

<b>Achat</b>	Potentiel 25,2%
<b>Objectif de cours</b>	<b>33,10 € (vs 29,70 €)</b>
Cours au 14/02/2019 (c)	26,60 €
Euronext Paris Comp B	
Reuters / Bloomberg	SESL.PA / SESLFP

# SES-imagotag

Électronique

## Confiance renouvelée dans le plan Vusion 2022

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	46,3%	3,9%	12,7%	-10,9%
Perf CAC Small	7,1%	0,9%	-4,8%	-22,1%

### Informations boursières (en M €)

Capitalisation (M€)	382,4
Nb de titres (en millions)	14,4
Volume 12 mois (titres)	24 531
Extrêmes 12 mois	16,56 € / 30,90 €

### Actionnariat

BOE Smart Retail	75,0%
Oddo BHF AM	3,7%
E ink	
Flottant	21,3%

### Données financières (en M €)

	2017	2018e	2019e	2020e
CA	152,9	187,7	254,0	359,3
var %	-13,6%	22,8%	35,3%	41,5%
EBE	-14,6	6,6	26,5	60,0
%CA	-9,6%	3,5%	10,4%	16,7%
ROC	-21,0	-3,9	16,1	49,5
%CA	-13,7%	-2,1%	6,3%	13,8%
RN pdg	-211	-2,4	10,7	33,1
%CA	-13,8%	-1,3%	4,2%	9,2%
Bnpa (€)	-1,47	-0,17	0,74	2,30
Gearing (%)	10%	1%	7%	0%
ROCE (%)	-14%	-2%	9%	23%
ROE (%)	-16%	-2%	7%	17%
Dette nette	13,4	0,9	11,1	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	2,0	1,5	1,2
VE/EBE (x)	ns	52,7	15,8	8,4
VE/ROC (x)	63,8	63,8	28,1	11,1
PE (x)	111,1	111,1	27,2	28,2

**Analyste :**  
Cécile Aboulian  
01 44 70 20 70  
caboulian@elcorp.com

### Publication du chiffre d'affaires 2018

SES-Imagotag publie un chiffre d'affaires 2018 de 187,7 M€ (+22,7%), au-dessus de nos attentes (CA 183,7 M€e) et de la guidance de +20%. La croissance de +175,4% souligne la montée en cadence des capacités de production. Ce T4 est une pierre apportée à l'édifice du plan VUSION 2022 (CA de 800 M€ (hors croissance externe), marge d'EBE de 20%). Selon nous, les marchés sont loin de pricer ce plan impliquant un TCAM de 44% env., ni même le plan Leapfrog 2020 (CA de 400/500 M€ avec une marge d'EBE de 15%).

**Ce T4 est un signal fort pour nous quant à la capacité de SES-imagotag de soutenir une croissance importante et, compte tenu de la valorisation actuelle, représente une belle opportunité pour se positionner sur le dossier.**

### Commentaires

Après des décalages de commandes au S1 et la mise en place graduelle des capacités de production en Asie (Chine, Vietnam), le T4 affiche la plus forte croissance de l'année. Sur l'année, l'international ressort à 128,3 M€ (+53,2%) et la France à 59,7 M€ (-13,9%). A noter que la France est le marché le plus mature avec un taux d'équipement en étiquettes électroniques autour de 30%/35% (vs 5% en moyenne dans le monde).

La société entend réaliser un CA de 300 M€ en Europe en 2020 (vs 160 M€ en 2018) et de 400 M€ en 2022, soit un TCAM de 26%. La société devrait bénéficier de l'ouverture de nouveaux marchés.

La société communique sur la réalisation de 15% de son CA 2018 hors Europe (Etats-Unis, Chine, Japon) et confirme son intention d'atteindre les 25% sur cette zone en 2020 et 50% en 2022, soit 400 M€ de chiffre d'affaires (TCAM de 94,2% d'ici 2022). Même si les Etats-Unis devraient être la zone principale de ce segment, l'Asie dans son ensemble devrait peser environ le même poids. Aujourd'hui, SES-imagotag est présent à travers de nombreux pilotes en dehors de l'Europe et anticipe un déploiement massif en 2021-2022.

A plus court terme, SES confirme une croissance de 30% en 2019, appuyée par des prises de commandes qui se sont élevées à 251,1 M€ (+25%) et dont une partie reste à enregistrer sur l'exercice en cours.

Suite à cette publication qui vient concrétiser les capacités de SES-imagotag de réaliser une forte croissance, nous ajustons nos attentes à la hausse avec un CA 2019 de 254,0 M€ (+35,3% vs guidance de +30%).

### Recommandation

**Suite aux ajustements de notre modèle, notre objectif de cours ressort à 33,10 € (vs 29,70 €) et notre recommandation reste à Achat.**

Publication des résultats annuels : 13/03/2019

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Chiffre d'affaires	111,2	176,9	152,9	187,7	254,0	359,3
Excédent brut d'exploitation	7,6	14,1	-14,6	6,6	26,5	60,0
Résultat opérationnel courant	4,5	9,6	-21,0	-3,9	16,1	49,5
Résultat opérationnel	2,7	9,6	-21,0	-3,9	16,1	49,5
Résultat financier	-0,8	-1,9	-4,5	0,0	-0,1	-0,1
Impôts	0,6	2,1	-4,4	-1,5	5,3	16,3
Mse 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	-2,4	10,7	33,1
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Actifs non courants	64,9	76,1	114,2	118,2	123,8	123,0
<i>dont goodwill</i>	<i>32,4</i>	<i>32,4</i>	<i>32,4</i>	<i>32,4</i>	<i>32,4</i>	<i>32,4</i>
BFR	36,3	49,4	44,8	51,9	67,2	95,1
Disponibilités + VMP	32,6	33,3	38,5	49,5	38,7	49,6
Capitaux propres	112,1	125,4	129,0	152,5	163,2	196,3
Emprunts et dettes financières	15,5	27,0	51,9	50,4	49,9	50,4
Total Bilan	166,9	202,9	271,5	309,8	349,7	430,3
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Marge Brute d'autofinancement	6,8	11,6	-7,9	8,0	21,1	43,6
Variation de BFR	-12,7	7,4	-3,1	7,1	15,4	27,9
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	19,6	4,1	-11,0	0,9	5,8	15,7
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	10,9	-10,7	2,2
<b>Ratios (%)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Variation chiffre d'affaires	36,9%	59,1%	-13,6%	22,8%	35,3%	41,5%
Marge EBE	7%	8%	-10%	4%	10%	17%
Marge opérationnelle courante	4%	5%	-14%	-2%	6%	14%
Marge opérationnelle	2%	5%	-14%	-2%	6%	14%
Marge nette	1%	3%	-14%	-1%	4%	9%
Capex/CA	-8%	-7%	-8%	-8%	-6%	-4%
BFR/CA	33%	28%	29%	28%	26%	26%
ROCE	5%	8%	-14%	-2%	9%	23%
ROCE hors GW	7%	11%	-18%	-3%	11%	28%
ROE	1%	4%	-16%	-2%	7%	17%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Gearing (%)	-15%	-5%	10%	1%	7%	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	476,9	295,2	667,8
<b>Valorisation</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
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	26,6	26,6	26,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	179,7	309,1	427,4	382,4	382,4	382,4
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-17,0	-6,3	13,4	0,9	11,1	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	368,0	376,9	365,5
PER	138,7	55,9	-20,3	-157,1	35,8	11,6
EV/EBE	21,3	21,4	-30,2	52,7	15,8	8,4
EV/ROC	36,1	31,7	-21,0	-105,8	28,1	11,1
EV/CA	1,5	1,7	2,9	2,0	1,5	1,2
P/B	1,6	2,5	3,3	2,5	2,3	1,9
<b>Données par action</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Bnpa	0,09	0,38	-1,47	-0,17	0,74	2,30
Book value/action	7,8	8,7	9,0	10,6	11,4	13,7
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

**Historique de recommandations****Achat** : Du 08/05/2018 au 28/05/2018 et depuis le 25/10/2018**Accumuler** : Du 27/03/2018 au 07/05/2018**Neutre** : Entre le 29/05/2018 et le 24/10/2018**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	Non	Non	Oui

\* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

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