

Neutre (vs Accumuler)	Potentiel	3,5%
Objectif de cours	30,00 € (vs 30,50 €)	
Cours au 31/08/2017 (c)	28,99 €	
Euronext Paris Comp B		
Reuters / Bloomberg	SESL.PA / SESLFP	

SES-imagotag

Électronique

Une rentabilité en deçà de nos attentes

Publication des résultats S1 2017

Après la publication de son chiffre d'affaires en juillet dernier (95,4 M€), SES-imagotag publie des résultats en-dessous de nos attentes avec un EBE de 7,3 M€ (vs 8,2 M€ au S1 2016 ajusté), grevé principalement par les charges courantes liées à l'intégration des acquisitions de PDi et de Findbox ainsi que celles liées au développement rapide à l'international. Le résultat opérationnel est quant à lui diminué de 2,4 M€ par des charges non courantes (dont 1,4 M€ pour le plan d'AGA) et ressort à 1,0 M€ (vs 4,2 M€ au S1 2016 ajusté). Le RN ressort à 0,7 M€ (vs 1,5 M€ en 2016 ajusté). Le management maintient ses ambitions 2020 de CA compris entre 400 M€ et 500 M€ et de marge d'EBE entre 15% et 20%.

Commentaires

La marge sur coûts variables de SES-imagotag ressort en hausse de 16,9% à 24,9 M€ (+3,6 M€, TMCV de 26,1% vs 24,8% au S1 2016) et bénéficie de la contribution de PDi, venant contrebalancer l'impact de la baisse des prix sur le taux de marge historique (intensité concurrentielle en hausse).

La hausse de la MCV n'a, elle, pas compensé celle de 4,5 M€ des charges d'exploitation liée: 1/ à l'intégration des entités PDi et Findbox (2,0 M€), 2/ aux efforts d'expansion à l'international (recrutement, marketing, frais de déplacement). L'EBE ressort ainsi à 7,3 M€ et le ROC à 3,4 M€ (avec des DAP en hausse de 0,8 M€ à 3,9 M€).

Dans le même temps, SES-imagotag a enregistré des charges non courantes de 2,4 M€ dont 1,4 M€ de frais liés au plan d'AGA. Si l'opération capitalistique avec BOE Technology aboutit (le management est confiant sur le lancement de l'OPA fin septembre/début octobre 2017), SES-imagotag pourrait enregistrer 10,6 M€ de frais non courants non cash d'AGA supplémentaires sur le S2 2017.

En termes de perspectives à court terme, le management annonce un S2 inférieur au S1 2017 compte tenu d'un portefeuille clients qui attend désormais la disponibilité des nouvelles étiquettes « G2 Fusion », lancées en septembre 2017 et dont la production devrait battre son plein fin T1 2018. Ces décalages de commandes vont affecter le CA S2 2017 que l'on attend désormais en baisse de 10,5% (CA 2017 de 176,9 M€, stable vs 2016). Compte tenu de la publication, nous prenons en compte un niveau de charges un peu supérieur à celui anticipé et attendons désormais un EBE 2017 de 14,3 M€ (vs 17,4 M€ précédemment) et un ROC 2017 de 6,5 M€ (vs 9,4 M€).

Le S1 et, dans une plus large mesure, le S2 2018 devraient renouer avec la croissance compte tenu de la mise en place de la nouvelle gamme de produits, de la montée en puissance attendue à l'international (Europe, Asie, Etats-Unis) et de la diversification des verticales clients. Nous attendons un CA 2018 en hausse de 27,3% à 225,3 M€ (vs 238,8 M€ précédemment). L'accélération de l'optimisation des coûts (projet interne « Fire ») ainsi que les économies d'échelles réalisées sur l'unique nouvelle gamme devraient permettre à SES-imagotag d'afficher une amélioration de sa marge d'EBE de 1,7 pts selon nous à 9,8%.

A moyen terme, SES-imagotag confirme son plan Leapfrog 2020 avec un CA compris entre 400 M€ et 500 M€ et une marge d'EBE entre 15% et 20%.

Recommandation

Suite à cette annonce, notre objectif de cours passe à 30,00 € (vs 30,50 €) et notre recommandation reste passe à Neutre (vs Accumuler).

Prochaine publication: CA T3 2017, le 8 novembre 2017

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	6,3%	0,4%	-4,4%	26,8%
Perf CAC Small	14,4%	-1,0%	-1,9%	26,7%

Informations boursières (en M €)

Capitalisation (M €)	373,0
Nb de titres (en millions)	12,9
Volume 12 mois (titres)	13 463
Extrêmes 12 mois	20,70 € / 35,03 €

Actionnariat

Chequers	18,2%
Tikehau Capital Partners	14,2%
Sycomore	7,0%
Phison Capital	4,9%
Pechel Industries	6,1%
Flottant	49,7%

Données financières (en M €)

Au 31/12	2016	2017e	2018e	2019e
CA	176,9	176,9	225,3	300,3
var %	59,1%	0,0%	27,3%	33,3%
EBE	15,3	14,3	22,1	34,9
%CA	8,7%	8,1%	9,8%	11,6%
ROC	9,6	6,5	13,1	24,9
%CA	5,4%	3,7%	5,8%	8,3%
RN pdg	4,6	-4,3	8,8	16,6
%CA	2,6%	-2,4%	3,9%	5,5%
Bnpa (€)	0,36	-0,34	0,68	1,29
Gearing (%)	-5%	2%	8%	14%
ROCE (%)	8%	5%	9%	15%
ROE (%)	4%	-4%	7%	11%
Dette nette	-6,3	2,2	11,0	20,6
Dividende n	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0%	0%	0%	0%

Ratios

	2016	2017e	2018e	2019e
VE/CA (x)	1,5	2,1	1,7	1,3
VE/EBE (x)	17,6	26,2	17,3	11,3
VE/ROC (x)	28,2	57,7	29,2	15,8
PE (x)	60,0	ns	42,4	22,5

Analyste :

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

Compte de résultat (M€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Chiffre d'affaires	81,2	111,2	176,9	176,9	225,3	300,3
Excédent brut d'exploitation	8,7	7,6	15,3	14,3	22,1	34,9
Résultat opérationnel courant	6,5	4,5	9,6	6,5	13,1	24,9
Résultat opérationnel	4,2	2,7	8,6	-6,5	13,1	24,9
Résultat financier	1,6	-0,8	-1,9	0,0	0,0	-0,1
Impôts	2,6	0,6	2,1	-2,1	4,3	8,2
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	3,2	1,3	4,6	-4,3	8,8	16,6
Bilan (M€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Actifs non courants	62,2	64,9	76,1	81,1	86,6	92,6
<i>dont goodwill</i>	32,4	32,4	32,4	32,4	32,4	32,4
BFR	49,2	36,3	49,4	48,5	60,6	80,7
Disponibilités + VMP	16,2	32,6	33,3	53,3	43,0	32,9
Capitaux propres	111,0	112,1	125,4	121,0	129,8	146,4
Emprunts et dettes financières	11,3	15,5	27,0	55,5	54,0	53,5
Total Bilan	146,7	166,9	202,9	227,0	246,4	281,2
	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Marge Brute d'autofinancement	9,0	6,8	11,6	3,5	17,8	26,6
Variation de BFR	11,0	-12,7	7,4	-0,9	12,1	20,2
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-2,0	19,6	4,1	4,4	5,7	6,4
Investissements corpo/incorpo nets	-8,7	-8,4	-12,8	-12,8	-14,5	-16,0
Investissements financiers nets	0,1	-0,1	-0,8	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-14,2	-8,5	-15,9	-12,8	-14,5	-16,0
Augmentation de capital	0,1	0,4	1,4	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	8,2	6,0	11,0	31,5	1,5	0,5
Dividendes versés	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	8,3	7,1	12,4	28,5	-1,5	-0,5
Variation de trésorerie	-7,9	18,2	0,6	20,0	-10,3	-10,1
Ratios (%)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Variation chiffre d'affaires	-1,3%	36,9%	59,1%	0,0%	27,3%	33,3%
Marge EBE	11%	7%	9%	8%	10%	12%
Marge opérationnelle courante	8%	4%	5%	4%	6%	8%
Marge opérationnelle	5%	2%	5%	-4%	6%	8%
Marge nette	4%	1%	3%	-2%	4%	6%
Capex/CA	-11%	-8%	-7%	-7%	-6%	-5%
BFR/CA	61%	33%	28%	27%	27%	27%
ROCE	6%	5%	8%	5%	9%	15%
ROCE hors GW	8%	7%	11%	7%	12%	18%
ROE	3%	1%	4%	-4%	7%	11%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Gearing (%)	-4%	-15%	-5%	2%	8%	14%
Dettes nette/EBE	-0,6	-2,2	-0,4	0,2	0,5	0,6
EBE/charges financières	-5,5	9,4	8,0	-332,3	1 605,8	388,2
Valorisation	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Nombre d'actions (en millions)	11,6	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	11,3	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	13,8	12,5	21,5	29,0	29,0	29,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	155,9	160,9	276,7	372,9	372,9	372,9
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	-4,8	-17,0	-6,3	2,2	11,0	20,6
(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)	151,1	143,8	270,4	375,1	383,9	393,5
PER	48,0	124,1	60,0	-86,2	42,4	22,5
EV/EBE	17,3	18,9	17,6	26,2	17,3	11,3
EV/ROC	23,2	32,0	28,2	57,7	29,2	15,8
EV/CA	1,9	1,3	1,5	2,1	1,7	1,3
P/B	1,4	1,4	2,2	3,1	2,9	2,5
Données par action	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Bnpa	0,28	0,10	0,36	-0,34	0,68	1,29
Book value/action	9,6	8,7	9,7	9,4	10,1	11,4
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'analyse ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations

Achat : (-)

Accumuler : Du 19/06/2016 au 22/09/2016 et du 28/07/2017 au 31/08/2017

Neutre : Du 27/02/2017 au 27/07/2017 et depuis le 01/09/2017

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : du 23/09/2016 au 26/02/2017

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 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