

Neutre	<i>Potentiel</i>	4,9%
Objectif de cours	29,70 € (vs 28,50 €)	
Cours au 18/09/2018 (c)		28,30 €
Euronext Paris Comp B		
Reuters / Bloomberg	SESL.PA / SESLFP	

SES-imagotag

Électronique

Résultats S1 2018 en ligne et ambitions renouvelées

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-5,2%	0,0%	-5,2%	-3,4%
Perf CAC Small	-6,6%	-1,1%	-6,6%	-3,5%

Informations boursières (en M €)

Capitalisation (M€)	406,9
Nb de titres (en millions)	14,4
Volume 12 mois (titres)	23 459
Extrêmes 12 mois	23,60 € / 30,90 €

Actionnariat

BOE Smart Retail	79,9%
Oddo BHF AM	3,7%
E ink	
Flottant	16,4%

Données financières (en M €)

	2017	2018e	2019e	2020e
CA	152,9	188,8	236,0	299,7
var %	-13,6%	23,5%	25,0%	27,0%
EBE	-14,6	7,3	21,2	40,9
%CA	-9,6%	3,9%	9,0%	13,6%
ROC	-21,0	-3,1	10,7	30,4
%CA	-13,7%	-1,7%	4,5%	10,2%
RN pdg	-211	-19	7,1	20,3
%CA	-13,8%	-1,0%	3,0%	6,8%
Bnpa (€)	-1,47	-0,13	0,49	1,41
Gearing (%)	10%	0%	5%	0%
ROCE (%)	-14%	-2%	6%	16%
ROE (%)	-16%	-1%	4%	11%
Dette nette	13,4	0,8	8,5	-0,8
Dividende n	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0%	0%	0%	0%

Ratios

	2017	2018e	2019e	2020e
VE/CA (x)	2,9	2,2	1,8	1,4
VE/EBE (x)	ns	55,7	19,6	9,9
VE/ROC (x)	ns	63,8	38,8	13,3
PE (x)	ns	111,1	27,2	28,2

Analyste :

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

Publication des résultats S1 2018

SES-imagotag fait suite à la publication de son CA S1 2018 à 81,2 M€ (-14,9%) en août dernier et communique sur un ROC de -5,0 M€ (vs 3,4 M€ au S1 2017) grevé par une baisse du taux de marge sur coûts variables de 0,2 pt à 25,9% et par une hausse des opex de 3,3 M€ (effort commercial essentiellement). Le RN ressort à -4,7 M€ (vs 0,7 M€) prenant en compte 1,5 M€ de charges non courantes et un différé d'impôt de 1,9 M€. La société confirme ses ambitions de croissance de 20% environ sur l'exercice (soit une hausse d'environ 78% du CA sur le S2).

Commentaires

Avec une marge sur coûts variables de 21,1 M€ (TMCV de 25,9% vs 26,1%), SES-imagotag a réussi à partiellement compenser la hausse du coût unitaire de fabrication (liée à la montée en puissance de la nouvelle gamme) et la stabilité des prix par la vente de services supplémentaires. Le taux devrait rester stable sur le S2 selon le management malgré la pression sur les prix (liée à la signature de gros volumes). Le groupe devrait effectivement bénéficier de la diminution du coût de fabrication unitaire (hausse des volumes, montée en puissance de l'usine chinoise de BOE).

Le premier semestre est également marqué par une hausse des charges opérationnelles de 3,3 M€ liée au recrutement de commerciaux en Europe et aux Etats-Unis principalement. L'intégration de PDI sur le semestre et la prise de participation majoritaire dans Market Hub y contribuent également de façon marginale. Staffé pour absorber la croissance à venir, SES-imagotag n'entend pas augmenter ses charges opérationnelles sur le S2 et devrait ainsi renouer avec la rentabilité.

Compte tenu de l'accélération des prises de commandes sur le T2, SES-imagotag affiche une hausse de 18,6 M€ de son BFR (créances clients et constitution de stocks). Le management entend se rapprocher de ses niveaux normatifs sur la fin d'année et le début d'année prochaine.

Le groupe confirmant ses ambitions de croissance sur l'année, nous maintenons nos attentes avec un CA 2018 de 188,8 M€ (+23,4%). Nous revoyons à la hausse les atterrissages en terme de rentabilité compte tenu de la maîtrise des coûts et du TMCV sur le S2. Ainsi nous attendons désormais un EBE de 7,3 M€ (vs 6,5 M€ précédemment) et un RN de -1,9 M€ (vs -2,4 M€ précédemment).

Compte tenu de la visibilité du carnet de commandes, de la forte contribution attendue de la nouvelle gamme d'étiquettes haute fréquence et de la poursuite de la maîtrise des coûts (+4/5 M€), l'année 2019 devrait être marquée par une accélération de la croissance avec une amélioration de la rentabilité. CA attendu à 236 M€ et EBE à 21,2 M€. Dans ce contexte, l'Asie et l'Amérique (20% du CA 2019 attendu), devraient représenter 40% de la croissance selon nous.

Recommandation

Suite aux ajustements de notre modèle, notre objectif de cours ressort à 29,70 € (vs 28,50 €) et notre recommandation reste à Neutre. Le marché n'achète pas encore le plan ambitieux de 2022 (CA de 800 M€ et marge EBE de 20%), ni même 2020 (CA de 400 M€/500 M€ et marge EBE>15%). La bonne exécution du plan pourrait ainsi être un catalyseur très fort du cours à court terme.

Prochain événement : CA T3 2018 le 24/10/2018

Compte de résultat (M€)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Chiffre d'affaires	111,2	176,9	152,9	188,8	236,0	299,7
Excédent brut d'exploitation	7,6	14,1	-14,6	7,3	21,2	40,9
Résultat opérationnel courant	4,5	9,6	-21,0	-3,1	10,7	30,4
Résultat opérationnel	2,7	9,6	-21,0	-3,1	10,7	30,4
Résultat financier	-0,8	-1,9	-4,5	0,0	-0,1	-0,1
Impôts	0,6	2,1	-4,4	-1,2	3,5	10,0
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	1,3	5,5	-21,1	-1,9	7,1	20,3
Bilan (M€)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Actifs non courants	64,9	76,1	114,2	118,2	123,8	123,0
<i>dont goodwill</i>	32,4	32,4	32,4	32,4	32,4	32,4
BFR	36,3	49,4	44,8	52,2	61,5	78,1
Disponibilités + VMP	32,6	33,3	38,5	49,6	41,4	51,2
Capitaux propres	112,1	125,4	129,0	153,1	160,2	180,5
Emprunts et dettes financières	15,5	27,0	51,9	50,4	49,9	50,4
Total Bilan	166,9	202,9	271,5	310,8	339,1	389,2
	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Marge Brute d'autofinancement	6,8	11,6	-7,9	8,5	17,6	30,8
Variation de BFR	-12,7	7,4	-3,1	7,5	9,3	16,6
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	19,6	4,1	-11,0	1,1	8,3	14,2
Investissements corpo/incorpo nets	-8,4	-12,8	-12,1	-14,5	-16,0	-14,0
Investissements financiers nets	-0,1	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-8,5	-15,9	-9,9	-14,5	-16,0	-14,0
Augmentation de capital	0,4	1,4	1,8	26,0	0,0	0,0
Variation emprunts	6,0	11,0	35,7	1,5	0,5	-0,5
Dividendes versés	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	7,1	12,4	26,0	24,5	-0,5	0,5
Variation de trésorerie	18,2	0,6	5,2	11,1	-8,2	0,7
Ratios (%)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Variation chiffre d'affaires	36,9%	59,1%	-13,6%	23,5%	25,0%	27,0%
Marge EBE	7%	8%	-10%	4%	9%	14%
Marge opérationnelle courante	4%	5%	-14%	-2%	5%	10%
Marge opérationnelle	2%	5%	-14%	-2%	5%	10%
Marge nette	1%	3%	-14%	-1%	3%	7%
Capex/CA	-8%	-7%	-8%	-8%	-7%	-5%
BFR/CA	33%	28%	29%	28%	26%	26%
ROCE	5%	8%	-14%	-2%	6%	16%
ROCE hors GW	7%	11%	-18%	-2%	7%	19%
ROE	1%	4%	-16%	-1%	4%	11%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Gearing (%)	-15%	-5%	10%	0%	5%	0%
Dettes nette/EBE	-2,2	-0,4	-0,9	0,1	0,4	0,0
EBE/charges financières	9,4	7,3	-3,3	530,9	235,6	455,4
Valorisation	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Nombre d'actions (en millions)	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4
Nombre d'actions moyen (en millions)	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4
Cours (moyenne annuelle en euros)	12,5	21,5	29,7	28,3	28,3	28,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	179,7	309,1	427,4	406,9	406,9	406,9
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-17,0	-6,3	13,4	0,8	8,5	-0,8
(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)	162,7	302,8	440,8	407,6	415,3	406,0
PER	138,7	55,9	-20,3	-212,7	57,3	20,0
EV/EBE	21,3	21,4	-30,2	55,7	19,6	9,9
EV/ROC	36,1	31,7	-21,0	-130,1	38,8	13,3
EV/CA	1,5	1,7	2,9	2,2	1,8	1,4
P/B	1,6	2,5	3,3	2,7	2,5	2,3
Données par action	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Bnpa	0,09	0,38	-1,47	-0,13	0,49	1,41
Book value/action	7,8	8,7	9,0	10,6	11,1	12,6
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 : Du 08/05/2018 au 28/05/2018

Accumuler : Du 27/03/2018 au 07/05/2018

Neutre : Du 20/09/2017 au 26/03/2018 et depuis le 29/05/2018

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 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