

Accumuler	Potentiel	12%
Objectif de cours	24,20 € (vs 22,40 €)	
Cours au 28/07/2016 (c)	21,62 €	
Euronext Paris Comp B		
Reuters / Bloomberg	SESL.PA / SESLFP	

SES-imagotag

Électronique

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	48,1%	-0,1%	-1,7%	80,2%
Perf CAC Small	-3,5%	5,0%	0,0%	-3,4%

Informations boursières (en M €)	
Capitalisation (M €)	252,2
Nb de titres (en millions)	11,7
Volume 12 mois (titres)	10 142
Extrêmes 12 mois	11,52 € / 24,39 €

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

Données financières (en M €)				
Au 31/12	2015	2016e	2017e	2018e
CA	111,2	165,3	192,5	216,6
var %	36,9%	48,6%	16,4%	12,5%
EBE	7,6	14,7	19,5	24,2
%CA	6,9%	8,9%	10,1%	11,2%
ROC	4,5	9,1	13,8	18,4
%CA	4,0%	5,5%	7,2%	8,5%
RN pdg	13	6,3	9,4	12,4
%CA	12%	3,8%	4,9%	5,7%
Bnpa (€)	0,11	0,54	0,81	1,06
Gearing (%)	-15%	-18%	-22%	-28%
ROCE (%)	5%	9%	13%	18%
ROE (%)	1%	5%	7%	9%
Dette nette	-17,0	-20,9	-27,7	-39,2
Dividende n	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0%	0%	0%	0%

Ratios				
	2015	2016e	2017e	2018e
VE/CA (x)	2,1	1,4	1,2	1,0
VE/EBE (x)	30,9	15,7	11,5	8,8
VE/ROC (x)	52,3	25,4	16,2	11,6
PE (x)	194,6	40,0	26,8	20,3

Analyste :
Hermès Dolianitis
01 44 70 20 73
hdolianitis@elcorp.com

Un CA S1 en hausse de +113%

Publication du chiffre d'affaires S1 2016

SES-imagotag a publié un très bon CA S1 2016 à 85,0 M€ (+112,5%), au-dessus de nos attentes (74,8 M€e). L'activité se porte aussi bien en France (+64,9% à 32,0 M€), qu'à l'international (+157,3% à 53,0 M€) grâce aux prises de commandes réalisées fin 2015 / début 2016. Le management confirme sa guidance de croissance de CA 2016 entre 30% et 50% ainsi qu'une amélioration de la MOC.

Commentaires

Séquentiellement, le T2 ressort encore à la hausse de +118,9% à 52,1 M€ après un T1 déjà en forte augmentation de +103,1%. Sur la France, SES-imagotag affiche son meilleur trimestre à 17,4 M€ (+69,0%) tandis que l'international réalise un CA de 34,7 M€, en progression de 157,0%.

Ce chiffre d'affaires semestriel record (CA S1 > CA 2014) a bénéficié en France des contrats de déploiement sur le segment alimentaire (Casino) et non alimentaire (Sephora) ainsi que des ventes réalisées auprès de la grande distribution indépendante. A l'international, la croissance de +157,3% à 53,0 M€ (62,0% du CA total) est tirée par l'accélération du déploiement du contrat signé avec un grand distributeur allemand (fin de livraison prévu pour début 2017). Ce dernier souhaite bénéficier au plus vite de l'avantage concurrentiel que peut lui apporter la solution de SES-imagotag. L'Europe est le principal contributeur de CA à l'international avec des contrats en Allemagne, en Scandinavie (Spar et Jysk), en Italie et en Espagne.

Les prises de commandes sur le S1 sont en retrait de -24,0% à 76 M€ mais restent soutenues en volume. De nouveaux contrats ont été signés avec les Groupe Casino et Sephora pour la France. A l'international, le Groupe Jysk monte en charge tandis que SES signe une nouvelle grande enseigne de produits électrodomestiques.

Aux Etats-Unis, la nouvelle stratégie déployée afin de mieux répondre aux attentes des clients semble porter ses fruits au regard de la signature de 30 nouveaux magasins et de la mise en place de nouveaux pilotes qui permettent d'entrevoir de belles perspectives sur ce marché.

En confirmant sa guidance de croissance de CA entre 30% et 50%, le groupe attend une croissance moins forte au S2 en raison d'un effet de base exigeant (+74,4 % au S2 2015). Suite à cette publication, nous sommes confiants dans la capacité du groupe à délivrer sa guidance. Par conséquent, nous revoyons nos estimations 2016 à la hausse avec un CA de 165,3 M€ (vs 160,7 M€ précédemment) et un ROC de 9,1 M€ (vs 8,8 M€ précédemment).

Recommandation

Suite à cette publication et à l'actualisation de nos modèles, notre objectif de cours ressort à 24,20 € (vs 22,40 €) compte tenu d'une baisse du taux sans risque. Notre recommandation reste à Accumuler.

Compte de résultat (M€)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Chiffre d'affaires	82,3	81,2	111,2	165,3	192,5	216,6
Excédent brut d'exploitation	9,4	8,7	7,6	14,7	19,5	24,2
Résultat opérationnel courant	6,2	6,5	4,5	9,1	13,8	18,4
Résultat opérationnel	6,2	4,2	2,7	9,1	13,8	18,4
Résultat financier	-0,5	1,6	-0,8	0,3	0,2	0,2
Impôts	1,9	2,6	0,6	3,1	4,6	6,1
Mise en équivalence	0,0	0,0	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	3,9	3,2	1,3	6,3	9,4	12,4
Bilan (M€)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Actifs non courants	40,0	62,2	64,9	65,3	65,6	65,8
<i>dont goodwill</i>	15,6	32,4	32,4	32,4	32,4	32,4
BFR	30,9	49,2	36,3	38,1	40,4	41,1
Disponibilités + VMP	22,2	16,2	32,6	32,5	37,8	47,8
Capitaux propres	90,7	111,0	112,1	118,4	127,8	140,2
Emprunts et dettes financières	0,0	11,3	15,5	11,6	10,1	8,6
Total Bilan	116,9	146,7	166,9	186,3	202,2	220,0
	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Marge Brute d'autofinancement	7,7	9,0	6,8	11,9	15,1	18,2
Variation de BFR	3,0	11,0	-12,7	1,8	2,3	0,7
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	4,7	-2,0	19,6	10,1	12,8	17,5
Investissements corpo/incorpo nets	-7,4	-8,7	-8,4	-6,0	-6,0	-6,0
Investissements financiers nets	0,4	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-7,0	-14,2	-8,5	-6,0	-6,0	-6,0
Augmentation de capital	0,0	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	8,2	6,0	3,9	1,5	1,5
Dividendes versés	-0,2	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	-0,2	8,3	7,1	-3,9	-1,5	-1,5
Variation de trésorerie	-2,5	-7,9	18,2	0,2	5,3	10,0
Ratios (%)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Variation chiffre d'affaires	30,6%	-1,3%	36,9%	48,6%	16,4%	12,5%
Marge EBE	11%	11%	7%	9%	10%	11%
Marge opérationnelle courante	8%	8%	4%	6%	7%	8%
Marge opérationnelle	8%	5%	2%	6%	7%	8%
Marge nette	5%	4%	1%	4%	5%	6%
Capex/CA	-9%	-11%	-8%	-4%	-3%	-3%
BFR/CA	38%	61%	33%	23%	21%	19%
ROCE	9%	6%	5%	9%	13%	18%
ROCE hors GW	12%	8%	7%	13%	19%	26%
ROE	4%	3%	1%	5%	7%	9%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ratios d'endettement	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Gearing (%)	-24%	-4%	-15%	-18%	-22%	-28%
Dettes nette/EBE	-2,4	-0,6	-2,2	-1,4	-1,4	-1,6
EBE/charges financières	19,8	-5,5	9,4	-49,0	-95,1	-150,6
Valorisation	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Nombre d'actions (en millions)	11,0	11,6	11,7	11,7	11,7	11,7
Nombre d'actions moyen (en millions)	11,0	11,3	11,7	11,7	11,7	11,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	14,95	13,77	21,6	21,6	21,6	21,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	164,8	155,9	252,2	252,2	252,2	252,2
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-22,2	-4,8	-17,0	-20,9	-27,7	-39,2
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres ajustements	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)+(5)	142,6	151,1	235,1	231,3	224,5	213,0
PER	42,8	48,0	194,6	40,0	26,8	20,3
EV/EBE	15,1	17,3	30,9	15,7	11,5	8,8
EV/ROC	22,8	23,2	52,3	25,4	16,2	11,6
EV/CA	1,7	1,9	2,1	1,4	1,2	1,0
P/B	1,8	1,4	2,2	2,1	2,0	1,8
Données par action	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bnpa	0,35	0,28	0,11	0,54	0,81	1,06
Book value/action	8,2	9,6	9,6	10,1	11,0	12,0
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Système de recommandations :

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

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

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

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

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

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

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

Historique de recommandations

Achat : (-)

Accumuler : Depuis le 17/02/2016

Neutre : (-)

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 avec ou non liquidité

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 Etats-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