

VAZIVA SA

Euronext Growth - FR0014007T10 - ALVAZ

✓ Une fintech aux avantages multiples

Fondée en 2016, Vaziva accompagne les entreprises dans la transformation du marché des avantages aux salariés avec une conviction simple : les avantages salariés ne doivent plus être une juxtaposition de solutions complexes mais une expérience unique, digitale, performante et évolutive.

Pionnière de la dématérialisation des avantages salariés, Vaziva a été l'une des premières entreprises à proposer une carte unique permettant de centraliser l'ensemble des dispositifs dédiés aux avantages salariés sur un seul et même support accepté dans 30 M de points de vente et 210 pays du réseau Mastercard.

Ses offres reposent sur **une plateforme technologique propriétaire à 360°** qui optimise le pilotage des flux, sécurise les usages en temps réel et simplifie la gestion, tant pour les entreprises que pour les CSE (Comité social et économique). Les salariés bénéficient quant à eux d'une expérience de paiement fluide, immédiate et entièrement digitalisée.

Initialement positionné auprès des PME, Vaziva a, au cours des dernières années, nettement accéléré sa conquête commerciale auprès des grands comptes. **Elle a su convaincre de nombreux acteurs et compte parmi ses clients des entreprises aussi variées que Chanel, Renault, Coca-Cola ou, pour les plus récentes, Sanofi, Thalès, LDC.**

L'historique de développement est donc convaincant avec **un CA multiplié par 10,7x depuis 2021, une marge nette qui est passée de 1% à 3,4%** sur la même période et une structure financière saine (trésorerie nette de 4,9 M€ au 31/12/2025).

Pour 2026, la société consacre l'exercice au renforcement de son organisation, à l'accélération de ses investissements technologiques et à l'enrichissement de son offre, avec l'objectif de préparer une nouvelle phase de développement et réaccélérer la croissance à compter de 2027.

S'inscrivant dans un marché durablement porteur, **l'ambition à horizon 2030 est de devenir le leader européen des solutions de paiement et d'avantages dématérialisés**, en alliant innovation technologique, conformité réglementaire et impact sociétal positif et d'incarner la référence d'un modèle de croissance durable, centré sur la création de valeur pour les entreprises, leurs collaborateurs et la société.

Cette stratégie s'appuie sur deux axes principaux :

- **La poursuite des investissements** aussi bien dans la technologie afin de poursuivre l'enrichissement de son écosystème dédié aux avantages salariés, que commerciaux afin d'accompagner le déploiement de ses prochaines offres ;
- **Le lancement de plusieurs relais de croissance** avec principalement le déploiement d'une offre de titres-restaurant à la suite de son référencement en juin en qualité de nouvel émetteur auprès de la Commission Nationale des Titres-Restaurant (CNTR).

Cet agrément lui permet d'accéder à un marché majeur et récurrent, qui compte plus de 1,1 milliard de titres émis chaque année, pour une valeur faciale globale de 9,9 Mds€, complémentaire de ses activités historiques.

Vaziva a développé une offre de titres-restaurant intégrée à sa carte multi-avantages qui se distingue par une approche résolument opérationnelle, pensée pour simplifier le quotidien des restaurateurs, régulièrement confrontés à des contraintes techniques, des délais de remboursement ou à des structures de frais complexes.

Nous estimons que ces actions devraient se traduire par une accélération de la croissance à partir de 2027 et anticipons une progression du CA de 71% entre 2025 et 2028^e (2026^e : +8,7%, 2027^e : +25%, 2028^e : +25,6%). Cette croissance s'accompagnera d'une nette progression des résultats avec, entre 2025 et 2028^e, un Rex en augmentation de 152% et un RN de 91%.

En termes de valorisation, notre objectif de cours, (100% DCF) ressort à 47,89 € offrant un potentiel de hausse de 110%.

Nous initions le suivi de Vaziva avec une opinion ACHAT.

ACHAT

INITIATION

Éligible PEA-PME - Label BPI

OBJECTIF

47,89 €

PRECEDENT

- €

COURS (21/09/2026)

22,80 €

POTENTIEL

+110%

CAPITALISATION

61,1 M€

FLOTTANT

19,4 M€

Ratios	2025	2026e	2027e	2028e
VE/CA	0,80	0,64	0,51	0,51
VE/EBITDA	11,67	10,02	8,53	8,53
VE/ROP	12,94	10,95	9,20	9,20
PER	19,98	17,64	14,51	14,51
FCF YIELD	4,2%	5,3%	6,4%	6,4%
Rendement	0%	0%	0%	0%

Données par Action	2025	2026e	2027e	2028e
BPA corrigé dilué	0,82	1,14	1,29	1,57
Var. (%)		38,4%	13,2%	21,5%
FCF PA	0,64	0,97	1,20	1,45
Var. (%)		51,7%	24,0%	21,3%
Dividende	-	-	-	-

Comptes	2025	2026e	2027e	2028e
CA (M€)	64,74	70,41	87,93	110,43
Var		8,7%	24,9%	25,6%
EBITDA (M€)	2,86	4,82	5,61	6,60
Marge (%)	4,4%	6,8%	6,4%	6,0%
EBIT (M€)	2,43	4,35	5,14	6,11
Marge (%)	3,8%	6,2%	5,8%	5,5%
RNpg Corrigé (M€)	2,21	3,06	3,47	4,21
Marge Nette (%)	3,4%	4,3%	3,9%	3,8%

Structure Financière	2025	2026e	2027e	2028e
FCF (M€)	1,08	2,59	3,21	3,90
Dettes fin. Nette (M€)	-4,88	-7,47	-10,69	-14,58
Dettes Nette/EBITDA	-1,71	-1,55	-1,90	-2,21
Capitaux Propres (M€)	20,78	23,84	27,31	31,52
Gearing	-23,5%	-31,4%	-39,1%	-46,3%
ROCE	10,2%	17,7%	20,6%	24,1%

Répartition du Capital	
P. Berthé (PDG)	44,7%
G.A Pithioud	7,6%
Era Group	5,3%
Kwisatz	4,7%
ID Distribution	5,9%
Flottant	31,7%

Performance	2026	3m	6m	1 an
Vaziva	-38,4%	-33,3%	-37,0%	-48,6%
Euronext Growth	8,7%	0,8%	8,3%	8,9%
Extrêmes 12 mois	20,20 €	44,345 €		

Liquidité	2026	3m	6m	1 an
Volume Cumulé (000)	49	10	29	71
En % du Capital	2%	0%	1%	3%
En % du flottant	6%	1%	3%	8%
En M€	1,7	0,3	1,0	2,6

Prochain événement RN S1: 6 octobre 2026

Loïc Wolf

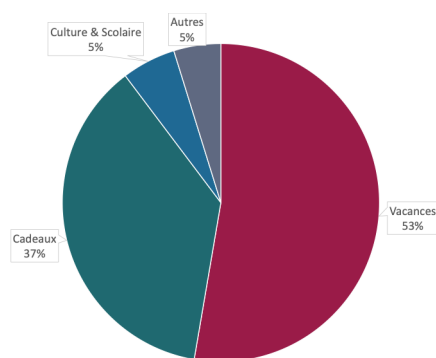
+ 33 (0) 6 14 26 27 53

lwolf@greensome-finance.com

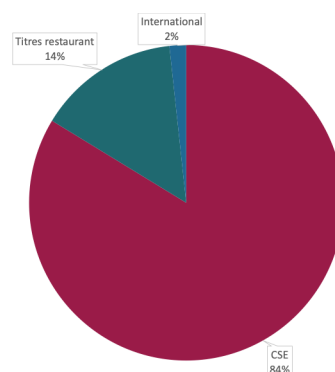
GreenSome a signé un contrat de recherche avec l'émetteur.

Snapshot VAZIVA

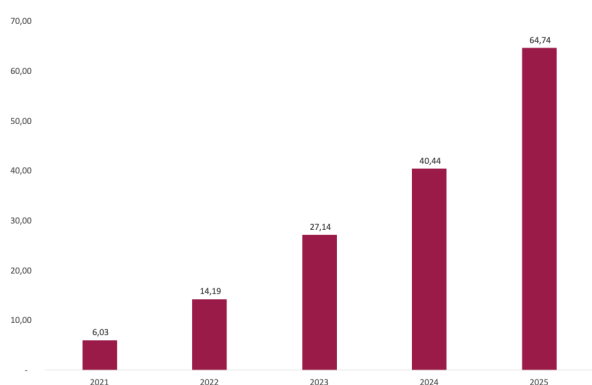
CA 2025 par type de dotation



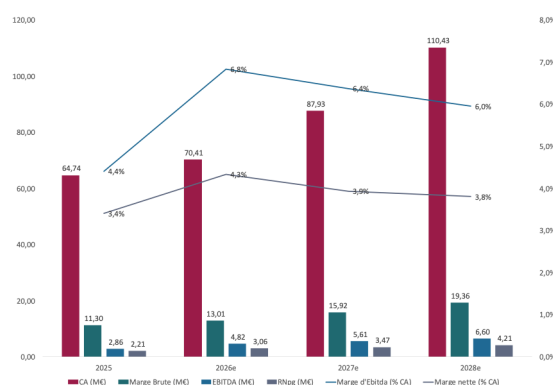
CA 2028^e par activité



Évolution 2021-25 du CA (M€)



Estimation de résultats



FORCES

- Positionnement différenciant avec une offre à 360° et une expérience utilisateur fluide
- Plateforme technologique propriétaire intégrée
- Très forte dynamique commerciale et levier opérationnel démontré sur les marges
- Récurrence élevée de l'activité
- Agilité d'un acteur indépendant
- Structure financière saine

FAIBLESSES

- Taille réduite par rapport aux principaux acteurs avec une organisation à renforcer
- Notoriété encore limitée
- Érosion du taux de marge brute
- Relation opérationnelle significative avec des partenaires externes
- Forte saisonnalité de l'activité

OPPORTUNITES

- Marché durablement porteur soutenu par une digitalisation structurelle
- Déploiement européen
- Accès au marché des titres-restaurant
- Montée en puissance auprès des grands comptes
- Monétisation de l'audience
- Développement de nouveaux revenus B2B grâce au programme de fidélité et la régie publicitaire
- Augmentation des ventes croisées

RISQUES

- Durcissement de la réglementation des avantages salariés
- Concurrence agressive avec pression tarifaire et augmentation du coût d'acquisition
- Dégradation du marché de l'emploi salarié
- Défaillance technologique (fraude, faille de sécurité...)

Matrice fondamentale

Cette matrice a pour but de décrire le profil fondamental historique de Vaziva SA. Elle est construite sur des critères objectifs permettant de juger de sa valeur passée. Chaque critère est traité de manière équipondérée afin d'aboutir à une notation entre A et E (A : Excellent profil historique / E : profil historique à haut risque).

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

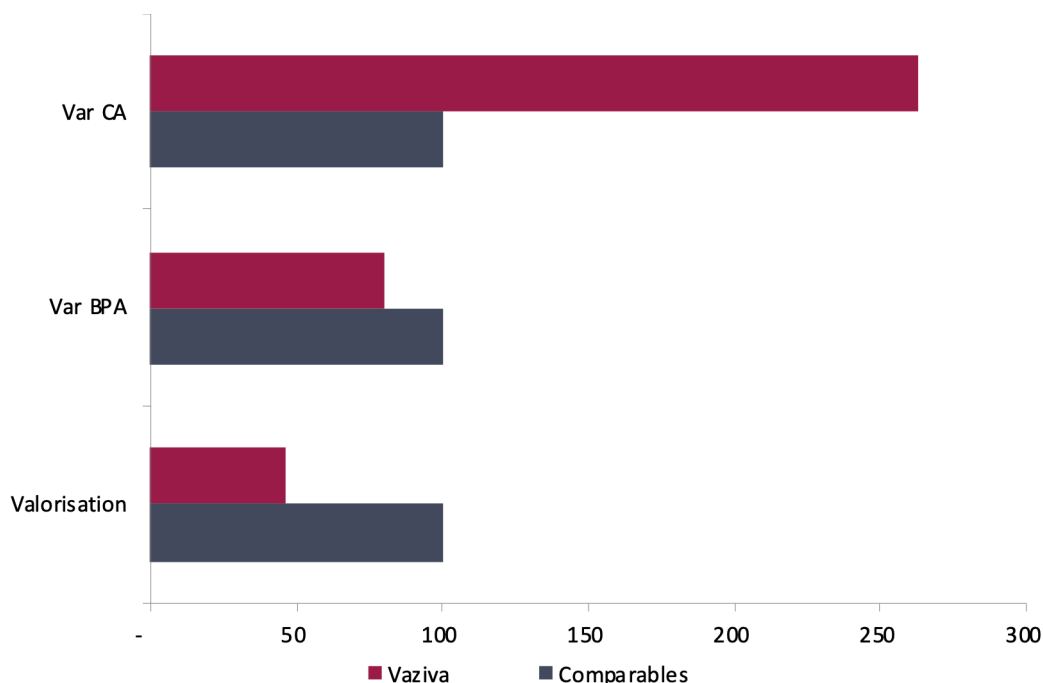
Source : GreenSome Finance

Position dans la chaîne de valeur	<p>Vaziva occupe une position intéressante à l'interface entre les CSE/RH, les salariés et les commerçants. Sa carte Mastercard multi-dotations et sa plateforme de gestion lui permettent de contrôler la relation client, l'expérience utilisateur et l'affectation des dotations. L'offre intégrée favorise la fidélisation et ouvre des possibilités de vente croisée.</p> <p>Toutefois Vaziva ne maîtrise pas l'ensemble de l'infrastructure de paiement et de gestion des programmes : son offre dépend notamment du réseau Mastercard et de partenaires technologiques externes.</p> <p>La société demeure un intermédiaire sur un marché où les coûts de changement ne paraissent pas encore très élevés et où les grands acteurs disposent d'un pouvoir commercial important.</p>
Effet de levier sur les marges	<p>Le levier opérationnel est clairement démontré. Entre 2021 et 2025, l'EBE est passé de 0,1 M€ à 2,9 M€, tandis que sa marge progressait d'environ 1,5% à 4,4%.</p> <p>En 2025, la hausse de 60% du CA s'est accompagnée d'une progression de 115% de l'EBITDA et d'un doublement du résultat d'exploitation.</p> <p>Relevons tout de même une érosion continue du taux de marge brute (17,5% en 2025 vs 35% en 2021) et une marge nette de seulement 3,4%.</p> <p>La plateforme technologique et la relative maîtrise des frais de personnel devraient permettre de poursuivre cette amélioration avec la montée des volumes.</p>
Structure financière	<p>La structure financière constitue l'un des principaux points forts. À fin 2025, Vaziva disposait de 20,8 M€ de capitaux propres, de 5,5 M€ de trésorerie disponible et de seulement 0,6 M€ de dette financière brute, soit une trésorerie nette de 4,9 M€.</p> <p>La société finance donc sa croissance à partir d'un bilan sain et bénéficie d'une capacité d'investissement significative.</p> <p>Le groupe a toutefois procédé courant 2026 à l'émission d'un emprunt obligataire convertible de 8 M€ qui a de facto augmenté l'endettement brut sans dégrader sa structure financière.</p>
Management	<p>Le management peut s'appuyer sur une exécution commerciale convaincante : le CA a été multiplié par plus de 10 depuis 2021, le portefeuille de clients compte 1 286 entreprises fin 2025 (vs 230 en 2021) et la rentabilité s'est progressivement améliorée.</p> <p>La présence du fondateur au capital assure un alignement important des intérêts avec les autres actionnaires.</p> <p>Le renforcement récent de l'équipe traduit néanmoins la nécessité de poursuivre la structuration de l'organisation.</p>
Historique BPA	<p>L'évolution du BPA est particulièrement favorable : de 0,04 € en 2021 à 0,82 € en 2025.</p> <p>Le résultat net est ainsi passé de 0,06 M€ en 2021 à 2,2 M€ en 2025.</p>

Profil d'investissement

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

Profil d'investissement Vaziva SA vs Comparables (en base 100)



Source : GreenSome Finance & Finbox

Nous avons ainsi retenu :

- **Corpay (US)** : est une société mondiale de paiement aux entreprises, membre du S&P 500, qui aide les entreprises et les particuliers à régler leurs dépenses de manière simple et maîtrisée. La gamme de solutions de paiement modernes de Corpay permet à ses clients de mieux gérer les dépenses liées aux véhicules, telles que le carburant et le stationnement, les frais de déplacement, notamment les réservations d'hôtel, ainsi que les règlements fournisseurs. Ses clients gagnent ainsi du temps et réduisent leurs dépenses ;
- **Edenred (FR)** : est le leader mondial des Avantages aux salariés et de la Mobilité professionnelle. Avec plus d'1 million d'entreprises clientes dans 44 pays, la plateforme d'Edenred donne à plus de 60 millions d'utilisateurs accès aux services et produits de plus de 2 millions de commerçants partenaires. Edenred propose des solutions digitales dédiées aux collaborateurs (titres-restaurant, transports, cadeaux, bien-être, récompenses et offres préférentielles), aux gestionnaires de flottes (approvisionnement multi-énergies incluant la recharge électrique, services de maintenance, péage et parking) et aux paiements inter-entreprises (cartes virtuelles).
En 2025, grâce à sa plateforme technologique unique, le Groupe a généré un volume d'affaires de 49 milliards d'euros principalement au travers d'applications mobiles, de plateformes en ligne et de cartes ;
- **Pluxee (FR)** : est un acteur mondial des avantages et de l'engagement des salariés qui opère dans 28 pays. Pluxee aide les entreprises à attirer, engager et à retenir les talents grâce à une offre étendue de solutions d'engagement dans les domaines suivants : repas et alimentaire, bien-être, qualité de vie, récompense et reconnaissance, et aides publiques. S'appuyant sur une technologie de pointe et fort de l'engagement de plus de 5 600 collaborateurs, Pluxee est un partenaire de confiance au sein d'un écosystème B2B2C qui connecte plus de 500 000 clients, 37 millions de consommateurs et 1,7 million de commerçants ;

- **Wag Payments (UK)** : développe et commercialise des plateformes numériques intégrées ainsi que des solutions de paiement, de mobilité et de services financiers destinées au secteur européen du transport routier de marchandises. Son activité s'articule autour de deux segments : les solutions de paiement et les solutions de mobilité.
Le segment « Solutions de paiement » propose des solutions de paiement pour l'énergie et les péages, couvrant les carburants conventionnels, les énergies alternatives et la mobilité électrique, ainsi que des réseaux d'acceptation.
Le segment « Solutions de mobilité » fournit des outils de gestion de flotte reposant sur des équipements télématiques performants et une plateforme logicielle intégrée. Ce segment propose également des services de remboursement de taxes et des services financiers intégrés : fintech, assurance, portefeuille électronique, change, et cartes de paiement ;

- **Wex Inc (US)** : exploite une plateforme de commerce aux États-Unis et à l'international. Son activité s'articule autour de trois segments : Mobilité, Paiements aux entreprises et Avantages sociaux.
Le segment « Mobilité » propose des solutions de paiement pour les flottes, des services de traitement des transactions et de gestion de l'information.
Le segment « Paiements aux entreprises » fournit des solutions de paiement, notamment des solutions de paiement intégrées, ainsi que des outils d'automatisation des comptes fournisseurs et de gestion des dépenses.
Le segment « Avantages sociaux » propose une plateforme en mode SaaS dédiée aux prestations de santé gérées par les bénéficiaires, ainsi que des solutions complètes d'adhésion aux régimes d'avantages sociaux. Cette plateforme comprend des solutions de paiement intégrées et des services de gestion administrative de ces prestations ainsi que des services d'adhésion et d'administration des avantages sociaux ;

Par rapport aux comparables, Vaziva affiche :

- Un taux de croissance moyen 2025-2028^e du CA de 19,7% vs 7,5% pour les comparables ;
- Un taux de croissance moyen 2025-2028^e du BPA de 24,4% vs 30,6% pour les comparables ;
- Une décote sur les multiples de 54%. Pour ce qui est du ratio de valorisation moyen, nous l'élaborons en intégrant les multiples suivants : VE/CA, VE/EBITDA et PER sur les exercices 2026^e, 2027^e et 2028^e.

Dernières actualités

22/07/2026 : CA S1 2026

- 36,4 M€, +2,5%
- Changement de méthode comptable qui pénalise le CA
- Taux de fidélisation client élevé : 98%
- Fort taux de renouvellement des contrats longue durée
- Accélération de la croissance attendue pour 2027

15/06/2026 : Obtention de l'agrément de la Commission Nationale des Titres-Restaurant

- Autorisation d'émettre et de gérer des titres-restaurant dématérialisés
- Nouvelle génération de titres-restaurant pensée pour simplifier le quotidien des restaurateurs, régulièrement confrontés à des contraintes techniques, des délais de remboursement ou à des structures de frais complexes
- Une opportunité de croissance pour Vaziva et un bénéfice direct pour les entreprises

29/04/2026 : Résultats annuels 2025

- Multiplication par plus de 2 du résultat d'exploitation à 2,4 M€
- Résultat net de 2,2 M€ (+80%)
- Trésorerie nette supérieure à 4 M€
- Perspectives 2026 favorables : Développement de nouvelles offres et renforcement des équipes support

09/03/2026 : Lancement d'une émission d'obligations convertibles en actions nouvelles (OCA) de 8 M€

- Montant nominal maximum : 8 000 000 €
- Nombre maximum d'OCA : 8 000
- Valeur nominale unitaire : 1 000 €
- Prix d'émission : 1 000 € (soit 100% de la valeur nominale)
- Période de souscription : 20 avril 2026 au 30 juin 2026
- Durée : 3 ans
- Taux d'intérêt nominal annuel : 7,0 %

28/01/2026 : CA 2025

- CA de 64,74 M€, +60%
- 1 286 entreprises clientes dont 553 nouveaux comptes
- Panier moyen des clients actifs : 70 K€, +16,7%
- Répartition des dotations :
 - Vacances : 52,7%
 - Cadeaux : 37%
 - Culture & Scolaires : 5,5%
 - Autres dotations : 5%

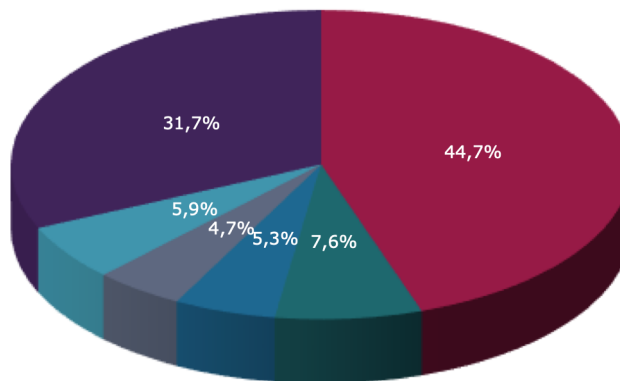
11/12/2025 : Attribution gratuite de BSA à l'ensemble des actionnaires

- Chaque actionnaire de VAZIVA recevra gratuitement 1 BSA à raison de chaque action détenue
- 20 BSA permettront de souscrire à une action nouvelle VAZIVA au prix d'exercice par action de 46,00 €
- Création potentielle (en cas d'exercice de la totalité des BSA) de 134 082 actions nouvelles soit un effet dilutif maximum de 5%
- La durée de vie des BSA est fixée à 24 mois à compter de leur attribution, soit jusqu'au 17 décembre 2027 inclus

Profil boursier

Nombre de titres : 2 681 650
Marché : Euronext Growth
Cotation : Fixing
Isin : FR0014007T10
Ticker : ALVAZ

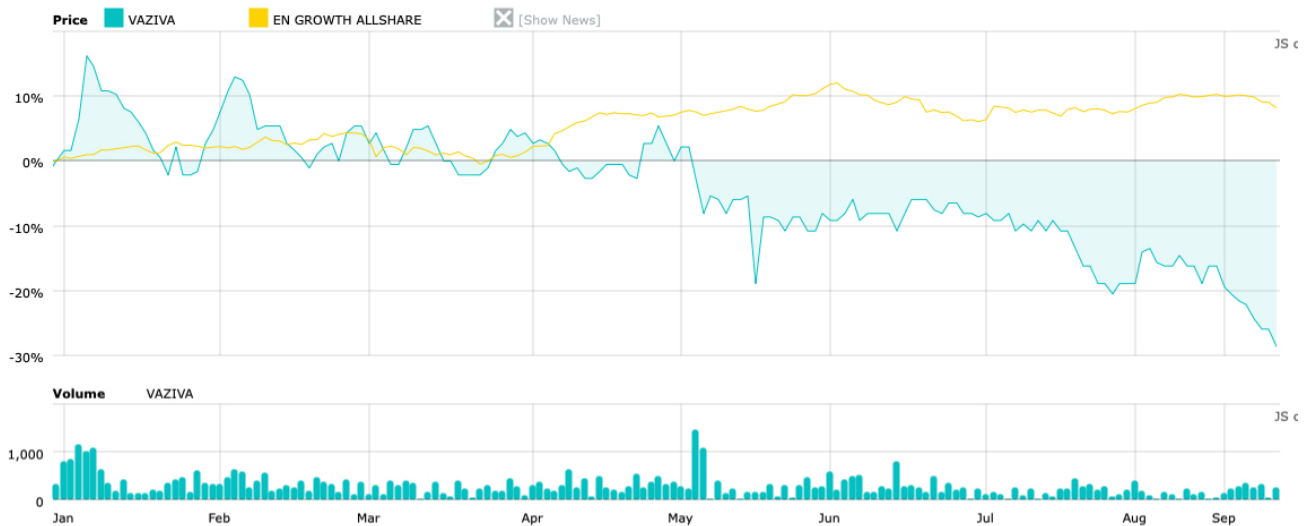
Répartition du capital au 30/06/2026



■ P. Berthé (PDG) ■ G.A Pithioud ■ Era Group ■ Kwisatz ■ ID Distribution ■ Flottant

Source : Société

Évolution du titre depuis le 1^{er} janvier 2026 vs Euronext Growth All Share (base 100, volume en nombre de titres)



Source : Euronext

SOMMAIRE

HISTORIQUE ET STRUCTURE ACTUELLE	9
Dates clés	9
Profil des dirigeants	9
VAZIVA SA : UNE FINTECH MULTI-AVANTAGES	10
Une plateforme 360° dédiée aux avantages salariales.....	10
Une technologie propriétaire évolutive	12
Des références clients prestigieuses.....	13
MARCHE : DURABLEMENT PORTEUR MAIS TRES CONCURRENTIEL	14
Un marché, trois segments	14
De nombreux leviers de croissance	15
Une concurrence dominée par des mastodontes	16
PERFORMANCES FINANCIERES : UN HISTORIQUE CONVAINCANT	17
CA multiplié par 10,7 entre 2021 et 2025.....	17
Un effet de levier progressif sur la rentabilité	17
Un profil financier sain.....	19
STRATEGIE : POSER LES FONDATIONS D'UN NOUVEAU CYCLE DE FORTE CROISSANCE	20
Poursuivre les investissements.....	20
Lancement de nouveaux relais de croissance	20
PREVISIONS FINANCIERES	22
CA : +71% entre 2025 et 2028 ^e	22
Résultat Net multiplié par 2.....	22
Une structure financière qui demeure solide	23
VALORISATION	25
DCF	25
Comparaisons boursières.....	26
Synthèse	26
DONNEES FINANCIERES	27

Historique et structure actuelle

Dates clés

- **2016**
Création.
Pionnier en France sur la dématérialisation des dotations sociales
- **2021**
Cotation sur Euronext Access Paris
- **2022**
Intégration de la plateforme logicielle métier Logeos
- **2024**
Transfert sur Euronext Growth Paris
- **2025**
Acquisition de Pronis Loisirs, spécialiste des solutions digitales pour les comités sociaux et économiques

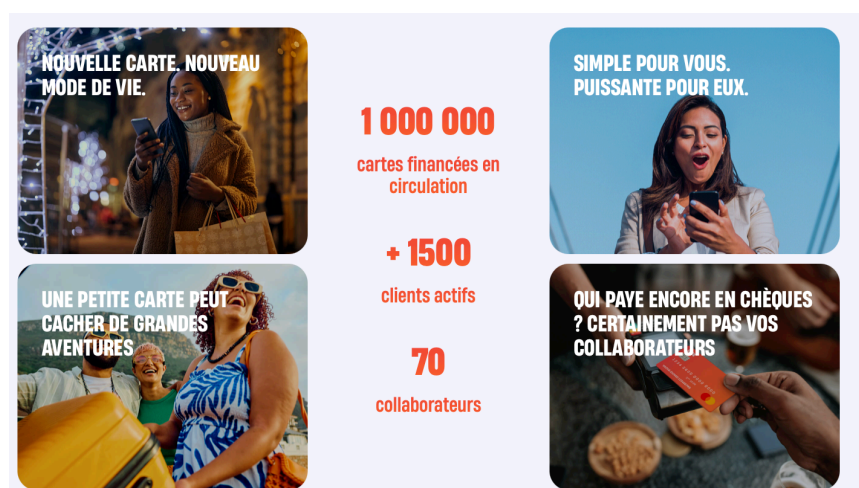
Profil des dirigeants

- **Patrick Berthé : Fondateur et PDG**
Diplômé du Conservatoire nationale des arts et métiers - INA et IMM Paris.
Patrick Berthé est le président et fondateur de Vaziva. Entrepreneur passionné par l'innovation, il crée Vaziva pour défricher, à l'époque, le nouveau marché de la digitalisation des chèques déjeuner, vacances et cadeaux. Après une carrière dans l'informatique et la géophysique à Elf-Aquitaine, Patrick a rejoint une société de télédiffusion. Fort d'une longue expérience dans les télécoms et la télévision, il s'est ensuite orienté vers le secteur financier à l'occasion d'un LBO.
- **Marina Germain : CEO**
Diplômée de la Faculté des métiers.
Nommée en avril 2025, elle dispose de plus de 15 ans d'expérience dans le développement commercial et le management d'équipes de haut niveau. Passée par ProwebCE, Comitéo puis Bimpli (groupe BPCE), elle y a structuré et piloté des forces de vente ambitieuses. Elle a ensuite rejoint Swile, où elle a conduit une croissance à trois chiffres en tant que responsable des ventes nationales.
- **Christophe Kourdouly : DAF**
Diplômé de l'Université Paris II La Sorbonne.
Christophe Kourdouly a commencé sa carrière sur les marchés de capitaux en tant que trader à New York, Londres et Paris dans les années 1990 et au début des années 2000. Il s'est ensuite tourné vers le secteur du financement et de la distribution de films aux États-Unis. Il s'est passionné pour les FinTech et c'est par ce biais qu'il a naturellement rejoint Vaziva en 2015, pour apporter son expertise en matière de valorisation, de financement, et mener la société vers une cotation sur Euronext et la développer à l'international.

VAZIVA SA : Une fintech multi-avantages

Fondée en 2016, Vaziva accompagne les entreprises dans la transformation du marché des avantages aux salariés avec une conviction simple : les avantages salariés ne doivent plus être une juxtaposition de solutions complexes mais une expérience unique, digitale, performante et évolutive.

Vaziva développe une plateforme technologique qui orchestre l'ensemble des flux de valeur entre l'entreprise, ses collaborateurs et son écosystème de partenaires. Elle offre ainsi une solution d'amélioration du pouvoir d'achat et de fidélisation des salariés.



Une plateforme 360° dédiée aux avantages salariés

Pionnière de la dématérialisation des avantages salariés, Vaziva a été l'une des premières entreprises à proposer une carte unique permettant de centraliser l'ensemble des dispositifs dédiés aux avantages salariés sur un seul et même support accepté dans 30 M de points de vente et 210 pays du réseau Mastercard.

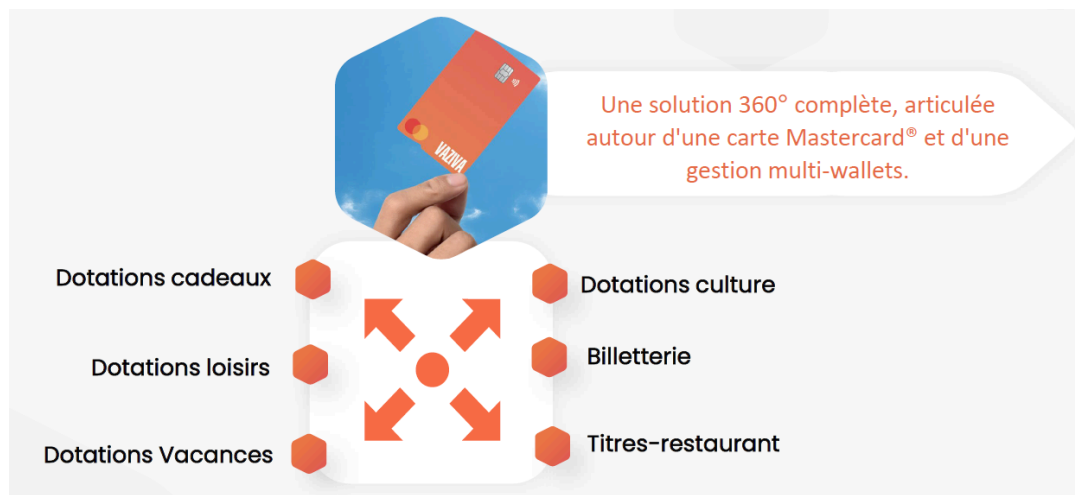
Carte Vaziva/Mastercard multi-dotations



Source : Société

Cette offre repose sur une plateforme technologique à 360° qui optimise le pilotage des flux, sécurise les usages en temps réel et simplifie la gestion, tant pour les entreprises que pour les CSE (Comité social et économique). Les salariés bénéficient quant à eux d'une expérience de paiement fluide, immédiate et entièrement digitalisée. Avec cette solution, Vaziva ambitionne de devenir le partenaire de référence de ses clients et la solution incontournable des avantages RH, pour les salariés comme pour l'ensemble de la chaîne de valeur.

Écosystème intégré



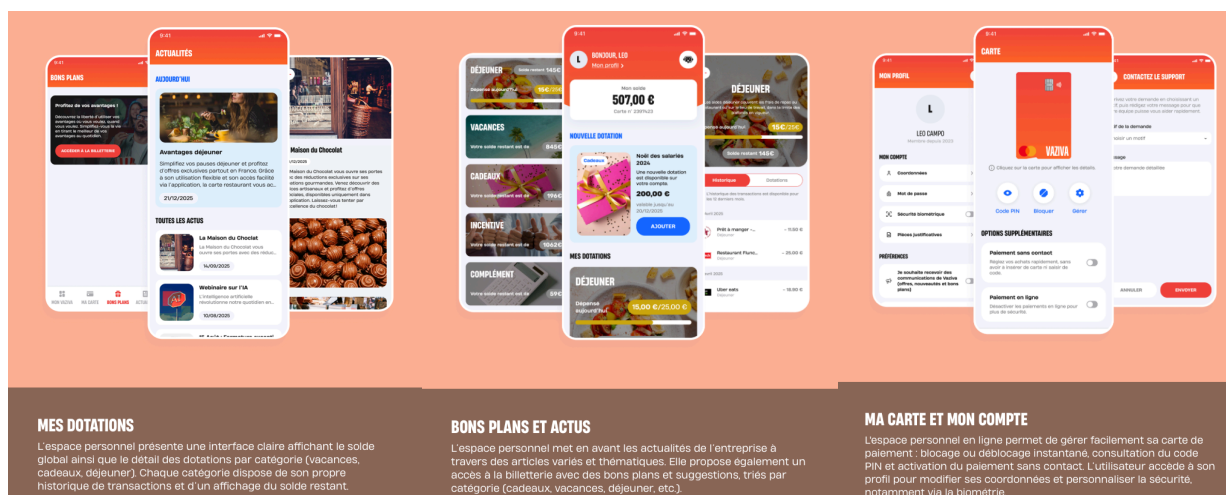
Source : Société

La plateforme intègre notamment :

- Les avantages liés aux événements (au nombre de 11) reconnus par la réglementation sociale permettant, sous certaines conditions, l'attribution par les CSE de cadeaux ou bons d'achat exonérés de cotisations sociales, parmi lesquels Noël, la rentrée scolaire, les naissances, mariages ou départs à la retraite ;
- Les titres restaurant grâce à l'obtention de l'agrément de la Commission Nationale des Titres Restaurant (CNTR) ;
- Les dotations cadeaux, vacances, loisirs ou culture ;
- Les dispositifs d'incitation destinés à renforcer l'engagement et la fidélisation des entreprises.

Tout est regroupé sur une seule carte Mastercard et une seule application pour une expérience utilisateur simplifiée.

Application mobile Vaziva



Source : Société

Pour les CSE et les DRH, la plateforme Vaziva facilite l'ensemble des processus grâce à :

- Une interface de gestion :
 - o Administration des bénéficiaires : salariés, famille, depuis un seul espace clair et fluide ;
 - o Gestion des inscriptions aux prestations grâce à une plateforme centralisée ;
 - o Pilotage des ASC et des règles de subventions, remboursements etc.
 - o Analyse des données, prestations avec les statistiques, exports & tableaux de bord
- Un outil de communication :
 - o Site internet dédié
 - o Module d'emailing intégré
 - o Application mobile intuitive pour une expérience en toute liberté
- Un outil de comptabilité :
 - o Déversement automatique
 - o Gestion de trésorerie et export des rapports de gestion
 - o Suivi des budgets en temps réel
 - o Conformité aux obligations légales

Une technologie propriétaire évolutive

Depuis l'origine, la société a fait le choix stratégique de développer, d'exploiter et de faire évoluer sa propre technologie.

La véritable force de Vaziva réside dans la maîtrise complète de sa chaîne de valeur et des briques de sa solution :

- La technologie ;
- Les parcours utilisateurs ;
- Les applications ;
- Les opérations ;
- La conformité ;
- Les évolutions réglementaires ;
- Les développements produits.

Contrairement à de nombreux acteurs du marché, Vaziva ne dépend d'aucun établissement bancaire ni d'aucune technologie tierce pour construire sa feuille de route.

Cette indépendance lui apporte plusieurs avantages stratégiques :

- Une capacité d'innovation rapide ;
- Une forte agilité face aux évolutions réglementaires ;
- Une maîtrise des coûts et des marges.

Technologie propriétaire Logeos/Vaziva



Source : Société

Cette organisation repose sur des équipes intégrées regroupant les expertises technologiques, produit, conformité, réglementation et opérations.

Elle renforce les barrières à l'entrée, sécurise sa force d'exécution et permet de créer plus de valeur à mesure que la plateforme s'enrichit.

Des références clients prestigieuses

Initialement positionné auprès des PME, Vaziva a, au cours des dernières années, nettement accélérer sa conquête commerciale auprès des grands comptes.

Elle a su convaincre de nombreux acteurs et compte parmi ses clients des entreprises aussi variées que Chanel, Renault, Coca-Cola ou, pour les plus récentes, Sanofi, Thalès, LDC.

Liste non exhaustive de références clients



Source : Société

Marché : Durablement porteur mais très concurrentiel

N.B : nous reprenons dans cette partie les principales conclusions de l'étude publiée par l'institut Xerfi en 2023, intitulée « Le nouveau potentiel du marché des avantages salariés », qui demeurent toujours d'actualité.

Le marché des avantages salariés représente l'ensemble des cadeaux, dotations et services offerts par les entreprises et les CSE aux salariés. Ce marché a vu le jour dans les années 1960 avec la naissance des titres restaurant. Il s'est peu à peu élargi aux chèques vacances, aux chèques cadeaux puis aux CESU. **Le marché des titres de paiement spécifiques génère à lui seul un chiffre d'affaires de plus de 20 Md€ en France.**

Mais ce marché est encore plus large, tant les avantages salariés peuvent prendre des formes multiples et ne cessent de se réinventer. Les acteurs du secteur redoublent d'initiatives pour pleinement tirer profit d'un marché qui affiche de solides perspectives de croissance.

Un marché, trois segments

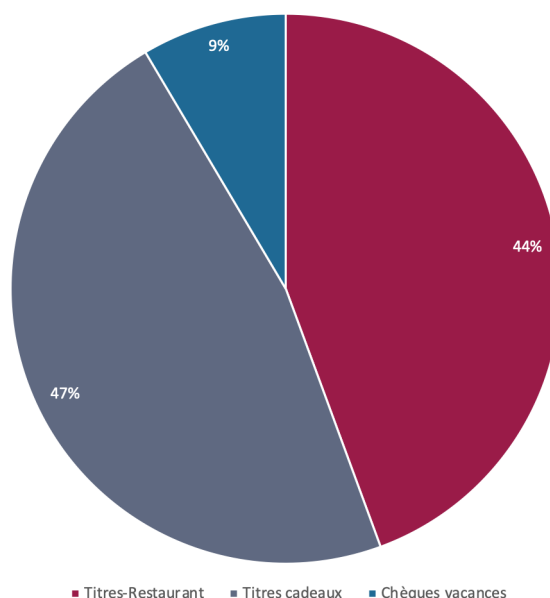
Il existe deux types d'avantages sociaux pour les salariés, ceux obligatoires et ceux proposés à la discrétion de chaque employeur. Dans le premier cas, il s'agit des congés payés, de la prise en charge à 50% des frais de transport en commun pour les trajets domicile-travail, des mutuelles d'entreprises ou encore la participation aux bénéfices dans les entreprises de plus de 50 salariés.

Dans le deuxième cas, il n'existe aucune obligation légale à leur mise en œuvre mais de nombreuses exonérations de cotisations sociales favorisent leur développement.

Le marché des avantages salariés se concentre sur ce deuxième segment et se définit plus spécifiquement par l'ensemble des services et avantages sociaux non obligatoires qui peuvent être proposés par les entreprises ou les CSE aux salariés. En particulier sur les offres proposées par les acteurs spécialisés dans l'émission de titres de paiement, tels que les titres restaurant, les chèques vacances, les cartes et chèques cadeaux, culture, les tickets CESU, les participations aux frais de mobilités douces pour les trajets domicile-travail, etc...

En 2025, les dotations des avantages salariés sur le marché français se seraient élevées au total à 22,3 Mds€ et se répartiraient entre 9,9 Mds€ pour le segment des titres-restaurant, 10,5 Mds€ pour les titres cadeaux et 1,9 Mds€ pour les chèques vacances.

Répartition des dotations des avantages salariés (France, 2025^e)



Source : Xerfi

Précisons que nous excluons de notre champ d'analyse le marché des Chèques Vacances, celui-ci étant un monopole opéré par l'Agence Nationale pour les Chèques-Vacances (ANCV) créée en 1982.

Plusieurs tentatives d'ouvertures à des opérateurs privés ont été tentées mais sans succès jusqu'à ce jour.

De nombreux leviers de croissance

Les entreprises renforcent les avantages salariés pour améliorer à la fois leur marque employeur et le pouvoir d'achat de leurs collaborateurs à moindres frais, en raison des dispositifs d'exonération de cotisations sociales. Pour inciter les entreprises à le faire, l'État a d'ailleurs rehaussé plusieurs fois les plafonds d'exonération de cotisations sociales ces derniers mois.

L'élargissement de l'offre s'accélère, notamment pour répondre aux évolutions des attentes des salariés. Depuis 2021, il est désormais possible pour les entreprises d'allouer un forfait mobilité douces aux salariés. L'allocation télétravail a aussi fait son apparition. La démultiplication des offres est par ailleurs facilitée par la transformation digitale du secteur et le développement des cartes et applications multi-avantages.

Le développement de plateformes multi-avantages doit permettre d'élargir la diffusion des avantages salariés. Pour les grandes entreprises, il est désormais plus simple de souscrire à des avantages supplémentaires pour ses salariés depuis une même plateforme et ainsi éviter de démultiplier les supports de paiement à distribuer. Du côté des TPE et PME, le potentiel de croissance reste considérable. Moins de 10% d'entre elles souscrivent à ce type d'offre, historiquement pour éviter d'alourdir leur gestion administrative, un frein qui tend à être levé.

Segment des titres-Restaurant

Le marché des titres restaurant enregistre une croissance régulière ces dernières années. En 2025, les titres restaurant émis par les organismes affiliés au CNTR auraient représenté un volume d'affaires de 9,9 Md€, un montant en hausse de près de 65% depuis 2015. Cette dynamique s'explique notamment par la facilité de mise en œuvre des titres restaurant pour les entreprises et par l'intérêt des salariés pour un avantage dont ils peuvent profiter quasi quotidiennement. Au-delà de l'attractivité intrinsèque des titres restaurant, le marché peut compter sur plusieurs relais de croissance importants :

- Les revalorisations du plafond d'exonération dopent le marché en valeur. Afin de prendre en compte le niveau élevé de l'inflation sur les produits alimentaires, le plafond d'exonération de cotisations sociales des titres restaurant est revalorisé régulièrement (7,32€ actuellement vs 5,69 € en janvier 2022) ;
- Le potentiel de diffusion des titres restaurant reste considérable. Environ 5 millions de salariés ont bénéficié de titres restaurant en 2022, soit moins d'un quart des salariés du public et du privé. Autrement dit, le potentiel du marché reste très important, notamment auprès des PME ;
- L'émergence de nouvelles solutions favorise la diffusion des titres restaurant. La tendance est désormais de rassembler tous les avantages salariés sur une même carte, un phénomène propice aux ventes croisées.

Segment des titres cadeaux

En détail, environ un tiers des cartes cadeaux en valeur émises en France sont achetées par des particuliers et deux tiers le sont par des professionnels. Ces derniers continueront à constituer le principal moteur de croissance du marché des cartes cadeaux dans les prochaines années :

- La carte cadeau est un incontournable des CSE. Acceptée dans la quasi-totalité des grandes enseignes, leur très grande facilité d'utilisation permet aux CSE d'offrir un cadeau qui convient au plus grand nombre. Ce type de solution est également plus simple à mettre en œuvre que l'achat de cadeaux spécifiques ou l'organisation d'un événement. Ces atouts continueront à séduire massivement les CSE ;
- Les budgets des CSE dédiés aux activités sociales et culturelles progresseront de manière soutenue. Ils sont définis de manière indépendante par chaque entreprise et sans obligations légales. Dans la pratique, ils sont généralement corrélés à la masse salariale. Or, les revalorisations des salaires seront encore importantes, compte tenu du niveau toujours élevé de l'inflation ;
- De plus en plus d'entreprises offrent des cartes cadeaux à leurs salariés ou en augmentent le montant pour les motiver et améliorer leur pouvoir d'achat. Contrairement aux primes ou aux revalorisations salariales, les cartes cadeaux ont l'avantage pour l'employeur d'être exonérées de cotisations sociales dans une multitude de cas. De plus en plus d'entreprises s'appuient donc sur ce levier pour améliorer leur politique salariale et renforcer leur attractivité sur le marché de l'emploi.

Au vu de ses fondamentaux solides, le marché français de la carte cadeau aurait progressé en moyenne de 10% par an pour atteindre un volume d'affaires d'environ 10,5 Md€ en 2025.

Une concurrence dominée par des mastodontes

Le marché des avantages salariés a émergé en France à la fin des années 1960 avec la naissance des titres restaurant. 4 acteurs majeurs voient peu à peu le jour et gardent encore aujourd'hui une mainmise forte sur ce marché :

- Ticket Restaurant, racheté par le groupe Accor en 1983, puis introduit en bourse et rebaptisé Edenred en 2010 ;
- Chèque Déjeuner, un groupe coopératif renommé Up coop en 2023 ;
- Chèque Restaurant, racheté par Sodexo en 1987 et renommé Pluxee en vue de se détacher du groupe Sodexo et de préparer son entrée en Bourse en 2024 ;
- Chèque de table, lancé en 1982 par le groupe Banque Populaire puis cédé à Swile en 2022 après avoir été rebaptisé Bimpli en 2021.

Le marché des titres-restaurant reste extrêmement concentré : selon l'Autorité de la concurrence, Edenred, Bimpli-Swile, Pluxee et Up Coop, ces 4 acteurs représentaient ensemble plus de 99 % du marché en 2022. Les nouveaux entrants demeuraient donc encore marginaux sur ce segment.

Face aux trois principaux acteurs, Edenred, Pluxee et Swile, Vaziva est le seul à proposer une plateforme propriétaire intégrée, une carte multi-dotations, et un modèle sans frais pour les commerçants.

Positionnement de Vaziva

ACTEURS	LOGICIEL PROPRIÉTAIRE POUR DOTATIONS	DOTATIONS CADEAUX	DOTATIONS DEJEUNER	DOTATIONS VACANCES	CARTE MULTI-DOTATIONS	FRAIS COMMERCANTS	FRAIS DE GESTION ENTREPRISES
EDENRED	X	✓	✓	✓	X	✓	X
PLUXEE	X	✓	✓	✓	X	✓	X
SWILE	X	✓	✓	±	✓	✓	X
VAZIVA	✓	✓	✓	✓	✓	X	✓

Source : Vaziva

Le marché des avantages salariés connaît un mouvement de recomposition, illustré notamment par le rapprochement entre Swile et Bimpli et par l'intégration de Glady au sein de Pluxee. Plus qu'une concentration généralisée du marché, nous observons surtout une convergence progressive des modèles vers des plateformes intégrées regroupant plusieurs catégories d'avantages salariés. Cette évolution renforce la pression concurrentielle sur les acteurs indépendants mais pourrait également favoriser, à terme, de nouvelles opérations de consolidation.

Le principal risque concurrentiel pour Vaziva réside ainsi moins dans l'arrivée de nouveaux entrants que dans la convergence des offres proposées par des acteurs disposant de bases clients et de moyens commerciaux très supérieurs. Face à cette évolution, son positionnement spécialisé auprès des CSE, la large acceptation de sa carte adossée au réseau Mastercard et sa capacité à enrichir son environnement logiciel constituent ses principaux facteurs de différenciation et pourraient soutenir la poursuite de sa croissance sur un marché encore en transformation.

Performances financières : Un historique convaincant

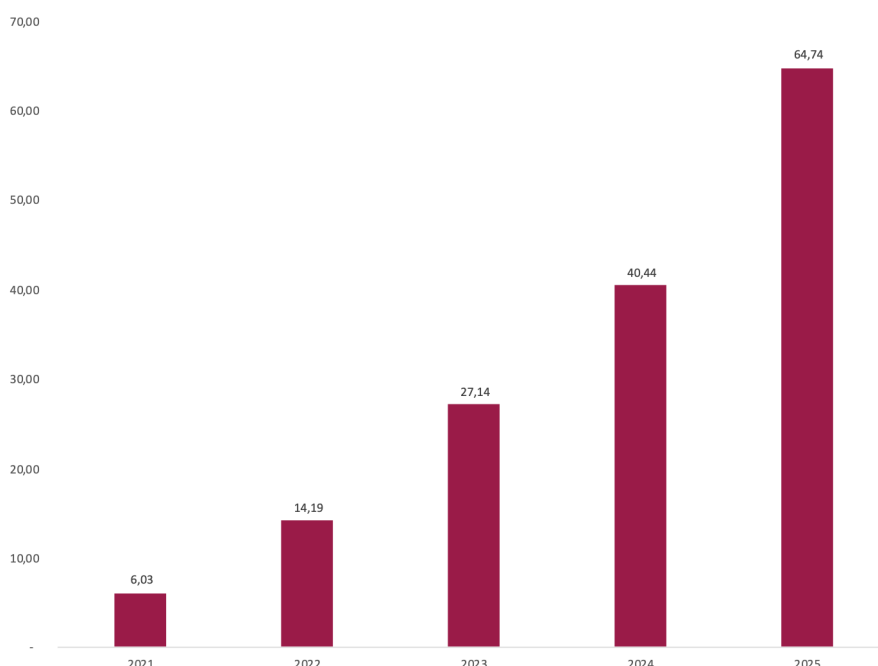
CA multiplié par 10,7 entre 2021 et 2025

Vaziva affiche depuis 2021 une croissance exceptionnelle de son CA qui a été multiplié par 10,7, passant de 6,03 M€ en 2021 à 64,74 M€ en 2025 soit un TCAM de 81%.

Cette performance a été rendue possible par de nombreux succès commerciaux avec un nombre de clients passant de 230 en 2021 à près de 1 300 en 2025 et un nombre de cartes actives ayant atteint le seuil d'1 M vs 165 000 en 2022.

Ces succès s'accompagnent également d'un fort taux de satisfaction, mesuré à 98%, par une durée moyenne d'engagements des clients de 5 ans et un faible taux d'attrition (2%).

Évolution 2021-2025 du CA (M€)



Source : Société

Un effet de levier progressif sur la rentabilité

Cette forte croissance s'est également traduite par une amélioration progressive des différents indicateurs de rentabilité avec une marge d'EBE passant de 1,5% en 2021 à 4,4% en 2025 et une marge nette de 1% à 3,4%.

Le RN a ainsi été multiplié par 3,8x en 2024 et par 1,8x en 2025.

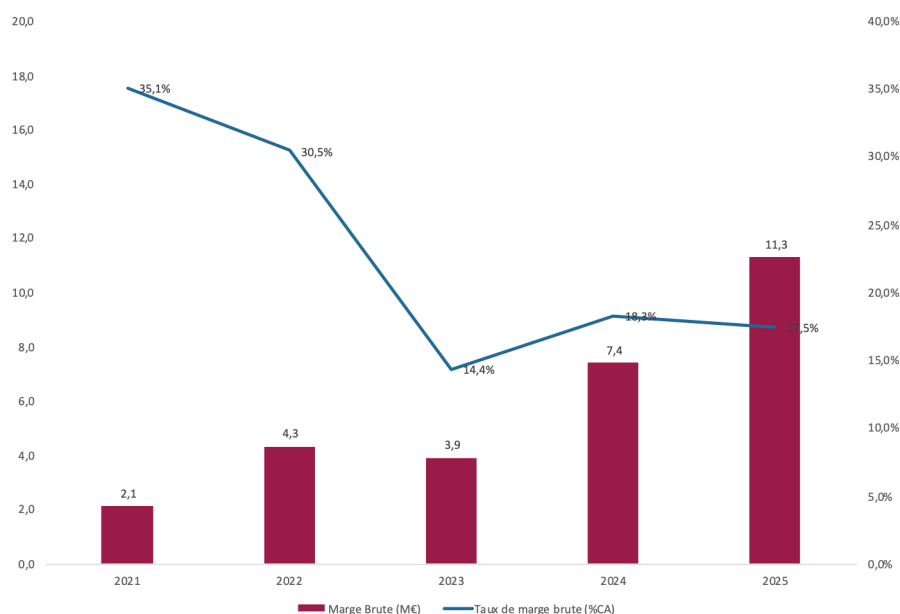
La progression a toutefois été limitée par une baisse du taux de marge brute sur la période passant de 35% en 2021 à 17,5%. Cette évolution est à mettre en parallèle de l'augmentation du nombre de contrats Grands Comptes sur lesquels les marges sont moins élevées et par des coûts de gestion des programmes qui varient en fonction de la consommation de leurs dotations par les salariés.

Rappelons que la société comptabilise en CA la valeur des dotations confiées par les CSE et les entreprises, et en charges les sommes appelées par son program manager pour alimenter les wallets.

De plus, elle s'appuie sur ID Distribution pour la gestion opérationnelle de ses programmes, notamment au travers des flux liés à l'alimentation des wallets et de différentes prestations de services. ID Distribution constitue une partie liée à Vaziva, son capital étant détenu par Patrick Berthé, également Président-directeur général et principal actionnaire de Vaziva. Les flux entre les deux sociétés sont significatifs au regard de l'activité de Vaziva et font l'objet de conventions encadrant leurs relations.

Cette organisation permet à Vaziva de s'appuyer sur un prestataire spécialisé dans le fonctionnement de ses programmes.

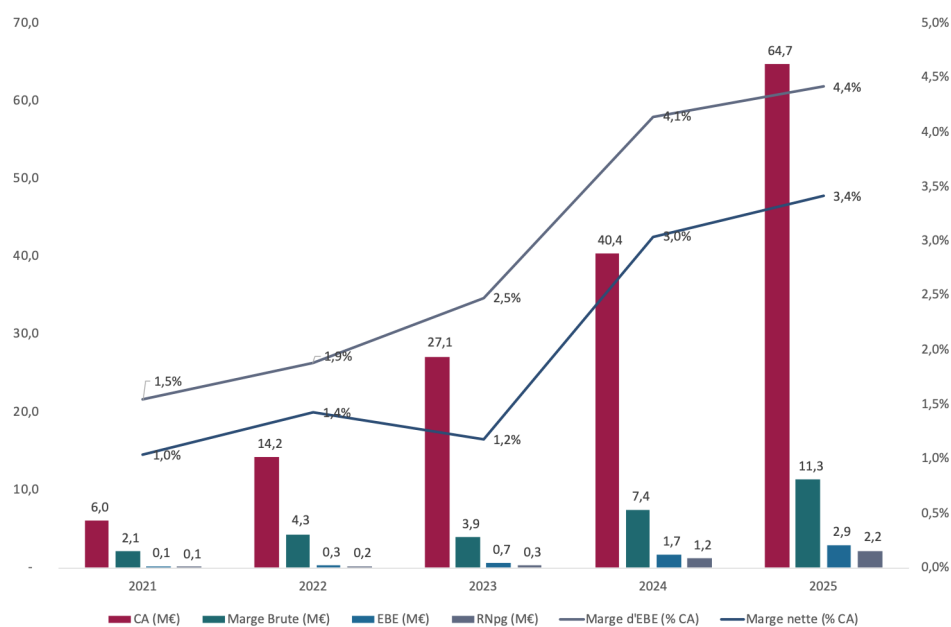
Évolution 2021-2025 du taux de marge brute (% CA)



Source : Société

La hausse en volume de la marge brute a toutefois permis d'absorber l'augmentation des coûts notamment avec le renforcement des effectifs. Si les charges de personnel progressent de 128% entre 2023 et 2025, passant de 1,52 M€ en 2023 à 3,47 M€ en 2025, leur poids par rapport au CA demeure stable (5,4% en 2025 vs 5,6% en 2023).

Évolution 2021-2025 des résultats (M€)



Source : Société

Un profil financier sain

La structure financière s'est sensiblement renforcée au fil des exercices. Les disponibilités passent de 2,59 M€ fin 2023 à 4,85 M€ en 2024 puis 5,48 M€ en 2025, tandis que la dette bancaire diminue de 1,39 M€ à 1,14 M€ puis 0,60 M€ fin 2025.

La trésorerie financière nette calculée ressort ainsi à 4,88 M€ fin 2025.

Les capitaux propres atteignent parallèlement 20,78 M€, contre 18,57 M€ fin 2024 et 17,34 M€ fin 2023.

L'évolution du BFR est marquée par des mouvements significatifs probablement liés à la mécanique des dotations et de leur utilisations par les bénéficiaires.

Bilans simplifiés 2021-25 (M€)

(M€)	2021	2022	2023	2024	2025
Capitaux propres	4,42	17,02	17,34	18,57	20,78
Endettement net	-1,61	1,06	-1,20	-3,71	-4,88
Gearing (%)	-36%	6%	-7%	-20%	-24%
BFR	1,70	3,45	1,68	-0,14	0,49
en jour de CA	101	88	22	-1	3

Source : Société

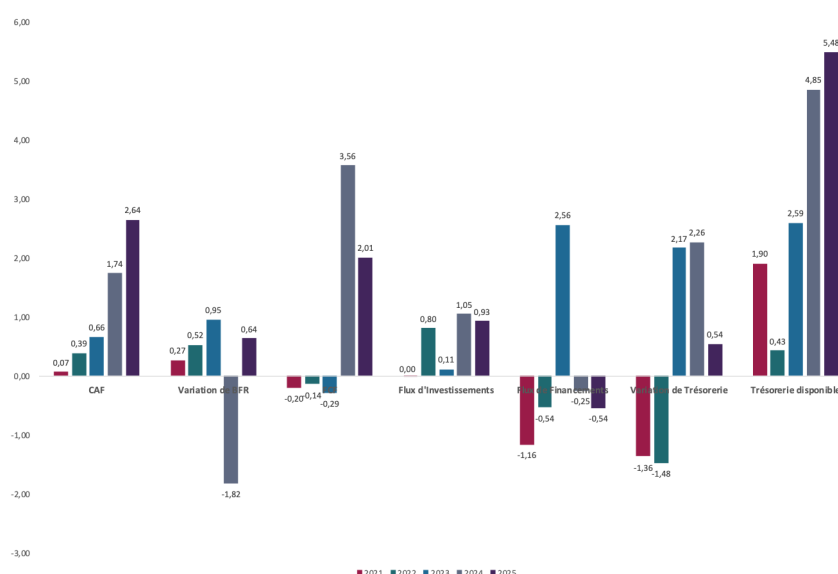
Concernant les flux de trésorerie, ils accompagnent désormais la montée en puissance des résultats.

L'amélioration de la rentabilité s'accompagne d'une nette progression de la génération de trésorerie. La capacité d'autofinancement est passée d'environ 0,66 M€ en 2023 à 2,64 M€ en 2025. Après une contribution significative positive du BFR en 2024, celui-ci pénalise les flux en 2025, illustrant toutefois la volatilité des décalages d'encaissements et de décaissements inhérents au modèle.

Dans le même temps, les investissements restent contenus, Vaziva affiche ainsi en 2025 une génération de trésorerie disponible élevée au regard de son résultat d'exploitation, permettant simultanément de poursuivre son développement et de réduire son endettement bancaire.

Cette évolution confirme la capacité du modèle à convertir la croissance de la rentabilité en cash, même si la volatilité du BFR justifie de privilégier une analyse pluriannuelle.

Tableaux de flux 2021-25 (M€)



Source : Société

Stratégie : Poser les fondations d'un nouveau cycle de forte croissance

Après plusieurs années en forte croissance, 2026 marque une pause dans son évolution.

La société consacre cet exercice au renforcement de son organisation, à l'accélération de ses investissements technologiques et à l'enrichissement de son offre, avec pour objectif de préparer une nouvelle phase de développement attendue à compter de 2027

L'ambition à horizon 2030 est de devenir le leader européen des solutions de paiement et d'avantages dématérialisés, en alliant innovation technologique, conformité réglementaire et impact sociétal positif et d'incarner la référence d'un modèle de croissance durable, centré sur la création de valeur pour les entreprises, leurs collaborateurs et la société.

Poursuivre les investissements

Amélioration continue de la technologie

Le Groupe entend accélérer ses investissements et poursuivre l'enrichissement de son écosystème dédié aux avantages salariés, à travers une offre de services articulée autour de son architecture multi-wallets associée à sa carte de paiement Mastercard®. Cette architecture permet de centraliser la gestion des dotations sociales et des titres spéciaux de paiement au sein d'une expérience digitale unique.

Accentuer les efforts commerciaux

VAZIVA renforce ses équipes commerciales et marketing afin d'accompagner le déploiement de ses prochaines offres et d'élargir durablement son potentiel de croissance.

Il va accélérer ses actions de marketing digital, et opérer une sélection pertinente des salons & organisation d'événements privés.

Lancement de nouveaux relais de croissance

Titres restaurant

Le déploiement de l'offre de titres-restaurant constitue l'un des principaux leviers de développement de VAZIVA. Son référencement en qualité de nouvel émetteur auprès de la Commission Nationale des Titres-Restaurant (CNTR) permet à la société d'accéder à un marché majeur et récurrent, qui compte plus de 1,1 milliard de titres émis chaque année, pour une valeur faciale globale de 9,9 Mds€, complémentaire de ses activités historiques.

Forte de cette validation, Vaziva déploie une solution de titres-restaurant intégrée à sa carte multi-avantages, déjà adoptée par de nombreuses entreprises et collectivités.

L'offre se distingue par une approche résolument opérationnelle, pensée pour simplifier le quotidien des restaurateurs, régulièrement confrontés à des contraintes techniques, des délais de remboursement ou à des structures de frais complexes.

Vaziva introduit un modèle d'acceptation et de remboursement plus fluide et plus rapide, porté par une architecture technologique unifiée et à une politique de frais optimisée.

Cette approche permet également d'élargir progressivement le périmètre d'acceptation à des restaurateurs encore non référencés par la CNTR, tout en ouvrant la voie à un déploiement à l'échelle européenne pour les entreprises multisites et continentales.

L'offre de Vaziva répond ainsi aux attentes exprimées depuis plusieurs années par les restaurateurs, en particulier les indépendants, qui recherchent davantage de simplicité, de prévisibilité, et de maîtrise des coûts dans la gestion des titres-restaurant.

Pour les directions des ressources humaines, l'arrivée de Vaziva sur le marché des titres-restaurant constitue une alternative moderne, compétitive et intégrée à une carte multi-avantages unique, couvrant notamment les titres-restaurant, la mobilité, la culture, les loisirs et les cadeaux.

Cette approche unifiée permet de centraliser la gestion des avantages salariés, de réduire les coûts administratifs et d'offrir une expérience utilisateur homogène.

Les salariés déjà détenteurs de la carte attribuée par leur CSE au titre des dotations sociales, pourront ainsi recevoir leur titres restaurant sur le même support grâce à une offre multi-wallets ségrégués.

Programme de fidélisation

La société prépare également le lancement de son programme de fidélisation *Rewards*. Celui-ci doit accroître l'engagement des porteurs, enrichir la connaissance des usages et favoriser le développement de services personnalisés et de ventes additionnelles.

Monétisation de l'audience et régie publicitaire

Vaziva entend compléter son programme *Rewards* par le développement progressif d'une activité de régie publicitaire permettant aux marques et enseignes de communiquer auprès de sa base de porteurs au sein de son écosystème digital. Cette activité pourrait notamment s'appuyer sur les espaces disponibles dans l'application, les campagnes CRM, les opérations promotionnelles et les mécanismes de cofinancement de *Rewards*.

Cette évolution permettrait à Vaziva de développer un nouveau modèle de revenus à marge potentiellement supérieure à celle de ses activités historiques tout en contribuant au financement des avantages proposés aux utilisateurs. Elle renforcerait également la logique de plateforme de Vaziva en ajoutant aux relations CSE/entreprises-salariés-commerçants une quatrième composante constituée de marques et annonceurs.

Offre loisirs

Parallèlement, la société lance une offre loisirs 360° conçue comme un écosystème complet réunissant, au sein d'une même plateforme, les principaux outils nécessaires à la gestion et à la distribution des activités sociales et culturelles.

Cette offre associera des logiciels de gestion, des solutions comptables et une billetterie intégrée, afin de permettre aux CSE de piloter plus simplement leurs budgets, leurs subventions et leurs prestations, tout en proposant aux salariés un accès fluide à un large choix d'activités de loisirs.

International

Le développement international constitue aussi l'un des axes stratégiques du groupe.

Après avoir concentré son développement sur le marché français, Vaziva a engagé une première étape de son expansion européenne avec l'ouverture d'un bureau en Espagne, chargé du développement commercial de l'offre de cartes cadeaux dans la péninsule ibérique. Cette implantation constitue la première concrétisation d'une ambition européenne affichée depuis 2024.

Le déploiement espagnol devrait permettre à Vaziva de tester sa capacité à répliquer hors de France les succès rencontrés sur le marché national.

Prévisions financières

CA : +71% entre 2025 et 2028^e

Après un 1^{er} semestre 2026 marqué par une pause dans la croissance, celle-ci devrait se relancer dès le second pour nettement accélérer à partir de 2027.

Nos prévisions de croissance du CA pour la période 2026^e-2028^e reposent sur les hypothèses suivantes :

- Pour l'activité CSE :
 - o La poursuite de gain de nouveaux contrats avec un nombre de clients moyens estimé à 1 350 fin 2028^e vs 1 100 à fin 2025 ;
 - o Une progression du CA moyen par client de 60K€ à 65K€ grâce à l'augmentation de la taille moyenne des clients et aux ventes additionnelles ;
- Pour l'activité Titres Restaurant :
 - o Le gain des premiers contrats au cours du S2 2026, pour une contribution marginale au CA ;
 - o L'accélération de la conquête commerciale à partir de 2027 avec un nombre de clients atteignant 200 fin 2028^e ;
 - o Un panier moyen par client stable à 80 K€ ;
- Pour l'international :
 - o Une montée en puissance progressive avec un total de clients estimé à 50 en 2028 ;
 - o Un panier moyen par client plus faible qu'en France à 35 K€

Précisons qu'à ce stade, compte tenu du caractère récent de l'activité de monétisation de l'audience, nous n'intégrons aucune contribution dans nos hypothèses.

Relevons que la montée en puissance sur le marché des titres restaurant se ferait, selon nos hypothèses, au même rythme que celui affiché sur le marché des CSE entre 2021 et 2023.

Concernant l'international, nous avons volontairement adopté une approche plus prudente compte tenu des disparités culturelles et des besoins spécifiques de chaque pays visé.

Sur ces bases, nous anticipons un CA 2026^e de 70,4 M€ et de 110,43 M€ en 2028^e soit une croissance cumulée de 71% par rapport au CA 2025.

Prévisions 2026^e-2028^e de CA (en M€)

en M€	2026e	2027e	2028e
CSE	69,92	80,80	92,44
%CA	99,3%	91,9%	83,7%
%Variation		15,6%	14,4%
Titres restaurant	0,13	6,04	16,10
%CA	0,2%	6,9%	14,6%
%Variation		4400,0%	166,7%
International	0,35	1,09	1,89
%CA	0,5%	1,2%	1,7%
%Variation		212%	73%
TOTAL	70,41	87,93	110,43
% Variation	8,7%	24,9%	25,6%

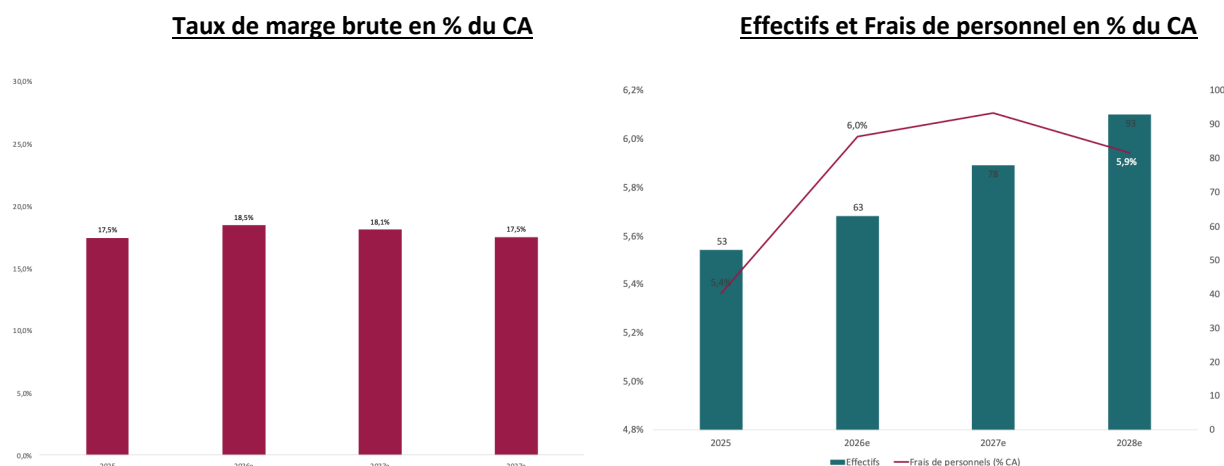
Source : GreenSome Finance

Résultat Net multiplié par 2

Nos prévisions de résultats pour les prochains exercices reposent sur les hypothèses suivantes :

- **Un taux de marge brute qui se stabilisera à 17,5% du CA.** La montée en puissance de l'activité Titres Restaurant qui affiche un taux de marge brute nettement inférieur (estimé à 6%) à celui de l'activité CSE (20% estimé d'ici 2028 grâce à l'apport des nouvelles offres), viendra mécaniquement à plus long terme baisser le taux de marge brute global ;
- **Une augmentation des charges externes de 57% en cumulé**, mais qui demeure nettement inférieure à la croissance du CA. L'effet volume permettant de mieux amortir les frais fixes ;
- **Une forte hausse** des frais de personnel (+90%) compte tenu d'un quasi doublement attendu des effectifs ;
- Un taux d'IS estimé à 25%.

Principaux indicateurs de marges

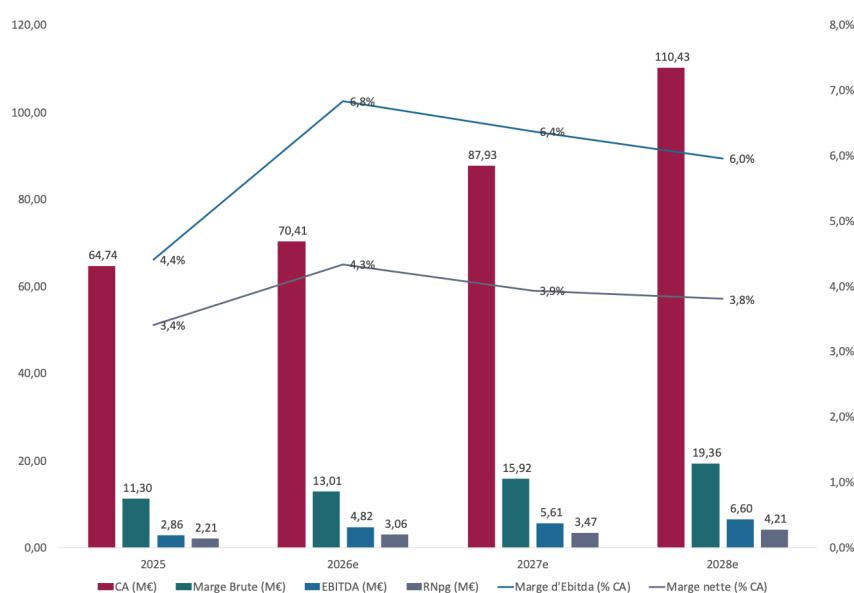


Source : GreenSome Finance

Sur ces bases, nous anticipons un effet de levier significatif sur les résultats avec un résultat net multiplié par près de 2 entre 2025 et 2028°.

Le fort effet volume permettant de compenser l'érosion en valeur des taux de marge estimée à partir de 2027 avec l'évolution du mix d'activités.

Prévisions 2026°-2028° de résultats



Source : GreenSome Finance

Une structure financière qui demeure solide

Après plusieurs exercices de désendettement et de génération de trésorerie, Vaziva aborde sa nouvelle phase de développement avec une situation financière saine. L'émission d'obligations convertibles d'un montant maximal de 8 M€ entraîne une remontée sensible de l'endettement brut.

Bilan simplifié 2025-2028^e

(M€)	2025	2026e	2027e	2028e
Capitaux propres	20,78	18,57	20,78	23,84
Endettement net	-4,88	-3,71	-4,88	-7,47
Gearing (%)	-24%	-20%	-24%	-31%
BFR	0,49	0,94	1,17	1,47
<i>en jour de CA</i>	<i>3</i>	<i>8</i>	<i>7</i>	<i>8</i>

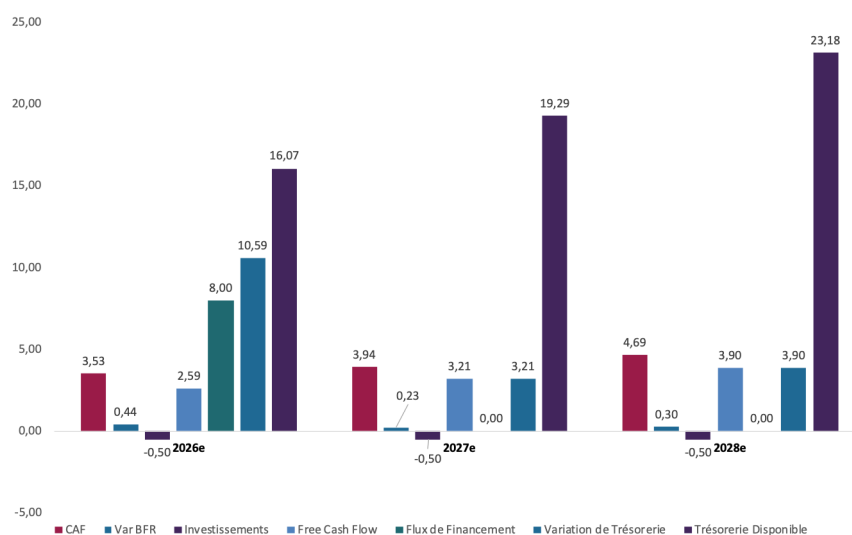
Source : GreenSome Finance

Cette opération accroît ainsi les moyens financiers disponibles pour accompagner le développement du groupe, au prix d'une charge financière supplémentaire pouvant atteindre 0,56 M€ par an.

À terme, le profil financier dépendra de l'utilisation des fonds et du niveau de conversion des obligations : leur remboursement en numéraire en mars 2029 pèserait sur la trésorerie, tandis qu'une conversion en actions réduirait l'endettement en contrepartie d'une dilution pouvant atteindre environ 6,5%.

D'après nos calculs, la société sera parfaitement en mesure de faire face au remboursement.

Tableaux de flux prévisionnels 2026^e-2028^e



Source : GreenSome Finance

Valorisation

DCF

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

- Pour la période 2026^e-2028^e sur nos estimations exposées précédemment ;
- Pour la période 2029^e-2035^e :
 - Un TMVA sur la période 2025-2028^e de 20,8% ;
 - Une marge opérationnelle moyenne sur la période et normative de 5,5% ;
 - Des dotations aux amortissements équivalentes aux investissements ;
 - Un taux d'IS normatif de 25% ;
 - Un BFR stable en pourcentage du CA
- Un taux de croissance à l'infini de 1,5% ;
- Un taux d'actualisation (Coût Moyen Pondéré du Capital) de 10,5% incluant un coût de la dette après impôt de 5,25%, un taux sans risque de 3,50% (Moyenne des émissions de l'OAT 10 ans sur 2026), une prime de risque de marché de 5,01% (source : Stern NYU-Janvier 2026) et un bêta société de 1,4x ;
- Un endettement net au 31 décembre 2025 de -4,9 M€ ;

DCF sur la période 2026^e-2035^e

M€	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e
Chiffre d'affaires	70,4	87,9	110,4	140,9	189,1	238,0	287,7	338,0	376,4	414,6
Variation		24,9%	25,6%	27,6%	34,2%	25,9%	20,9%	17,5%	11,4%	10,2%
EBIT	4,3	5,1	6,1	7,8	10,3	13,2	15,7	18,5	20,8	22,9
% CA	6,2%	5,8%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
IS	1,1	1,3	1,5	1,9	2,6	3,3	3,9	4,6	5,2	5,7
Taux d'imposition (%)	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Amortissements et provisions	0,5	0,5	0,5	0,6	0,8	1,0	1,3	1,5	1,6	1,8
% CA	0,7%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Cash flow d'exploitation	3,7	4,3	5,1	6,4	8,6	10,9	13,1	15,3	17,3	19,0
Investissements industriels	0,5	0,5	0,5	0,6	0,8	1,0	1,3	1,5	1,6	1,8
% CA	0,7%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Variation du BFR	0,4	0,2	0,3	0,4	0,6	0,7	0,7	0,7	0,5	0,5
BFR	0,9	1,2	1,5	1,9	2,5	3,2	3,8	4,5	5,0	5,5
% CA	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Cash flow disponible	2,8	3,6	4,3	5,4	7,1	9,3	11,1	13,2	15,1	16,7
Cash flow disponible actualisé	2,7	3,2	3,4	3,9	4,6	5,5	6,0	6,4	6,6	6,6
Valeur terminale actualisée (M€)	74,6									
Somme des CFD actualisés (M€)	48,9									
Endettement net au 31/12/25 (M€)	-4,9									
Intérêts minoritaires (M€)	0,0									
Valorisation (M€)	128,4									
Valorisation par action (€)	47,89									

Tableau de sensibilité

Taux d'actualisation	Taux de croissance à l'infini			
	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
8,5%	58,73	61,37	64,38	67,85
9,5%	50,98	52,90	55,06	57,50
10,5%	44,86	46,29	47,89	49,66
11,5%	39,92	41,01	42,22	43,55
12,5%	35,86	36,71	37,64	38,65

Taux d'actualisation	Marge Opérationnelle Normative			
	3,5%	4,5%	5,5%	6,5%
8,5%	48,62	56,50	64,38	72,26
9,5%	42,38	48,72	55,06	61,39
10,5%	37,53	42,71	47,89	53,07
11,5%	33,64	37,93	42,22	46,51
12,5%	30,46	34,05	37,64	41,23

Estimations : GreenSome Finance

Nous obtenons par la méthode du DCF une valorisation de Vaziva de 47,89 € par action.

Comparaisons boursières

Afin d'obtenir une valorisation par comparaisons boursières, nous avons sélectionné un échantillon de sociétés évoluant dans le secteur des avantages salariés et dont les profils sont détaillés en page 4.

Tableau des comparables sur la période 2026^e-2028^e (au 14/09/2026)

	Capitalisation (M€)			CA 2025e (M€)			MOP 2025 (%)		
Corpay, Inc.	22 936,0			3 855,0			47,3%		
Edenred SE	6 599,0			2 732,0			31,6%		
Pluxee N.V.	2 123,0			1 283,0			28,0%		
W.A.G payment solutions plc	784,0			2 308,0			25,3%		
WEX Inc.	5 450,0			2 265,0			2,8%		
Moyenne	7 578,4			2 488,6			27,0%		

	VE/CA			VE/EBITDA			P/E		
	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e
Corpay, Inc.	6,41	5,89	5,41	12,40	11,07	10,16	14,75	13,22	11,81
Edenred SE	2,89	2,73	2,56	6,88	6,39	5,90	13,68	12,14	10,79
W.A.G payment solutions plc	2,85	2,58	2,35	7,07	6,36	5,75	16,95	13,24	11,38
Pluxee N.V.	0,72	0,73	0,68	1,97	1,98	1,85	9,86	9,86	8,93
WEX Inc.	1,88	1,86	1,78	4,29	4,23	4,02	9,19	8,95	8,39
Moyenne	2,95	2,76	2,56	6,52	6,01	5,53	12,89	11,48	10,26

	CA			EBITDA			Resultat Net Part Groupe		
	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e
Vaziva	70,41	87,93	110,43	4,82	5,61	6,60	3,06	3,47	4,21
Valorisation Théorique (€)	79,99	93,06	108,16	13,66	14,49	15,54	14,69	14,86	16,09

Source : Finbox

En appliquant les ratios 2026, 2027, 2028 des comparables aux agrégats de Vaziva, nous obtenons par la méthode des comparaisons boursières **une valorisation de 41,17 € par action.**

Synthèse

Compte tenu de la différence de taille, de méthodes de reconnaissance de CA différentes entre les sociétés de l'échantillon et de fortes disparités dans les valorisations théoriques obtenues, la méthode des comparaisons boursières ne nous paraît pas pertinente.

Nous avons donc retenu uniquement la méthode DCF.

Nous obtenons une valorisation de Vaziva de 47,89 € par action.

Valorisation Vaziva (en €)

Méthode	Valorisation (€/action)	Pondération	Par action (€)
DCF	47,89	100%	47,89
Comparaisons boursières	41,17	0%	0,00
Valorisation pondérée Vaziva			47,89

Source : GreenSome Finance

Données Financières

COMPTE DE RESULTAT (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	6,03	14,19	27,14	40,44	64,74	70,41	87,93	110,43
Autres Produits Exploitation	0,08	0,15	0,02	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Marge Brute	1,19	1,78	2,57	5,34	7,47	13,01	15,92	19,36
Charges Externes	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	3,52	4,40	5,52
Charges de personnel	0,82	1,03	1,52	3,07	3,47	4,23	5,37	6,56
Impôts et taxes	0,19	0,39	0,38	0,59	0,40	0,43	0,54	0,68
EBE	0,09	0,27	0,67	1,68	2,86	4,82	5,61	6,60
Amortissements	0,00	0,18	0,34	0,40	0,43	0,47	0,48	0,48
Dotations	0,00	0,00	0,00	0,11	0,00	0,00	0,00	0,00
EBIT	0,09	0,09	0,33	1,16	2,43	4,35	5,14	6,11
Résultat financier	-0,14	0,06	-0,01	-0,02	0,01	-0,27	-0,51	-0,50
Résultat Exceptionnel	0,00	-0,01	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôts sur les bénéfices	-0,11	-0,07	0,00	-0,08	0,22	1,02	1,16	1,40
Amortissements des survaleurs	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat net	0,06	0,20	0,32	1,23	2,21	3,06	3,47	4,21
Résultat net Corrigé Part du Groupe	0,06	0,20	0,32	1,23	2,21	3,06	3,47	4,21
BILAN (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Actif immobilisé	1,19	14,70	14,46	15,11	15,51	15,53	15,56	15,58
Stocks	0,00	0,12	0,12	0,63	0,60	0,70	0,88	1,10
Clients	2,25	3,97	2,46	3,96	9,84	10,56	13,19	16,56
Autres actifs courants	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôts différés actifs	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Disponibilités et FCP	1,90	0,43	2,59	4,85	5,48	16,07	19,29	23,18
TOTAL ACTIF	5,34	19,21	19,64	24,55	31,43	42,87	48,91	56,43
Capitaux propres	4,42	17,02	17,34	18,57	20,78	23,84	27,31	31,52
Intérêts minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions	0,00	0,00	0,00	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11
Dettes financières Long Terme	0,29	1,49	1,39	1,14	0,60	8,60	8,60	8,60
Dettes Financière Court Terme	0,00	2,00	4,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Fournisseurs	0,55	0,63	0,90	4,73	9,94	10,33	12,90	16,20
Autres passifs courants	0,07	0,07	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
TOTAL PASSIF	5,34	21,21	23,64	24,55	31,43	42,87	48,91	56,43
TABEAU DE FINANCEMENT (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Capacité d'autofinancement	0,07	0,39	0,66	1,74	2,64	3,53	3,94	4,69
Variation du BFR	0,27	0,52	0,95	-1,82	0,64	0,44	0,23	0,30
Flux de trésorerie liés à l'activité	-0,20	-0,14	-0,29	3,56	2,01	3,09	3,71	4,40
Investissements	0,00	0,80	0,11	1,05	0,93	0,50	0,50	0,50
Cession	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Flux Investissements	0,00	0,80	0,11	1,05	0,93	0,50	0,50	0,50
Augmentation de capital	3,24	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Var Autres Fonds Propres	0,00	-1,75	2,66	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Emprunts	-1,16	1,21	-0,10	-0,25	-0,54	8,00	0,00	0,00
Dividendes	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Flux financement	-1,16	-0,54	2,56	-0,25	-0,54	8,00	0,00	0,00
Variation de trésorerie	1,88	-1,48	2,17	2,26	0,54	10,59	3,21	3,90
RATIOS	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Marge Brute	18,4%	11,5%	9,4%	13,2%	11,5%	18,5%	18,1%	17,5%
Marge d'Ebitda	1,5%	1,9%	2,5%	4,1%	4,4%	6,8%	6,4%	6,0%
Marge opérationnelle	1,5%	0,6%	1,2%	2,9%	3,8%	6,2%	5,8%	5,5%
Marge nette	1,0%	1,4%	1,2%	3,0%	3,4%	4,3%	3,9%	3,8%
ROE (RN/Fonds propres)	1,4%	1,2%	1,8%	6,6%	10,6%	12,8%	12,7%	13,4%
ROCE (NOPAT/Capitaux employés)	2,4%	0,4%	1,5%	5,8%	11,4%	19,8%	23,0%	26,9%
Dettes nettes / Fonds propres (gearing)	-36,4%	6,2%	-6,9%	-20,0%	-23,5%	-31,4%	-39,1%	-46,3%
FCF	-0,20	-0,94	-0,39	3,35	1,71	2,59	3,21	3,90
FCF par action	-0,11	-0,38	-0,16	1,25	0,64	0,97	1,20	1,45
BPA (en €)	0,04	0,08	0,13	0,46	0,82	1,14	1,29	1,57
BPA Corrigé dilué (en €)	0,04	0,08	0,13	0,46	0,82	1,14	1,29	1,57
Dividende par action (en €)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rendement net	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nombre d'actions (M)	1,8	2,5	2,5	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Nombre d'actions dilué (M)	1,8	2,5	2,5	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7

Source : GreenSome Finance

Système de recommandation

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

Détection potentielle de conflits d'intérêts

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

Historique de publications au cours des douze derniers mois

DATE DE PUBLICATION	TYPE	OPINION	COURS	OBJECTIF DE COURS
-	-	-	-	-

Cette publication a été rédigée par GreenSome Finance. Elle est délivrée à titre informatif uniquement et ne constitue en aucun cas une sollicitation d'ordre d'achat ou de vente des valeurs mobilières qui y sont mentionnées. La présente publication ne constitue pas et ne saurait en aucun cas être considérée comme constituant une offre au public, ni comme une sollicitation du public relative à une offre quelle qu'elle soit.

L'information contenue dans cette publication ainsi que toutes les opinions qui y sont reprises, sont fondées sur des sources présumées fiables. Cependant GreenSome Finance ne garantit en aucune façon l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations et personne ne peut s'en prévaloir. Toutes les opinions, projections et/ou estimations contenues dans cette publication reflètent le jugement de GreenSome Finance à la date de celle-ci et peuvent être sujettes à modification sans notification. Cette publication est destinée exclusivement à titre informatif aux investisseurs professionnels qui sont supposés élaborer leur propre décision d'investissement sans se baser de manière inappropriée sur cette publication. Les investisseurs doivent se faire leur propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière mentionnée dans cette publication en tenant compte des mérites et risques qui y sont attachés, de leur propre stratégie d'investissement et de leur situation légale, fiscale et financière. Les performances historiques ne sont en aucun cas une garantie pour le futur. Du fait de cette publication, ni GreenSome Finance, ni aucun de ses dirigeants ou de ses employés, ne peut être tenu responsable d'une quelconque décision d'investissement. Conformément à la réglementation et afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts eu égard aux recommandations d'investissements, GreenSome Finance a établi et maintient opérationnelle une politique efficace de gestion des conflits d'intérêts. Le dispositif de gestion des conflits d'intérêts est destiné à prévenir, avec une certitude raisonnable, tout manquement aux principes et aux règles de bonne conduite professionnelle. Il est en permanence actualisé en fonction des évolutions réglementaires et de l'évolution de l'activité de GreenSome Finance. GreenSome Finance entend, en toutes circonstances, agir dans le respect de l'intégrité de marché et de la primauté de l'intérêt de ses clients. A cette fin, GreenSome Finance a mis en place une organisation par métier ainsi que des procédures communément appelées « Muraille de Chine » dont l'objet est de prévenir la circulation induite d'informations confidentielles, et des modalités administratives et organisationnelles assurant la transparence dans les situations susceptibles d'être perçues comme des situations de conflits d'intérêts par les investisseurs. La présente publication est adressée et destinée uniquement (i) aux professionnels en matière d'investissement entrant dans la catégorie des "Investisseurs Qualifiés" au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'amendé "Order") ; (ii) aux "entités à valeur nette élevée" (high net worth entities) aux associations non immatriculées, au Partenariat et "Trustee" de "Trust à valeur nette élevée" au sens de l'article 49(2) du Order. Tout investissement ou activité d'investissement en lien avec la présente publication est uniquement disponible pour ces personnes et ne sera réalisé qu'avec ces personnes. Les personnes au Royaume-Uni qui recevraient la présente publication (autre que les personnes au (i) au (ii) ou les actionnaires existants de la société) ne peuvent fonder leur décision d'investissement sur la présente publication ou agir sur la base de la présente publication. Cette publication ne constitue pas une offre de vente ou la sollicitation d'une offre d'achat de valeurs mobilières aux Etats-Unis d'Amérique, au Canada, en Australie, au Japon ou en Afrique du Sud. Les valeurs mobilières mentionnées dans la présente publication n'ont pas été et ne seront pas enregistrées au sens du Securities Act de 1933, tel qu'amendé (le « Securities Act ») ou au sens des lois applicables dans les États membres des Etats-Unis d'Amérique, et ne pourront être offertes ou vendues aux Etats-Unis d'Amérique qu'à travers un régime d'exemption prévu par ledit Securities Act ou par les lois applicables des Etats membres des Etats-Unis d'Amérique. La présente publication et les informations qu'elle contient ne peuvent être adressées ou distribuées aux Etats-Unis d'Amérique. Les valeurs mobilières de la société ne sont pas offertes aux Etats-Unis d'Amérique.