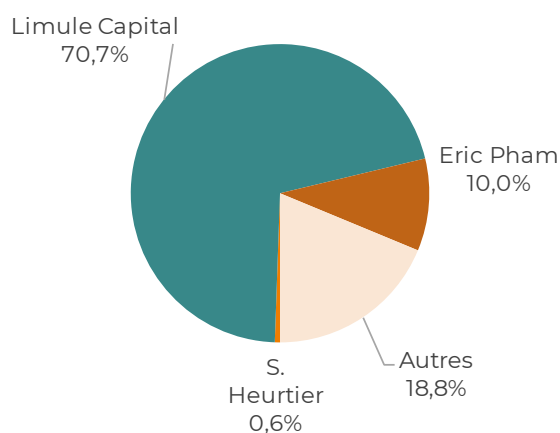
- Renforcement de l'intensité concurrentielle
- Pression sur les prix
- Disruption par l'IA

INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

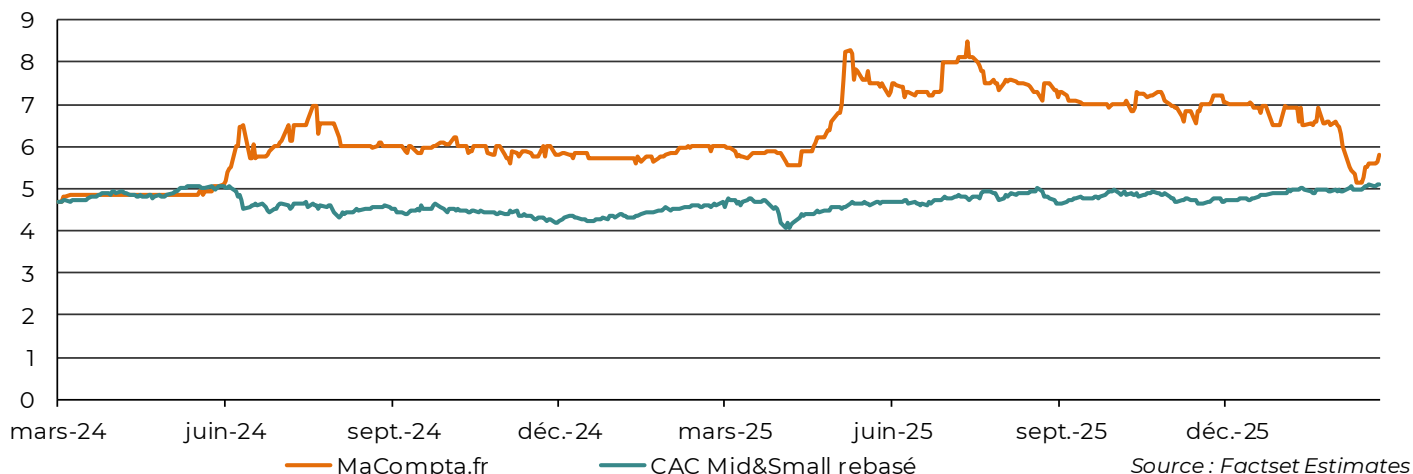
REPARTITION DU CA 2024/25



ACTIONNARIAT



ÉVOLUTION DU COURS DEPUIS 5 ANS



AVERTISSEMENT GÉNÉRAL

Invest Securities est agréée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et régulée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation à souscrire, acheter ou vendre des titres financiers, ou à participer à toute autre transaction.

Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques considérées fiables, mais n'ont pas été vérifiées de manière indépendante. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations publiques qui ont permis d'établir le présent document et Invest Securities n'accepte aucune responsabilité quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations publiques qui ont permis la réalisation du présent document, sauf dans la mesure requise par la loi.

Les opinions, prévisions et estimations contenues dans le présent document sont celles de leurs auteurs uniquement. Les appréciations formulées reflètent leur opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'évolution ou d'invalidation à tout moment, sans préavis. Invest Securities n'a aucune obligation d'actualiser, de modifier ou d'amender le présent document ou d'informer d'une quelconque manière le destinataire de ce document dans le cas où un fait, une opinion, une prévision ou une estimation contenus dans ce document, changent ou deviennent inexacts.

Les investissements mentionnés dans ce document peuvent ne pas convenir à tous ses destinataires. Les destinataires du document sont invités à fonder leurs décisions d'investissement sur les diligences appropriées qu'ils jugent nécessaires. Il est rappelé que les performances passées ne préjugent pas des performances à venir. Investir sur les marchés présente un risque de perte en capital. Toute perte ou autre conséquence découlant de l'utilisation des informations contenues dans le document relève exclusivement de la responsabilité de l'investisseur. Ni Invest Securities, ni une quelconque autre personne ne pourra être tenue responsable de quelque manière que ce soit au titre d'un quelconque dommage direct ou indirect résultant de l'utilisation de ce document. En cas de doute sur un quelconque investissement, les destinataires doivent contacter leurs propres conseillers en investissement, juridiques et/ou fiscaux pour obtenir des conseils concernant l'opportunité d'investir.

Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux dispositions du règlement abus de marché (UE) n°2014/596 et du règlement délégué (UE) n°2016/958 sur les modalités techniques de présentation objective des recommandations d'investissement. Le présent document est destiné uniquement (A) à des personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers et/ou (B) à des investisseurs qualifiés agissant pour compte propre, au sens de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier.

Le présent document vous est fourni à titre confidentiel pour information et ne peut être reproduit ou transmis, en tout ou partie, à toute autre personne ou publié.

OBJECTIFS DE COURS ET RECOMMANDATION

Nos opinions boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur le profil de risque de l'entreprise et sur les objectifs de cours définis par l'analyste, élément intégrant des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché qui sont susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse financière d'Invest Securities établit ses objectifs de cours sur la base d'une approche fondamentale multicritères, incluant, de façon non exhaustive, l'actualisation des flux de trésorerie disponibles, l'approche analogique des comparables boursiers ou des multiples de transactions, la somme des parties, l'actif net réévalué, l'actualisation des dividendes.

Les opinions boursières émises par le bureau d'analyse financière d'Invest Securities sont définies comme tel :

- **ACHAT** : potentiel de hausse supérieur à +10% (le potentiel requis minimum peut être revu à la hausse selon le profil de risque de la société)
- **NEUTRE** : potentiel compris entre -10% et +10% (le potentiel requis maximum peut être revu à la hausse selon le profil de risque de la société)
- **VENTE** : potentiel de baisse supérieur à -10%
- **APPORTER, ou NE PAS APPORTER** : recommandations utilisées lorsque l'émetteur fait l'objet d'une offre publique (OPA, OPE, Retrait Obligatoire...)
- **SOUSCRIRE ou NE PAS SOUSCRIRE** : recommandations utilisées dans le cadre d'une augmentation de capital
- **SOUS REVUE** : recommandation temporaire, lorsqu'un événement exceptionnel à l'impact significatif sur les résultats de l'entreprise ou notre objectif de cours, ne permet plus d'émettre une opinion ACHAT, NEUTRE ou VENTE

HISTORIQUE DES RECOMMANDATIONS DES 12 DERNIERS MOIS

Le tableau ci-dessous reflète l'historique des changements de recommandation et d'objectif de cours réalisés par le bureau d'analyse financière d'Invest Securities au cours des 12 derniers mois.

Société couverte	Analyste principal	Date de publication	Opinion	Objectif de Cours	Cours à date	Potentiel vs Objectif
------------------	--------------------	---------------------	---------	-------------------	--------------	-----------------------

DÉTAIL DES CONFLITS D'INTÉRÊTS POTENTIELS

	MaCompta.fr
Invest Securities a été chef de file ou co-chef de file dans une offre publique concernant les instruments financiers de cet émetteur durant les douze derniers mois.	Oui
Invest Securities a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur.	Non
Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse.	Oui
Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de Listing sponsor.	Oui
Invest Securities a été rémunérée par cet émetteur en échange de la fourniture d'autres services d'investissement au cours des douze derniers mois (RTO, Exécution pour compte tiers, conseil, placement, prise ferme).	Oui
Le présent document a été communiqué à l'émetteur préalablement à sa publication. Cette relecture n'a pas conduit l'analyste à modifier son objectif de cours et sa recommandation boursière.	Oui
Le présent document a été communiqué à l'émetteur pour relecture préalablement à sa publication. Cette relecture a conduit l'analyste à modifier son objectif de cours et sa recommandation boursière.	Non
L'analyste financier a des intérêts dans le capital de l'émetteur.	Non
L'analyste financier a acquis des titres de capital de l'émetteur avant l'opération d'offre publique.	Non
L'analyste financier perçoit une rémunération directement liée à l'opération ou à un service d'investissement fourni par Invest Securities.	Non
Un dirigeant d'Invest Securities est en situation de conflit d'intérêt avec l'émetteur et a eu accès à la recommandation avant son achèvement.	Non
Invest Securities ou le groupe All Invest détient ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émis par l'émetteur.	Non
Invest Securities ou le groupe All Invest détient, à titre temporaire, une position longue nette de plus de 0.5% du capital de l'émetteur.	Non
Invest Securities ou le groupe All Invest détient, à titre temporaire, une position courte nette de plus de 0.5% du capital de l'émetteur.	Non
L'émetteur détient ou contrôle 5 % ou plus du capital d'Invest Securities ou du groupe All Invest.	Non

La politique de gestion des conflits d'intérêts d'Invest Securities est accessible sur le site d'Invest Securities dans la rubrique Règlementation. Une liste de toutes les recommandations diffusées sur 12 mois ainsi que la publication trimestrielle de la part des « ACHAT, VENTE, NEUTRE, AUTRES » sur 12 mois, sont accessibles sur le site de recherche d'Invest Securities.

DIRECTION

Marc-Antoine Guillen
Président

+33 1 44 88 77 80
maguillen@all-invest.com

Jean-Emmanuel Vernay
Directeur Général

+33 1 44 88 77 82
jevernay@all-invest.com

Pascal Hadjedj
Directeur Général Délégué

+33 1 55 35 55 61
phadjedj@all-invest.com

BUREAU D'ANALYSE FINANCIÈRE

Maxime Dubreil
Responsable Recherche

+33 1 44 88 77 98
mdubreil@all-invest.com

Tom Deschamps
Analyste Industrie

+33 6 46 86 48 25
tbeschamps@all-invest.com

Jamila El Bougrini
Analyste Biotech

+33 1 44 88 88 09
jelbougrini@all-invest.com

Benoît Faure-Jarrosion
Senior advisor Immobilier

+33 1 73 73 90 25
bfaure-jarrosion@all-invest.com

Jean-Pierre Loza
Analyste Biotech

+33 6 89 24 73 57
jploza@all-invest.com

Claire Meilland
Analyste CleanTech

+33 1 73 73 90 34
cmeilland@all-invest.com

Maud Servagnat
Analyste Média/Jeux Vidéo

+33 6 07 98 85 50
mservagnat@all-invest.com

Thibaut Voglimacci-Stephanopoli
Analyste Medtechs / Biotech

+33 1 44 88 77 95
tvoglimacci@all-invest.com

Alexandre Xerri
Analyste Immobilier

+33 7 78 57 94 57
axerri@all-invest.com

SALLE DE MARCHÉ

Pascal Hadjedj
Responsable Vente Primaire
+33 1 55 35 55 61
phadjedj@all-invest.com

Anne Bellavoine
Senior Advisor
+33 1 55 35 55 75
abellavoine@all-invest.com

Eric Constant
Négociation
+33 1 55 35 55 64
econstant@all-invest.com

Jean-Philippe Coulon
Négociation
+33 1 55 35 55 64
jpcoulon@all-invest.com

Raphaël Loeb
Vente Institutionnelle
+33 1 55 35 55 74
rloeb@all-invest.com

Ralph Olmos
Vente Institutionnelle
+33 1 55 35 55 72
rolmos@all-invest.com

Kaspar Stuart
Vente Institutionnelle
+33 1 55 35 55 65
kstuart@all-invest.com

SERVICES AUX ÉMETTEURS

Thierry Roussilhe
Responsable
+33 1 55 35 55 66
troussilhe@all-invest.com

Cécile Aboulian
Directrice Développement
+33 7 85 62 37 02
caboulian@all-invest.com

Fabien Huet
Contrat Liquidité
+33 1 55 35 55 60
fhuet@all-invest.com