

Accumuler	Potentiel	11%
Objectif de cours		20,20 €
Cours au 16/02/2016 (c)		18,21 €
Euronext Paris Comp B		
Reuters / Bloomberg	SESL.PA / SESLFP	

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	24,7%	2,1%	36,6%	40,1%
Perf CAC Small	-13,5%	-4,9%	-9,3%	1,0%

Informations boursières (en M €)

Capitalisation (M €)	212,4
Nb de titres (en millions)	11,7
Volume 12 mois (titres)	7 175
Extrêmes 12 mois	10,73 € / 19,09 €

Actionnariat

Chequers / Pechel Industries III	20,2%
Tickehau Capital Partners	14,2%
Sycamore	5,6%
Phison Capital	5,0%
Pechel Industries	6,7%
Flottant	48,3%

Données financières (en M €)

Au 31/12	2014	2015e	2016e	2017e
CA	81,2	113,0	160,7	188,3
var %	-1,3%	39,1%	42,2%	17,1%
EBE	8,7	8,9	14,2	19,3
%CA	10,8%	7,9%	8,8%	10,2%
ROP	4,2	3,8	8,8	13,8
%CA	5,2%	3,4%	5,5%	7,3%
RN pdg	3,2	2,8	6,1	9,4
%CA	4,0%	2,4%	3,8%	5,0%
Bnpa (€)	0,28	0,24	0,52	0,80
Gearing (%)	-4%	-12%	-13%	-16%
ROCE (%)	4%	4%	8%	13%
ROE (%)	3%	2%	5%	7%
Dettes nettes 2014	-4,8			
Dividende n	0,00			
Yield (%)	0			

Ratios

	2014	2015e	2016e	2017e
VE/CA (x)	19	18	12	10
VE/EBE (x)	17,3	22,4	13,9	9,9
VE/ROC (x)	35,9	52,0	22,3	13,9
PE (x)	48,0	77,0	35,0	22,7

Analyste :
Cécile Aboulain
01 44 70 20 70
caboulain@elcorp.com

SES-imagotag

Electronique

L'atout digital de la distribution

Leader mondial des étiquettes électroniques de gondole avec un chiffre d'affaires de 113,0 M€ en 2015 (environ 40% du marché selon nous), SES-imagotag devrait continuer à prendre des parts de marché, à l'image des contrats historiques gagnés en 2015 en Allemagne et en France.

SES-imagotag entend capter la croissance d'un marché des étiquettes électroniques en très forte croissance, attendu à 1,7 Mds\$ en 2019 (x 6,3 depuis 2013), avec la mise en œuvre de son plan « Leapfrog » 2015-2020.

L'ambition du groupe est de dépasser le taux de croissance annuel moyen de 20% de ces trois dernières années, d'équiper 20 000 magasins (x2 depuis 2015), de réaliser 75% de son CA à l'international (vs 59,6% en 2015), de faire des Etats-Unis le premier pays à l'international (peu significatif en 2015) et d'améliorer la génération de cash (hausse de la rentabilité, baisse du BFR).

Avec plus de 8% de son chiffre d'affaires consacré à la R&D ces trois dernières années et l'acquisition stratégique d'Imagotag en 2014, SES-imagotag s'est doté des moyens d'accélérer encore sa croissance en répondant aux nouveaux besoins du marché de la distribution. Nous attendons un chiffre d'affaires en hausse annuelle moyenne de 23,3% entre 2015 et 2018 dont plus de +33% à l'international avec, notamment l'ouverture du marché aux Etats-Unis et un réseau de partenaires étoffé à l'international.

Dans la mesure où les charges opérationnelles sont composées majoritairement de charges relativement fixes, le levier opérationnel est fort et la rentabilité de SES-imagotag devrait augmenter rapidement. Nous attendons ainsi une hausse de la MOC de 3,6 points entre 2015 et 2018.

Le bilan, déjà solide avec des fonds propres de 111,0 M€ fin 2014 et une trésorerie nette de 4,8 M€, devrait être renforcé par une maîtrise accrue du BFR. Nous attendons ainsi une génération de cash flow opérationnel moyenne de plus de 14 M€ par an entre 2015 et 2018.

Nous initions la couverture de SES-imagotag avec une opinion Accumuler et un objectif de cours de 20,20 € issu de la valorisation par DCF.

Sommaire

ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT	4
MATRICE SWOT	5
POSITIONNE SUR DES MARCHES EN FORTE CROISSANCE	6
LE DIGITAL DEVIENT MOBILE ET LES EXIGENCES AUGMENTENT	6
LA DISTRIBUTION PHYSIQUE DEVIENT DIGITALE	7
LES ETIQUETTES ELECTRONIQUES: L'ATOUT DIGITAL DES POINTS DE VENTE	9
PANORAMA DES ACTEURS DE L'ETIQUETTE ELECTRONIQUE	10
PRESENTATION DES ACTIVITES	11
HISTORIQUE	11
2012/2015/ LE VIRAGE STRATEGIQUE	12
UNE OFFRE DIVERSIFIEE ET INNOVANTE	17
COMPETITIVITE ET RENTABILITE: DES AMBITIONS FORTES	20
PERSPECTIVES STRATEGIQUE ET FINANCIERES	23
UNE CROISSANCE DYNAMIQUE ATTENDUE CES PROCHAINES ANNEES	23
FORT LEVIER OPERATIONNEL ET HAUSSE DE LA RENTABILITE	25
UN BILAN TOUJOURS SOLIDE ET UNE GENERATION DE CASH FLOW EN HAUSSE	26
VALORISATION	28
VALORISATION PAR LES DCF	28
ELEMENTS FINANCIERS	30
COMPTE DE RESULTAT	31
BILAN	32
FLUX DE TRESORERIE	32

Argumentaire d'investissement

Nous sommes à Accumuler sur SES-imagotag avec un objectif de cours à 20,20 € compte tenu de la stratégie mise en place dans un environnement de marché porteur.

SES-imagotag est positionné sur le marché porteur de l'étiquette électronique de gondole qui devrait atteindre 1,7 Mds\$ en 2019 (vs 320 M\$ estimé en 2015). En tant que leader du marché, SES-imagotag adresse un portefeuille de clients solides. Sa capacité d'innovation et sa présence mondiale lui confère une place privilégiée auprès de la grande distribution. La société fournit ainsi 10 des 30 plus grands distributeurs mondiaux et 30 des 100 plus grands.

Présent sur la scène internationale avec près de 60% de son chiffre d'affaires réalisé hors de France, SES a su accompagner l'internationalisation de ses principaux clients et devrait consolider son expansion localement en nouant des partenariats de distribution. Les Etats-Unis ressortent comme un levier de croissance important pour le groupe qui entend en faire sa première zone à l'international à horizon 2020. Selon le management, les prises de commandes devraient aboutir en 2016 et les premières livraisons en 2017.

La croissance de SES-imagotag repose sur sa capacité à innover sur le marché exigeant de la grande distribution. Les investissements en R&D constituent un socle solide lui conférant la possibilité de proposer des innovations produits régulièrement à l'image de la nouvelle Box Multicom présentée au National Retail Federation (janvier 2016) intégrant le wifi et le data analytics en cloud. Ainsi **50% des nouveaux contrats portent sur des produits qui n'existaient pas il y a 3 ans.** Ajouté à une politique commerciale adaptée aux conditions de marché, SES devrait afficher une forte croissance de 23,3% entre 2015 et 2018.

Malgré un taux de marge brute attendu en baisse à courte terme compte tenu de la phase de prise de parts de marché dans laquelle se situe SES-imagotag, la rentabilité devrait se redresser rapidement avec la maîtrise de ses coûts fixes. Compte tenu de son levier opérationnel, la rentabilité va bénéficier directement de la croissance attendue sur les 3 prochaines années et nous attendons une MOC de 8,8% en 2018 (vs 5,2% en 2014). La génération de cash devrait dans le même temps être renforcée par l'optimisation du BFR dès 2015.

Au vu des perspectives de génération de cash ainsi que de la valorisation du titre à l'heure actuelle, nous estimons le momentum favorable avec une opinion à Accumuler sur la valeur.

Matrice SWOT

Forces

- Leader mondial du marché de l'étiquette électronique de gondole
- Fortes barrières à l'entrée
- Historique de forte croissance (20,5% /an entre 2010 et 2015)
- Qualité du management
- Capacité d'innovation
- Diversification géographique avec 60% du CA réalisé à l'international
- Solidité du bilan
- Fidélité des clients historiques
- Fort levier opérationnel

Faiblesses

- BFR en cours d'optimisation

Opportunités

- Ouverture des Etats-Unis à l'étiquette électronique
- Localisation des fournisseurs en Europe
- Renforcement vers la distribution non alimentaire

Menaces

- Sensibilité à l'eurodollar avec 80% des achats réalisés en dollar et 100% des ventes en euro

Positionné sur des marchés en forte croissance

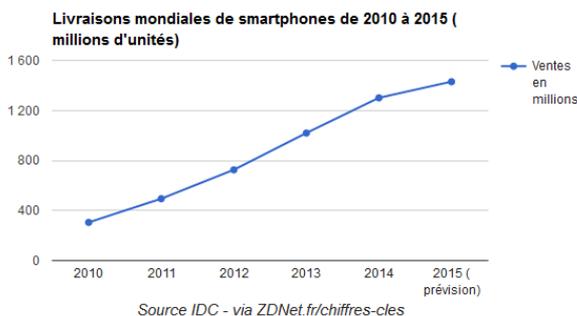
De la grande distribution aux petites enseignes, l'univers de la distribution vit un profond changement de modèle. Il doit faire face à la montée en puissance du digital et au changement de comportement d'achat des consommateurs. PC, tablettes et smartphones servent de sources d'information et d'achat avec lesquelles la distribution doit désormais composer. Dans le même temps, les grandes enseignes doivent résister à l'érosion de leurs marges liée à la guerre des prix que se livrent les distributeurs et trouver de nouveaux relais de croissance.

Pour faire face à ces défis, le modèle traditionnel de la distribution mue vers une digitalisation de son offre. Les enseignes proposent désormais le Drive, le click and collect, la livraison à domicile,...etc. Les points de ventes accompagnent ce changement en se transformant progressivement en un lieu interactif où le consommateur, le distributeur et les marques communiquent. Le consommateur peut y accéder à des avis, promotions et informations spécifiques sur les produits. L'offre d'étiquettes électroniques de SES-imagotag, au-delà de la rapidité des changements de prix et de l'utilité des informations pour les équipes en interne, répond à un nouveau besoin de communication interactive du secteur de la distribution.

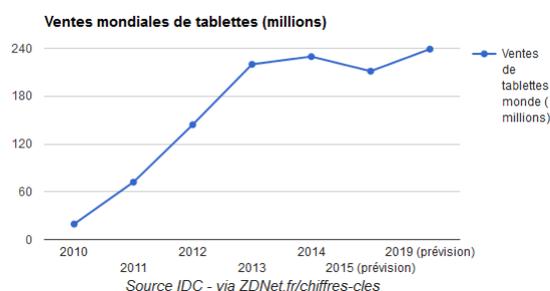
Le digital devient mobile et les exigences augmentent

Avec l'adoption massive de smartphones et de tablettes connectés à internet, on assiste à la hausse des exigences des consommateurs en terme d'accessibilité et d'information sur les produits en magasin. Deloitte prévoit ainsi que 65% de la population mondiale utilise un téléphone portable en 2015 et que 83% des connexions à Internet s'effectueront par l'intermédiaire d'un dispositif portable.

Nombre de smartphones vendus dans le monde



Nombre de tablettes vendues dans le monde



Ce sont les chiffres du e-commerce et du m-commerce qui augmentent mais aussi les usages en magasin qui se modifient.

Les acheteurs sont devenus des consommateurs multicanaux, voyant dans le commerce en ligne une opportunité unique de trouver immédiatement le bon produit du fait de l'offre plus étendue, de l'accessibilité des produits, de la multitude d'offres promotionnelles, du gain de temps. Dans ce contexte, l'univers de la distribution traditionnelle assiste à la montée en puissance de la concurrence des sites de e-commerce et tend à modifier profondément son offre.

Les principales enseignes alimentaires ont d'ores et déjà entrepris des adaptations qui vont dans le sens de la croissance et de la préservation de leur marge: accélération du développement des réseaux de proximité (Carrefour Market, U Express, Intermarché Contact, etc.), mise en place de partenariats avec des producteurs locaux, migration du hard discount vers le soft discount. La profonde transformation du comportement des consommateurs impose aux enseignes de se réinventer, d'innover sur leurs points de vente et de les digitaliser.

La distribution physique devient digitale

Afin de composer avec le nouveau paysage concurrentiel et de répondre au nouvelles exigences des consommateurs, les distributeurs investissent dans des offres telles que le e-commerce, le drive, le click & collect mais aussi les étiquettes électroniques.

Une étiquette électronique de gondole est une étiquette sans fil et compacte qui permet de digitaliser l'affichage des prix et des informations produits (code-barres, promotions, informations produits...), d'en automatiser la mise à jour par un réseau compatible avec toutes les technologies d'affichage (LCD, TFT, e-Paper) utilisées par les étiquettes électroniques.

Gérée directement depuis l'ordinateur central d'un détaillant, cette technologie inclut plusieurs fonctionnalités dont la mise à jour des prix, la géolocalisation, l'analyse de données, un planogramme en temps réel. Cela consiste en une véritable modernisation des points de vente, créatrice de valeur pour les distributeurs et gage de valeur ajoutée pour le consommateur.

Avantages des étiquettes électroniques de gondole

Réduction des coûts liés à la fin du papier :

- Impression, organisation, et installation des étiquettes papier.
- Frais pour l'envoi express d'étiquettes papier liés aux erreurs typographiques ou aux étiquettes perdues.
- Amendes et les pénalités associées aux différences entre le prix en rayon et le prix à la caisse.

- Etiquettes perdues ou mal placées par le commis ou le client.
- Ressources et temps associés aux audits internes des prix.
- Nouvelles étiquettes et changements associés aux ventes et aux promotions fréquentes.

Rentabilité améliorée par le digital:

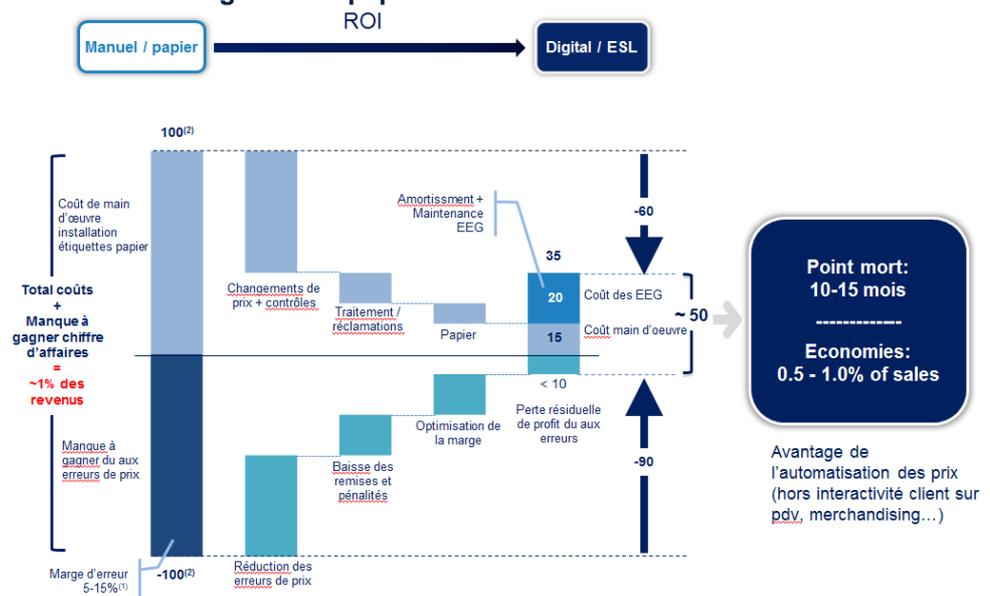
- Synchronisation des changements de prix avec les offres à temps limité et/ou les promotions.
- Possibilité de changer les prix illimitée associée à des coûts quasi nuls.
- Réponse rapide à la fixation des prix des concurrents, aux ajustements causés par les surplus de marchandises, à la prévention de détérioration.

Logistique en magasin facilitée par le digital et rentabilité améliorée:

- Affichage du niveau d'inventaire sur l'étiquette pour un réapprovisionnement plus rapide et des ruptures de stocks évitées.
- Diminution du cycle de commercialisation des produits.
- Contrôle de toutes les étiquettes dans tous les magasins à partir d'un site central.
- Production de rapports en temps réel sur les changements de prix effectués.

Malgré un coût d'installation plus élevé que celui des étiquettes papier, le point mort est atteint, selon SES-imagotag, sous 10/15 mois et permet d'économiser l'équivalent de 0,5% à 1% des revenus.

Bénéfices du digital vs le papier

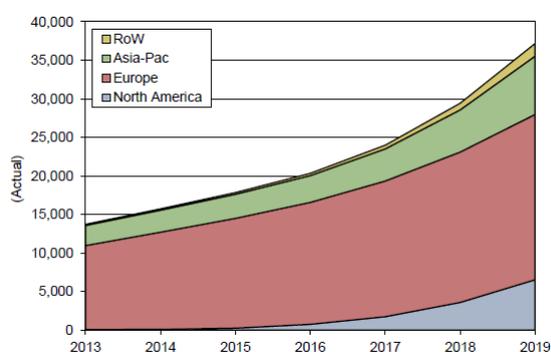


Note:
 (1) Ex: moyenne en France = 7%, Source DGCCRF
 (2) 100 est une base qui représente 0,5% des revenus

Les étiquettes électroniques: l'atout digital des points de vente

Initialement proposée aux enseignes pour économiser du temps homme sur les changements de prix et harmoniser les prix entre les caisses et les affichages en rayon, l'étiquette électronique s'est profondément enrichie pour apporter plus de valeur ajoutée aux enseignes et aux clients. Du fait des avantages économiques et marketing attendus des nouvelles étiquettes électroniques, le marché devrait être multiplié par 2,6 en volume entre 2013 et 2019 avec 37 000 magasins équipés (vs 14 000 en 2013).

Evolution de la base installée d'étiquettes électroniques (nb de magasins)



source: ABI Research

Avec 80% de la base installée, le marché est principalement dominé par l'Europe et particulièrement par la France. La réglementation sur les erreurs de prix en faveur du consommateur a effectivement poussé les distributeurs à s'équiper en masse. Compte tenu des bénéfices marketing de l'étiquette électronique et des essais en cours, **l'Amérique du Nord devrait rapidement pénétrer le marché et représenter près de 15% du marché en 2018. La zone représente ainsi un enjeu de développement important pour SES-imagotag qui y a créé une filiale en 2013.**

En termes de valeur, le marché est attendu en plus forte accélération en se multipliant par 6,3 (entre 2013 et 2019) à **1,7 milliards de dollars en 2019**. Le marché va bénéficier des nouvelles installations mais surtout d'un marché important du remplacement sur la base installée. Dans le même temps, les revenus liés aux services logiciels vont prendre de plus en plus de place en lien avec l'installation des étiquettes NFC.

Panorama des acteurs de l'étiquette électronique

Acteur dominant en termes de chiffre d'affaires sur le marché des EEG, SES-imagotag devance son principal concurrent Pricer (Suède) (CA 2015 de 92 M€). A eux deux, ils remportent environ 70% du marché.

Attirés par l'énorme potentiel de croissance du marché, plusieurs acteurs sont également présents à l'image de Displaydata (RU) qui a réalisé une levée de fonds de 25 M\$ en 2013 auprès de Zebra Technologies Corporation, Altierre (créée en 2003 aux Etats-Unis), SoluM (spin off de Samsung en 2015) ou Teraoka Seisakusho (Japon).

Chiffre d'affaires estimé des sociétés du marché de l'étiquetage électronique

CA estimé (M€)	2015
SES	113
Pricer	92
Displaydata	~20
Altierre	~20
SoluM	10 / 20
Teraoka / Digi	20 / 30
Ishida *	20 / 30
Total marché estimé	285

* intégré dans Pricer

source: Euroland Corporate / sociétés/ SES

SES-imagotag: avantages concurrentiels

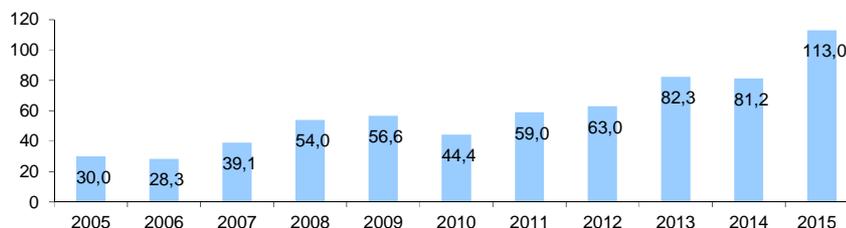
	SES	Competitors			
Display Technology					
Segment LCD	✓	✓			
Segment E-paper	✓				✓
Graphic TFT	✓				
Graphic E-paper	✓	✓	✓	✓	✓
Graphic STN	✓		✓		
Industrialized embedded, NFC	✓/n	✓			
Wireless Technology					
Low-Freq.	✓				
High-Freq.	✓		✓	✓	✓
Multi-Freq.	✓				
Multi-Freq. + Wifi / BLE	✓				
Infrared		✓			
Software Innovation					
Dynamic promotions	✓			✓	
Label designer	✓	✓			
Geolocation / PPS	✓	✓			
Planogram	✓				
NFC-shopping	✓	✓	✓	✓	
Virtualisation / centralised infra.	✓	✓	✓		✓
Cloud installation	✓			✓	
Fixing and locking systems					
Own patented system	✓				
3rd party fixing compatibility	✓	✓	✓	✓	✓

Partenaire privilégié d'importantes enseignes de l'écosystème de la grande distribution, telles que Casino Carrefour, Wal-Mart, Tesco, E. Leclerc, Auchan, FairPrice (Singapour) et Telcel (Mexique), SES-imagotag dispose d'une base installée de plus de 10 000 magasins dans 54 pays **et d'un carnet de commandes cumulé de 225 M€ fin 2015 (+180%), loin devant ses concurrents.**

Présentation des Activités

Face aux nouveaux enjeux que sont la montée en puissance du e-commerce et l'usage croissant du smartphone, les réseaux de distribution physique se réinventent en se digitalisant. SES-imagotag s'inscrit dans cette exigence à travers ses solutions innovantes d'étiquetage électronique. **Avec pas moins de 125 millions étiquettes électroniques installées dans plus de 10 000 magasins à fin 2015 et un CA de 113 M€**, SES-imagotag est devenu le leader mondial de l'étiquette électronique de gondole.

Evolution du chiffre d'affaires depuis 2005 (M€)



source: société

Historique

1992: Création de SES.

1993: Premier magasin équipé.

2000: 1 million d'étiquettes électroniques installées.

2002: Premier contrat à l'international.

2005: SES présent dans 10 pays.

2006: Introduction sur Euronext Paris et levée de 23,1 M€ (produit brut).

2011: Création de filiales à Singapour et au Mexique.

2012: Lancement du plan I3 (Internationalisation, Innovation et Industrialisation). Construction d'un soutien logistique au Mexique. Expansion géographique (Suède, Royaume-Uni, Australie, Amérique du Nord). Equipement du premier magasin connecté (étiquettes NFC).

2013: 700 magasins connectés installés. 100 millions d'étiquettes vendues. Présent dans 52 pays. Création de filiales aux Etats-Unis et en Italie.

2014: Acquisition de Imagotag (Autriche). 8 600 magasins installés dont plus de 1000 magasins connectés. Création d'une filiale au Canada. Construction d'un entrepôt logistique à Cergy.

2015: Lancement du nouveau plan stratégique « Leapfrog 2020 ». Signature de contrats majeurs en Allemagne à 35 M€ en juin et de 98 M€ en décembre.

2012-2015 : le virage stratégique

Avec l'arrivée du nouveau Directeur Général, Thierry Gadou, en 2012, la société a mis en place le « Plan I3 » ayant vocation à accélérer l'innovation, l'internationalisation et l'industrialisation de la société afin d'en faire un leader incontournable. Avec 8% de son chiffre d'affaires consacré à l'innovation (moyenne 2012-2014), SES-imagotag a réussi à afficher une croissance de son chiffre d'affaires de plus de 21% par an en moyenne entre 2012 et 2015 à 113,0 M€ et à pratiquement tripler ses ventes à l'international à 67,3 M€ en 2015. Alors qu'en 2011, 90 % du chiffre d'affaires dépendait de la gamme S-tag, actuellement 50% des nouveaux contrats portent sur des produits qui n'existaient pas il y a 3 ans.

Dans le même temps, SES-imagotag mène une politique d'expansion géographique avec la création de filiales (Mexique et Singapour dès 2011, Etats-Unis et Italie en 2013, et Canada en 2014) et l'implantation de plateformes logistiques (Mexico en 2011 et Hong-Kong en 2013). Cette stratégie a permis à SES-imagotag de devenir le n°1 mondial de l'étiquette électronique de gondole dans le monde en affichant une forte croissance à l'international.

Répartition géographique du chiffre d'affaires depuis 2010 (M€)



source: société / Euroland Corporate

Imagotag : étiquette couleur et accélération à l'international

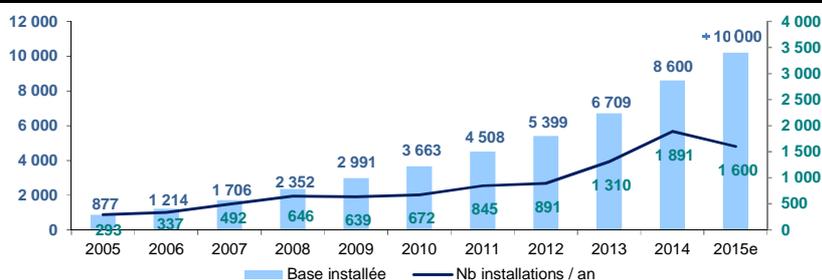
SES est progressivement montée au capital d'Imagotag avec une première prise de participation de 7,6% en 2012, de 69,7% en 2014, pour atteindre 100% en février 2016 via le versement d'un complément de prix de 2,4 M€.

SES-imagotag peut ainsi s'appuyer sur les deux produits innovants développés par Imagotag (la transmission radio à haute fréquence et la technologie d'encre électronique e-paper en couleur) et sur sa position stratégique en Europe Centrale.

Des volumes et une base installée en hausse

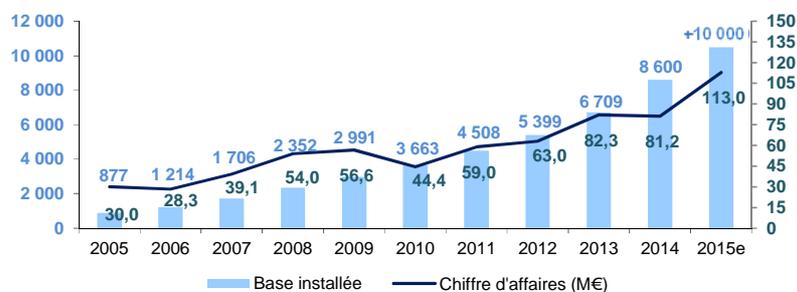
Avec 1 600 magasins équipés en moyenne par an des solutions SES-imagotag (2012-2015e), la société dispose d'un parc de plus de 10 000 boutiques à fin 2015. En moyenne, SES-imagotag installe ses solutions dans plus de 300 magasins français et près de 1 300 magasins à l'étranger par an. Le rythme d'implantation de solutions permet à SES-imagotag d'afficher une croissance régulière de son chiffre d'affaires et de sa base installée.

Evolution de la base installée et nb d'installations par an



source: société / Euroland Corporate

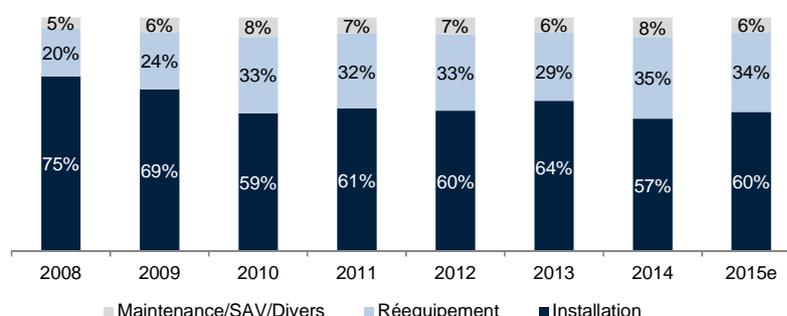
Chiffre d'affaires (M€) et base installée (nb de magasins)



source: société / Euroland Corporate

Avec une croissance moyenne par an de 21,5% du chiffre d'affaires depuis 2012, la croissance du groupe est portée par la hausse du chiffre d'affaires des nouvelles installations (+21,2%), du rééquipement (+23,2%) et de la maintenance (+16,6%). En 2015, le CA installation s'élève selon nous à 67,2 M€, le CA rééquipement à 38,5 M€ et le CA maintenance à 7,3 M€.

Répartition du chiffre d'affaires par activité



source: société / Euroland Corporate

Par magasin, la génération de chiffre d'affaires est la plus élevée lors de l'installation (35,6 k€ par magasin selon nous entre 2013 et 2015), vient ensuite le rééquipement (4,4 k€/an selon nous) puis la maintenance (0,9 k€/an). Le chiffre d'affaires généré par le rééquipement et la maintenance est néanmoins récurrent et la base installée grandissant, la visibilité du business model se renforce.

Evolution du CA installation/magasin et du CA base installée/magasin (k€)

en k€	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	TCAM 2012/15
"CA installation"/magasin installé	62,5	61,3	39,0	42,5	42,4	40,4	24,3	42,0	-0,3%
"CA base installée"/magasin	8,0	7,4	6,1	6,3	5,6	5,4	5,3	5,3	-1,6%
dont CA rééquipement/magasin	6,5	5,8	4,8	5,2	4,6	4,5	4,2	4,5	-0,7%
dont CA maintenance/magasin	1,5	1,6	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	0,8	-6,0%

source: société / Euroland Corporate

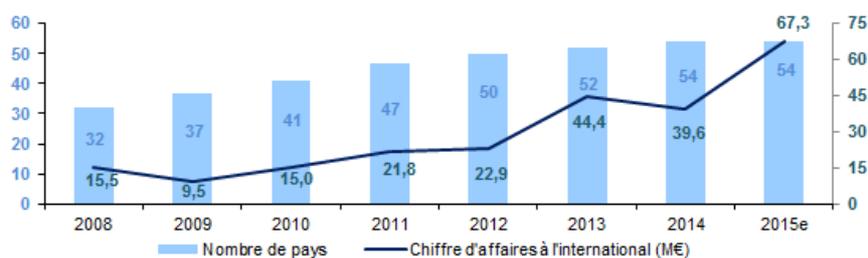
Magasin installé= nb de magasin installé en n. Magasin= base installée fin n-1 en nb de magasin

L'évolution du « chiffre d'affaires installation » ressort en légère baisse ces dernières années, notamment à cause d'une taille moyenne de magasin plus petite. Néanmoins, le rebond estimé en 2015 devrait se poursuivre compte tenu de l'accélération du déploiement des magasins connectés qui génère un chiffre d'affaires plus élevé par magasin.

La tendance à la baisse du « chiffre d'affaires base installée » par magasin est liée à l'intervention en hausse de partenaires étrangers avec lesquels SES travaille. Néanmoins, la technicité croissante des produits et l'âge de la base installée devrait renforcer le CA rééquipement/magasin et le CA maintenance/magasin installé.

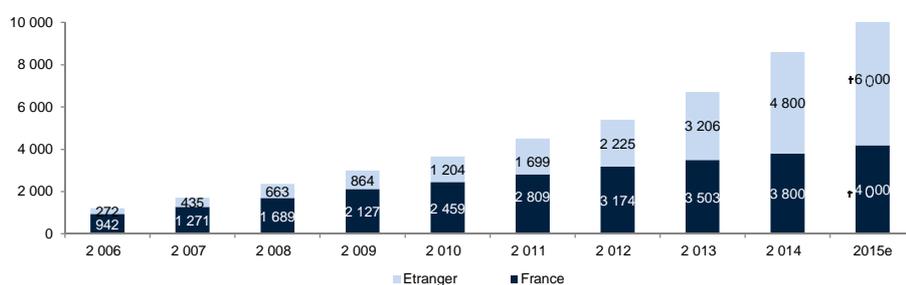
L'ouverture de nouveaux marchés à l'international est également un driver puissant de croissance. Sur les trois dernières années, SES-imagotag a affiché une croissance moyenne de 43,2% à l'international (vs +4,5% en France). Avec 67,3 M€ de chiffre d'affaires généré par l'international et une présence dans 54 pays, l'international représente désormais 59,6% du chiffre d'affaires 2015.

Nombre de pays couverts et chiffre d'affaires à l'international (M€)



source: société / Euroland Corporate

Répartition de la base installée par zone géographique

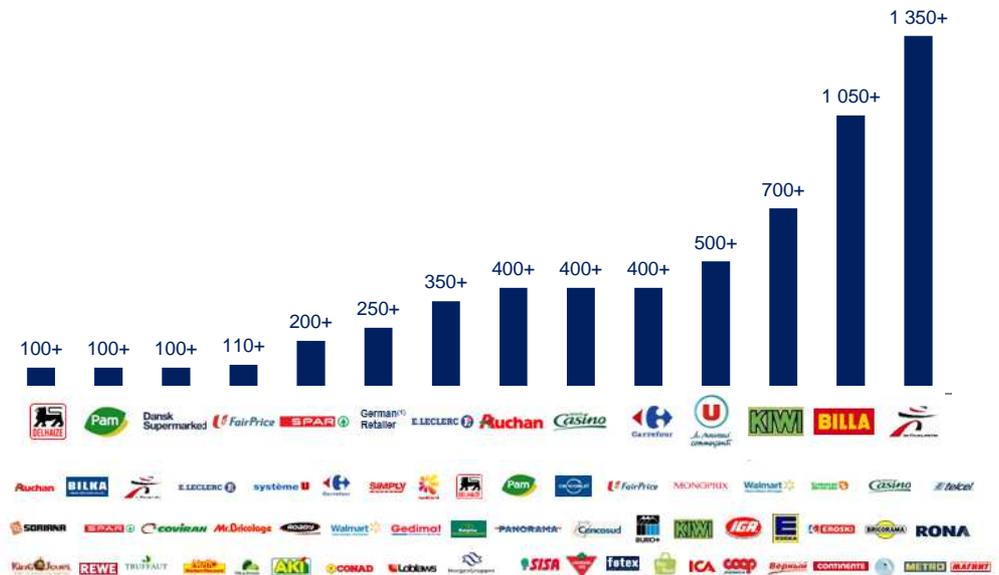


source: société / Euroland Corporate

Historiquement, SES-imagotag s'est tourné vers les grandes surfaces alimentaires de plus de 200 m², et plus particulièrement vers les réseaux indépendants (Intermarché, Leclerc, Système U) avec lesquels les partenariats étaient plus rapides à nouer qu'avec les enseignes intégrées. SES-imagotag a développé ensuite progressivement son chiffre d'affaires auprès de la distribution non alimentaire en commençant avec les surfaces de bricolage, les pharmacies et poursuit aujourd'hui sa diversification vers les jardinerie, les magasins de proximité, la cosmétique/parfumerie, l'électronique afin d'étoffer son portefeuille clients.

SES-imagotag travaille ainsi avec l'ensemble des grandes enseignes du secteur de la distribution dans le monde. La société fournit 10 des 30 plus grands distributeurs mondiaux et 30 des 100 plus grands.

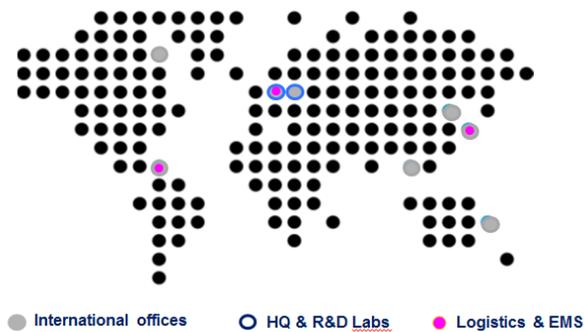
Clients dont la base installée est supérieure à 100 magasins



source: société / Euroland Corporate

Société fabless qui fait appel à des fournisseurs asiatiques et européens, SES-imagotag développe ses services commerciaux et logistiques localement afin d’être au plus près des attentes de ses clients.

Implantation de SES-imagotag dans le monde



source: société / Euroland Corporate

Le socle de la croissance de SES-imagotag repose sur ses investissements en R&D qui se sont intensifiés avec la mise en place du plan I3 en 2012. SES-imagotag dispose ainsi d’un panel large de produits dont l’objectif est d’apporter une offre électronique à forte valeur ajoutée aux distributeurs permettant toujours plus d’agilité, d’efficacité opérationnel et de relation avec le client final.

Une offre diversifiée et innovante

Les étiquettes de gondoles

Les étiquettes sont vendues en plusieurs formats, pour répondre au besoin de la distribution: le format classique de gondole, le format adapté au petit facing (rayon droguerie, hygiène, parfumerie, bricolage, pharmacie,...etc.), celui adapté au rayon fruits et légumes et le format étanche, spécifique à la gamme G-tag, pour les rayons humides et multimédia.

La S-tag, entrée de gamme historique de la société, propose une mise à jour dynamique et rapide des prix. Sa version améliorée la S-tag+ permet un affichage sur l'écran des données de gestion (stock, assortiment, date de livraison,...) et une mise à jour plus rapide grâce au haut débit.



La G-tag/G-tag+ se différencie de la S-tag par l'élimination des stickers et l'affichage de l'intégralité des informations. Elle est équipée d'un écran HD, paramétrable (différentes polices, QR code, logos,...etc.) et initiable à distance. La G-tag+ a la spécificité d'avoir un écran animé.



La E-tag color (blanc, noir, rouge) est la dernière innovation en date de SES-imagotag, grâce à l'acquisition d'Imagotag. Cet afficheur haut de gamme est basé sur les technologie d'encres électroniques.



NFC-tag: le magasin de demain

L'essor du e-commerce, les nouvelles exigences en matière de rapidité, d'information et de service, ont modifié la perception du consommateur. En réponse à ces nouvelles problématiques, SES-Imagotag a lancé sur le marché un nouveau type d'étiquettes électroniques: la NFC-tag. Le NFC (*near field communication*) ou communication en champ proche, permettant un échange de données sans fil sur une très courte distance. Ainsi le consommateur obtient toutes les informations qu'il souhaite (composition du produit, recettes, prix,...etc.), juste en approchant son smartphone du support, peut régler directement ses courses ou sauvegarder sa liste de courses. La NFC-tag permet une connexion entre la marque, le distributeur, le rayon et le consommateur. En 2014, SES-imagotag avait fourni près de 1 000 magasins connectés. Le principe du NFC s'adapte à toute la gamme commercialisée par SES-imagotag (S-tag, G-tag et E-tag).



SES-imagotag a développé deux technologies complémentaires au NFC-tag : le PPS (*Product Positioning System*) et le planogramme en temps réel (partenariat avec Atos).

- Le PPS est destiné à différents usages, la géolocalisation en magasin du smartphone du consommateur (parcours optimisé, localisation du produit,...) et pour les employés du magasin; une application afin d'optimiser la constitution des paniers pour le drive, ainsi que le rendement des produits sur la surface de vente.
- Le planogramme permet la géolocalisation dynamique des étiquettes en temps réel. Leur position est mémorisée et le logiciel modélise en 3D le suivi linéaire des rayons. Ce support fournit une solution de merchandising et de placement produit qui permet un gain de productivité important.

Le logiciel de gestion

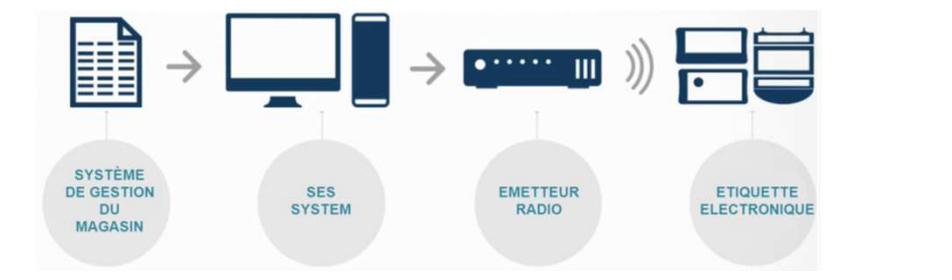
L'initialisation, la gestion et l'exploitation des données recueillies par les étiquettes SES-imagotag sont permises grâce au logiciel Jeegy développé en interne. Il dispose d'une architecture ouverte (compatible avec les principales bases de données et système d'exploitation) et est accessible depuis PC, tablettes et smartphones.

Cette plateforme propose huit modules indépendants qui peuvent être utilisés pour affiner la stratégie prix et marketing des enseignes.

La communication radio

La gestion et le pilotage de toutes les étiquettes électroniques reposent sur la transmission des données via une plate-forme radio de communication multifréquence (haute et basse fréquence, Wifi, BLE). Ce système évite les interférences et les réflexions de signal, il fonctionne quelle que soit la configuration du magasin. Il permet jusqu'à 30 000 actualisations de prix par heure.

Fonctionnement de la solution SES-imagotag



L'ensemble de ces innovations permettent à SES-imagotag de proposer une gamme étendue d'étiquettes à forte valeur ajoutée pour ses clients. La dernière gamme NFC entend prendre une place prépondérante dans le paysage de la distribution compte tenu de ses atouts économiques et marketing.

Caractéristiques des différentes étiquettes électroniques de gondole

	S-tag	S-tag +	G-tag	G-tag +	E-tag color	NFC-tag
Gestion automatisée des prix	X	X	X	X	X	X
données de gestion		X	X	X	X	X
Haut débit			X	X	X	X
0 papier (technologie TFT)			X	X	X	X
Ecran				Animé	Couleur/ e-paper	HD
Information client enrichie						X
Etiquette communiquant avec les smartphones						X

source : société / Euroland Corporate

Les fixations

SES-imagotag commercialise également les supports de fixation. Ceux-ci se divisent en trois catégories: les rails de fixation pour groupe d'étiquettes, les fixations pour étiquette individuelle et les PLV (publicité sur lieux de vente). En 2014, SES-imagotag a mis sur le marché un nouveau type de fixation: le « minirail easylock ». Celui-ci permet la fixation d'étiquettes de formats différents (mini, moyen, grand) sur le même support. Les étiquettes sont fixées grâce à une technologie développée et déposée par SES-imagotag: « Easylock ». Celle-ci garantit une protection efficace des étiquettes (vol, casse).

Le system Easylock et les différents types de support

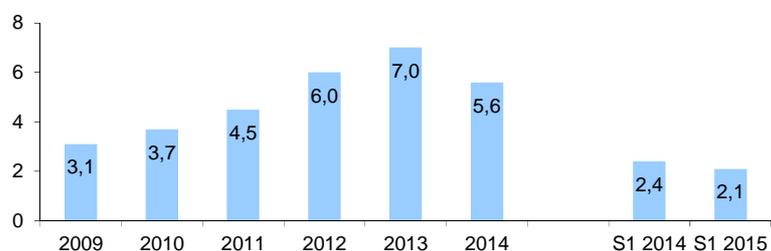


Compétitivité et rentabilité: des ambitions fortes

L'innovation est portée par les investissements

La période 2012-2014 est marquée par la mise en œuvre du plan I3 et la hausse des investissements en R&D de 65% par rapport à la période 2011-2013. L'accélération des efforts a permis la montée en valeur des étiquettes, du logiciel de gestion et des fixations SES-imagotag. La haute technicité des produits porte désormais la forte dynamique de l'activité.

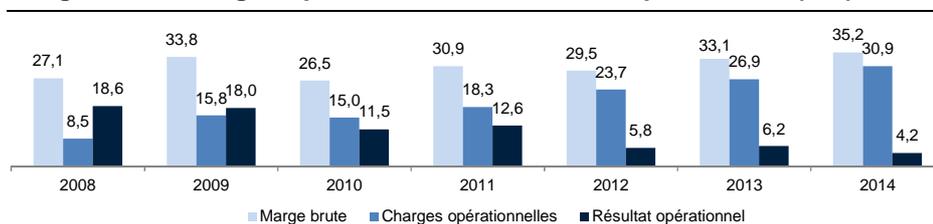
Montant des investissements R&D (M€)



source : société / Euroland Corporate

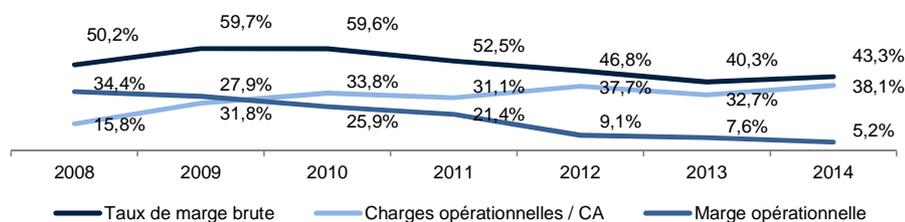
Le lancement du plan I3 en 2012 s'est accompagné d'une hausse des charges opérationnelles visant à accélérer l'implantation à l'international et les innovations produits. Compte tenu du temps de conquête de marché dans lequel se trouve la société (impliquant un taux de marge brute moins élevé que sur les grandes séries) ainsi que du poids de la concurrence, SES-imagotag oriente ses priorités vers une hausse de la productivité afin de contenir la baisse mécanique du taux de marge brute et de redresser sa rentabilité post phase de conquête. Compte tenu du fort levier opérationnel, la société devrait afficher une hausse significative de sa rentabilité dès 2016 selon nous.

Marge brute, charges opérationnelles et résultat opérationnel (M€)



source : société / Euroland Corporate

Taux marge brute, charges opérationnelles/CA et MOP (en % du CA)



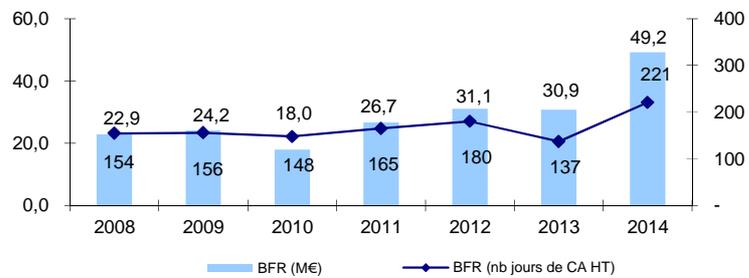
source : société / Euroland Corporate

Le résultat opérationnel courant « société » (hors nouveau siège social à Nanterre, déménagement nouvel entrepôt à Cergy, dépréciation d'actifs sur l'ancien siège) ressort en hausse en 2014 à 6,5 M€ (vs 6,2 M€ en 2013). Le résultat opérationnel d'Imagotag ressort à -0,6 M€ (consolidé depuis 01/06/2014).

Compétitivité et rentabilité en hausse

SES-imagotag s'est lancé dans la digitalisation de l'ensemble de l'entreprise afin d'améliorer sa scalabilité à l'étranger, sa productivité et son besoin en fonds de roulement. Elle s'est ainsi doté d'un ERP en 2014, d'un logiciel de gestion clients (Sidetrade) et a renforcé l'utilisation de son logiciel de vente (salesforce).

Evolution du BFR 2008-2014



source : société / Euroland Corporate

Concentré sur la préservation de la rentabilité et la baisse du BFR, celui-ci a atteint un niveau historique de 137 jours de CA en 2013. La forte hausse de 2014 est liée à des perturbations dues à la mise en place du nouvel ERP. Le BFR devrait revenir à un niveau plus bas dès 2015.

Perspectives stratégiques et financières

Avec le plan I3, SES-imagotag est parvenu à devenir un leader international innovant du secteur de l'étiquette électronique, à développer l'étiquette intelligente, à se doter d'outils de gestion adaptés à ses ambitions et à faire une acquisition stratégique technologiquement et géographiquement (Imagotag). La prochaine étape de développement se structure autour du plan « Leapfrog 2020 » qui anticipe une très forte croissance du marché (1,7 Mds\$ d'ici 2019, x 6,3 depuis 2013). SES-imagotag va accélérer ses investissements technologiques pour conforter sa position de leader, sa compétitivité industrielle et son développement à l'international.

D'ici 2020, SES-imagotag entend ainsi :

Afficher un TCAM du chiffre d'affaires de plus de 20%

Equiper 20 000 magasins

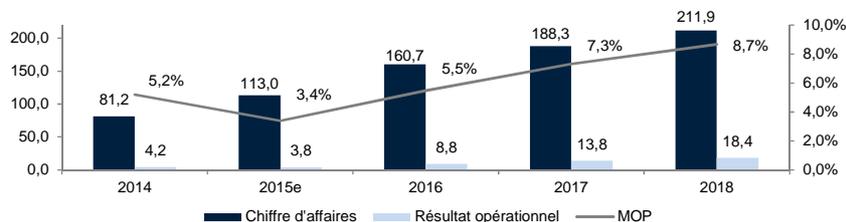
Réaliser plus de 75% du CA à l'international

Faire des Etats-Unis le premier pays à l'international

Réduire les opex en pourcentage du chiffre d'affaires

Réduire le BFR en pourcentage du chiffre d'affaires

Evolution du chiffre d'affaires et du résultat opérationnel 2014-2018e



source : Euroland Corporate

Une croissance dynamique attendue ces prochaines années

La croissance de SES-imagotag devrait rester très soutenue ces prochaines années. Nous attendons un TCAM du chiffre d'affaires de près de 24% entre 2015 et 2018. Le positionnement novateur de SES-imagotag a d'ores et déjà fait ses preuves avec la signature de contrats majeurs sur ses étiquettes NFC (35 M€ en juin 2015 et 98 M€ en fin d'année 2015 avec une enseigne allemande hors alimentaire).

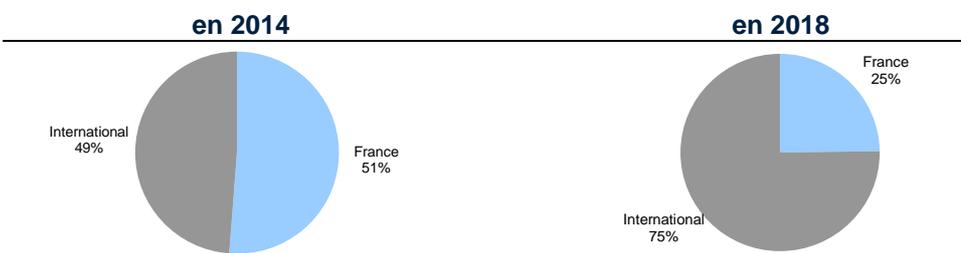
Afin de renforcer sa position de leader, SES-imagotag entend poursuivre ses investissements, notamment sur la partie logicielle, et promouvoir les offres locatives pour augmenter l'adhésion des nouveaux entrants.

SES-imagotag va construire une partie de sa croissance sur sa base clients actuelle regroupant une centaine d'enseignes et représentant un potentiel de croissance important (70 000 magasins) en terme de rééquipement et de maintenance.

Dans le même temps, SES-imagotag va développer ses partenariats à l'international afin de pénétrer de nouveaux marchés géographiques (Europe de l'est, Etats-Unis...) et de nouvelles verticales hors alimentaire.

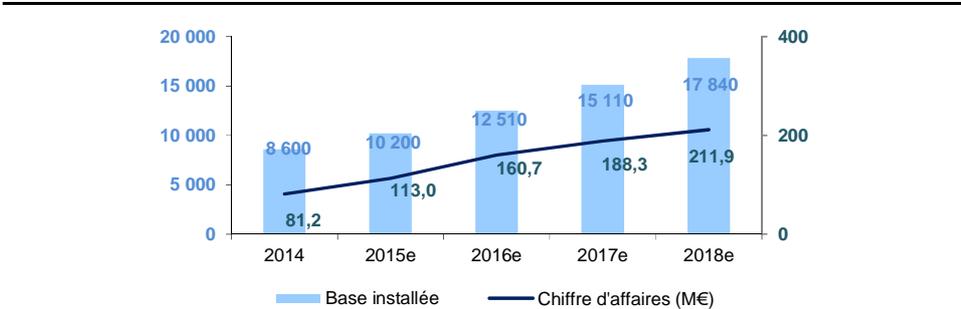
Nous attendons ainsi un chiffre d'affaires de plus de 210 M€ environ en 2018 (dont 75% à l'international).

Répartition géographique du chiffre d'affaires



source : Euroland Corporate

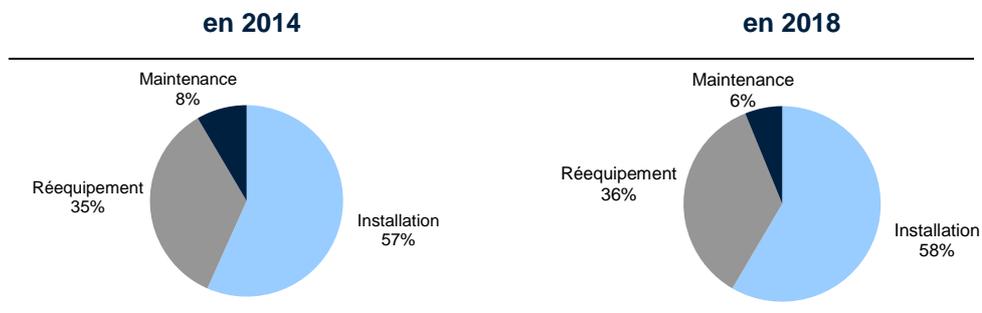
Evolution du chiffre d'affaires (M€) et de la base installée (nb magasins)



source : Euroland Corporate

Le chiffre d'affaires de SES-imagotag devrait être porté par la croissance de la base installée et la hausse du prix moyen des étiquettes installées. Nous attendons ainsi un chiffre d'affaires en croissance annuelle moyenne de près de 24,0% entre 2015 et 2018.

Répartition du chiffre d'affaires par activité

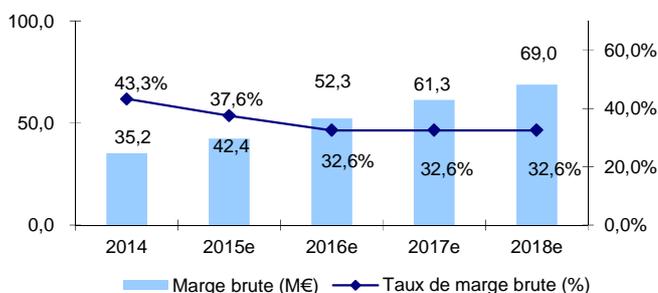


source : Euroland Corporate

Fort levier opérationnel et hausse de la rentabilité

La croissance de SES-imagotag sera accompagnée d'une hausse de la rentabilité compte tenu de la maîtrise attendue de ses coûts fixes (qui viendra largement compenser la baisse du taux de marge brute). A court et moyen terme le taux de marge brute devrait être défavorablement impacté par la volonté de prise de parts de marché et la négociation de contrats importants sur des produits à taux de marge plus bas.

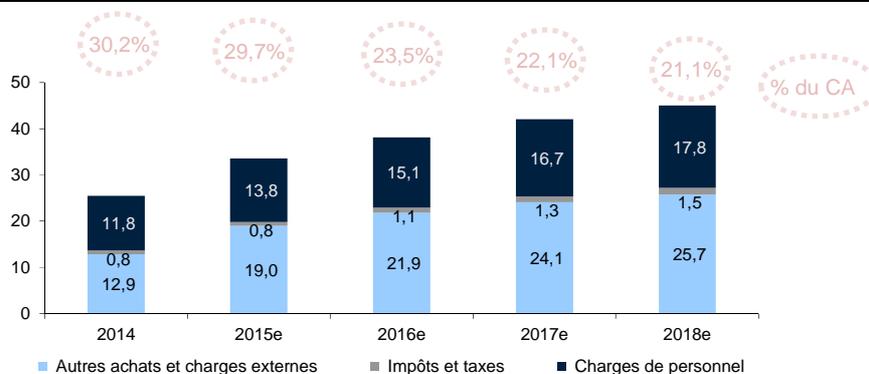
Evolution de la marge brute (M€) et du taux de marge brute (%)



source: société / Euroland Corporate

Par ailleurs, SES-imagotag affiche une forte sensibilité au dollar avec 80% des achats réalisés en dollar et environ 100% des ventes en euro. En 2015, les économies d'échelle et les couvertures dollar devraient toutefois permettre de compenser la hausse du dollar.

Evolution des principaux opex 2014-2018e



source: société / Euroland Corporate

Compte de résultat synthétique

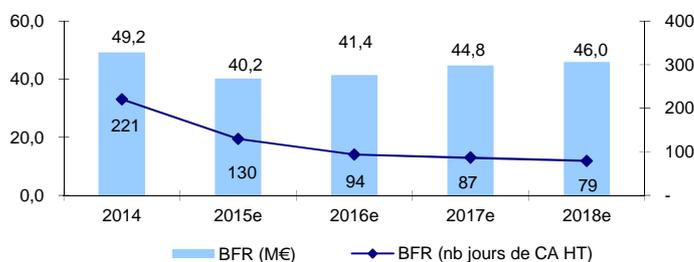
En M€	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Chiffre d'affaires	81,2	113,0	160,7	188,3	211,9
Taux de croissance	-1,3%	39,1%	42,2%	17,1%	12,5%
Marge brute	35,2	42,4	52,3	61,3	69,0
Taux de marge brute	43,3%	37,6%	32,6%	32,6%	32,6%
Frais de personnel	11,8	13,8	15,1	16,7	17,8
Frais généraux	17,2	24,9	28,4	30,9	32,8
Résultat opérationnel	4,2	3,8	8,8	13,8	18,4
Taux de marge opérationnelle	5,2%	3,4%	5,5%	7,3%	8,7%
Résultat financier	1,6	0,3	0,3	0,2	0,2
Impôts	2,6	1,4	3,0	4,6	6,1
Résultat net part du groupe	3,2	2,8	6,1	9,4	12,4
Marge nette	4,0%	2,4%	3,8%	5,0%	5,9%

source: Euroland Corporate

Un bilan toujours solide et une génération de cash flow en hausse

Avec des capitaux propres de 114,7 M€ et une trésorerie nette de 6,8 M€ à fin juin 2015, SES-imagotag présente un bilan solide qui va lui permettre de financer ses investissements sur les prochaines années. Les efforts d'optimisation du BFR (postes clients, stocks, choix de fournisseurs plus proches de la localisation des clients, mix géographique plus favorable avec la contribution des Etats-Unis à venir) devraient porter leurs fruits dès 2015. Nous attendons une amélioration significative du ratio BFR/CA à court terme.

Evolution du BFR 2014-2018e



source: Euroland Corporate

Compte tenu de la hausse des marges et de la maîtrise du BFR, la génération de cash flow opérationnel devrait s'améliorer et atteindre près de 14,0 M€ en moyenne entre 2015 et 2018. SES-imagotag devrait ainsi autofinancer ses investissements (6,5 M€ attendus en moyenne par an entre 2015 et 2020), les versements de compléments de prix 2016 liés à Imagotag et les remboursements d'emprunt.

Variation de la trésorerie de 2014 à 2018e

	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Marge Brute d'autofinancement	9,0	7,8	11,5	14,9	18,0
Variation de BFR	11,0	-9,0	1,2	3,3	1,3
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-2,0	16,8	10,2	11,6	16,7
Investissements corpo/incorpo nets	-8,7	-8,0	-6,0	-6,0	-6,0
Investissements financiers nets	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-14,2	-8,0	-6,0	-6,0	-6,0
Augmentation de capital	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	8,2	1,5	3,9	1,5	1,5
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	8,3	-1,5	-3,9	-1,5	-1,5
Variation de trésorerie	-7,9	7,3	0,3	4,1	9,2

source: Euroland Corporate

Valorisation

Nous valorisons SES-imagotag par la méthode des DCF compte tenu d'une part importante de l'activité qui affiche une bonne visibilité des cash flows; la maintenance et le rééquipement de la base installée (40% du CA 2015 selon nous).

Valorisation par les DCF

Nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- Croissance du chiffre d'affaires : nous retenons un taux de croissance annuel moyen de 23,3% de 2015 à 2018 compte tenu de la croissance des revenus liés à la base installée et la montée en puissance de l'offre à l'international. De 2018 à 2025, nous retenons un TCAM du CA de 10,1% puis un taux à l'infini conservateur de 2,0 %.
- Résultat d'exploitation : la marge d'exploitation devrait s'améliorer d'ici 2018 en raison de l'amélioration du fort effet de levier opérationnel de SES-imagotag. La marge opérationnelle est ainsi attendue à 8,7% en 2018. Nous prenons, par la suite, l'hypothèse d'une marge s'ajustant à 11,0% en 2025.
- Investissements : nous faisons l'hypothèse d'un niveau d'investissement de renouvellement et de développement de l'ordre de 2,5% du chiffre d'affaires par an jusqu'en 2024 pour financer l'innovation produits.
- BFR : nous retenons un niveau de BFR de près de 21,0% du chiffre d'affaires hors taxe.
- Dette financière nette : prise en compte de celle du 30/06/2015 (-6,8 M€)

• Synthèse des hypothèses de calcul du cmprc

Taux sans risque (OAT 10 ans)	0,7%
Prime de risque	5,5%
Bêta sans dette	1,6
Bêta endetté	1,6
Coût des capitaux propres	9,5%
Coût de la dette après impôt	2,0%
Coût moyen pondéré du capital	9,5%
Taux de croissance à l'infini	2,0%

source : Euroland Corporate

•Tableau des flux prévisionnels 2016e-2025e

En M€	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	160,7	188,3	211,9	238,5	268,4	302,0	339,9	373,9	400,1	416,1
<i>Taux de croissance</i>	42,2%	17,1%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	10,0%	7,0%	4,0%
Résultat opérationnel courant	8,8	13,8	18,4	21,8	25,5	29,7	34,6	39,3	43,5	45,6
<i>Taux de marge opérationnelle courante</i>	5,5%	7,3%	8,7%	9,2%	9,5%	9,8%	10,2%	10,5%	10,9%	11,0%
- Impôts	2,9	4,6	6,1	7,3	8,5	9,9	11,5	13,1	14,5	15,2
+ DAP nettes	5,4	5,5	5,6	6,3	7,1	8,0	9,0	9,9	10,6	11,0
Cash Flow opérationnel	11,3	14,7	17,8	20,9	24,1	27,8	32,0	36,1	39,5	41,4
- Variation du BFR	1,2	3,3	1,3	5,2	5,8	6,4	7,2	6,4	4,8	2,9
- Investissements opérationnels	-6,0	-6,0	-6,0	-6,1	-6,8	-7,7	-8,7	-9,5	-10,2	-10,6
Free Cash Flows opérationnels	4,0	5,4	10,6	9,6	11,5	13,7	16,2	20,2	24,5	27,8

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	8,5%	21,7	22,7	24,0	25,4	27,1
	9,0%	20,0	20,9	21,9	23,1	24,5
	9,5%	18,6	19,3	20,2	21,2	22,3
	10,0%	17,3	17,9	18,7	19,5	20,4
	10,5%	16,2	16,7	17,3	18,0	18,8

source: Euroland Corporate

Notre valorisation de SES-imagotag par DCF ressort à 20,20 € par action avec un cmcp à 9,45% et une croissance à l'infini de 2,0%.

A titre d'information, SES affiche une prime sur les ratios de valorisation de son principal concurrent coté en bourse Pricer (suédois), compte tenu de ses fortes perspectives de croissance et de hausse de rentabilité.

Éléments financiers

Compte de résultat

En M€	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Chiffre d'affaires	44,4	59,0	63,0	82,3	81,2	113,0	160,7	188,3	211,9
<i>Croissance</i>	-21,6%	32,7%	6,8%	30,6%	-1,3%	39,1%	42,2%	17,1%	12,5%
Autres produits	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Produits d'exploitation	44,8	59,0	63,0	82,3	81,2	113,0	160,7	188,3	211,9
Achats consommés	17,9	28,0	33,5	49,1	46,1	70,6	108,4	127,0	142,9
Marge brute		30,9	29,5	33,1	35,2	42,4	52,3	61,3	69,0
<i>Taux de marge brute (marge brute/ du CA)</i>		52,5%	46,8%	40,3%	43,3%	37,6%	32,6%	32,6%	32,6%
Autres achats et charges externes	5,9	7,3	10,0	12,2	12,9	19,0	21,9	24,1	25,7
Impôts et taxes	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	1,1	1,3	1,5
Charges de personnel	6,8	8,1	9,3	11,2	11,8	13,8	15,1	16,7	17,8
Autres charges	0,0	0,4	-0,7	0,4	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Excédent Brut d'Exploitation	13,3	15,3	8,8	9,4	8,7	8,9	14,2	19,3	23,9
<i>Marge d'EBE (EBE/CA)</i>	30,0%	26,0%	13,9%	11,4%	10,8%	7,9%	8,8%	10,2%	11,3%
DAP nettes	1,8	2,7	3,0	3,2	4,5	5,1	5,4	5,5	5,6
Résultat opérationnel	11,5	12,6	5,8	6,2	4,2	3,8	8,8	13,8	18,4
<i>Marge opérationnelle (ROP/CA)</i>	25,9%	21,4%	9,1%	7,6%	5,2%	3,4%	5,5%	7,3%	8,7%
Résultat financier	1,0	0,7	0,6	-0,5	1,6	0,3	0,3	0,2	0,2
Résultat avant impôt	12,5	13,3	6,4	5,8	5,8	4,1	9,1	14,0	18,5
Impôts sur les sociétés	3,7	4,6	2,3	1,9	2,6	1,4	3,0	4,6	6,1
<i>Taux d'IS apparent</i>	29,7%	34,8%	35,6%	33,3%	44,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Résultat net des entreprises intégrées	8,3	8,7	4,1	3,9	3,2	2,8	6,1	9,4	12,4
<i>Marge nette</i>	18,7%	14,8%	6,5%	4,7%	4,0%	2,4%	3,8%	5,0%	5,9%
Quote part dans les résultats des SME	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net de l'ensemble consolidé	8,3	8,7	4,1	3,9	3,2	2,8	6,1	9,4	12,4
Intérêts minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net Part du Groupe publié	8,3	8,7	4,1	3,9	3,2	2,8	6,1	9,4	12,4
<i>Marge nette pg</i>	18,7%	14,8%	6,5%	4,7%	4,0%	2,4%	3,8%	5,0%	5,9%

Bilan

En M€	2 011	2 012	2 013	2 014	2015e	2016e	2017e	2018e
Immobilisations incorporelles	14,4	17,6	21,3	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
Immobilisations corporelles	1,2	1,5	2,0	2,8	5,6	6,2	6,7	7,1
Immobilisations financières	0,2	0,3	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Ecart d'acquisition	15,6	15,6	15,6	32,4	32,4	32,4	32,4	32,4
Impôts différés actifs	0,3	0,3	0,7	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Autres actifs non courants	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Actifs non courants	31,7	35,2	40,0	62,2	64,9	65,5	66,0	66,4
Stocks et en-cours	19,0	21,7	30,1	34,7	35,0	41,7	47,0	50,8
Clients et comptes rattachés	20,7	22,5	21,5	23,9	25,0	31,7	34,9	36,7
Autres actifs courants	1,2	4,3	3,2	9,8	8,5	8,9	10,5	11,8
Actifs courants	75,3	73,1	77,0	84,5	92,2	106,4	120,4	136,6
VMP et Trésorerie	34,4	24,7	22,2	16,2	23,7	24,0	28,1	37,3
Total Actif	107,0	108,4	116,9	146,7	157,2	171,9	186,5	203,0
Capitaux propres part du groupe	90,7	88,9	90,7	111,0	113,7	119,8	129,2	141,6
Intérêts minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passifs non courants hors dettes financières	2,1	2,1	2,4	5,2	5,2	2,8	2,8	2,8
Emprunts et dettes financières	0,0	0,0	0,0	11,3	9,8	8,3	6,8	5,3
Dont part à moins d'un an	0,0	0,0	0,0	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Dettes fournisseurs	10,1	13,1	13,9	13,2	20,1	29,2	33,8	37,8
Autres passifs courants	4,1	4,2	10,0	5,9	8,3	11,8	13,8	15,5
Total Passif	107,0	108,4	116,9	146,7	157,2	171,9	186,5	203,0

Tableau de flux de trésorerie

En M€	2 011	2 012	2 013	2 014	2015e	2016e	2017e	2018e
Marge Brute d'autofinancement	11,6	4,5	7,7	9,0	7,8	11,5	14,9	18,0
Variation de BFR	8,1	2,8	3,0	11,0	-9,0	1,2	3,3	1,3
Flux net de trésorerie généré par l'activité	3,5	1,8	4,7	-2,0	16,8	10,2	11,6	16,7
Acquisition d'immobilisations	-4,8	-5,9	-7,4	-8,7	-8,0	-6,0	-6,0	-6,0
Cession d'immobilisations	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de périmètre	0,0	0,0	0,0	-5,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers nets	-0,5	0,4	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-5,3	-5,6	-7,0	-14,2	-8,0	-6,0	-6,0	-6,0
Augmentation de capital	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Emission d'emprunt	0,0	0,0	0,0	8,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Remboursement d'emprunt	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,5	-3,9	-1,5	-1,5
Dividendes versés	-0,1	-5,9	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux de trésorerie liés au financement	0,0	-5,9	-0,2	8,3	-1,5	-3,9	-1,5	-1,5
Variation de trésorerie	-1,8	-9,7	-2,5	-7,9	7,3	0,3	4,1	9,2

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 17/02/2016

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