

<b>Accumuler (vs Achat) Potentiel</b>	6,4%
<b>Objectif de cours</b>	2,50 € (vs 3,50 €)
<b>Cours au 08/04/2016 (c)</b>	2,35 €
Alternext Paris	
Reuters / Bloomberg	ALUCI:FP.ALUCI.PA

# Lucibel

Electronique

## Des résultats 2015 en ligne avec nos attentes. Un CA T1 en baisse

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-30,9%	0,0%	-30,3%	-52,7%
Perf CAC small	-5,0%	1,3%	-1,3%	3,7%

### Informations boursières (en M €)

Capitalisation (M €)	20,6
Nb de titres (en millions)	8,8
Volume 12 mois (titres)	18 808
Extrêmes 12 mois	188 € / 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	2015	2016e	2017e
CA	24,6	28,1	30,7	35,1
var %	14,0%	14,5%	9,3%	14,3%
EBE	-8,8	-4,0	0,0	1,8
%CA	-36,0%	-14,1%	0,1%	5,2%
ROC	-9,5	-5,0	-1,2	0,5
%CA	-38,6%	-17,9%	-3,8%	1,5%
RN pdg	-9,9	-6,2	-1,9	0,5
%CA	-40,3%	-22,0%	-6,1%	1,3%
Bnpa (€)	-1,13	-0,70	-0,21	0,05
Gearing (%)	33%	63%	78%	77%
ROCE (%)	-60%	-30%	-8%	3%
ROE (%)	-76%	-54%	-19%	5%
Dette nette 2014	4,3			
Dividende n	0,0			
Yield (%)	0			

### Ratios

	2014	2015	2016e	2017e
VE/CA (x)	2,1	0,9	0,9	0,8
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	15,6
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	55,0
PER (x)	ns	ns	ns	45,7

### Analyste :

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

### Publication des résultats 2015

Après la publication de son CA 2015 à 28,1 M€ (+14,0%), Lucibel publie des résultats en ligne avec nos attentes avec un EBE de -4,0 M€ (vs -4,2 M€ attendus) compte tenu d'une meilleure gestion des charges opérationnelles sur le S2 notamment. Le RNpg ressort à -6,2 M€ (vs -6,7 M€ attendus). Lucibel publie par ailleurs un CA T1 2016 bien inférieur à nos attentes à 5,7 M€ (-18%) principalement grevé par la baisse de l'activité à l'international (-65% à 0,6 M€) pour une activité française relativement atone (-3,8% à 5,1 M€). Lucibel confirme sa guidance d'EBE à l'équilibre en 2016.

### Commentaires

La société a réussi à contenir ses charges grâce à son plan de réorganisation opérationnelle, ainsi les charges externes sont en baisse de 13,5% à 7,8 M€ (vs 9,0 M€ en 2014) grâce à une renégociation systématique des contrats fournisseurs (honoraires, marketing...). Les charges de personnel ont diminué de 13,1% à 11,0 M€ (vs 12,7 M€ en 2014) compte tenu des licenciements réalisés sur Lucibel SA (essentiellement sur des fonctions supports). Le nombre d'employés est ainsi passé de 208 fin 2014 à 153 fin 2015.

Compte tenu de l'accélération de la mise en place du plan à partir du S2, on note une amélioration en séquentiel de l'EBE qui passe à -1,3 M€ au S2 2015 (vs -2,3 M€ au S1 2015). En année, pleine, la réduction de coûts est estimée à 5 M€ (dont 3 M€ en charges de personnel).

Par ailleurs Lucibel affiche des charges non courantes de 1,2 M€ dont une dépréciation de goodwill sur la filiale Citéclair et des charges de réorganisation. Le ROP ressort ainsi à -6,2 M€ (vs -10,4 M€ en 2014).

Le BFR ressort en hausse de 1,6 M€ à 6,4 M€, compte tenu d'une créance client du Moyen Orient payée en janvier 2016. La génération de cash-flow opérationnel ressort à -5,3 M€ (vs -8,4 M€ en 2014) et la variation de trésorerie à -0,9 M€, bénéficiant de l'augmentation de capital de 4,4 M€ de mai 2015.

Lucibel souhaite proposer à sa prochaine AG des changements de prix et d'échéance des BSA émis en avril 2015. Le prix sera fixé à 2,00 € (vs 6,50 €) et l'échéance à octobre 2016 (vs juin 2016). Lucibel pourrait ainsi lever 1,1 M€ d'ici octobre 2016 (vs 3,5 M€ d'ici juin 2016 préalablement), représentant une dilution potentielle de 5,3% sur les Bnpa 2016 et 2017.

Le CA T1 ressort à 5,7 M€ (-18%) reflétant une activité en légère baisse en France (-3,8% à 5,1 M€), due à la rationalisation du portefeuille client en faveur de la marge, et en forte baisse à l'international (-68% à 0,6 M€) compte tenu d'un effet de base défavorable (contrat Moyen Orient au T1 2015), et du ralentissement de son activité commerciale ainsi qu'à la fermeture des antennes non rentables de Hong-Kong, d'Allemagne et d'Angleterre.

Lucibel confirme sa guidance d'EBE à l'équilibre en 2016. Ce qui sera faisable sous condition de reprise de la croissance, notamment au S2.

Compte tenu de la publication, nous revoyons notre attente de CA 2016 à 30,7 M€ (vs 32,7 M€ préalablement) et ajustons le ROC à -1,2 M€ (vs -0,6 M€ préalablement).

### Recommandation

Compte tenu de l'actualisation de notre modèle notre objectif de cours passe à 2,50 € (vs 3,50 €) et notre recommandation passe à Accumuler (vs Achat).

Prochaine publication : CA S1 2016, le 27 juillet 2016

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
Chiffre d'affaires	6,4	21,5	24,6	28,1	30,7	35,1
Excédent brut d'exploitation	-5,9	-5,2	-8,8	-4,0	0,0	1,8
Résultat opérationnel courant	-6,4	-6,3	-9,5	-5,0	-1,2	0,5
Résultat opérationnel	-6,1	-6,6	-10,3	-6,2	-1,6	0,5
Résultat financier	0,0	-0,6	-0,8	-0,1	-0,3	-0,3
Impôts	0,0	-0,1	1,2	0,0	0,0	0,3
Mise en équivalence	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-6,1	-7,2	-9,9	-6,2	-1,9	0,5
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
Actifs non courants	1,0	13,0	14,0	13,5	13,6	13,2
<i>dont goodwill</i>	0,0	7,7	8,1	7,7	7,7	7,7
BFR	0,2	2,9	4,8	6,4	4,7	5,8
Disponibilités + VMP	1,3	9,3	4,8	3,9	2,4	0,7
Capitaux propres	-0,3	4,5	13,1	11,4	9,6	10,0
Emprunts et dettes financières	1,9	17,9	9,1	11,1	9,8	8,4
Total Bilan	6,4	35,3	33,8	32,2	28,9	28,5
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
Marge Brute d'autofinancement	-10,3	-5,9	-8,0	-4,1	-0,7	1,8
Variation de BFR	0,3	-3,1	0,4	-1,2	-1,7	1,1
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-10,5	-9,0	-8,4	-5,3	1,0	0,7
Investissements opérationnels nets	-0,6	-0,8	-1,3	-0,5	-1,5	-0,9
Investissements financiers nets	0,0	-3,1	-1,3	-1,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-0,6	-3,9	-2,6	-1,4	-1,5	-0,9
Augmentation de capital	5,0	9,2	6,9	4,1	0,0	0,0
Variation emprunts	1,1	12,2	0,3	2,0	-1,3	-1,4
Dividendes versés	0,0	-0,5	-0,7	-0,3	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	6,1	20,9	6,5	5,9	-1,3	-1,4
Variation de trésorerie	-5,1	8,0	-4,5	-0,9	-1,8	-1,7
<b>Ratios (%)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
Variation chiffre d'affaires	nc	237,9%	14,0%	14,5%	9,3%	14,3%
Marge EBE	-93,3%	-24,0%	-36,0%	-14,1%	0,1%	5,2%
Marge opérationnelle courante	-100,0%	-29,3%	-38,6%	-17,9%	-3,8%	1,5%
Marge opérationnelle	-95,8%	-30,7%	-42,0%	-22,1%	-5,1%	1,5%
Marge nette	-95,4%	-33,4%	-40,3%	-22,0%	-6,1%	1,3%
Capex/CA	-9,5%	-3,5%	-5,4%	-1,6%	-4,9%	-2,7%
BFR/CA	3,6%	13,5%	19,4%	22,7%	15,3%	16,5%
ROCE	-604,6%	-40,0%	-50,9%	-26,7%	-6,7%	1,9%
ROCE hors GW	-604,6%	-52,4%	-60,0%	-30,2%	-8,0%	3,3%
ROE	1936,0%	-160,8%	-75,8%	-54,3%	-19,5%	4,5%
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>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
Gearing (%)	-169%	191%	33%	63%	78%	77%
Dettes nette/EBE	-0,1	-1,7	-0,5	-1,8	249,0	4,2
EBE/charges financières	198,2	-8,6	-11,8	-46,5	0,1	6,1
<b>Valorisation</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</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	2,4	2,4	2,4
(1) Capitalisation boursière moyenne	nd	nd	47,8	19,2	20,6	20,6
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	nd	nd	4,3	7,2	7,4	7,7
(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	26,3	28,1	28,4
PER	nd	nd	-4,8	-3,1	-11,1	45,7
VE/ EBE	nd	nd	-5,9	-6,7	939,8	15,6
VE/ROC	nd	nd	-5,5	-5,2	-24,0	55,0
VE/CA	nd	nd	2,1	0,9	0,9	0,8
P/B	nd	nd	3,7	1,7	2,2	2,1
<b>Données par action (€)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
Bnpa	nd	nd	-1,31	-0,70	-0,21	0,05
Book value/action	nd	nd	1,7	1,3	1,1	1,1
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 de recommandations**

**Achat** : Du 21/01/2016 au 10/04/2016

**Accumuler** : Du 05/01/2016 au 20/01/2016 et depuis le 11/04/2016

**Alléger** : (-)

**Vente** : (-)

**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

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