

Achat	Potentiel	21%
Objectif de cours		3,70 €
Cours au 13/06/2016 (c)		3,05 €
Euronext Paris		
Reuters / Bloomberg	EGID.PA / EGID.FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-16,4%	-0,7%	-6,2%	3,0%
Perf CAC Small	-5,9%	-1,4%	-0,3%	0,0%

Informations boursières

Capitalisation (M€)		13,6
Nb de titres (en millions)		4,47
Volume moyen 12 mois (titres)		3 506
Extrêmes 12 mois	2,23 €	3,73 €

Actionnariat

Flottant	99,5%
Fondateurs & management	0,5%

Données financières (en M €)

au 31/12	2015	2016e	2017e	2018e
CA	20,6	23,1	26,4	28,8
var %	3,1%	2,1%	14,2%	9,1%
EBE	-1,1	-0,3	0,7	1,1
%CA	-5,3%	-1,1%	2,7%	4,0%
ROC	-1,5	-0,8	0,1	0,5
%CA	-7,2%	-3,4%	0,2%	1,7%
RN	-1,4	-1,0	-0,1	0,3
%CA	-6,7%	-4,4%	-0,6%	1,0%
Bnpa (€)	-0,31	-0,23	-0,03	0,06
ROCE (%)	-11%	-5%	0%	3%
ROE (%)	-20%	-17%	-3%	5%
Gearing (%)	28%	63%	69%	64%
Dette nette	2,0	3,7	4,0	3,9
Dividende n (€)				
Yield (%)				

Ratios

	2015	2016e	2017e	2018e
VE/CA (x)	0,9	0,8	0,7	0,6
VE/EBE (x)	ns	ns	24,7	15,5
VE/ROC (x)	ns	ns	286,7	36,3
PE (x)	ns	ns	ns	47,3

Analyste :

Eric Seclet
01 44 70 20 78
esecl@elcorp.com

Egide

Industrie

La céramique : accélérateur de croissance

- Egide est un des leaders mondiaux dans la conception et la fabrication de boîtiers hermétiques destinés à la protection de composants électroniques sensibles. Elle a bâti des barrières à l'entrée solides qui lui permettent d'afficher un chiffre d'affaires 2015 de 20,6 M€ (+3,1%), dont 2/3 réalisé à l'international. Sa rentabilité est amenée à rapidement s'améliorer (marge d'EBITDA en hausse de 9,3 pts d'ici 2018) compte tenu d'un effet volume et d'un meilleur mix produits. Au regard du retournement attendu, la société présente selon nous un profil intéressant.
- Egide a développé des barrières technologiques fortes en: 1/ internalisant la fabrication des composants clés du processus de production de boîtiers hermétiques (céramique, perles de verre, encres), 2/ maîtrisant le procédé HTCC (céramique cofrittée), qui permet d'adresser les industries les plus exigeantes et 3/ développant une politique de R&D constante (4% à 5% du CA depuis 2008).
- Grâce à la construction d'une nouvelle ligne céramique HTCC aux États-Unis en 2015, Egide adresse enfin le marché de la défense américain (premières ventes attendues au S2 2016), appelé à être le premier contributeur de croissance d'ici 2018. La densification du réseau commercial et la dynamique positive de ses différents marchés vont participer à la **forte croissance attendue d'ici 2018 (TCAM du CA de +11,8%)**.
- Egide va bénéficier de la tendance favorable du secteur de l'imagerie thermique civile et militaire (TCAM de +6,5% d'ici à 2020 pour atteindre 8,4 Mds\$), son premier marché (46% du CA 2015). Le contexte sécuritaire, les politiques publiques, ainsi que l'actualisation permanente des technologies alimenteront la croissance pour les années à venir.
- La maîtrise des charges, l'effet volume et l'exploitation du procédé HTCC (amélioration du mix produits) va permettre au Groupe d'atteindre son **point mort opérationnel en 2017 selon nous**.
- **Compte tenu des perspectives qu'offre Egide, nous initions la couverture avec une opinion à l'Achat et un objectif de cours de 3,70 € issu de notre valorisation par les DCF.**

Sommaire

ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT	5
MATRICE SWOT	7
PRÉSENTATION D'EGIDE	8
LA CONCEPTION DE BOÎTIERS HERMÉTIQUES : UN ART COMPLEXE MAÎTRISÉ	10
UNE RÉFÉRENCE POUR LE MONDE DE L'INDUSTRIE	12
UN ACTEUR À DIMENSION INTERNATIONALE	15
UN BUSINESS MODEL INTÉGRÉ	16
L'INNOVATION COMME ADN	17
À LA CROISÉE DE MARCHÉS PORTEURS	18
DES MARCHÉS PROMETTEURS	18
UN JEU CONCURRENTIEL POUR LE MOMENT CONTENU	23
UN POSITIONNEMENT À CONSOLIDER	24
PERSPECTIVES STRATÉGIQUES ET FINANCIÈRES	25
UNE CROISSANCE ATTENDUE EN FORTE HAUSSE	25
UNE RENTABILITÉ AMENÉE À SE RENFORCER	26
UNE COUVERTURE PROGRESSIVE DES INVESTISSEMENTS	27
VALORISATION D'EGIDE	29
VALORISATION PAR LES DCF	29
CONCLUSION	30
ANNEXES	31

Argumentaire d'investissement

Compte tenu de son statut de leader, de la dynamique de ses principaux marchés et de l'internationalisation de son offre, nous sommes confiants dans la capacité du Groupe à afficher un TCAM de son CA de +11,8% d'ici 2018 et une hausse de sa marge d'EBITDA de 9,3 pts.

Un leader des boîtiers hermétiques...

Créée en 1986, **Egide est un acteur incontournable dans la conception et la fabrication de solutions d'encapsulation hermétiques** permettant d'assurer l'invulnérabilité totale des systèmes électroniques embarqués face aux aléas thermiques, atmosphériques et magnétiques de leur environnement, susceptibles d'affecter leur fiabilité et leurs performances dans la durée. Répondant parfaitement aux exigences des industries de pointe en matière de techniques de scellement, **Egide est un fournisseur de premier rang pour les marchés de l'aéronautique civile et militaire, de la défense, du spatial, des télécoms ou encore de l'énergie**. Le Groupe compte ainsi parmi ses clients des acteurs comme Sofradir, FLIR, Snecma, BAE Systems ou encore Thalès Alenia Space.

...positionné sur des marchés prometteurs...

Egide apparaît parfaitement positionnée pour capter la croissance sur ses différents marchés. Sur l'aéronautique/défense, Egide va bénéficier d'une bonne dynamique de l'imagerie thermique (TCAM de +6,5% d'ici à 2020 pour atteindre 8,4 Mds\$). Son portefeuille clients devrait également profiter de: 1/ budgets de défense en hausse (liés au contexte sécuritaire plus tendu) 2/ politiques publiques favorables au développement de la fibre optique (optronique), 3/ l'innovation technologique permanente.

...doté de fortes barrières à l'entrée...

Avec ses deux sites de production basés à Bollène (France) et à Cambridge (États-Unis), **Egide maîtrise de bout en bout le processus de production** allant de la conception des composants clés (céramiques, perles de verre, encres au tungstène) jusqu'au traitement de surface des boîtiers (nickelage et dorure notamment), en passant par la fabrication et l'assemblage. Le Groupe est également **un des rares acteurs du marché à maîtriser le procédé de céramique HTCC**, indispensable pour adresser les secteurs où la miniaturisation des composants est devenue un enjeu clé. Fruit de plusieurs années de R&D, il confère un avantage compétitif majeur vis-à-vis de ses concurrents.

...dans une période charnière

Sur les 3 prochaines années, nous attendons une accélération de la croissance d'Egide avec un TCAM du CA de +11,8% associé à un redressement de ses résultats. Le retour à la rentabilité attendu tient compte: 1/ de la montée en puissance de l'activité céramique aux États-Unis dont l'impact se fera ressentir tant sur la topline que sur les marges (mix produits favorable), 2/ d'une densification de la force commerciale, principalement à l'international via des agents de représentation et 3/ d'une demande soutenue sur ses principaux marchés, notamment sur celui de l'imagerie thermique et de l'hyperfréquence.

Compte tenu de la stratégie envisagée et du potentiel de redressement de l'activité, nous initions la couverture d'Egide avec une opinion à l'Achat et un objectif de cours de 3,70 €.

SWOT

Forces

- Top 3 mondial des boîtiers et solutions hermétiques
- Maîtrise des différentes techniques de scellement (verre-métal, céramique-métal, HTCC)
- Production maîtrisée de bout en bout offrant souplesse et réactivité vis-à-vis des demandes clients
- Certification ITAR, ISO 9001 et 14001
- Politique de R&D (4,8% du CA en moyenne depuis 2008)

Faiblesses

- Position fragile dans la chaîne de valeur (« sous-équipementier »)
- Dépendance clients importante (le TOP 10 68% du CA 2015)
- Acteur de petite taille vs concurrents
- Sensibilité à la conjoncture macro économique
- Dynamisme commercial
- Coûts élevés de certains fournisseurs

Opportunités

- Gain de part de marché aux USA dans le domaine militaire avec la construction de sa nouvelle ligne de production
- Essor du marché de l'imagerie thermique civile et militaire (infrarouge)
- Bonnes perspectives de croissance pour le secteur de l'industrie aéronautique civile et militaire
- Pénétration du marché télécom asiatique high end

Menaces

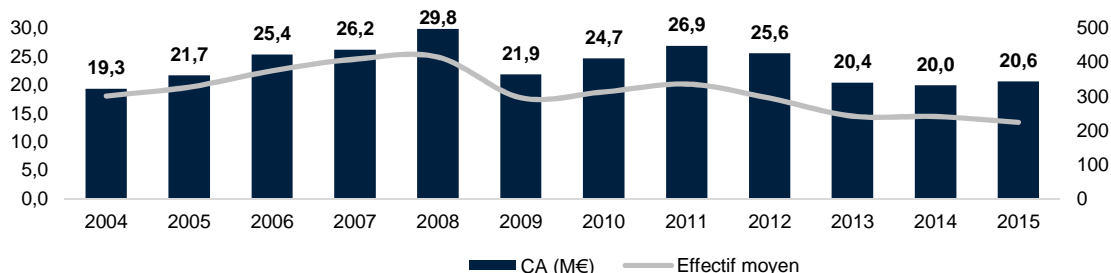
- Dégradation de l'environnement macro-économique
- Contraction possible de la demande publique sur le secteur Défense (Europe)
- Guerre des prix avec ses principaux concurrents sur le marché céramique américain
- Montée en gamme de la concurrence asiatique

Présentation d'Egide

Créée en 1986 pour répondre aux besoins de la Défense française, Egide se positionne comme le spécialiste européen de la conception et la fabrication de boîtiers hermétiques destinés à la protection de composants électroniques sensibles. Répondant parfaitement aux exigences des industries « de pointe », Egide est un fournisseur de premier plan pour les marchés du spatial, de l'aéronautique civile et militaire, de l'énergie ou encore des télécommunications.

S'appuyant sur un département R&D de qualité composé d'une dizaine d'ingénieurs et techniciens, le Groupe maîtrise parfaitement plusieurs techniques de scellement, notamment le verre-métal et la céramique-métal. Par ailleurs, il est l'un des rares acteurs au monde à maîtriser le procédé HTCC (*High Temperature Cofired Ceramic**) ou « céramique cofrittée à haute température », ouvrant la porte aux marchés haut de gamme comme celui de l'infrarouge. Pour maintenir son avance technologique, la société investit en moyenne 4,8% de son CA en R&D depuis 2008, représentant une charge d'environ 1,1 M€ par an.

Évolution du CA et de l'effectif moyen d'Egide depuis 2004



source : société

Acteur indépendant sur cette activité, Egide dispose d'importants moyens de conception et de production. Articulée autour de 2 sites situés à Bollène (France) et à Cambridge (États-Unis), la société est capable de produire sa propre céramique et d'adresser le marché mondial des boîtiers hermétiques. Ainsi, avec ses 223 collaborateurs (à fin 2015), Egide a dégagé un CA 2015 de 20,6 M€, dont 65,5% à l'international.

Depuis sa levée de fonds de 5,1 M€ intervenue en juin 2014, et après plusieurs années difficiles, le Groupe a dévoilé une nouvelle stratégie ambitieuse pour accélérer son développement. Destinée à conquérir de nouveaux marchés, tant en France qu'à l'international, elle s'est notamment traduite par la construction d'une nouvelle salle blanche à Cambridge où Egide pourra désormais produire sa propre céramique et ainsi pénétrer un marché militaire américain fortement régulé. Dans le même temps, le Groupe prévoit d'étoffer son réseau d'agents commerciaux, notamment à l'étranger, dans le but de conquérir de nouveaux clients et ainsi diversifier son portefeuille.

* Le procédé HTCC permet une cuisson des poudres céramique à très haute température, gage de qualité et de fiabilité des produits pour des marchés exigeants comme l'infrarouge

Historique

1986 : Création d'Egide à Trappes (Yvelines).

1992 : Egide fait l'acquisition de l'activité « encapsulation » de Xéram (filiale de Péchiney), lui permettant de s'approprier la technologie HTCC, particulièrement mise en avant aujourd'hui.

1994 : Initialement positionné sur le secteur de la Défense, le Groupe se diversifie en pénétrant le marché des télécoms, qui deviendra le moteur de sa croissance jusque dans les années 2000.

1999 : Egide s'introduit en Bourse et lève 5,5 M€.

2000 : Egide s'ouvre le marché américain avec le rachat d'*Electronic Packaging Products* (CA de 52,4 M\$), devenu aujourd'hui Egide USA, filiale à 100% du Groupe. A cette même époque, Egide ouvre une filiale au Maroc appelée Egima, positionnée sur les produits *low-cost* pour le marché des télécoms.

2001 : Egide est frappée de plein fouet par l'éclatement de la « bulle Internet » alors que le marché des télécoms représente 95% de son CA. En l'espace d'un an, la société a vu son CA chuter de 69,4 M€ à 24,3 M€ en 2002.

2002 : S'appuyant sur une situation financière solide (16,5 M€ de trésorerie nette), le Groupe poursuit malgré tout ses investissements et s'implante en Grande Bretagne via l'acquisition des actifs d'Europlus (futur Egide UK), spécialiste du moulage par injection de métaux.

2009 : L'entrée en crise de l'économie mondiale affecte fortement l'activité d'Egide. Son CA passe alors de 29,9 M€ en 2008 à 21,9 M€ en 2009. Dans ce contexte, la société prend la décision de se réorganiser et de fermer sa filiale marocaine pour se concentrer sur le haut de gamme.

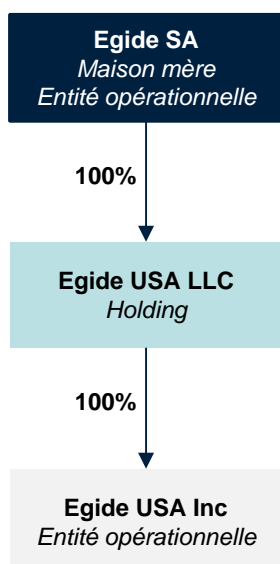
2010/11 : L'activité rebondit grâce aux marchés de l'infrarouge et des télécoms (fibre optique notamment), faisant passer le CA à 26,9 M€ en 2011 (vs 21,9 M€ en 2009). Le siège social est transféré à Bollène (Vaucluse).

2013 : Réorganisation opérationnelle avec la cession des filiales Egide UK et Egima.

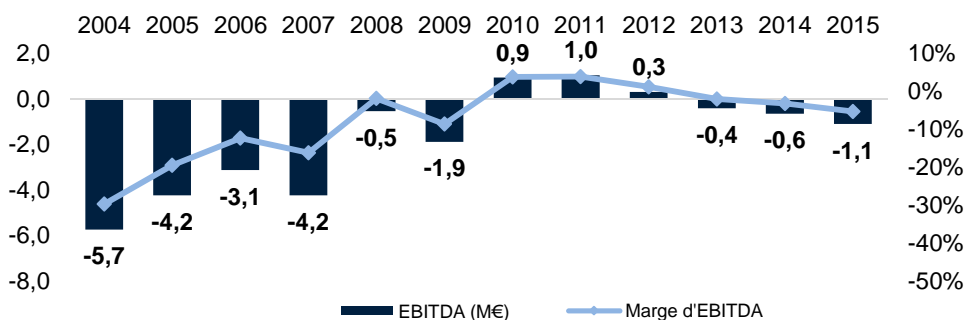
2014 : Lancement d'un plan stratégique, basé sur un recentrage du groupe autour de marchés à fortes barrières technologiques et à plus grande valeur ajoutée (céramique notamment). Dans le même temps, une nouvelle impulsion managériale est donnée avec la nomination de James F.Collins à la Direction Générale du Groupe.

2016 : Ouverture de la ligne de production céramique HTCC aux États-Unis.

Organigramme



Évolution de l'EBITDA et de la rentabilité depuis 2004



source : société

Si depuis 2004 la rentabilité du Groupe est demeurée très volatile, cela s'explique en partie par la forte exposition au marché télécoms qui a pesé sur la croissance (41% du CA à l'époque). En effet, la baisse brutale du CA entre 2001 et 2002 - l'activité passant de 69,4 M€ à 24,3 M€ - a engendré de lourdes pertes (jusqu'à -14 M€). Ces dernières se sont par la suite résorbées progressivement grâce aux efforts de la société pour adapter sa structure de coûts. Néanmoins, les volumes sont restés insuffisants pour couvrir les frais fixes liés à l'utilisation de l'outil de production. A l'avenir, le levier sur les marges repose selon sur 1/ une accélération de l'activité et 2/ une amélioration mix produits en faveur de la céramique, mieux margée, comme ce fut le cas en 2010/11.

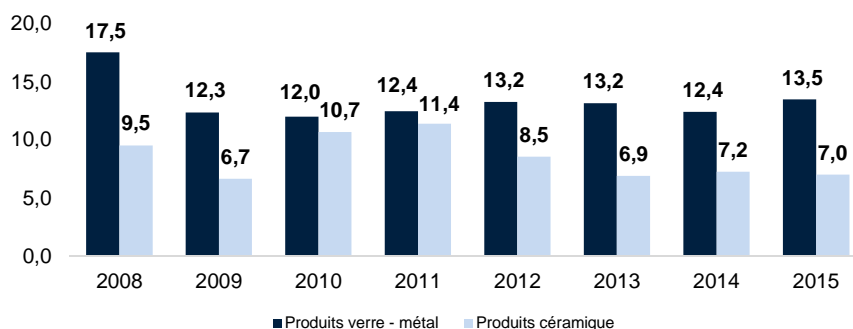
La conception de boîtiers hermétiques : un art complexe maîtrisé

Un savoir-faire historique

Depuis sa création, Egide s'est positionnée comme un acteur incontournable de la conception et la production de boîtiers d'encapsulation hermétiques au profit d'industries de pointe. Ces boîtiers ont pour mission d'assurer l'invulnérabilité totale des systèmes électroniques embarqués, tout en leur assurant une interconnexion parfaite avec leur environnement. Concrètement, il s'agit d'enfermer un composant électronique dans un boîtier de protection pour le prémunir des aléas thermiques, atmosphériques et magnétiques, susceptibles d'affecter sa fiabilité et ses performances dans la durée.

Pour concevoir de tels boîtiers, Egide mobilise plusieurs disciplines complexes (la chimie, le traitement de surface, la réalisation d'alliages spéciaux...), lui assurant une barrière technologique forte sur son marché et une qualité de produit en ligne avec les standards des industries les plus exigeantes.

Évolution du CA par produits sur la période 2008-14



source : société

Des technologies maîtrisées

Grâce au savoir-faire acquis depuis plusieurs années, Egide est l'un des rares acteurs du marché à maîtriser et à proposer plusieurs techniques de scellement :

- **le verre-métal** : cœur de métier historique du Groupe, cette méthode de scellement s'appuie sur un boîtier métallique, généralement constitué de kovar (alliage de fer, de nickel et de cobalt), dont les broches sont maintenues et isolées par des perles de verre afin de garantir une herméticité totale.
- **la céramique-métal** : cette technique est identique à la précédente, à la seule différence que les perles de verre sont remplacées par des inserts en céramique. D'un point de vue technique, elle requiert un savoir-faire particulier et est destinée à des industries où la miniaturisation d'un composant est un facteur clé (spatial, défense, infrarouge...).

Conçus exclusivement sur-mesure pour les besoins de ses clients, le Groupe propose une large gamme de produits (200 à 300 références). Si les prix sont variables, ils dépendent avant tout du type de boîtier commercialisé (verre-métal, céramique, aluminium) mais également de l'application finale (hyperfréquence, infrarouge...). Par conséquent, un simple boîtier en verre-métal pourra être vendu 10 € pièce mais en quantité importante (plusieurs milliers d'exemplaires), tandis qu'un boîtier tout céramique peut atteindre jusqu'à 4 000 € l'unité mais dans des volumes bien inférieurs (une centaine de pièces maximum).

La durée des contrats dépend avant tout des volumes commandés par le client. Toutefois, étant l'un des rares acteurs du marché à proposer des boîtiers haut de gamme en volume, le Groupe constate une certaine récurrence de sa base clients, notamment sur les contrats long terme (> 1 an). Cet avantage lui permet aujourd'hui de gérer au mieux ses stocks et par conséquent son BFR (16,5% du CA en moyenne sur les 3 derniers exercices).

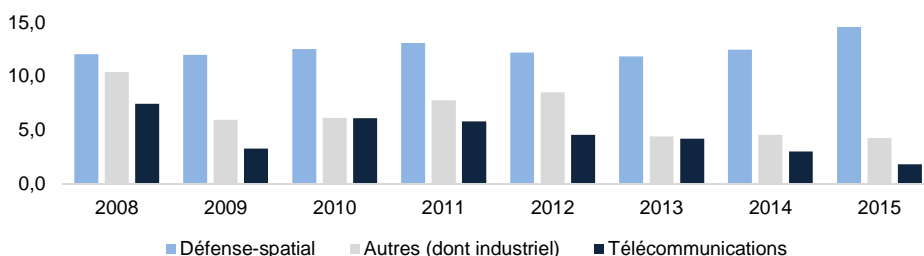


Une référence pour le monde de l'industrie

Des expertises sectorielles bien établies...

Les boîtiers conçus par Egide trouvent leurs débouchés auprès de plusieurs industries et notamment dans l'aéronautique, la défense ou encore les télécommunications, secteurs de prédilection de la société. Actuellement, on retrouve les boîtiers hermétiques d'Egide aussi bien dans des avions de combat de type Rafale, dans des blindés ou dans des systèmes liés aux applications de fibre optique (exemple : boîtiers émetteurs ou récepteurs).

Évolution du CA depuis 2008 par marché



source : société

Fortement exposée aux fluctuations du marché des télécoms par le passé, l'entreprise a vu la part de son CA sur ce secteur se réduire significativement à 9% en 2015 (vs 25% en 2008 et 41% en 2004). Avec un TCAM de -18,4% sur la période 2008-15, il devrait rester sous pression à court / moyen terme. Le véritable moteur de la croissance à l'avenir repose selon nous sur le marché de la défense et du spatial, qui n'a cessé de prendre de l'ampleur au fil des années et prouvé sa résilience malgré un contexte économique difficile avec un TCAM de +2,8% entre 2008 et 2015. Ainsi, en 2015, Egide a enregistré une croissance de +17,0% (8,5% à tcc) à 14,6 M€ sur ce marché.



Cette légitimité dans ce secteur s'appuie non-seulement sur le savoir-faire du Groupe en matière de boîtier céramique mais également sur la détention des certifications ISO 9001 et *ITAR (International Trade in Arms Regulation)*, indispensables pour adresser à la fois les marchés européen et américain de la défense. C'est ainsi qu'Egide a récemment annoncé la signature d'un contrat de 3 ans renouvelable avec Sofradir, leader mondial des détecteurs infrarouge. La détention de telles certifications procure donc un véritable avantage concurrentiel à la société et constitue preuve de maîtrise de la qualité de ses produits et de ses process.

Les autres marchés du Groupe (énergie, médical, automobile, imagerie thermique civile...) ont quant à eux souffert du marasme économique des dernières années après avoir atteint un point haut en 2008 à 10,4 M€ contre 4,2 M€ lors du dernier exercice. Leurs perspectives sont cependant plus disparates à l'instar de l'infrarouge civile qui présente des perspectives prometteuses tandis que l'énergie (pétrole & gaz principalement) reste sous pression à la suite de l'effondrement des cours de l'or noir.



Répartition du CA par famille de produits

	Marché	en % du CA 2014	en % du CA 2015
Imagerie thermique	Défense & industrie civile	42%	46%
Puissance	Défense, aérospatiale	28%	28%
Optronique	Télécoms, énergie	16%	12%
Hyper-Fréquence	Télécoms, défense	7%	8%
Autres	Tout secteur industriel	7%	6%
Total		100%	100%

source : société, Euroland Corporate

Récemment, Egide a opté pour une nouvelle segmentation de ses activités en mettant en avant l'application de ses boîtiers plutôt que ses marchés de destination. Cette classification fait désormais apparaître 5 grands segments, à savoir :

- **l'imagerie thermique** : boîtiers intégrés à des caméras thermiques pour fantassin et satellites, des systèmes de visée infrarouge pour l'aviation de combat, des portiques d'aéroports, ainsi qu'à des caméras civiles à vision nocturne.
- **la puissance** : boîtiers utilisés dans les convertisseurs de courant pour le ferroviaire et l'aviation (civile et/ou militaire).
- **l'optronique** : boîtiers présents dans des émetteurs, récepteurs et modulateurs liés à des applications de fibre optique.
- **l'hyper-fréquence** : boîtiers généralement utilisés dans les radars militaires et télécoms.
- **les boîtiers autres** : produits hybrides.

Typologie de boîtiers

Boîtier de puissance



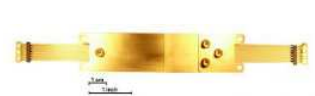
Multi composants



Aluminium



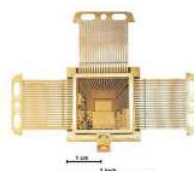
Modulateurs



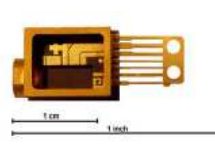
Embases de relais



Hyperfréquences



Tosa-Rosa



Détecteur infra-rouge



source : société

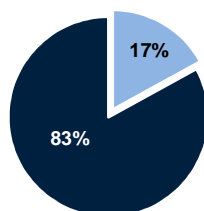
Les boîtiers utilisés dans l'imagerie thermique constituent le principal vecteur de croissance du Groupe compte tenu de sa bonne exposition sur le marché de la défense, très friand de cette technologie. En effet, la construction d'une salle blanche aux États-Unis avec laquelle Egide pourra désormais produire ses propres boîtiers céramique, permettra au Groupe d'adresser le marché américain de la défense dès 2016, zone jusqu'ici inaccessible en raison d'une réglementation imposant une fabrication des composants sur place. Avec la puissance (28% du CA 2015), ces deux familles de boîtiers représentent 3/4 des ventes d'Egide.

...mais une dépendance clients encore trop importante

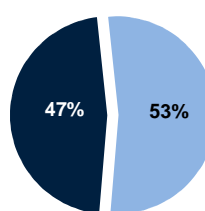
Historiquement, l'activité d'Egide s'est caractérisée par une forte dépendance vis-à-vis de ses principaux clients. Le 1^{er} (Sofradir) génère à lui seul 17% du CA 2015 tandis que les 10 premiers représentent 68% des ventes. Parmi les principaux clients on retrouve également FLIR (USA), Textron (USA), CRANE (USA), Lockheed Martin (USA), ULIS (FR), Thalès Alenia Space (FR), AIM Infrarot (ALL), SCD (ISR) ou encore BAE Systems (UK).

Poids des clients dans le CA 2015 d'Egide

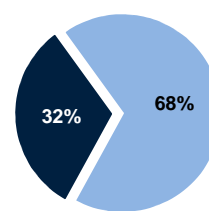
Poids du 1^{er} client



Poids du top 5 clients



Poids du top 10 clients



source : société

Ce phénomène s'explique selon nous par deux principaux facteurs :

- les sous-traitants capables de produire des pièces de qualité en quantité suffisante sont rares,
- la grande majorité des sous-traitants ne disposent pas des capacités de production nécessaires pour produire en local, un facteur essentiel, notamment pour le marché de la défense.

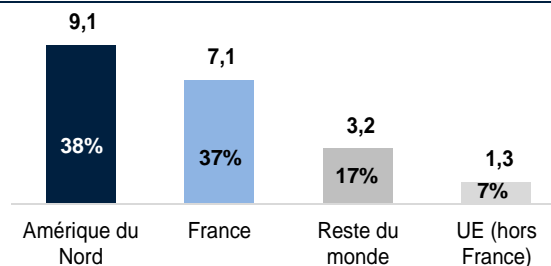
Ce qui peut donc être perçu comme une faiblesse au premier abord témoigne également de la qualité des produits proposés et de la pertinence du positionnement d'Egide. Le renforcement du maillage commercial du Groupe, axe important de la nouvelle stratégie impulsée depuis la nomination de J. Collins en tant que DG en septembre 2014, doit permettre à Egide de réduire cette dépendance dans les prochaines années.

Un acteur à dimension internationale

L'international comme principal débouché

La spécificité des produits conçus par Egide en font naturellement un acteur orienté vers l'export. Présent à la fois en France via son implantation à Bollène et aux États-Unis avec son site de Cambridge (côte Est), le Groupe réalise 13,5 M€ de son CA 2015 hors de France (États-Unis, Royaume-Uni, Chine, Israël, Corée du Sud, etc...), représentant 65,5% de ses ventes. Toutefois, la grande majorité des effectifs est encore présente en France (66% de l'effectif total à fin 2015). A terme, avec le développement de l'activité céramique aux États-Unis, cette proportion devrait se rééquilibrer.

Répartition du CA 2015 d'Egide par zone géographique (en M€ et % du CA)



source : société

Une organisation commerciale orientée vers l'export

Les boîtiers conçus par Egide sont commercialisés en direct auprès de ses clients grâce à une équipe de 17 collaborateurs. Cette force commerciale se divise en deux, avec d'un côté ses propres commerciaux sur les marchés locaux (France & États-Unis) et de l'autre, des agents de représentation dans les zones où Egide n'est pas implantée physiquement, à l'exception des États-Unis. Au total, toutes catégories confondues, plus de 2/3 de l'effectif commercial est tourné vers l'export.

Répartition de la force commerciale

	Commerciaux	Agents de représentation	Total
France	5	-	5
USA	3	3	6
Europe (Italie, Angleterre)	-	2	2
Israël	-	1	1
Chine	-	1	1
Corée du Sud	-	1	1
Inde	-	1	1
Total	8	9	17

source : société, Euroland Corporate

Le recours à des agents de représentation fait sens selon nous et permet notamment :

- d'étoffer la présence commerciale du Groupe à travers ses différents marchés,
- de flexibiliser son compte de résultat, les agents étant rémunérés à la commission,
- d'effectuer un rôle de veille en faisant remonter les besoins/tendances du marché.

Un business model intégré

Une capacité de production renforcée

A travers ses deux sites basés à Bollène (France) et à Cambridge (États-Unis), Egide dispose d'importantes capacités de production lui permettant d'adresser le marché dans sa globalité. D'une surface respective de 5 700 m² et 5 000 m², ils assurent la production et l'assemblage des boîtiers en vue de leur commercialisation sur le marché local. Si le site français a longtemps été le seul à maîtriser le procédé HTCC en plus de la technologie verre-métal, l'usine américaine dispose désormais (depuis le 01/01/2016) d'une salle blanche lui permettant de produire elle-même sa céramique afin d'adresser le marché américain de la défense contraint par les règles *ITAR*. Le Groupe peut à présent produire jusqu'à 2,5 M de boîtiers par an (vs 1 M de boîtiers vendu en 2015), renforçant sa stature mondiale et sa capacité à absorber les besoins du marché en cas d'accélération de la demande. Ainsi, la société estime pouvoir doubler son CA sans recourir à la construction d'une nouvelle ligne de production.

Un savoir-faire industriel maîtrisé en interne

Les connaissances techniques du Groupe lui permettent aujourd'hui de produire en propre des perles de verre, de la céramique et les encres qui servent à la sérigraphie des pistes conductrices sur les boîtiers. Cette particularité, qui constitue un avantage concurrentiel majeur, garantit non seulement son indépendance et une meilleure qualité des produits livrés dès la sortie de la chaîne de production mais aussi une plus grande réactivité à la demande des clients. Ce n'est que dans une légère proportion que la société a recours à la sous-traitance, notamment pour les tâches de découpe au laser de boîtiers céramique circulaires (infrarouge). Au total donc, entre la prise de commande et la production, Egide met en moyenne 12 à 13 semaines pour livrer ses clients. Toutefois dans certain cas (boîtier céramique complexe) le processus peut atteindre jusqu'à 18 semaines.

Processus de fabrication

4 à 8 semaines

1. Fabrication des composants

Céramique :

- Fabrication de céramique crue à partir de poudre d'alumine et de matières organiques cofrittée selon le procédé HTCC à 1 600°

Perles de verre :

- Fabrication à partir de poudre de verre chauffée à haute température (600°)

Encres :

- Fabrication d'encre à partir de poudre de tungstène et de solvants

2. Assemblage et brasage (soudure)

- Utilisation de plusieurs types de brasures pour assembler les composants
- Scellement des composants via des perles de verre (verre-métal) ou des inserts en céramique (céramique-métal)

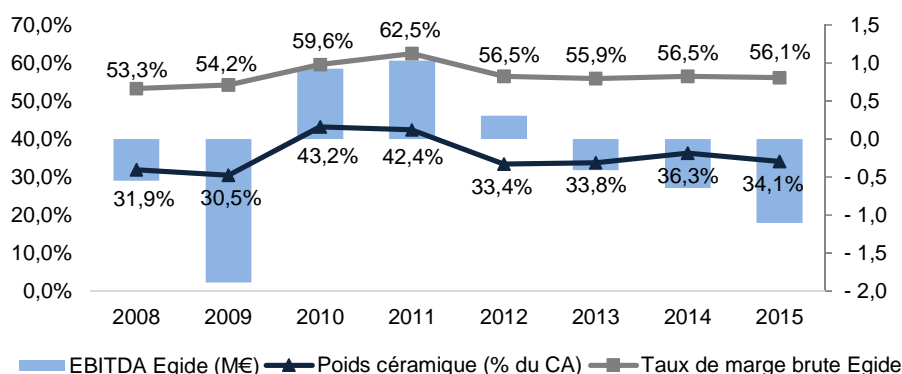
3. Traitement de surface

- Dépôts électrolytiques en surface (micron)
- Le nickel est utilisé pour protéger le boîtier de la corrosion et l'or pour assurer la conductivité et le design

Les matières premières entrants dans le processus de production (kovar, or, nickel, cuivre, tungstène...) sont principalement achetées auprès de fournisseurs locaux situés aux États-Unis et en Europe et pour lesquelles le délai d'approvisionnement est de 4 semaines environ. Bien que la société ne soit dépendante d'aucun de ses fournisseurs (le 1^{er} ne représente que 7% des achats), elle recherche régulièrement de nouveaux partenaires, notamment en Chine, afin d'améliorer la compétitivité de son offre vis-à-vis de ses concurrents. Toutefois, elle se heurte bien souvent à une qualité ne répondant pas aux standards et pourrait à l'avenir explorer des pistes nouvelles en Europe de l'Est.

Notons par ailleurs que le risque de change (principalement en dollar) est quant à lui neutre sur les comptes dans la mesure où la société couvre naturellement son risque en achetant et vendant dans la même devise. Il en va de même pour l'impact que pourrait avoir une variation soudaine du prix des matières compte tenu de leur poids limité dans le coût total d'un boîtier (<10%). En effet, la marge brute est principalement impactée par le mix-produits entre le verre et la céramique. Ainsi, le taux de marge brute d'un boîtier en céramique est de l'ordre de 70% tandis qu'il est de 60% environ pour les solutions en verre-métal.

Évolution du taux de marge brute d'Egide sur la période 2008-15



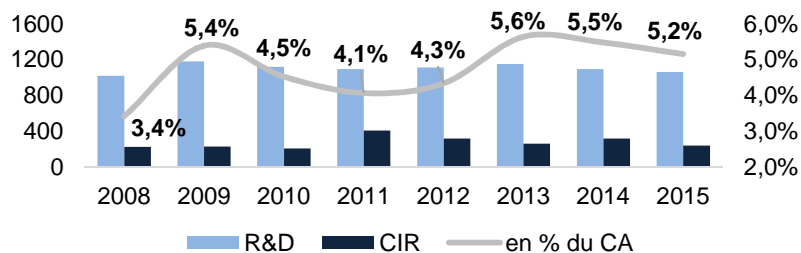
source : société

Cette corrélation positive entre le poids des ventes en céramique et le taux de marge brute du Groupe laisse entrevoir, compte tenu du virage opéré aux États-Unis, une progression de la rentabilité sur les prochaines années.

L'innovation comme ADN

Pour maintenir son avance technologique, Egide poursuit depuis plusieurs années une politique de R&D conséquente visant à développer de nouveaux procédés et matériaux pour le compte de ses clients. C'est ainsi que sur la période 2008-15, le Groupe a investi en moyenne 4,8% de son CA en R&D, représentant un investissement non capitalisé d'environ 1,1 M€ chaque année. En contrepartie, il a perçu un CIR de 0,3 M€ en moyenne sur la période (comptabilisé dans « autres produits » au niveau consolidé en IFRS), un montant qui devrait demeurer stable dans les prochaines années.

Évolution des dépenses de R&D depuis 2008 (en K€ et % du CA)



source : société

Basé à Bollène, le département de R&D est composé d'une dizaine d'ingénieurs et techniciens travaillant sur des sujets complexes à l'image du projet « Canopée ». A l'intérieur de ce consortium, lancé à l'initiative de Kontron (filiale du groupe Thalès), Egide va pendant 3 ans apporter son expertise en matière de solutions d'encapsulation pour répondre aux problématiques de refroidissement des systèmes électroniques embarqués. Principalement tourné vers l'industrie du spatial et de l'aéronautique, la société a alloué un budget de 0,5 M€ à ce projet, dont 0,2 M€ seront financés par le Fonds Unique Interministériel (FUI). A l'issue de ce dernier, elle anticipe des retombées commerciales de l'ordre de 0,8 M€. Bien que faiblement rémunératrices à l'échelle du Groupe (0,1 M€ de CA en 2015), ces études réalisées par Egide n'en restent pas moins importantes dans la mesure où elles contribuent fortement à la visibilité et la réputation de la société grâce à l'enrichissement de ses connaissances sectorielles.

A la croisée de marchés porteurs

Compte tenu de la particularité de son offre (solutions d'encapsulation), Egide évolue sur plusieurs marchés sous-jacents à celui plus global de la fabrication de composants électroniques. Laissant entrevoir des perspectives de croissance plutôt favorables, ces derniers présentent néanmoins des caractéristiques singulières pouvant affecter directement le niveau de l'activité de l'entreprise.

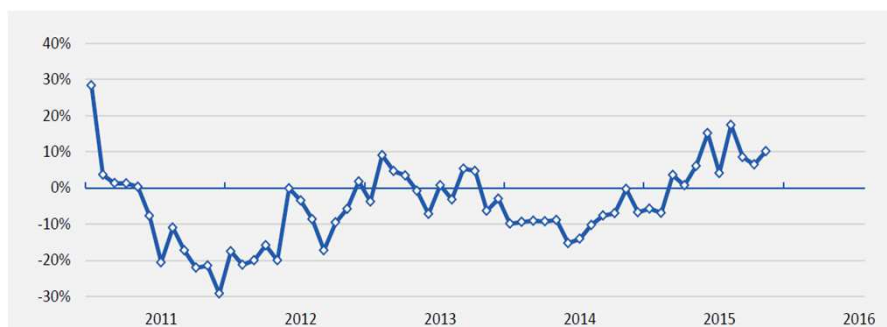
Des marchés prometteurs

De nombreux débouchés industriels

Après une période de forte morosité entre 2011 et 2014, le marché mondial de la fabrication de composants électroniques a connu un sursaut en 2015 avec un taux de croissance moyen du chiffre d'affaires des principaux fabricants autour de 4,8%. Cette tendance devrait se confirmer en 2016 avec un taux cependant plus modeste, autour de 1,5%. Soutenu par les bonnes perspectives des différents marchés « débouchés » (défense, aéronautique, télécoms, automobile), cet accroissement de la demande ira de pair avec un niveau d'investissement en R&D plus important, caractérisé notamment par une montée en gamme technologique sur le plan des produits. Pour mémoire, en 2015, les professionnels du secteur ont dépensé près de 50 Mds€ en R&D. De plus, le mouvement mondial de consolidation actuellement à l'œuvre devrait se confirmer en 2016 avec un possible repositionnement des grands acteurs chinois, à la recherche d'indépendance technologique.

Estimé selon Egide à près de 600 M\$, le marché mondial des boîtiers hermétiques reste intimement lié à l'évolution de la demande globale ; néanmoins certains secteurs (aéronautique et défense) devraient rester porteurs sur la durée.

Évolution du CA mondial des fabricants de composants électroniques



source : INSEE traité par Xerfi

Fournissant des produits certifiés pour évoluer dans des environnements soit contraignants sur les plans thermique, atmosphérique ou magnétique (aéronautique, spatial et défense) soit exigeants en termes d'évolution de la demande (télécoms, automobile), Egide se tourne plutôt en direction de 5 grands types d'industries.

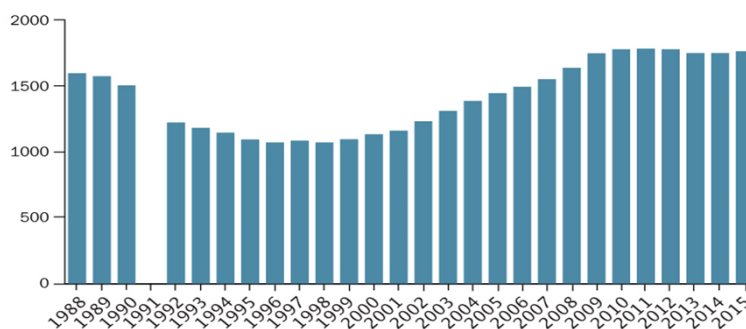
- **Défense** : principalement caractérisée par sa forte dépendance à la commande publique, la base industrielle et technologique de défense (BITD) est le principal débouché pour Egide. Des systèmes radar à l'aviation de combat, les boîtiers hermétiques en céramique HTTC ou verre-métal produits par l'entreprise équipent un grand nombre de programmes militaires en Europe comme aux États-Unis.
- **Aéronautique civile** : jouissant de la dynamique des carnets de commandes des deux grands constructeurs que sont Boeing et Airbus, de nombreux équipementiers font appel à Egide pour intégrer la technologie de l'encapsulation dans leurs produits. L'entreprise est notamment impliquée dans les systèmes de gestion de la motorisation, de détection (radar) et de communication au travers de ses solutions de scellement verre-métal (GTMS) et céramique-métal (CTMS).
- **Aéronautique spatiale** : le secteur de l'aéronautique spatiale reprend progressivement le chemin de la croissance. Après un léger ralentissement sur la période 2013-14, les commandes de satellites sont reparties à la hausse, notamment pour le programme Ariane. En 2015, la fusée européenne a été lancée 12 fois avec succès et a ainsi mis en orbite 21 satellites. En relation avec les grands équipementiers d'Ariane, Egide fournit des boîtiers GTMS et aluminium pour les astronefs.
- **Télécoms** : ce marché est actuellement porté par la forte demande du public pour le haut débit (fibre optique) et la transmission de données. Nécessitant des investissements lourds, les plans de déploiement de la fibre s'étalent sur plusieurs années. Selon l'observatoire de l'ARCEP, pour l'année 2015, seules 1381 communes françaises sont actuellement éligibles à une offre Internet en fibre ou câble sur les 36529 communes recensées. Positionnée sur le segment « télécom high end », Egide fournit des boîtiers GTMS et CTMS pour la fibre optique.

- **Imagerie thermique (infrarouge)** : lié à la résurgence récente des problématiques de sécurité, le secteur de l'observation et de la détection connaît une croissance rapide. A ce titre, les systèmes d'imagerie thermique par le procédé de l'infrarouge connaissent un réel engouement de la part des forces de sécurité, des sociétés privées et des particuliers. Pour ce marché porteur, Egide fournit des boîtiers en céramique HTCC qui s'intègrent dans des détecteurs refroidis (par cryogénie) ou non refroidis.

Une demande en croissance

Défense : porté par une plus grande instabilité géopolitique au Moyen-Orient et en Asie, le secteur industriel de défense a bénéficié d'une croissance inattendue de 1% en 2015 pour atteindre un volume de ventes mondiales de 1676 Mds\$ selon les données du *Stockholm International Peace Research Institute* (SIPRI). Après quatre années consécutives de baisse (période 2011-2014), cette évolution positive est principalement due à une plus forte demande étatique en matière de projection de puissance (aviation de combat et missiles) et de collecte du renseignement (drones et satellites). Cette tendance se poursuivra sur l'année 2016, la production d'aéronefs étant le principal moteur de croissance.

Évolution des dépenses militaires mondiales entre 1988 et 2015 (en Mds\$)

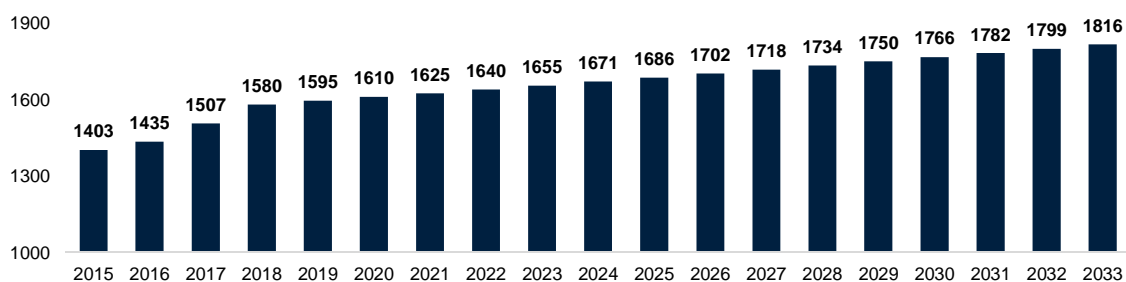


source : SIPRI

Aéronautique civile et spatiale : avec le développement d'une classe moyenne à fort pouvoir d'achat dans les pays émergents asiatiques et du Moyen-Orient, le trafic aérien connaît actuellement une forte croissance de l'ordre de 4% par an. En dépit du ralentissement économique chinois, l'association mondiale du transport aérien (IATA) estime à 7 milliards de passagers le niveau de l'activité pour l'année 2034, soit un TCAM de +3,5% par an. Bien évidemment, cette tendance ira de pair avec une hausse de la production d'avions commerciaux de l'ordre de 15 à 20% sur la période 2015-2025. Les carnets de commande des constructeurs reflètent d'ailleurs déjà cette belle perspective puisqu'Airbus prévoit notamment de livrer 10 A350 par mois à l'horizon 2020, soit deux fois plus qu'auparavant.

Pour le spatial, le lancement du programme Ariane 6 dont le premier tir est prévu en 2020 ainsi que le développement de nouvelles constellations de satellites pour le développement d'internet dans les zones peu développées vont inévitablement conduire les équipementiers à augmenter leur rythme de production. Un contrat entre Airbus Safran Launchers et l'agence spatiale européenne a déjà été conclu l'été dernier pour un montant de 2,4 Mds€.

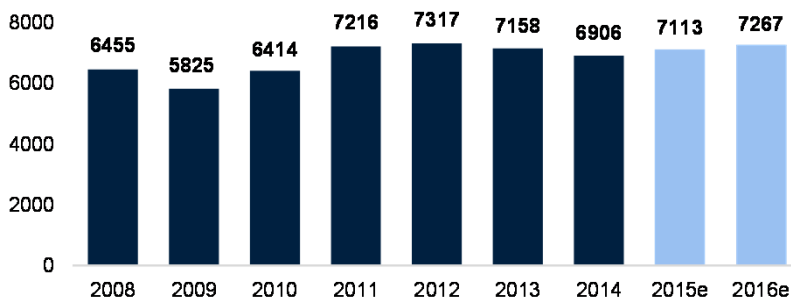
Prévisions des livraisons d'appareils commerciaux entre 2015 et 2023 (en nombre d'unités)



source : DTTL Global Manufacturing Industry traité par Deloitte, Euroland Corporate

Télécoms : dans son rapport annuel 2015, le *think tank Idate Digiworld* prévoit un TCAM de +2,9% pour le marché mondial des télécoms sur la période 2015-2025. Cette perspective favorable est avant tout tirée par la poursuite de la convergence « fixe-mobile » en Europe, le développement du haut débit et l'amélioration de l'offre de connectivité (notamment Wi-Fi). De plus, l'engouement pour la vidéo 3D et la qualité ultra HD continueront d'inciter le secteur à investir en matière de R&D. Cependant, compte tenu des fluctuations de la demande par le passé, Egide demeure prudente quant au potentiel de ce marché.

Prévisions des investissements des opérateurs télécoms français (en M€)



Aujourd'hui, la quasi-totalité du CA réalisée dans les télécoms est fait par Egide SA.

source : ARCEP traité par Xerfi, Euroland Corporate

Imagerie thermique (infrarouge) : selon Marketsandmarkets, le marché mondial de l'imagerie thermique a atteint 5,4 Mds\$ en 2014. D'ici à 2020, le cabinet anticipe un TCAM de +6,5% d'ici à 2020 et estime que le marché devrait atteindre les 8,4 Mds\$. Dans ce contexte, il table sur une surperformance de la zone Amérique (TCAM de +7,2%), renforçant ainsi la pertinence de la décision d'Egide d'investir massivement dans cette zone via sa ligne HTCC. De son côté, le Pôle interministériel de prospective économique (PIPAME), estime que le marché de l'observation et de la détection par infrarouge présente une perspective de croissance annuelle de l'ordre de 5 à 7% par an sur la période 2013-20. Historiquement implanté dans les activités militaires et certaines industries employant des matières volatiles (gaz), l'infrarouge est aujourd'hui présent partout (domotique, automobile, médical, etc...). Ce débouché est le vecteur majeur de croissance pour le Groupe.

Perspective de croissance des produits électroniques dans la sécurité en France

	CA (M€)	en % du total	TCAM 2013-20
Identification, authentification	4 452	36%	7%
Détection, intrusion	1 135	9%	2%
Détection, extinction incendie	2 216	18%	4%
Détection produits dangereux	381	3%	5%
Observation locale, vidéosurveillance	1 181	9%	7%
Observation surveillance large zone	722	6%	5%
Suivi, traçage, localisation	250	2%	18%
Communications	1 004	8%	5%
Commande contrôlé	517	4%	6%
Renseignement	221	2%	8%
Intégration	350	3%	7%
Total produits électroniques	12 428	100%	6%

Si le périmètre d'emploi de l'imagerie thermique par infrarouge demeure vaste, les applications de sécurité relèvent principalement de l'observation, de la détection et du suivi.

source : PIPAME, Euroland Corporate

Des tendances structurantes

Avec le développement de nouvelles technologies applicatives en matière de connectique et de captation d'information (image et données), **la miniaturisation des composants** pour certains secteurs à fort potentiel (aviation, optronique de défense, télécommunications et infrarouge) s'érige peu à peu comme un véritable avantage concurrentiel. Reposant à la fois sur la maîtrise de la fabrication « céramique » et l'intégration de procédés nouveaux de refroidissement, cette tendance va fortement structurer l'avenir.

Par conséquent, la politique de R&D des grandes entreprises de ces secteurs devrait bénéficier d'investissements supplémentaires estimés à + 4% pour l'année 2016.

De plus, les perspectives de croissance dans l'industrie aéronautique (civile, militaire et spatiale) imposeront un **redimensionnement des outils de production**, pouvant affecter l'ensemble de la filière. A titre d'exemple, un des clients finaux d'Egide, l'avionneur Dassault, prévoit de quadrupler la cadence de production du *Rafale* à l'horizon 2018 afin de répondre aux commandes de l'Egypte (24 unités), de l'Inde (36 unités) et du Qatar (24 unités).

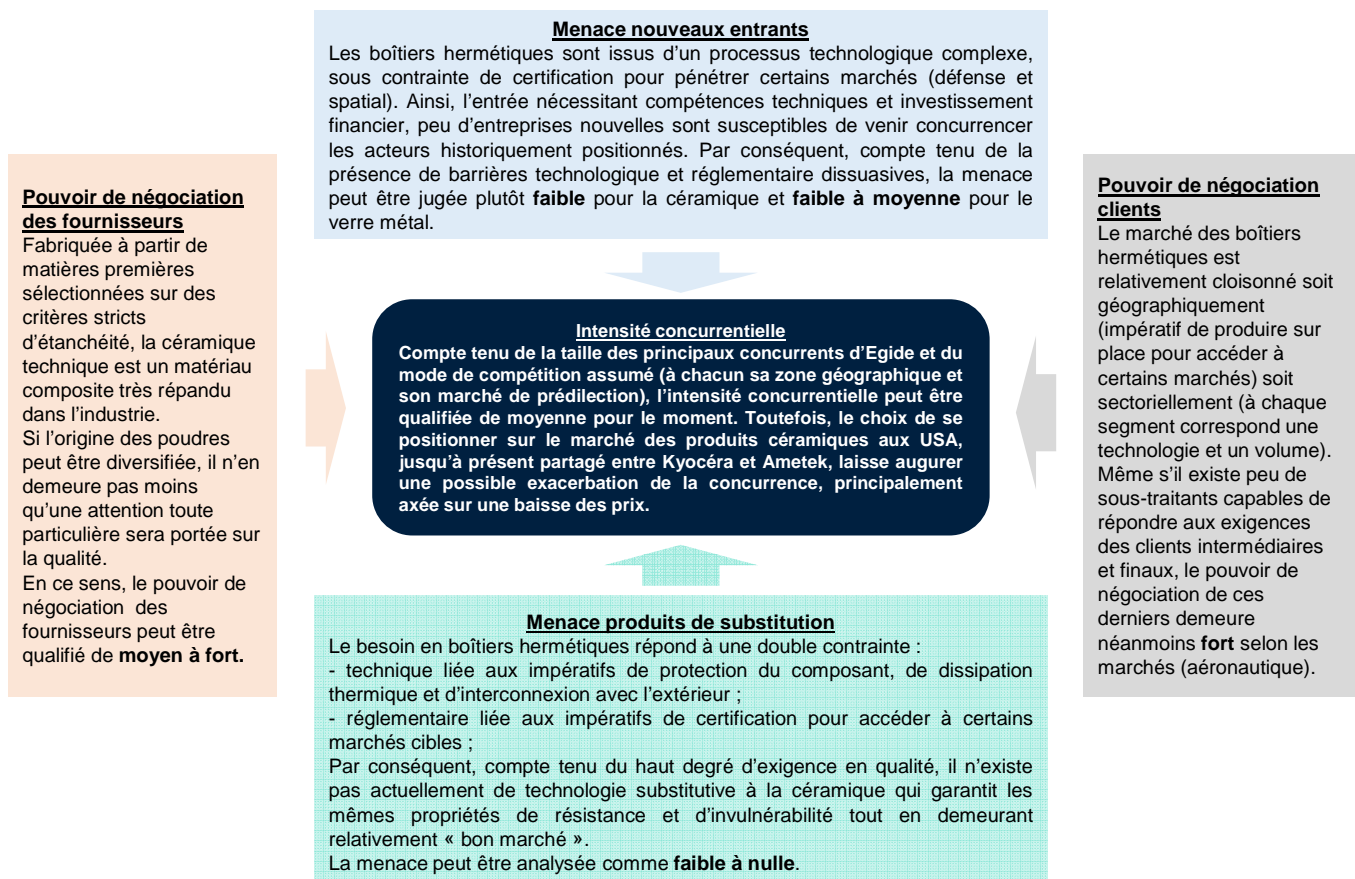
Enfin, la recherche permanente de **l'amélioration du couple coût/fiabilité** impose aux fabricants de trouver des solutions permettant à la fois d'augmenter l'efficacité énergétique des composants (moins de ressources consommées) tout en augmentant leur polyvalence. C'est en quelque sorte une nouvelle course à la rupture technologique, seul préalable à la conquête de part de marché.

Un jeu concurrentiel pour le moment contenu

Sur ses différents marchés, Egide fait face à des concurrents dont la physionomie (chiffre d'affaires et activités) s'écarte notablement de la sienne. Les quatre principaux acteurs dans l'ordre de taille – Kyocéra, Ametek, Schott et Electrovac - réalisent un CA moyen compris entre 3,5 Mds€ et 900 M€. Leur activité d'encapsulation n'est bien souvent qu'une branche secondaire de leur division semi-conducteurs.

Selon Egide, Kyocéra serait le leader mondial du « boîtier tout céramique » avec 50% de parts de marché, suivie par Ametek qui en totalise 20 à 25%. Egide bénéficierait de la 3^{ème} position avec un taux de part de marché compris entre 10 et 15%.

Étude de l'intensité concurrentielle (matrice de Porter)



source : Euroland Corporate

Les facteurs clés de succès pour Egide seront selon nous :
























- le maintien d'un haut niveau d'exigence qualité,
- une stratégie commerciale plus agressive,
- la capacité à contenir les coûts de production

Un positionnement à consolider

L'activité d'Egide consiste à concevoir et produire des boîtiers hermétiques haut de gamme pour des équipementiers et sous-équipementiers présents sur des marchés concurrentiels (aéronautique et défense). En faisant le choix du « custom », Egide est en mesure d'offrir une bonne réactivité aux évolutions des besoins clients. Toutefois, avec des carnets de commande en croissance, les clients finaux disposent d'une relative liberté de choix de leurs prestataires, ces derniers n'étant pas forcément tous liés à Egide. A titre d'exemple, Boeing et Airbus vendent leurs avions à des compagnies aériennes libres de choisir le fournisseur de la motorisation et par conséquent le sous-traitant des boîtiers hermétiques qui les équipe.

Ainsi, Egide évolue dans une zone de compromis permanent : maintenir un haut degré de qualité pour un nombre important de références (200 à 300), sans possibilité de pouvoir automatiser entièrement les lignes de production tout en ayant une marge de manœuvre limitée sur les prix sous peine de perdre certains clients clés.

Synthèse de l'étude de marché d'Egide

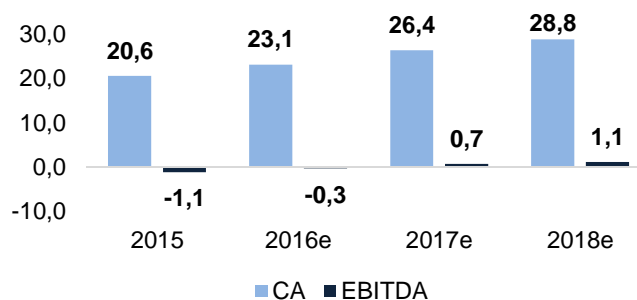
Marché	Secteurs	Segments	Cibles	Principaux Concurrents	Appréciation Concurrentielle	
 INNOVATIVE HERMETIC PACKAGE SOLUTIONS Conception & Fabrication de composants électroniques (boîtiers hermétiques) pour l'industrie	Zone Europe 41% du CA 	Service-Grand-Public Produits Grand Public Service Industriel →	Telecom High End Telecom Low End	    	 Leader mondial des boîtiers tout céramique mais ne produit pas de « verre métal » CA 2015 : 1,7 Mds€ (branche semi-conducteurs)	<ul style="list-style-type: none"> Compte tenu de son positionnement, Egide peut être classée comme le leader en Europe de la fourniture de produits d'encapsulation à destination des marchés Défense, aéronautique spatial et infrarouge. Au niveau mondial, il se classe 3^{ème} derrière Kyocera et Ametek, le marché américain de la céramique ayant jusqu'à présent été inaccessible.
	Zone Amérique du Nord 44% du CA  	Service-Grand-Public Produits Grand Public Service Industriel →	Telecom High End Telecom Low End	   	 Producteur de céramique CA 2015 : 3,5 Mds€	
	Zone Monde (Chine, Corée du Sud, Thaïlande, Israël) 15% du CA    	Service-Grand-Public Produits Grand Public Service Industriel →	Telecom Haut Débit	  	 hermetic packages (n.c.)	

source : Euroland Corporate

Perspectives stratégiques et financières

Après plusieurs années contrastées, tant sur le plan de la croissance que de la rentabilité, Egide se tourne résolument vers l'avenir avec l'exploitation de sa nouvelle ligne céramique HTCC aux États-Unis. Pleinement opérationnelle depuis janvier 2016, elle marque le début d'un tournant dans l'activité de la société et devrait permettre d'accroître sa présence Outre-Atlantique mais également de favoriser la conquête de nouveaux clients. **Egide devrait ainsi afficher une forte croissance de son activité et revenir à l'équilibre dès 2017 grâce à un mix produits plus favorable. Pour 2016, nous attendons un CA en hausse de +12,1% à 23,1 M€ et un EBITDA en amélioration à -0,3 M€ (vs -11 M€ en 2015).**

Estimations de chiffre d'affaires et d'EBITDA pour la période 2016-18e



source : Euroland Corporate

Une croissance attendue en forte hausse

S'appuyant sur un carnet de commandes de 17,0 M€ à fin 2015, l'exercice 2016 devrait être marqué par une forte progression de l'activité. Après un T1 en hausse purement organique de +15,5% à 5,7 M€ et compte tenu de la guidance communiquée pour le T2 (CA stable vs T1), **Egide devrait afficher une progression de l'ordre de +16% au S1, confortant ainsi son objectif d'une croissance à 2 chiffres sur l'ensemble de l'exercice. Par conséquent, nous attendons un CA 2016 de 23,1 M€ (+12,1%) et anticipons un TCAM de +11,8% sur la période 2015-18e.** Cette progression s'appuiera essentiellement sur :

- **la montée en puissance de l'activité céramique aux États-Unis** : avec la mise en place d'un outil de production capable de produire sa propre céramique, Egide entend pénétrer le marché américain de la défense, jusqu'ici inaccessible en raison de la réglementation ITAR. Cet investissement conséquent (entre 2 M€ et 3 M€) va non seulement augmenter les débouchés commerciaux de la société, mais également accroître ses capacités de production. Couplée à une organisation commerciale renforcée, Egide apparaît donc en ordre de marche pour gagner des parts de marché Outre-Atlantique. En effet, bon nombre de donneurs d'ordres voient d'un bon œil l'arrivée d'un nouveau fournisseur sur le marché américain, jusqu'ici dominé par Kyocéra et dans une moindre mesure par Ametek. Si la contribution attendue pour 2016 restera modeste (0,5 M€e selon la société) compte tenu du temps qu'il faut pour qualifier un produit (6 mois environ), elle devrait peu à peu monter en puissance d'ici à 2018. A ce titre, Egide a déjà envoyé plusieurs cotations à des clients soumis aux règles ITAR depuis le début de l'exercice.

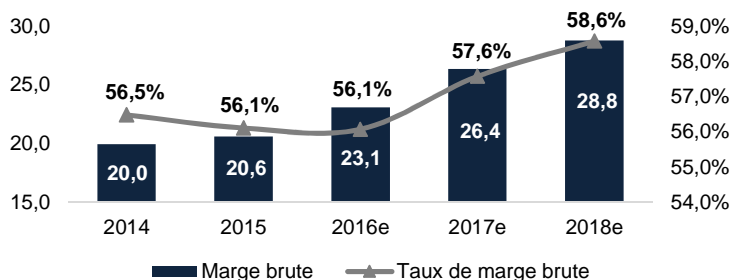
- **une intensification de la force de vente** : depuis plusieurs trimestres, la société renforce son réseau commercial, notamment à l'international. Elle a ainsi récemment procédé à l'embauche d'un ingénieur commercial aux États-Unis chargé de la zone Texas / Midwest, bassin industriel comptant une forte population d'équipementiers de l'aéronautique civile et militaire, et étoffé son réseau d'agents extérieurs (Floride, Chine, Inde, Corée du Sud...). Cette démarche commerciale plus agressive que par le passé permettra non seulement de conquérir de nouveaux clients mais aussi d'accéder à de nouveaux marchés sur le plan géographique (Asie principalement).
- **une dynamique positive sur ses principaux marchés** : à l'exception des télécoms (optronique principalement) dont l'évolution demeure incertaine en Europe, la société devrait bénéficier d'un contexte plus favorable sur l'ensemble de ses marchés. La persistance des tensions sécuritaires au Moyen-Orient incitera au maintien d'une demande publique accrue pour le secteur de la défense (infrarouge notamment) ; la poursuite du développement économique en Asie et en Afrique favorisera le déploiement de l'internet, en particulier par voie spatiale et fibre optique (hyperfréquence et optronique) ; enfin, l'émergence d'une classe moyenne aisée dans les pays émergents devrait permettre de conserver un niveau élevé de commandes dans le secteur de l'aéronautique civile (boîtier de puissance).

A noter que le Groupe n'exclut pas d'avoir recours à une opération de croissance externe afin de consolider son portefeuille actuel et renforcer sa base de clients. Compte tenu de sa taille et de ses moyens financiers limités (2,8 M€ de trésorerie à fin 2015), elle devrait cependant rester de taille modeste.

Une rentabilité amenée à se renforcer

En parallèle d'une croissance rapide, Egide devrait voir ses pertes fortement se réduire en 2016 et retrouver un EBITDA positif dès 2017 compte tenu : 1/ de l'amélioration du mix produits en faveur de la céramique qui impactera positivement la marge brute, 2/ d'une amélioration de la productivité suite aux investissements matériels réalisés (remplacement de machines, automatisation de certaines tâches) 3/ d'une hausse substantielle du CA permettant d'absorber davantage les coûts fixes (point mort estimé à 25 M€ selon nous) et 4/ d'une bonne maîtrise des charges de structure. Nous attendons ainsi un EBITDA de -0,3 M€ en 2016e puis de 0,7 M€ en 2017e.

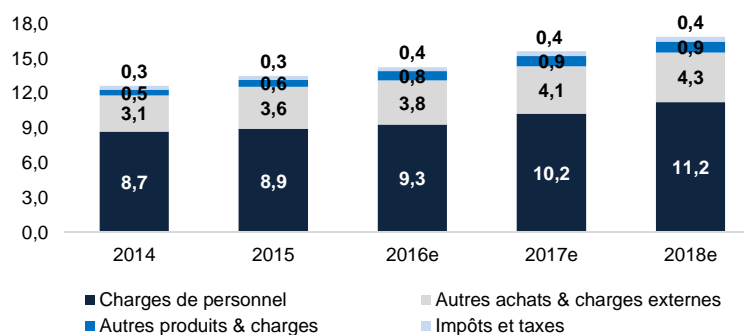
Prévision de marge brute sur la période 2016-18e



source : Euroland Corporate

Avec un mix produits plus favorable à la céramique, en lien avec l'investissement réalisé aux États-Unis, le taux de marge brute d'Egide devrait ressortir en hausse sur les trois prochains exercices et retrouver à terme un niveau proche de 60%, comme ce fut le cas en 2010-11.

Évolution des principaux postes de charges sur la période 2014-18e



source : Euroland Corporate

Outre les achats de matières premières entrant dans le processus de production, le principal poste de dépenses est constitué des charges de personnel qui représente entre 43% et 45% du CA de la société sur la période 2008-15. Essentiellement composé d'ouvriers (68% de l'effectif en moyenne sur la période 2013-15), ce poste demeure relativement flexible comme en témoigne historiquement la capacité de la société à réduire ses effectifs en période de crise et à recourir à des CDD lorsque cela est nécessaire pour honorer ses commandes. Aussi, nous n'anticipons pas de recrutements massifs en 2016 malgré la hausse attendue du chiffre d'affaires compte tenu du levier qui existe encore sur le rythme de production. En revanche, des recrutements plus importants sont à prévoir les années suivantes. Dans la mesure où les charges externes devraient connaître une hausse mesurée (TCAM de +5,7% sur la période 2015-18e), le retour à la rentabilité dépend avant tout de la capacité d'Egide à atteindre son point mort, niveau que nous estimons à 25 M€.

Une couverture progressive des investissements

Afin de mettre en place sa nouvelle stratégie, Egide a successivement réalisé deux augmentations de capital au cours des 3 derniers exercices. La première, en 2014, lui a permis de lever 4,8 M€ (nets) tandis que la seconde, fin 2015, a porté sur un montant de 1,0 M€. Destinées pour partie à financer la construction de la nouvelle salle blanche à Cambridge et plus généralement à la modernisation de l'outil de production, elles sont également venues renforcer les fonds propres, permettant au Groupe de réduire son gearing à 28% en 2015 (vs 62% en 2013). La société a par ailleurs eu recours à la dette en empruntant en 2012 1,6 M\$ (échéance 12 ans) pour financer le rachat de l'usine aux États-Unis (solde de 1,1 M€ au 31/12/2015) et en bénéficiant d'un prêt Sofired PME Défense (BPI) remboursable à partir de 2017 (échéance 5 ans). Les autres dettes court terme sont quant à elles entièrement composées de factor.

Compte tenu du fait que les CAPEX resteront élevés en 2016 (1 M€e) et des remboursements d'emprunts à venir, nous estimons que la société pourrait de nouveau faire appel au marché ou s'endetter davantage pour financer une accélération de la croissance et éventuellement, une acquisition.

Tableaux de flux historique et prévisionnel

	2015	2016e	2017e	2018e
Cash flow opérationnel	-0,8	-0,8	0,1	0,6
<i>dont variation de BFR</i>	0,2	-0,3	-0,4	-0,4
Cash flow d'investissement	-1,7	-1,0	-0,4	-0,5
Cash flow de financement	1,2	-0,2	-0,3	-0,3
<i>dont variation des dettes financières</i>	-0,6	-0,2	-0,3	-0,3
<i>dont augmentation de capital</i>	1,0	0,0	0,0	0,0
Trésorerie d'ouverture	2,8	0,8	0,2	0,0
Trésorerie de clôture	0,8	0,2	0,1	0,0
Gearing	28%	63%	69%	64%

source : Euroland Corporate

Compte de résultat synthétique

En M€	2015	2016e	2017e	2018e
Chiffre d'affaires	20,6	23,1	26,4	28,8
<i>variation (%)</i>	3,1%	12,1%	14,2%	9,1%
Marge brute	11,6	12,9	15,2	16,8
<i>Taux de marge brute</i>	56,1%	56,1%	57,6%	58,6%
Frais généraux	3,6	3,8	4,1	4,3
Charges de personnel	8,9	9,3	10,2	11,2
Autres produits & charges	0,1	0,1	0,2	0,2
Excédent Brut d'Exploitation	-1,1	-0,3	0,7	1,1
<i>Marge brut d'exploitation</i>	-5,3%	-1,1%	2,7%	4,0%
DAP nettes	0,4	0,5	0,7	0,7
Résultat opérationnel courant	-1,5	-0,8	0,1	0,5
<i>Marge opérationnelle courante</i>	-7,2%	-3,4%	0,2%	1,7%
Résultat financier	0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Impôts	0	0	0	0
Résultat net part du groupe	-1,4	-1,0	-0,1	0,3
<i>Marge nette</i>	-6,7%	-4,4%	-0,6%	1,0%

Valorisation d'Egide

Pour valoriser la société, nous n'avons retenu qu'une méthode de valorisation, celle de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF), considérant qu'il n'existe pas à ce jour de sociétés cotées, que ce soit en Europe ou à l'étranger, présentant un profil similaire à celui d'Egide. En effet, ses principaux concurrents ne sont généralement que des « *business unit* » de grands groupes (Kyocéra, Amtetek) ou des sociétés non cotées (Schott, Eletrovac).

Valorisation par les DCF

Les principales hypothèses de notre valorisation par les DCF sont les suivantes :

- **Croissance du chiffre d'affaires** : un TCAM de +11,8 % entre 2015 et 2018 qui prend en compte l'accroissement de la demande en provenance du secteur aéronautique (civil et militaire) et les bonnes perspectives du marché de l'infrarouge
- **Rentabilité opérationnelle** : une nette amélioration de la MOC est attendue sur les trois prochaines années pour atteindre 1,7% du CA en 2018. Par la suite, la croissance du CA et l'amélioration du mix produits en faveur de la céramique devraient permettre d'atteindre une MOC normative que nous situons à 10%
- **Besoin en fonds de roulement** : un BFR positif qui représente 17,5% du CA (64 jours de CA en moyenne)
- **Impôts** : compte tenu des 48 M€ de déficits reportables à fin 2015, nous estimons qu'Egide devrait bénéficier d'un taux d'imposition très faible jusqu'en 2025
- **Investissements** : nous retenons un niveau d'investissement de 1,6% du CA en moyenne
- **Un taux d'actualisation (WACC) de 11,30% basé sur :**
 - un taux sans risque de 0,41 % ;
 - une dette financière nette de 2,0 M€ au 31/12/2015
 - une prime de risque de 5,50%
 - un bêta endetté de 2,19

Hypothèses retenues pour le calcul du WACC

Taux sans risque (OAT 10 ans)	0,41%
Prime de risque	5,50%
Bêta sans dette	2,00
Bêta endetté	2,19
Coût des capitaux propres	12,46%
Coût de la dette après impôts	3,20%
Coût moyen pondéré du capital	11,30%
Taux de croissance à l'infini	1,00%

source : Euroland Corporate

Tableau des DCF

En M€	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	23,1	26,4	28,8	31,1	33,2	35,2	37,0	38,5	39,6	40,4
variation (%)	12,1%	14,2%	9,1%	8,0%	7,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%	2,0%
Résultat opérationnel courant	-0,8	0,1	0,5	1,2	1,9	2,8	3,7	3,8	4,0	4,0
Taux de marge opérationnelle courante	-3,4%	0,2%	1,7%	3,8%	5,8%	7,9%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
- Impôts	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5
+ DAP nettes	0,5	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Cash Flow opérationnel	-0,3	0,7	1,1	1,7	2,4	3,1	3,9	4,1	4,2	4,3
- Variation du BFR	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1
- Investissements opérationnels	-1,0	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Free Cash flow	-1,6	-0,1	0,3	0,8	1,5	2,2	3,0	3,2	3,4	3,5
Free Cash flow actualisé	-1,4	-0,1	0,2	0,5	0,9	1,2	1,4	1,4	1,3	1,2
Somme des FCF actualisés	6,5									
Valeur terminale actualisée	11,7									
Valeur d'entreprise	18,3									
Dette nette	2,0									
Valeur des capitaux propres	16,3									
Valeur par action	3,70									

source : Euroland Corporate

Matrice de sensibilité

		Taux de croissance à l'infini				
		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
C	10,90%	3,60	3,80	3,90	4,10	4,30
M	11,10%	3,50	3,60	3,80	3,90	4,10
P	11,30%	3,40	3,50	3,70	3,80	4,00
C	11,50%	3,30	3,40	3,50	3,70	3,80
	11,70%	3,20	3,30	3,40	3,60	3,70

source : Euroland Corporate

Conclusion

Notre valorisation d'Égide par les DCF ressort à 3,70 € par action avec un WACC à 11,30 % et un taux de croissance à l'infini de 1,0%. Par conséquent, nous initions le suivi de la société avec une opinion à l'Achat.

Compte de résultat (M€)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Chiffre d'affaires	20,0	20,6	23,1	26,4	28,8
Excédent brut d'exploitation	-0,6	-1,1	-0,3	0,7	1,1
Résultat opérationnel courant	-0,9	-1,5	-0,8	0,1	0,5
Résultat opérationnel	-0,9	-1,5	-0,8	0,1	0,5
Résultat financier	0,1	0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Impôts	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-0,9	-1,4	-1,0	-0,1	0,3
Bilan (M€)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Actifs non courants	4,8	5,5	5,9	5,7	5,4
<i>dont goodwill</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	3,4	3,9	4,2	4,6	5,0
Disponibilités + VMP	4,1	2,8	0,8	0,2	0,1
Capitaux propres	7,4	7,0	6,0	5,8	6,1
Emprunts et dettes financières	4,4	4,7	4,5	4,3	4,0
Total Bilan	15,5	15,8	15,2	15,2	15,5
Tableau de flux (M€)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Marge Brute d'autofinancement	-0,6	-1,0	-0,5	0,5	1,0
Variation de BFR	-1,5	0,2	-0,3	-0,4	-0,4
Flux net de trésorerie généré par l'activité	-2,1	-0,8	-0,8	0,1	0,6
Investissements opérationnels nets	-0,5	-1,7	-1,0	-0,4	-0,5
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-0,5	-1,7	-1,0	-0,4	-0,5
Augmentation de capital	4,8	1,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,6	-0,6	-0,2	-0,3	-0,3
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,7	0,7	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	6,2	1,2	-0,2	-0,3	-0,3
Variation de l'endettement financier net	3,6	-1,3	-2,0	-0,6	-0,1
Ratios (%)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Variation chiffre d'affaires	-2,1%	3,1%	12,1%	14,2%	9,1%
Marge EBE	-3%	-5%	-1%	3%	4%
Marge opérationnelle courante	-5%	-7%	-3%	0%	2%
Marge opérationnelle	-5%	-7%	-3%	0%	2%
Marge nette	-4%	-7%	-4%	-1%	1%
Investissements opérationnels nets/CA	-2%	-8%	-4%	-2%	-2%
BFR/CA	17%	19%	18%	18%	17%
ROCE	-8%	-11%	-5%	0%	3%
ROCE hors GW	-8%	-11%	-5%	0%	3%
ROE	-12%	-20%	-17%	-3%	5%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ratios d'endettement	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Gearing (%)	4%	28%	63%	69%	64%
Dettes nette/EBE	-0,5	-1,8	-14,8	5,6	3,4
EBE/charges financières	3,7	5,3	1,1	3,4	5,8
Valorisation	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Nombre d'actions (en millions)	4,1	4,5	4,5	4,5	4,5
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,9	4,3	4,5	4,5	4,5
Cours (moyenne annuelle en euros)	3,2	3,7	3,1	3,1	3,1
(1) Capitalisation boursière moyenne	9,4	15,6	13,6	13,6	13,6
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	0,3	2,0	3,7	4,0	3,9
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	9,7	17,5	17,4	17,7	17,6
PER	-15,1	-11,9	-13,5	-92,4	47,3
VE / EBE	-20,9	-16,8	-69,3	24,7	15,5
VE / ROC	-14,5	-12,4	-22,1	286,7	36,3
VE / CA	0,7	0,9	0,8	0,7	0,6
P/B	1,8	2,3	2,3	2,3	2,2
Données par action (€)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bnpa	-0,21	-0,31	-0,23	-0,03	0,06
Book value/action	1,8	1,6	1,3	1,3	1,4
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

Historique des recommandations sur les 12 derniers mois :

Achat : depuis le 14/06/2016

Accumuler : (-)

Neutre : (-)

Alléger: (-)

Vendre: (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Oui	Non	Non	Oui	Non	Oui

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

Disclaimer

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre. Il est important de noter qu'EuroLand Corporate conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la société objet de la présente étude, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la société mentionnée dans la présente étude, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Corporate, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate. Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme « personnes autorisées ou exemptées » selon le « Financial Services Act 1986 » du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du « Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997 » peuvent avoir accès à ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

EuroLand Corporate
17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80