

<b>Accumuler</b>	Potentiel	10%
<b>Objectif de cours</b>		<b>3,75 €</b>
Cours au 04/01/2016 (c)		3,40 €
Alternext Paris		
Reuters / Bloomberg	ALUCI:FP.ALUCI:PA	

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	0,0%	1,5%	3,7%	-7,6%
Perf CAC small	-1,3%	0,2%	7,7%	24,6%

**Informations boursières (en M €)**

Capitalisation (M €)	29,9
Nb de titres (en millions)	8,8
Volume 12 mois (titres)	19 838
Extrêmes 12 mois	2,79€ / 5,72 €

**Actionnariat**

Etoile Finance et F. Granotier	22%
Aster Capital	7%
Bpifrance	6%
CM-CIC Innovation	5%
Flottant	59%

**Données financières (en M €)**

au 31/12	2014	2015e	2016e	2017e
CA	24,6	27,7	32,7	38,7
var %	14,0%	12,8%	18,1%	18,2%
EBE	-8,8	-4,2	0,6	2,9
%CA	-36,0%	-15,2%	1,9%	7,6%
ROC	-9,5	-5,9	-0,6	1,6
%CA	-38,6%	-2,12%	-1,7%	4,2%
RN pdg	-9,9	-6,7	-1,3	1,2
%CA	-40,3%	-24,3%	-3,9%	3,7%
Bnpa (€)	-1,13	-0,77	-0,14	0,14
Gearing (%)	33%	54%	85%	63%
ROCE (%)	-60%	-40%	-4%	10%
ROE (%)	-76%	-63%	-13%	11%
Dette nette 2014	4,3			
Dividende n	0,0			
Yield (%)	0			

**Ratios**

	2014	2015e	2016e	2017e
VE/CA (x)	2,1	1,2	1,2	0,9
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	12,5
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	22,3
PER (x)	ns	ns	ns	24,8

**Analyste :**

Cécile Aboulian  
01 44 70 20 70  
caboulian@elcorp.com

**Lucibel**

Electronique

**Lead by led**

L'année 2015 a marqué un tournant stratégique avec la priorité donnée à l'international, à la commercialisation en direct, à la hausse de la qualité des produits et à la mise en place d'un plan de baisse des charges important pour atteindre l'équilibre en terme d'EBE en 2016.

Avec l'intégration de Cordel et de Procédés Hallier en 2013, Lucibel a procédé à deux acquisitions structurantes venues étoffer son offre. Au-delà de la distribution de luminaires LED, Lucibel propose désormais des services à plus forte valeur ajoutée en terme de diagnostic et d'installation ainsi que des luminaires plus haut de gamme, fabriqués en France (deux usines de production à Montreuil (93) et Barentin (76)).

Afin de pallier la faible marge brute générée historiquement par le groupe, Lucibel s'engage dans un plan visant la baisse de la distribution auprès des distributeurs généralistes électriques (22% du CA 2014), la croissance de la vente en direct et la montée en gamme des produits et le développement des services associés.

Fin 2014 Lucibel s'est engagé dans une baisse importante des coûts opérationnels sur sa branche historique afin de dimensionner le Groupe aux nouvelles exigences de rentabilité. Nous attendons ainsi une baisse de 3,5 M€ des coûts opérationnels en 2015.

Les neuf premiers mois 2015 traduisent la stratégie de croissance adoptée avec un chiffre d'affaires en hausse de 20,0% à 21,3 M€ dont +126,4% à l'international à 5,9 M€.

Compte tenu de ces premiers éléments sur 2015 et des orientations stratégiques adoptées fin 2014, nous sommes confiants dans la capacité du groupe à redresser sa rentabilité en 2015 et à atteindre un EBE positif en 2016.

Depuis son introduction en bourse le 16 juillet 2014, Lucibel a subi l'effet de la sortie de nombreux actionnaires particuliers (300 petits actionnaires au capital avant l'IPO) qui ont souhaité bénéficier de la nouvelle liquidité apportée par la cotation mais également du retard pris en terme de croissance et dans l'atteinte de l'équilibre opérationnel. Le momentum est aujourd'hui plus favorable selon nous pour miser sur la valeur.

**Nous initions la couverture de Lucibel avec une opinion à Accumuler et un objectif de cours de 3,75 € issu de la moyenne des valorisations par DCF et comparables.**



## Sommaire

<b>AGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT</b>	<b>5</b>
<b>MATRICE SWOT</b>	<b>6</b>
<b>POSITIONNE SUR DES MARCHES PORTEURS</b>	<b>7</b>
LE LED: LA MEILLEURE SOLUTION D'ECLAIRAGE	7
LE LIFI: TRANSMISSION DES DONNEES PAR LA LUMIERE	10
LE LED: INNOVATION DANS LE BIEN-ETRE ET LA SANTE	11
<b>PRESENTATION DES ACTIVITES</b>	<b>12</b>
LE SPECIALISTE DES LUMIERES LED EN BTOB	14
PROCEDES HALLIER: L'OFFRE A FORTE VALEUR AJOUTEE	16
CORDEL: SPECIALISTE DES COMMERCES DOTE D'UN RESEAU D'INSTALLATEURS EXPERTS	18
DES FILIERES DE DISTRIBUTION COMPLEMENTAIRES	19
R&D ET NOUVELLES TECHNOLOGIES DE RUPTURE	20
<b>PERSPECTIVES STRATEGIQUE ET FINANCIERES</b>	<b>23</b>
UN CHIFFRE D'AFFAIRES ATTENDU EN FORTE CROISSANCE	23
UN MIX PRODUIT FAVORABLE A LA MARGE	25
UNE RENTABILITE PORTEE PAR UN PLAN DE BAISSSE DES COÛTS	26
UN BILAN RENFORCE PAR DES LEVEES DE FOND SUCCESSIVES	27
<b>VALORISATION</b>	<b>28</b>
VALORISATION PAR LES DCF	28
VALORISATION PAR LES COMPARABLES	30
CONCLUSION	32
<b>ELEMENTS FINANCIERS</b>	<b>33</b>



## Argumentaire d'investissement

**Nous sommes à Accumuler sur Lucibel avec un objectif de cours à 3,75 € compte tenu d'un plan de développement ambitieux et de premiers effets sur la rentabilité qui devrait ressortir en 2015 et s'accélérer en 2016.**

**Lucibel a développé un savoir-faire précieux en termes de conception et d'achat de luminaires LED et s'oriente vers la fabrication et la commercialisation de luminaires plus haut de gamme.** Avec l'acquisition de Procédés Hallier et l'ouverture de l'usine de Barentin en 2014, Lucibel se donne les moyens d'internaliser la conception et la fabrication de luminaires qualitatifs. Lucibel étoffe ainsi son offre avec des produits plus rémunérateurs.

**Lucibel est positionné sur le marché porteur des luminaires LED pour professionnels** qui devrait croître de 28% par an sur la période 2011-2020 et représenter environ 28 Md€ à horizon 2020. Adressant les marchés des commerces, des musées, des établissements de santé, des bureaux, de l'industrie..., l'offre de Lucibel lui permet de bénéficier pleinement de la croissance des systèmes luminaires LED sur chaque segment de marché.

**Lucibel est une valeur de croissance** avec un taux de croissance annuel moyen de son chiffre d'affaires attendu à +16,3 % entre 2014 et 2017. Elle devrait être portée par l'internationalisation de son offre, la commercialisation de produits à plus forte valeur ajoutée, la priorité donnée à la distribution en direct et devrait permettre au groupe d'afficher une rentabilité en forte hausse.

**Lucibel affiche des offres innovantes qui vont venir étoffer le portefeuille de produits LED.** Les produits Lifi de transmission de données par la lumière (en cours de commercialisation pour ce qui concerne le « Store Operations ») et les produits Healthcare (tels que le « Line 5 » mis sur le marché en 2015) devraient ainsi alimenter progressivement la croissance.

**Lucibel est entré fin 2014 dans une phase de restructuration en termes d'offre et de coûts dont les effets se traduiront à plein dans les comptes en 2016.** L'amélioration du mix produits et la baisse des charges opérationnelles devraient permettre au groupe de présenter un EBE positif à partir de 2016.

Compte tenu de la croissance attendue, du plan de baisse des charges et des fonds levés depuis 2014 (12,5 M€), Lucibel devrait optimiser sa génération de cash flow lui permettant de financer son développement et de rembourser sa dette.

## Matrice SWOT

### Forces

- Spécialiste du LED
- Positionnement spécifique alliant offre produits standard et sur mesure, conseil et installation
- Production française de luminaires de haute qualité
- Forte crédibilité sur le segment des musées et des commerces
- Capacité de nouer des partenariats stratégiques à forte valeur ajoutée (offre Lifi)
- Des sites de production flexibles et à coût limité en France
- Savoir-faire en terme d'achats
- Distribution multi-canal
- Réactivité de la structure entrepreneuriale

### Opportunités

- Forte croissance du marché du LED professionnel
- Internationalisation de l'offre
- Déploiement de la LED pour des usages autres que éclairage (« Healthcare », « Smartlighting »)
- Un marché du luminaire européen et mondial très fragmenté

### Faiblesses

- Faible rentabilité
- Positionnement historique peu générateur de cash en cours de restructuration
- Petite taille
- Capacité financière limitée

### Menaces

- Déflation sur les prix des luminaires LED
- Concurrence

## Positionné sur des marchés porteurs

### La LED, la meilleure solution d'éclairage

Lucibel se positionne sur le marché très porteur de la LED qui devrait croître de 28% par an entre 2011 et 2020 pour atteindre 64 Mds€ dans le monde. La LED répond aux problématiques de longévité et d'économie d'énergie sur le marché de l'éclairage et va également au-delà en proposant des technologies de rupture sur le Healthcare et le Lifi.

#### Une mutation du marché de l'éclairage

Le marché de l'éclairage est composé de différentes sources lumineuses: les ampoules à incandescence, les lampes halogènes, les lampes fluocompactes et les diodes électroluminescentes (LED). Chacune de ces sources se distingue par une durée de vie et un rendement spécifiques. Les LED étant les plus performantes en termes énergétiques, avec une déperdition de chaleur quasiment nulle, et une durée de vie de 50 000 heures.

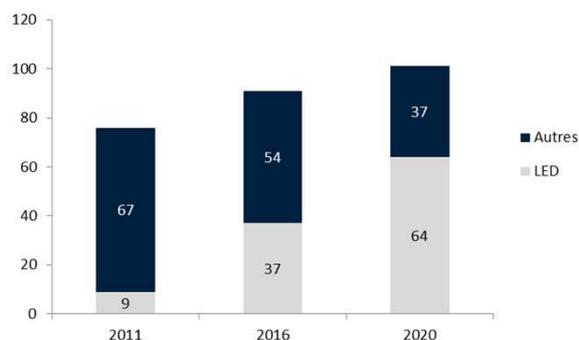
#### Caractéristiques des éclairages disponibles

	Durée de vie	Consommation d'énergie
Ampoules à incandescence	1 000 heures	++
Lampes halogènes	2 000 heures	++ (hors basse conso)
Lampes fluocompactes	10 000 heures	+
LED	50 000 heures	-

Alors que le prix des LED a constitué le principal frein à leur adoption massive durant les dernières années, ces éclairages s'imposent peu à peu dans le paysage et représentent 25% du marché européen. Le marché de la LED profite de la baisse des prix entamée sur le secteur et de nouvelles réglementations liées aux économies d'énergie avec la suppression des ampoules énergivores, notamment les ampoules incandescentes. En Europe, ces dernières ont ainsi été interdites en 2012, aux Etats-Unis en 2014 et en Chine, l'interdiction est prévue en 2016.

**Le marché des ampoules LED, qui ne représentait que 4% du marché de l'éclairage en 2011, devrait en représenter 63% en 2020.**

### Evolution des ventes d'éclairage LED (vs autres éclairages) 2011-2020 (Mds€)



source: McKinsey 2012: Perspectives on global lighting market; Euroland Corporate

### L'éclairage intérieur: le principal marché de Lucibel

Le marché de l'éclairage intérieur est composé des éclairages de bureaux, de commerces, hôtels, bâtiments et connaît une relative stabilité de son chiffre d'affaires entre 2006 et 2013. Le marché devrait connaître une hausse sur la période 2016-2020. Les principaux facteurs de croissance de ce marché sont:

- La demande en hausse du grand public
- L'adaptation aux exigences en matière énergétique
- La croissance des mises en chantier de bâtiments, sur le résidentiel notamment
- La hausse des investissements des collectivités locales

### Part de marché de la LED sur le marché global de l'éclairage par secteur

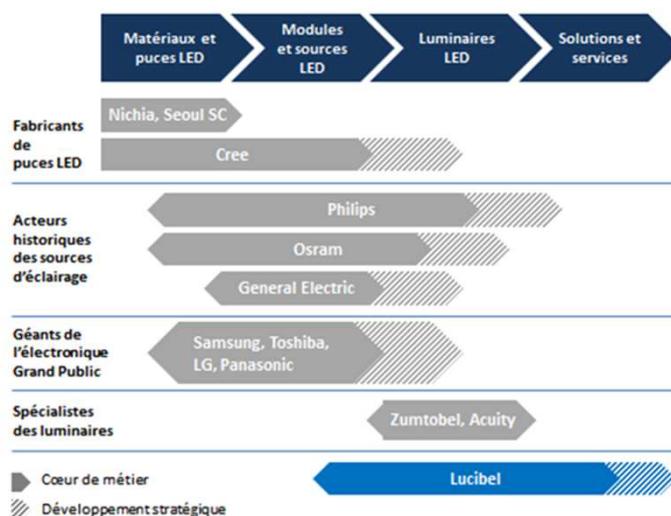
	2011	2016	2020
Résidentiel	7%	49%	73%
Bureaux	6%	31%	54%
Commerces	7%	45%	71%
Hopitaux	9%	44%	81%
Industrie	4%	21%	40%
Exterieur	6%	44%	74%
Architecture	47%	76%	88%

source: McKinsey 2012: Perspectives on global lighting market; Euroland Corporate

Positionné sur les marchés des bureaux, commerces, hôpitaux et industrie, Lucibel bénéficie pleinement de la pénétration de la LED sur le marché de l'éclairage.

A noter que Lucibel entend également se développer sur le secteur public (le premier contrat majeur a été signé avec la ville d'Istres en octobre 2014) et devrait bénéficier de l'engouement du secteur pour l'implantation de LED, à l'image du secteur privé, compte tenu des importantes économies d'énergie réalisées grâce à ce type d'éclairage.

### Positionnement des principaux acteurs du marché mondial de l'éclairage général LED



source: Lucibel

Lucibel se positionne en aval de la chaîne de valeur en proposant des luminaires fabriqués avec des puces LED achetées auprès de ses fournisseurs. Lucibel propose une gamme de produits à forte valeur ajoutée (qualité du luminaire, service d'installation, accompagnement projet) qui lui permet de préserver sa marge brute.

Les professionnels de l'éclairage, tels que Lucibel, diversifient progressivement leur offre avec des services complémentaires afin de faire face à la baisse des prix des LED et à l'allongement de leur durée d'utilisation. La mise en valeur des espaces étant désormais associée à l'éclairage, l'accompagnement des clients, à travers la fourniture d'études d'éclairage, de plans de mise en place, occupe une place croissante dans les contrats de vente.

## Le Lifi, transmission de données par la lumière

L'une des technologies les plus prometteuses associée au smart lighting est la transmission de données par la lumière. La communication par lumière visible (VLC, Visible light communication) utilise des impulsions lumineuses pour transmettre des informations à distance. L'arrivée de la LED a fortement contribué au développement de la VLC et du Lifi, une technologie de transmission sans fil et sécurisée de données en haut débit grâce à la lumière.

Selon une étude publiée par le cabinet de recherche Marketsandmarkets en juillet 2014, le marché du Lifi est attendu en croissance de 87% par an sur la période 2014-2020. Selon cette même étude, le marché de la VLC/Lifi est estimé à 215 millions de \$ en 2014 et devrait atteindre les 9,3 Md \$ en 2020.

La technologie Lifi permet à travers un dispositif mobile de capter un signal qui localise la tablette ou le smartphone de façon extrêmement précise dans un espace donné, et de charger sur celle-ci un contenu se rapportant à l'environnement immédiat. Ce peut-être un contenu interactif sur un tableau dans un musée, une vidéo produit ou une fiche technique dans un point de vente. Les secteurs ayant besoin de sécuriser la transmission des données (banques, assurances), d'améliorer la relation en magasin avec ses clients (industrie, musée, distribution) se montrent particulièrement intéressés par les applications de cette technologie.

Le Lifi dispose de nombreux avantages qui pourraient lui permettre de prendre des parts de marché au traditionnel Wi-fi. La technologie Lifi:

- affiche une vitesse de transmission trente fois supérieure au simple wifi
- offre un niveau de sécurité supérieur au wifi
- a l'avantage de ne pas faire d'interférence sur les appareils électromagnétiques (intérêt des milieux hospitaliers, des particuliers).

Le coût actuel du Lifi ne permet pas encore un déploiement à grande échelle, mais les optimisations techniques et industrielles permettent de l'envisager à partir de fin 2016 / début 2017 (source société).

## La LED: innovation dans le bien-être, la cosmétique et la santé

L'utilisation de la technologie LED pour le bien-être, la cosmétique et la santé est un autre relais de croissance important pour Lucibel. Le marché de l'éclairage pour le bien-être et la santé pourrait atteindre 1,4 milliard d'euros en 2020 rien qu'en Europe (Afme).

La technologie LED a d'abord été utilisée par la Nasa pour le traitement des plaies des astronautes ou en tant que solution d'éclairage permettant aux astronautes de compenser l'impact négatif de l'absence de cycle jour/nuit lors des séjours dans l'espace.

Une étude conjointe du cabinet de conseil en stratégie AT Kearney et de la ZVEI, association professionnelle des fabricants allemands de matériel électrique et électronique, met en avant de nombreuses applications potentielles de l'éclairage en dehors de sa fonction première, regroupées sous l'appellation générique « human-centric lighting ».

### **Également dans le traitement de la peau**

Selon l'association Française de médecine morpho - esthétique et anti-âge (Afme), la méthode de biostimulation par la lumière des LED permettrait de calmer les inflammations, stimuler l'immunité, améliorer la cicatrisation, gommer les vergetures et stimuler les fibroblastes dans la fabrication du collagène.

L'enjeu pour les acteurs du secteur est d'exploiter ce potentiel pour concevoir et mettre sur le marché des produits et solutions LED dont la fonction va bien au-delà de l'usage traditionnel de l'éclairage

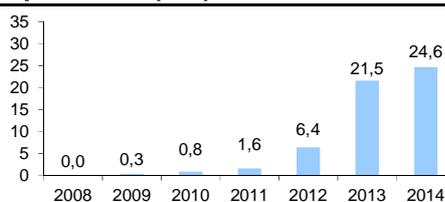
## Présentation des activités

Lucibel est spécialisé dans la conception, la fabrication et la distribution de luminaires. Positionné sur le marché porteur des luminaires LED en BtoB pour bureaux, musées, commerces, établissements tertiaires (bureaux, santé, industrie) le Groupe s'est développé par croissance organique et à travers des acquisitions successives (5 depuis 2011). Lucibel bénéficie d'un marché du LED, estimé à 5 Mds€ en 2011, qui devrait être multiplié par 10 à horizon 2020 pour ressortir à 51 Mds€. Avec des qualités de longévité et d'économie d'énergie par rapport aux autres luminaires (à incandescence, fluorescentes...), la LED devrait représenter en 2020 plus de 60% du marché de l'éclairage (vs moins de 10% en 2011). Compte tenu de l'expertise acquise sur la technologie LED à travers ses investissements et charges en R&D (5% du CA), Lucibel a développé une offre de produits et de services adaptée au marché du BtoB et connaît une forte croissance de son activité (+14,6% en 2014 à 24,6 M€, +20% sur 9 mois en 2015 à 21,3 M€).

Le Groupe a récemment réorganisé: 1/ ses activités de R&D entre le site de Barentin (76) (développement produits éclairages) et de Saint-Clair (38) (Développement produits Healthcare), 2/ sa production entre les deux sites de de production et d'assemblage de Barentin et Montreuil (93).

La dernière levée de fonds de 4,4 M€ en mai 2015 va lui permettre d'accélérer son développement à l'international à travers la densification de son réseau de distribution et de renforcer son offre sur le Healthcare et le Lifi avec la mise sur le marché du Line 5/, l'exploitation de la joint-venture avec Schneider Electric, le lancement de son offre Lifi internet haut débit en propre et de procéder à des acquisitions ciblées.

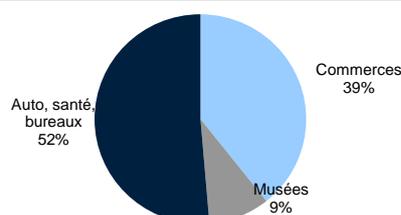
### Evolution du CA depuis 2008 (M€)



source: Euroland Corporate / société

Lucibel connaît une croissance forte de son chiffre d'affaires compte tenu des acquisitions successives de Cordel (mars 2013) et de Procédés Hallier (décembre 2013) et diversifie ainsi son offre vers les commerces et les Musées alors qu'elle était historiquement tournée vers les segments tertiaires (bureaux, automobile, santé, établissements scolaires)

### Répartition du CA 2014 par segment

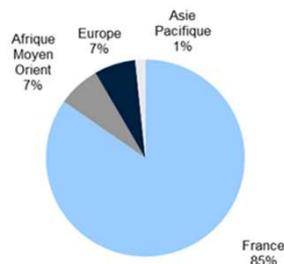


source: Euroland Corporate / société

L'activité historique de vente de luminaires LED pour les bureaux, les hôpitaux et les concessionnaires pèse près de 10,0 M€ en 2014. Avec l'acquisition de Cordel en 2013, Lucibel adresse désormais le secteur du Commerce (CA 2014 de 11,6 M€). Avec celle de Procédés Hallier en 2013, Lucibel adresse celui, rémunérateur, des musées et boutiques de Luxe (CA 2014 de 3,0 M€).

Le groupe génère encore une grande majorité de son chiffre d'affaires en France et dispose d'un réservoir de croissance important à l'international, notamment au Moyen Orient.

### Répartition du chiffre d'affaires 2014 par zone géographique



source: Euroland Corporate / société

Lucibel a une offre étendue de produits et de services autour de solutions d'éclairage LED qui lui permettent d'être l'unique interlocuteur auprès de son client. Tourné vers les nouvelles applications de la LED, Lucibel entend proposer des produits allant au-delà de l'éclairage qui peuvent avoir un effet bénéfique sur la santé ou sur le trademarketing (offre Lifi en magasin en cours de commercialisation).

### Historique

Croissance organique

Opérations en capital

- Novembre 2015:** Partenariat de co-développement avec la société pureLifi en vue de la commercialisation du tout premier luminaire LiFi industrialisé en Europe permettant d'accéder à internet par la lumière
- Mars 2015:** Schneider Electric et Lucibel créent une JV
- Mars 2014:** Création de la filiale Lucibel Africa
- Mars 2014:** Lancement offre associant Lifi et lumière LED
- Nov. 2012:** Visite du siège par François Hollande
- Oct. 2012:** Ouverture filiale Middle East
- Déc. 2011:** Inauguration du laboratoire de R&D à Saint-Clair
- Mars 2011:** Commercialisation de la Lucipanel, dalle lumineuse pour éclairage professionnel
- Janv. 2011:** Ouverture d'une usine d'assemblage en Chine
- Août 2008:** Création de la société par M. Granotier
- Décembre 2015:** Transfert de compartiment de cotation des actions de Lucibel (Offre au public – Alternext)
- Mai 2015:** Augmentation de capital de 4,4 M€ par émission d'ABSAR
- Juil 2014:** IPO sur Alternext et levée de 7,6 M€. Conversion de l'OC émise en 2013 pour 9,5 M€
- Déc. 2013:** Emprunt obligataire de 9,0 M€. Augmentation de capital de 3,7 M€ pour l'acquisition de Procédés Hallier
- Juil. 2013:** prêt OSEO de 2,0 M€
- Juin 2013:** Augmentation de capital de 1,5 M€
- Mars 2013:** Acquisition de Cordel. Augmentation de capital de 4,3 M€
- Juil. 2012:** Emprunt de 0,6 M€ auprès de la CDC
- Juin 2012:** Augmentation de capital de 1,5 M€
- Mai 2012:** Augmentation de capital de 3,5 M€ pour financer activité et international
- Oct 2011:** Augmentation de capital de 4,0 M€ et prêt OSEO de 0,8 M€ pour financer R&D
- Mai 2011:** Acquisition des actifs du suisse Elektroled
- Fev. 2011:** Augmentation de capital de 0,7 M€
- Juil. 2010:** Augmentation de capital pour 1,1 M€ pour l'usine en Chine
- Nov 2009:** Augmentation de capital pour 0,9 M€

## Le spécialiste des luminaires LED en BtoB

Plus qu'un fournisseur de produits lumineux, Lucibel a développé une offre d'accompagnement global de ses clients qui va du diagnostic à la pose en passant par le conseil.

### D'un fournisseur de produits à un opérateur de services

Sur son segment historique de solutions d'éclairage pour bureaux, concessions automobiles et hôpitaux, Lucibel propose une offre standard et une autre plus spécifique, à forte valeur ajoutée. Le Groupe a la volonté de développer cette dernière, afin de renforcer sa génération de cash flow.

Le catalogue Lucibel 2015 reflète une première étape dans cette montée en gamme avec un panel de produits qui répond à l'ensemble des besoins de ses clients. A ce titre, Lucibel a élargi ses gammes de produits pour apporter une dimension de modularité à destination: 1/ des installateurs qui bénéficie d'un temps de pose réduit (ex : spot powerlight vs halogène, prêt à être installé), 2/ des clients finaux: qui ont un large choix dans les couleurs, l'ouverture, l'intensité lumineuse....

### Gamme de dalles lumineuses

#### LuciPanel



Plage de puissance: 10-40 W

Equivalences: Tubes fluorescents 3x18W-4x18W

Flux lumineux: 735-3590 Lm

Température de couleur: 2800k, 4000k, 6000k

Indice de protection:40

Angle d'ouverture: 120°

Marché: bureau, santé, éducation

Durée de vie: 50 000 heures

source: Euroland Corporate / société

Lucibel est spécialisé dans la fourniture de dalles de lumière diffusant une lumière parfaitement homogène, évitant l'éblouissement, ne dégageant pas de chaleur sous le luminaire et permettant une réduction de 50% de la consommation (vs tubes fluorescents). Les dalles LED peuvent être encastrées, en saillie ou en suspension.

**Les dalles représentent, selon le management, 20% à 25% du chiffre d'affaires du groupe, dans les segments tertiaires notamment. Une part qui tend à baisser au profit d'autres produits tels que les luminaires encastrés.**

## Gamme de luminaires encastrés

## LuciCup

## Downlight Essentiel

## Spot 9 W

## Powerlight COB



<b>Type</b>	luminaire encastré	luminaire encastré	spot ou led orientable	spot LED
<b>Plage de puissance</b>	10-22 W	12-19W	9W	9W
<b>Equivalences</b>	Downlight CFL 1x18W - 2x26W	Luminaires sodium haute pression 100W-250W	source halogène 50W	source halogène 50W
<b>Flux lumineux</b>		930 1850 Lm	540 Lm	710 730 Lm
<b>Température de couleur</b>	2800k, 4000k, 6000k	3000k, 4000k, 6000k	3000k, 4000k	2700k, 3000k, 4000k
<b>Indice de protection</b>	44	20	20	20,65
<b>Angle d'ouverture</b>	66°, 100°	100°	30°	20°, 40°
<b>M arché</b>	bureau, commerce, santé, éducation, CHR	bureau, commerce, éducation	bureau, commerce, CHR	bureau, commerce, éducation, CHR
<b>Durée de vie</b>	50 000 heures	50 000 heures	30 000 heures	50 000 heures

source: Euroland Corporate / société

Lucibel dispose d'une gamme étendue de luminaires encastrés à destination des bureaux, commerces, bâtiments de l'éducation, de la santé. Les solutions sont faciles à installer et différentes options sont disponibles afin de correspondre au mieux aux attentes de la clientèle.

Lucibel propose également des gammes:

- de projecteurs sur rail (LuciShop T-LED)
- de luminaires en linéaire (Rubans, LuciLine)
- de luminaires étanches (Tubular, LuciBlade)
- d'armatures industrielles (LuciBay Disc)
- de hublots (MoonLed Classe II)
- d'encastrés de sol (LuciGround)

Pour finir, Lucibel propose également des sources LED:

- LED GU5.3 III / LED GU10 III
- Luciflora
- Flamme
- Mini Globe
- Gamme Globe
- AR111

### Assemblage des luminaires Lucibel

Historiquement, Lucibel possédait un site de fabrication de dalles lumineuses en Chine de 2011 à 2013 puis a décidé de faire appel à des fabricants et sous-traitants extérieurs pour les produits standards. Pour les produits spécifiques, Lucibel s'est doté d'un nouvel outil de production en France, à Barentin (Seine Maritime) où ils sont développés et assemblés. Ce site vient en complément de l'unité de conception et production de luminaires dédiés aux musées et boutiques de Luxe localisé à Montreuil.

L'activité de Lucibel sur les sites de Barentin a été développée dans le cadre d'un accord conclu avec le groupe Schneider Electric qui réunit les conditions d'une industrialisation à faible coût. Ainsi Lucibel est hébergé jusqu'en 2017 à des conditions très favorables en bénéficiant d'une option d'achat du site à une valeur symbolique sous certaines conditions. Par ailleurs, l'accord conclu avec Schneider Electric prévoit également la possibilité pour Lucibel de recruter des salariés ex Schneider Electric à des conditions de rémunération attractives. En novembre 2014, l'assemblage a ainsi commencé à Barentin.

### Procédés Hallier: l'offre à forte valeur ajoutée

Avec l'acquisition de Procédés Hallier, Lucibel s'est doté d'un savoir-faire de conception, d'achat et de fabrication de luminaires haut de gamme. La société, créée en 1997 par Omar Reski s'adresse particulièrement aux musées comme le Louvre, le Musée Grévin, le Musée d'Orsay, le Grand Palais... Et couvre ainsi 5 500 musées en France.

### Projecteurs LED



### Cadreurs



**Ponctuels****Ambiances****Rampes linéaires**

Les luminaires commercialisés par Procédés Hallier permettent d'éclairer d'un point précis à un vaste pan de mur compte tenu de la diversité des modèles d'ouvertures, de réflecteurs et d'intensité lumineuse. Fabriqué en acier et peint selon la demande des clients, le luminaire permet de se fondre dans les espaces.



Procédés Hallier achète les composants primaires (LED auprès de Samsung en majorité, verre d'optique, aluminium, connectique) et assemble ensuite le produit final dans son usine de Montreuil. Le sourcing se fait essentiellement auprès de fournisseurs asiatiques pour l'achat des composants. La conception et le développement sont concentrés à Montreuil et la force d'innovation de l'équipe permet à Procédés Hallier de sortir régulièrement de nouveaux produits compétitifs (5 à 10 produits par an).

## Cordel: spécialiste des commerces doté d'un réseau d'installateurs experts

Avec l'acquisition de Cordel en mars 2013, Lucibel s'est doté d'une position sur le segment des commerces en renforçant son pôle services qui lui permet de mettre à disposition de son portefeuille clients une équipe d'installateurs expérimentés. Cordel est ainsi aujourd'hui l'un des seuls acteurs français proposant à ses clients à la fois des produits d'éclairage adapté à leur commerce et la pose et la maintenance de ses produits. Spécialiste des boutiques, Cordel équipe les magasins Casino, Eram, Maje, Celio, Undiz... Et participe à l'augmentation du trafic en magasin avec la mise en avant des produits.

### L'offre de Cordel



source: Euroland Corporate / société

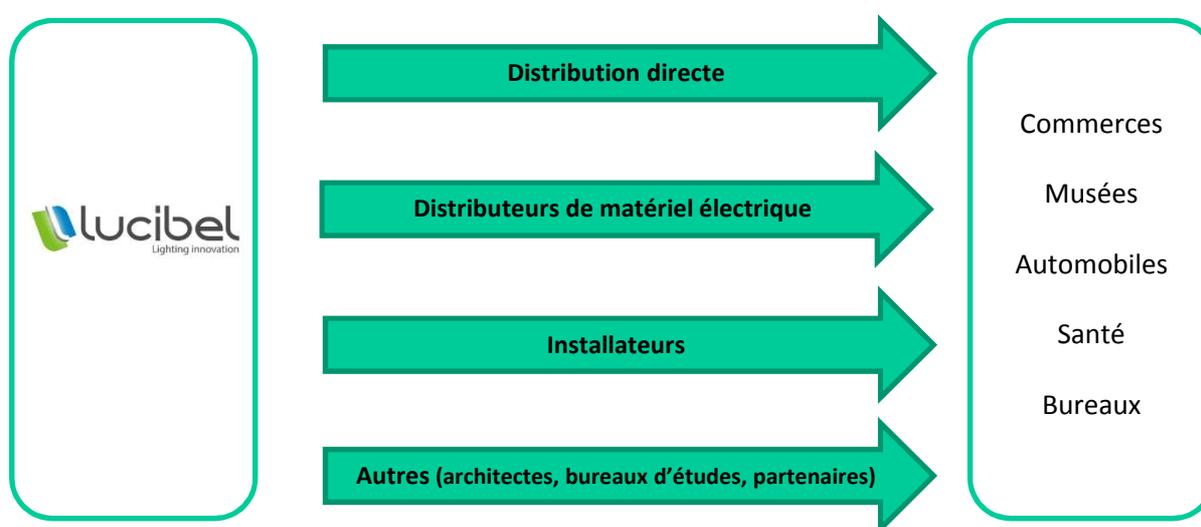
Cordel se fournit auprès d'un nombre restreint de sous-traitants et partenaires pour les luminaires et les sources. Il existe de fortes synergies pour le groupe dans la capacité de Lucibel à fournir des luminaires comme les dalles (ex: contrat Eurodif) ou le spot Powerlight. La direction des achats du groupe tend à mutualiser les achats de l'ensemble Lucibel / Cordel.

**L'offre globale de Lucibel permet de proposer une expérience utilisateur unique en magasin, d'embellir les produits, d'améliorer le trafic en magasin ou de rendre une visite de musée encore plus marquante.**

## Des filières de distribution complémentaires

Lucibel adresse ses clients (commerces, musées, bureaux, lieux publics) à travers son réseau de commerciaux, d'installateurs et de distributeurs. Selon le produit, la prestation commercialisés et la zone géographique, Lucibel adapte sa distribution.

### Les circuits de distribution de Lucibel



source: Euroland Corporate / société

### Distribution des produits du groupe Lucibel

Lucibel se tourne vers **la distribution en direct qui affiche un taux de marge brute aux environs de 50%** (pas d'intermédiaires, vente de services complémentaires). Ainsi, selon nous, en 2014 64% des ventes du groupe sont réalisées en direct, 22% via des distributeurs et 14% via des installateurs. La distribution en direct sera particulièrement stratégique lors du développement à l'international.

La distribution via les **spécialistes de la distribution de matériel électrique** occupe encore une place importante du chiffre d'affaires de Lucibel. Le groupe adresse principalement les réseaux de distribution comme YESSS, Sonepar et rexel pour ses sources et luminaires. Lucibel est bien positionné en termes de prix, ce qui lui permet de soutenir sa croissance de chiffre d'affaires sur ce segment mais le taux de marge brute y est plus faible (environ 30%). Le groupe se tourne ainsi résolument vers la distribution en direct et le chiffre d'affaires est attendu en baisse sur ce segment.

**Le dernier canal est celui des installateurs électriques.** 14% du CA 2014 est réalisé par ces ventes aux installateurs qui sont ensuite chargés de les vendre et de les installer chez leurs clients. Le taux de marge brute est proche de 40% sur ce segment.

### - Focus distribution de l'offre Cordel

**Cordel distribue ses produits directement auprès de sa clientèle** et peut atteindre un taux de marge brute élevé proche de 55%. La commercialisation est scindée autour de deux pôles :

- L'activité Grands Comptes: installation et vente de produits auprès d'enseignes nationales (secteur de la grande Distribution). Cette activité représente environ 8,2 M€ en 2014, soit trois quarts du chiffre d'affaires généré par Cordel en 2014,
- L'activité Comptes Classiques: vente de produits et de pose auprès d'indépendants démarchés par les VRP salariés de Cordel.

### - Focus distribution de Procédés Hallier

**Procédés Hallier vend principalement en direct** à ses clients mais peut décrocher des contrats via ses installateurs partenaires. Compte tenu de la stratégie adoptée par Procédés Hallier de générer une marge sur achats consommés élevée, d'ajuster ses prix et éventuellement même de choisir ses clients, le taux de marge sur achats consommés de Procédés Hallier ressort particulièrement haut à plus de 70%.

## R&D et nouvelles technologies de rupture

Lucibel prête une attention particulière à l'innovation avec 5% de son CA destiné à la R&D (frais de recherche immobilisés et coûts passés dans le compte de résultat). Les plateformes de Barentin (Seine Maritime) et de Saint-Clair (Isère) ainsi que le siège à Rueil regroupent une petite dizaine de spécialistes dont le travail consiste à concevoir, développer et industrialiser des produits d'éclairage et Healthcare en fonction de la veille effectuée sur les marchés et des attentes des clients. La société a ainsi déposé 44 brevets.

### **Une offre Lifi commercialisée par SLMS (Schneider Lucibel Managed Services)**

SLMS, la joint venture formée avec Schneider Electric permet à Lucibel de d'accélérer sur ses offres Lifi (Light Fidelity) en proposant une offre d'animation des points de vente destinée aux marques et aux distributeurs par la technologie Lifi: l'offre « Store Operations ». Lucibel fait passer des données produits par les ondes lumineuses afin de:

- Faire passer la bonne information, au bon moment et au bon endroit
- Scénariser les espaces de ventes
- Gérer la communication de la marque de façon uniforme sur tous les points de vente

Les premières installations sont prévues au cours du premier semestre 2016 (près de dix installations prévues au cours de l'année 2016).

**Donner des informations  
sur l'état des stocks****Donner des informations  
techniques****Créer des émotions en  
diffusant un film en lien  
avec le produit**

L'offre consiste dans la création, l'installation et la configuration de « bulles » dans les espaces de vente. Ces bulles représentent un espace de 50 m<sup>2</sup> pouvant compter 9 sous-zones dans lesquelles sont implantées un à trois luminaires. Une bulle peut ainsi compter 27 luminaires au maximum.

Les marques et distributeurs vont implanter cette offre d'informations par le Lifi dans les espace de vente à forte valeur ajoutée. Pour bénéficier de l'offre, SLMS commercialise « Store Operations » sous la forme d'un abonnement sur 24 mois comprenant :

- Un loyer mensuel lié à la gestion de la bulle
- Un accès à la plateforme de gestion

Le modèle économique de SLMS prévoit que la JV porte les capex (coût de développement de la plateforme) et finance par leasing l'installation et la fabrication des bulles. A ce jour, 0,5 M€ ont été investis (dont 0,25 M€ versés par Lucibel) dans la JV (égal au montant investi par Schneider).

**En parallèle, une offre Lifi développée en interne par Lucibel**

Lucibel développe un luminaire et un capteur Lifi permettant d'exploiter l'éclairage Led comme vecteur d'accès à internet haut débit (vs les données transmises par l'offre « Store Operations » qui ne permettent que de faire descendre les informations vers la tablette). A ce titre, Lucibel a conclu en novembre 2015 un accord de co-développement avec la société pureLifi, spécialisée dans le Lifi, l'électronique et le traitement du signal, en vue de l'introduction sur le marché, dès le 3<sup>ème</sup> trimestre 2016, du tout premier luminaire LiFi industrialisé en Europe permettant d'accéder à internet par la lumière.

**Pour Lucibel le développement du Lifi est un axe majeur de développement au cours des prochaines années. Compte tenu de l'accueil de la technologie Lucibel, la société pourrait générer à court terme une forte croissance sur ce segment.**

**Lucibel entend adresser les cibles suivantes:**

- Les marchés cherchant une alternative aux ondes radio fréquences tels que les hôpitaux
- Les industries sensibles aux ondes électromagnétiques telles que la pétrochimie
- Les marchés cherchant à bénéficier de confidentialité accrue comme les services de recherche et développement, les sièges sociaux

**A compter du T3 2016, Lucibel entend commercialiser 1 000 premières unités d'un configurateur internet haut débit dont le prix de vente sera ajusté en fonction du contexte de marché.**

**Une offre Healthcare en développement**

Lucibel a commencé à exploiter de nouvelles applications de la LED, au-delà de l'éclairage, et a mis sur le marché depuis fin 2014 son « Line 5 » permettant le traitement à domicile des vergetures, des rides et de la cellulite à travers un dispositif utilisant des LED. La lumière rouge, émise par les LED, active les cellules de la peau qui fabriquent plus de collagène et de fibres élastiques et réduisent rides et vergetures. L'effet Lipo Laser induit par les LED permettent également de transformer les triglycérides stockés (cellules graisseuses) en acide gras libre et glycerol qui sont ensuite éliminés.

**Line 5**

Le produit est fabriqué sur le site de Barentin et commercialisé, à date, via un réseau de vente directe. Son prix de vente TTC est de 349 € et près de 1 000 produits ont été vendus depuis début 2015.

L'obtention d'un marquage CE pourrait être obtenu à la fin du T1 2016 par la filiale Lucibel Healthcare. Lucibel pourrait ainsi commercialiser des dispositifs médicaux sur des produits nomades, fortement générateur de croissance et de marge.

**Eclairage circadien**

Lucibel entend mettre sur le marché une gamme de luminaires circadiens dont la température de couleur s'adapte aux moments de la journée. En milieu professionnel, ce dispositif permettrait d'augmenter la productivité des collaborateurs et répondre ainsi aux attentes des sociétés.

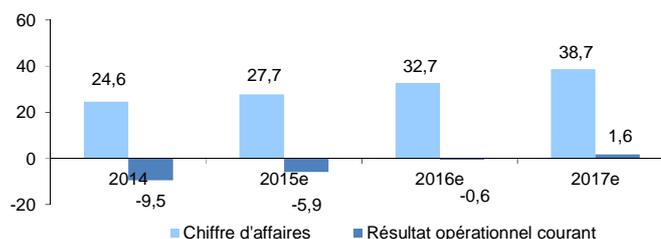
**Par ses opérations de croissance externe et ses travaux de recherche et développement sur la LED, le groupe Lucibel offre un panel de produits et de services complémentaires qui lui permet d'adresser le marché international. Lucibel se positionne sur les marchés porteurs des solutions LED avec les atouts d'un acteur agile et innovant.**

## Perspectives stratégiques et financières

Après une année 2014 difficile compte tenu de la transition de Lucibel vers un nouveau modèle et de l'intégration de deux nouvelles entités (Procédés Hallier et Cordel), Lucibel se tourne résolument vers la croissance et l'amélioration de sa rentabilité avec un plan de contrôle des coûts mis en place au S2 2014 et une accélération de celui-ci sur le S1 2015. Lucibel devrait ainsi atteindre son point mort opérationnel en 2016 avec un CA de 32,7 M€ et un EBE de 0,6 M€.

Compte tenu du développement de l'offre à l'international et de la montée en puissance des offres Healthcare et Lifi, Lucibel devrait afficher une croissance de 16,3% en moyenne entre 2014 et 2017. Lucibel va également bénéficier d'un meilleur mix produit (baisse de l'activité auprès des distributeurs, hausse des ventes en direct, contribution relative du Healthcare et du Lifi) et du plan de réduction de charges. A horizon 2017, la MOC devrait ainsi atteindre 4,2% (vs -38,6% en 2014) pour faire ressortir un ROC à 1,6 M€.

### Evolution du chiffre d'affaires et du ROC 2014-2017e



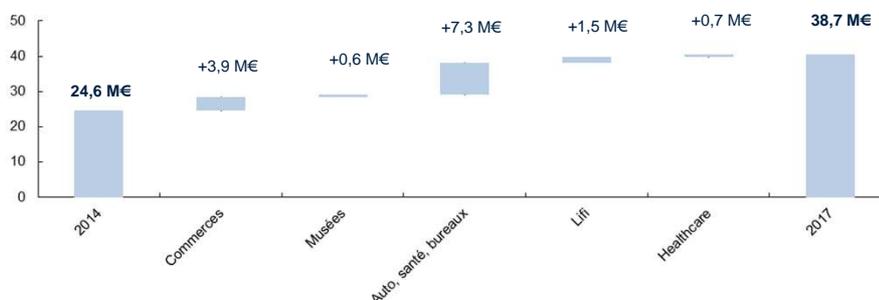
source: société / Euroland Corporate

### Un chiffre d'affaires attendu en forte croissance

Afin d'optimiser sa proposition commerciale et son positionnement marketing, Lucibel est passé d'une organisation commerciale par destination (distributeurs, installateurs, bureaux) à une organisation segmentée par métier spécifique (distributeurs, immobilier, santé, commerces, musées...).

Fort de l'expérience réussie de Procédés Hallier auprès des musées et de Cordel auprès des commerces, Lucibel va renforcer son offre de produits et de services auprès de ces verticales métiers et offrir un panel élargi de services (diagnostic lumineuse, pose, maintenance).

**Contribution des segments au chiffre d'affaires entre 2014 et 2017**

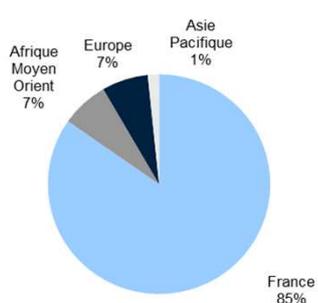


source: société / Euroland Corporate

Nous adoptons une posture conservatrice sur les nouveaux relais de croissance Lifi et Healthcare qui devraient générer respectivement un chiffre d'affaires de 1,1 M€ et 0,7 M€ d'ici 2017 selon nous.

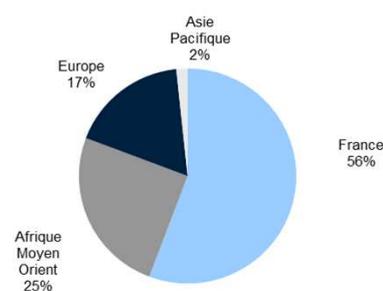
Les foyers de croissance se situent principalement à l'international (TCAM du CA de +68,2% entre 2014 et 2017). Avec l'ouverture d'un bureau à Dubaï en 2013 et au Maroc en 2014, la zone Moyen-Orient/Afrique devrait être particulièrement dynamique (+97,5%/an sur la période). L'année 2015 devrait être marquée par la livraisons de grosses commandes aux Emirats Arabes Unis et en Arabie Saoudite.

**Répartition du CA 2014**



source: société / Euroland Corporate

**Répartition du CA 2017**



source: Euroland Corporate

En parallèle d'un plan de développement rapide en France et à l'international, Lucibel entend améliorer significativement sa rentabilité **pour atteindre un EBE à l'équilibre en 2016**. A ce titre, Lucibel devrait améliorer à court terme son taux de marge brute et réduire ses charges opérationnelles.

### Un mix produits favorable à la marge

Avec 40% du CA 2014 généré par la vente de luminaires moyenne gamme à faible prix, Lucibel rencontre des problèmes de rentabilité qui devrait s'améliorer significativement en 2016 compte tenu de la stratégie mise en place.

Le Groupe entend faire glisser progressivement son positionnement vers le moyen/haut de gamme en internalisant une partie de la production de luminaires spécifiques à Barentin, à l'image de la production des luminaires extérieurs et intérieurs généraux du Louvre d'Abu Dhabi de juin à août 2015.

La fabrication de produits haut de gamme étant assurée dans l'usine de Montreuil (Procédés Hallier) jusqu'à maintenant.

**Afin de favoriser la génération de marge, Lucibel se tourne résolument vers la diminution du chiffre d'affaires généré par les distributeurs (Yesss, Sonepar) peu générateurs de marge. L'internationalisation et la verticalisation de l'offre par métier va permettre à Lucibel de porter la commercialisation en direct qui devrait peser 80% du chiffre d'affaires d'ici 2017 (vs 64% en 2014).**

### Répartition du chiffre d'affaires par mode de distribution

Chiffre d'affaires par mode de distribution (M€)	2014e	2015e	2016e	2017e
En direct	15,7	20,2	24,6	30,2
Distributeurs	5,3	3,9	3,8	3,7
Installateurs	3,5	3,6	4,3	4,8
<b>Total</b>	<b>24,6</b>	<b>27,7</b>	<b>32,7</b>	<b>38,7</b>

Poids dans le chiffre d'affaires	2014e	2015e	2016e	2017e
En direct	64%	73%	75%	78%
Distributeurs	22%	14%	12%	10%
Installateurs	14%	13%	13%	12%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

source: société / Euroland Corporate

Compte tenu de l'évolution des marges par segment et du mix produit, le taux de marge sur achats consommés de Lucibel devrait passer de 49,1% en 2014 à 50,1% en 2017. Nous estimons qu'après une année 2015 affichant une baisse du taux de marge brute à 47,5%, celui-ci devrait se redresser, bénéficiant d'un meilleur mix (montée en gamme des produits Lucibel, services..) et d'une distribution plus favorable à la marge (contribution en hausse de la distribution en direct vs distributeurs). Nous attendons ainsi un TMB de 48,5% en 2016 et 50,1% en 2017.

### Une rentabilité portée par un plan de réduction des coûts

Dès la fin 2014, Lucibel s'est inscrit dans un plan de réduction des coûts important afin d'atteindre son objectif d' « EBE société » à l'équilibre en 2016. Nous attendons ainsi une réduction de 3,5 M€ des charges opérationnelles dès l'exercice 2015 dont 2,1 M€ de baisse de charges de personnel à 10,5 M€. Les autres principaux postes de réduction concernent les frais de déplacements (compte tenu de la baisse du nombre de commerciaux) et les honoraires et commissions.

### Evolution des charges externes 2014-2017e

Autres achats et charges externes (M€)	2014	2015e	2016e	2017e
Locations et charges locatives	1,2	1,2	0,8	0,9
Honoraires et commissions	2,7	1,6	1,1	1,2
Transports sur achats et ventes	1,5	1,7	1,2	1,3
Frais déplacements-mission-réception	1,4	1,1	0,8	0,8
Autres	2,2	1,8	1,3	1,4
Impôts et taxes	0,4	0,4	0,5	0,6
Charges de personnel	12,7	10,5	9,3	10,0
Autres charges (-) / produits (+)	1,1	1,0	-0,3	-0,3
<b>Total</b>	<b>20,9</b>	<b>17,4</b>	<b>15,2</b>	<b>16,4</b>

source: Euroland Corporate

**Compte de résultat synthétique**

En M€	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>24,6</b>	<b>27,7</b>	<b>32,7</b>	<b>38,7</b>
<i>Taux de croissance</i>	<i>14,0%</i>	<i>12,8%</i>	<i>18,1%</i>	<i>18,2%</i>
<b>Marge brute</b>	<b>12,1</b>	<b>13,2</b>	<b>15,9</b>	<b>19,4</b>
<i>Taux de marge brute</i>	<i>49,1%</i>	<i>47,5%</i>	<i>48,5%</i>	<i>50,1%</i>
Frais de personnel	12,7	10,5	9,3	10,0
Frais généraux	8,2	6,9	5,9	6,5
<b>Excédent brut d'exploitation société</b>	<b>-8,1</b>	<b>-3,8</b>	<b>1,0</b>	<b>3,3</b>
<b>Excédent brut d'exploitation</b>	<b>-8,8</b>	<b>-4,2</b>	<b>0,6</b>	<b>2,9</b>
<i>Marge d'EBE</i>	<i>-36,0%</i>	<i>-15,2%</i>	<i>1,9%</i>	<i>7,6%</i>
DAP	0,6	1,7	1,2	1,3
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-9,5</b>	<b>-5,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,6</b>
<i>Taux de marge opérationnelle courante</i>	<i>-38,6%</i>	<i>-21,2%</i>	<i>-1,7%</i>	<i>4,2%</i>
Résultat financier	-0,8	-0,3	-0,3	-0,3
Impôts	-1,2	0,0	0,0	0,1
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>-9,9</b>	<b>-6,7</b>	<b>-1,3</b>	<b>1,2</b>
<i>Marge nette</i>	<i>-40,3%</i>	<i>-24,3%</i>	<i>-3,9%</i>	<i>3,1%</i>

source: EuroLand Corporate

**Un bilan renforcé par des levées de fonds successives**

A fin décembre 2014, Lucibel affiche une dette nette de 4,3 M€, soit un gearing de 39%, avec des capitaux propres de 15,3 M€. Compte tenu des levées de fonds successives (32,3 M€ depuis la création de la société en 2009), Lucibel a un bilan relativement solide. Compte tenu de la génération de cash flow opérationnel attendue sur les trois prochains exercices, Lucibel pourrait, selon nous, faire appel au marché en cas de croissance externe.

## Valorisation

Nous valorisons Lucibel par deux méthodes: 1/ l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) et 2/ la méthode des comparables boursiers.

### Valorisation par les DCF

Nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- **Croissance du chiffre d'affaires** : nous retenons un taux de croissance annuel moyen de 16,3% de 2014 à 2017 compte tenu de la montée en puissance de l'offre à l'international notamment. De 2018 à 2024, nous retenons un TCAM de 13,2% puis un taux à l'infini conservateur de 2,0 %.
- **Résultat d'exploitation** : la marge d'exploitation devrait s'améliorer d'ici 2017 en raison de l'amélioration du mix produit et du contrôle des charges. La marge opérationnelle est ainsi attendue à 4,2% en 2017. Nous prenons, par la suite, l'hypothèse d'une marge s'ajustant à 11,0% en 2024.
- **Investissements** : Nous faisons l'hypothèse d'un niveau d'investissement de renouvellement et de développement de l'ordre de 2,7% du chiffre d'affaires par an jusqu'en 2024 pour financer l'innovation produits.
- **BFR** : Nous retenons un niveau de BFR de près de 12,8% du chiffre d'affaires hors taxe.
- **Dette financière nette** : prise en compte de celle du 31/12/2014 (4,3 M€)
- **Synthèse des hypothèses de calcul du cmpr**

Taux sans risque (OAT 10 ans)	1,0%
Prime de risque	5,0%
Bêta sans dette	2,0
Bêta endetté	2,2
<b>Coût des capitaux propres</b>	<b>12,1%</b>
<b>Coût de la dette après impôt</b>	<b>4,0%</b>
<b>Coût moyen pondéré du capital</b>	<b>11,1%</b>
Taux de croissance à l'infini	2,0%

source : Euroland Corporate

## •Tableau des flux prévisionnels 2015e-2024e

En M€	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>27,7</b>	<b>32,7</b>	<b>38,7</b>	<b>45,6</b>	<b>53,8</b>	<b>63,5</b>	<b>71,8</b>	<b>81,1</b>	<b>91,3</b>	<b>95,8</b>
<i>Taux de croissance</i>	13%	18%	18%	18%	18%	18%	13%	13%	13%	5%
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-5,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,6</b>	<b>3,3</b>	<b>5,0</b>	<b>7,1</b>	<b>7,9</b>	<b>8,9</b>	<b>10,0</b>	<b>10,5</b>
<i>Taux de marge opérationnelle courante</i>	-21,2%	-1,7%	4,2%	7,2%	9,2%	11,2%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
- Impôts	0,0	0,0	0,1	0,8	1,3	2,0	2,3	2,6	3,0	3,1
+ DAP nettes	1,7	1,2	1,3	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8	2,6
<b>Cash Flow opérationnel</b>	<b>-4,2</b>	<b>0,6</b>	<b>2,8</b>	<b>4,1</b>	<b>5,2</b>	<b>6,8</b>	<b>7,3</b>	<b>8,0</b>	<b>8,8</b>	<b>10,0</b>
- Variation du BFR	1,2	-1,2	0,2	0,9	1,1	1,2	1,1	1,2	1,3	0,6
- Investissements opérationnels	-1,6	-1,5	-1,0	-1,2	-1,5	-1,7	-1,9	-2,2	-2,5	-2,6
<b>Free Cash Flows opérationnels</b>	<b>-6,9</b>	<b>0,3</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,8</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>5,1</b>	<b>6,8</b>

source: Euroland Corporate

## • Matrice de sensibilité de valorisation

		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
C M P C	10,1%	4,20	4,10	4,67	4,63	4,96
	10,6%	3,83	4,02	4,23	4,47	4,75
	11,1%	3,50	3,66	<b>3,85</b>	4,05	4,29
	11,6%	3,20	3,34	3,51	3,68	3,88
	12,1%	2,93	3,06	3,20	3,35	3,53
		Taux de marge d'exploitation				
		10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%
C M P C	10,1%	4,26	4,47	4,67	4,87	5,08
	10,6%	3,86	4,05	4,23	4,42	4,60
	11,1%	3,51	3,68	<b>3,85</b>	4,02	4,18
	11,6%	3,20	3,35	3,51	3,66	3,81
	12,1%	2,92	3,06	3,20	3,34	3,48

source: Euroland Corporate

**Notre valorisation de Lucibel par DCF ressort à 3,85 € par action avec un cmc à 11,1% et une croissance à l'infini de 2,0%.**

## Valorisation par les comparables

Nous avons sélectionné un échantillon de sociétés spécialisées dans la fabrication et la distribution de led

**Cree (Etats-Unis):** fabricant d'éclairages, d'ampoules LED. Les produits d'éclairage représentent 55% des revenus et sont portés par la hausse des volumes d'ampoules (+44%) alors que le prix de vente moyen baisse de 11% (mix produit en faveur des ampoules à plus bas coûts). La société génère 57% de ses ventes aux Etats-Unis, 21% en Chine, 9% en Europe. Elle emploie 6 387 personnes à fin juin 2015

**Acuity Brands (Etats-Unis):** avec 90% de son chiffre d'affaires réalisé aux Etats-Unis, Acuity Brands est le leader nord américain des solutions d'éclairage sur les segments commerce, industrie, extérieurs. La société commercialise des luminaires, commandes d'éclairage, alimentations électriques, lampes LED. Elle emploie environ 7 000 personnes dont environ 3 300 aux Etats-Unis et 3 400 au Mexique.

**Zumtobel (Autriche):** est spécialisé d'une part dans la fabrication de systèmes d'éclairage, de luminaires et d'autre part dans la fabrication de composants électroniques (variateur de lumière...). 53,5% de son activité est réalisé sur les luminaires. Son chiffre d'affaires est généré à 41,5% en Allemagne, Allemagne, Suisse, 20% en Europe du Nord et 17,4% en Amérique du Nord. La société emploie 2 206 personnes.

**Fagerhult (Suède):** est spécialisé dans la vente de systèmes d'éclairages. 67% du chiffre d'affaire est généré Indoor, 27% sur le retail et 6% outdoor. L'Europe du Nord représente 40% du chiffre d'affaires, le Royaume-Uni, 29% et le reste de l'Europe, 19%. La société emploie 2 400 personnes dans 20 pays.

**Dialight (Angleterre):** est spécialisé dans la fabrication de luminaires LED (62,5% du chiffre d'affaires), de composants électriques (12,3% du CA) et de feux rouges (25,2%). L'Amérique du Nord pèse 60,2% du CA, l'Angleterre, 16% et le reste de l'Europe, 14,9%. La société emploie 1940 personnes.

**Lumenpulse (Canada):** propose des solutions d'éclairages LED indoor et outdoor. La société génère 68% de son chiffre d'affaires en Amérique du nord. La société emploie 446 personnes dont 315 au Canada.

**Revolution Lighting Technologies (Etats-Unis):** commercialise des systèmes d'éclairage LED. La société emploie 103 employés. Les Etats-Unis génèrent 97% du chiffre d'affaires.

## Echantillon de comparables: données chiffrées

En M€	CA 2015	CA 2016	CA 2017	EBE 2015	EBE 2016	EBE 2017	ROC 2015	ROC 2016	ROC 2017	RN 2015	RN 2016	RN 2017
Cree, Inc.	1 503	1 604	1 787	213	257	275	-67	18	56	-59	-1	44
Acuity Brands, Inc.	2 492	2 933	3 328	399	506	604	357	464	571	204	280	346
Zumtobel Group AG	1 382	1 445	1 483	133	171	183	72	110	120	49	79	89
Fagerhult AB	430	468	499	55	63	71	44	51	59	32	37	44
Dialight plc	226	235	267	16	24	34	7	15	24	0	9	15
Lumenpulse, Inc.	100	138	173	10	21	30	6	17	27	7	15	21
Revolution Lighting Technologies	118	170	nd	8	25	nd	3	14	nc	0	12	nc

source: FactSet 31/12/2015 / Euroland Corporate

## Comparatif croissance et marge échantillon

	Croissance CA			Croissance ROC			MOC		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Cree, Inc.	24%	7%	11%	ns	ns	202%	-4%	1%	3%
Acuity Brands, Inc.	42%	18%	13%	66%	30%	23%	14%	16%	17%
Zumtobel Group AG	5%	5%	3%	21%	52%	9%	5%	8%	8%
Fagerhult AB	5%	9%	7%	14%	16%	15%	10%	11%	12%
Dialight plc	14%	4%	14%	-61%	108%	60%	3%	6%	9%
Lumenpulse, Inc.	41%	38%	26%	ns	170%	56%	6%	13%	16%
Revolution Lighting Technologies	103%	45%	nd	ns	341%	nd	3%	8%	nd
<b>Moyenne</b>	<b>23%</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>	<b>-2%</b>	<b>63%</b>	<b>27%</b>	<b>6,8%</b>	<b>9,9%</b>	<b>11,4%</b>
<b>Lucibel</b>	<b>13%</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>-387%</b>	<b>-21,2%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>4,2%</b>

source: FactSet 31/12/2015 / Euroland Corporate

## Ratio de valorisation des comparables

	VE/CA 15	VE/CA 16	VE/CA 17	VE/EBE 15	VE/EBE 16	VE/EBE 17	VE/ROC 15	VE/ROC 16	VE/ROC 17	PER 15	PER 16	PER 17
	Cree, Inc.	1,1	1,0	0,9	7,9	6,5	6,1	ns	ns	30,1	ns	ns
Acuity Brands, Inc.	3,7	3,2	2,8	23,2	18,3	15,4	26,0	20,0	16,3	ns	33,6	27,2
Zumtobel Group AG	0,8	0,8	0,8	8,7	6,8	6,3	16,0	10,5	9,7	20,6	12,8	11,4
Fagerhult AB	1,8	1,6	1,5	13,8	12,2	10,8	17,3	14,9	13,0	20,9	18,1	15,0
Dialight plc	0,9	0,8	0,7	12,1	8,2	5,9	27,0	13,0	8,1	ns	21,9	12,8
Lumenpulse, Inc.	2,7	1,9	1,5	25,6	12,6	8,8	41,7	15,4	9,9	41,7	19,3	14,4
Revolution Lighting Technologies	1,0	0,7	nd	14,4	4,9	nd	39,0	8,8	nd	ns	9,7	nd
<b>Mediane</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>13,8</b>	<b>8,2</b>	<b>7,6</b>	<b>26,5</b>	<b>14,0</b>	<b>11,5</b>	<b>20,9</b>	<b>18,7</b>	<b>14,4</b>

source: FactSet 31/12/2015 / Euroland Corporate

Nous avons appliqué les ratios moyens VE/CA, VE/EBE, VE/ROC et PE 2015, 2016 et 2017 de l'échantillon aux agrégats financiers de Lucibel et y avons appliqué une décote de taille de 10%. **La valorisation de l'action induite par la médiane des comparables ressort à 3,65 €.**

## Conclusion

Pour conclure, nous initions la couverture Lucibel avec une opinion Accumuler et un objectif de cours à 3,75 €, issu de la moyenne des valorisations par DCF (3,85 €) et comparables (3,65 €).

### Ratios de valorisation ressortant de la valorisation de Lucibel

	valeur/action	VE	VE/CA 15	VE/CA 16	VE/CA 17	VE/EBE 15	VE/EBE 16	VE/EBE 17	VE/ROC 15	VE/ROC 16	VE/ROC 17	PER 15	PER 16	PER 17
Valo par DCF	3,8	8,3	0,3	0,3	0,2	ns	13,1	2,8	ns	ns	5,0	ns	ns	3,2
Valo par comparables	3,6	8,0	0,3	0,2	0,2	ns	12,8	2,7	ns	ns	4,9	ns	ns	3,0
<b>Moyenne des valorisations</b>	<b>3,7</b>	<b>8,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>ns</b>	<b>13,0</b>	<b>2,8</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>5,0</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>3,1</b>

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
Chiffre d'affaires	6,4	21,5	24,6	27,7	32,7	38,7
Excédent brut d'exploitation	-5,9	-5,2	-8,8	-4,2	0,6	2,9
Résultat opérationnel courant	-6,4	-6,3	-9,5	-5,9	-0,6	1,6
Résultat opérationnel	-6,1	-6,6	-10,3	-6,4	-1,0	1,6
Résultat financier	0,0	-0,6	-0,8	-0,3	-0,3	-0,3
Impôts	0,0	-0,1	1,2	0,0	0,0	-0,1
Mise en équivalence	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-6,1	-7,2	-9,9	-6,7	-1,3	1,2
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
Actifs non courants	1,0	13,0	14,0	13,9	14,2	14,0
<i>dont goodwill</i>	<i>0,0</i>	<i>7,7</i>	<i>8,1</i>	<i>8,1</i>	<i>8,1</i>	<i>8,1</i>
BFR	0,2	2,9	4,8	5,9	4,7	5,0
Disponibilités + VMP	1,3	9,3	4,8	3,9	2,2	2,0
Capitaux propres	-0,3	4,5	13,1	10,7	9,5	10,7
Emprunts et dettes financières	1,9	17,9	9,1	11,6	10,3	8,8
Total Bilan	6,4	35,3	33,8	34,7	32,9	34,1
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
Marge Brute d'autofinancement	-10,3	-5,9	-8,0	-5,0	-0,1	2,5
Variation de BFR	0,3	-3,1	0,4	1,2	-1,2	0,2
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-10,5	-9,0	-8,4	-6,2	1,1	2,3
Investissements opérationnels nets	-0,6	-0,8	-1,3	-1,6	-1,5	-1,0
Investissements financiers nets	0,0	-3,1	-1,3	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-0,6	-3,9	-2,6	-1,6	-1,5	-1,0
Augmentation de capital	5,0	9,2	6,9	4,4	0,0	0,0
Variation emprunts	1,1	12,2	0,3	2,5	-1,3	-1,4
Dividendes versés	0,0	-0,5	-0,7	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	6,1	20,9	6,5	6,9	-1,3	-1,4
Variation de trésorerie	-5,1	8,0	-4,5	-0,9	-1,7	-0,2
<b>Ratios (%)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
Variation chiffre d'affaires	nc	237,9%	14,0%	12,8%	18,1%	18,2%
Marge EBE	-93,3%	-24,0%	-36,0%	-15,2%	1,9%	7,6%
Marge opérationnelle courante	-100,0%	-29,3%	-38,6%	-21,2%	-1,7%	4,2%
Marge opérationnelle	-95,8%	-30,7%	-42,0%	-23,2%	-3,0%	4,2%
Marge nette	-95,4%	-33,4%	-40,3%	-24,3%	-3,9%	3,1%
Capex/CA	-9,5%	-3,5%	-5,4%	-5,8%	-4,6%	-2,7%
BFR/CA	3,6%	13,5%	19,4%	21,3%	14,4%	12,8%
ROCE	-604,6%	-40,0%	-50,9%	-29,9%	-3,0%	5,8%
ROCE hors GW	-604,6%	-52,4%	-60,0%	-33,8%	-3,6%	10,2%
ROE	1936,0%	-160,8%	-75,8%	-62,7%	-13,3%	11,2%
Payout	nd	nd	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	nd	nd	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
Gearing (%)	-169%	191%	33%	71%	85%	63%
Dettes nette/EBE	-0,1	-1,7	-0,5	-1,8	12,8	2,3
EBE/charges financières	198,2	-8,6	-11,8	-14,0	2,1	9,8
<b>Valorisation</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
Nombre d'actions (en millions)	nd	nd	7,5	8,8	8,8	8,8
Nombre d'actions moyen (en millions)	nd	nd	7,5	8,2	8,8	8,8
Cours (moyenne annuelle en euros)	nd	nd	6,3	3,4	3,4	3,4
(1) Capitalisation boursière moyenne	nd	nd	47,8	27,8	29,9	29,9
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	nd	nd	4,3	7,7	8,0	6,8
(3) Valeur des minoritaires	nd	nd	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	nd	nd	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	nd	nd	52,1	35,4	37,9	36,7
PER	nd	nd	-4,8	-4,1	-23,6	24,8
VE/EBE	nd	nd	-5,9	-8,4	60,3	12,5
VE/ROC	nd	nd	-5,5	-6,0	-66,3	22,3
VE/CA	nd	nd	2,1	1,3	1,2	0,9
P/B	nd	nd	3,7	2,6	3,1	2,8
<b>Données par action (€)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
Bnpa	nd	nd	-1,31	-0,77	-0,14	0,14
Book value/action	nd	nd	1,7	1,2	1,1	1,2
Dividende /action	nd	nd	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 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% 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: (-)

Accumuler: Depuis le 05/01/2016

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.

**DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS**

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