

Achat	Potentiel	21,9%
Objectif de cours		33,10 €
Cours au 14/03/2019 (c)		27,15 €
Euronext Paris Comp B		
Reuters / Bloomberg	SESL.PA / SESLFP	

SES-imagotag

Électronique

2018 devrait sonner le glas des pertes opérationnelles

Publication des résultats 2018

SES-Imagotag fait suite à la publication de son chiffre d'affaires 2018 de 187,9 M€ (+22,7%) et communique sur des résultats en ligne avec nos attentes en qui concerne l'EBE de 6,5 M€ (vs 6,6 M€e) et le ROC de -3,9 M€ (vs -3,9 M€e). Le RN ressort en dessous des attentes à -5,9 M€ (vs -2,4 M€e) compte tenu de charges non récurrentes plus élevées que prévues et la consommation de cash est également plus élevée qu'attendue avec une variation de BFR de 17,4 M€.

Compte tenu de la dynamique en séquentiel et de la croissance attendues sur l'exercice, cette publication devrait sonner le glas des pertes opérationnelles du groupe. Sa capacité à répondre à une demande croissante du marché pour les étiquettes électroniques et la maîtrise des coûts devraient permettre d'afficher une amélioration significative de sa rentabilité sur l'exercice. Un enjeu important sera de réussir à maîtriser la croissance de son BFR (25% vs >30% du CA à fin 2018) afin de couvrir les capex nécessaires au développement de la société (env 15 M€/an sur les 3 prochaines années selon nous).

Commentaires

En séquentiel, les résultats de SES-imagotag se sont améliorés d'un semestre sur l'autre (EBE S1 2018 de -5,0 M€ et EBE S2 2018 de 6,4 M€). Ils ont été portés principalement par la croissance significative du CA en séquentiel (-14,9% au S1 2018 et +84,1% au S2 2018). Le taux de marge brute est resté stable sur l'année à 26% (normatif annoncé à 25% par la société) et les charges opérationnelles courantes sont restées pratiquement identiques d'un semestre à l'autre (21,0 M€ au S1 2018 et 21,2 M€ au S2 2018). Cela traduit la dynamique de maîtrise des coûts dans laquelle s'inscrit SES-imagotag malgré l'installation de pilotes consommateurs de marge.

La consommation de cash ressort à 4,5 M€ sur l'exercice avec une consommation de BFR de 17,4 M€ (-18,5 M€ au S1 et +1,1 M€ au S2). Avec un BFR représentant 35% du CA 2018, le management est revenu sur son intention d'atteindre les 25% à court terme.

SES-imagotag confirme sa guidance 2019 avec un CA en hausse de 30%, son plan Leapfrog 2020 avec un CA entre 400 M€ et 500 M€ et une marge d'EBE de 15% ainsi que son plan VUSION 2022 avec un CA de 800 M€ et une marge d'EBE de 20%.

La croissance devrait être soutenue par la conquête de nouveaux clients et l'extension géographique de contrats existants. La société entend bénéficier ainsi de la transformation des pilotes installés aux Etats-Unis, en Chine et au Japon. Avec un taux de marge brute environ stable et une hausse de charges opérationnelles maîtrisée (+ 5M € par an selon nous), la capacité bénéficiaire du groupe est appelée à augmenter très rapidement.

Suite à cette publication, nous ajustons nos attentes sur 2019 avec un CA maintenu à 254,0 M€ (+35%) et un EBE de 23,4 M€ (vs 26,0 M€ préalablement).

Recommandation

Suite aux ajustements de notre modèle, notre objectif de cours est maintenu à 33,10 € et notre recommandation reste à Achat.

Publication du CA T1 2019 : 25/04/2019

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	49,3%	2,1%	55,1%	-9,5%
Perf CAC Small	9,5%	2,3%	7,4%	-20,8%

Informations boursières (en M €)

Capitalisation (M €)	390,3
Nb de titres (en millions)	14,4
Volume 12 mois (titres)	12 918
Extrêmes 12 mois	16,56 € / 30,95 €

Actionnariat

BOE smart retail	75,0%
E-ink	6,0%
Flottant	19,0%

Données financières (en M €)

	2017	2018e	2019e	2020e
CA	152,9	187,9	254,0	359,3
var %	-13,6%	22,9%	35,2%	41,5%
EBE	-14,6	6,5	23,4	53,1
%CA	-9,6%	3,5%	9,2%	14,8%
ROC	-21,0	-3,9	13,0	42,7
%CA	-13,7%	-2,1%	5,1%	11,9%
RN pdg	-21,1	-5,9	8,7	28,5
%CA	-13,8%	-3,1%	3,4%	7,9%
Bnpa (€)	-1,47	-0,41	0,60	1,99
Gearing (%)	10%	12%	16%	13%
ROCE (%)	-14%	-2%	7%	20%
ROE (%)	-16%	-4%	6%	15%
Dette nette	13,4	17,4	24,6	24,6
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	1,6	1,2
VE/EBE (x)	ns	56,4	17,7	7,8
VE/ROC (x)	63,8	63,8	31,9	9,7
PE (x)	111,1	111,1	27,2	28,2

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

Compte de résultat (M€)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Chiffre d'affaires	111,2	176,9	152,9	187,9	254,0	359,3
Excédent brut d'exploitation	7,6	14,1	-14,6	6,5	23,4	53,1
Résultat opérationnel courant	4,5	9,6	-21,0	-3,9	13,0	42,7
Résultat opérationnel	2,7	9,6	-21,0	-8,4	13,0	42,7
Résultat financier	-0,8	-1,9	-4,5	-0,2	-0,1	-0,1
Impôts	0,6	2,1	-4,4	-2,7	4,3	14,1
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	1,3	5,5	-21,1	-5,9	8,7	28,5
Bilan (M€)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Actifs non courants	64,9	76,1	114,2	118,7	122,3	126,9
<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	60,9	73,4	97,3
Disponibilités + VMP	32,6	33,3	38,5	29,6	22,3	22,3
Capitaux propres	112,1	125,4	129,0	147,9	156,6	185,1
Emprunts et dettes financières	15,5	27,0	51,9	46,9	46,9	46,9
Total Bilan	166,9	202,9	271,5	314,8	325,0	397,3
	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Marge Brute d'autofinancement	6,8	11,6	-7,9	3,3	19,1	38,9
Variation de BFR	-12,7	7,4	-3,1	16,2	12,4	23,9
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	19,6	4,1	-11,0	-12,8	6,6	15,0
Investissements corpo/incorpo nets	-8,4	-12,8	-12,1	-13,3	-14,0	-14,5
Investissements financiers nets	-0,1	-0,8	0,0	-3,3	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-8,5	-15,9	-9,9	-16,6	-14,0	-14,5
Augmentation de capital	0,4	1,4	1,8	26,0	0,0	0,0
Variation emprunts	6,0	11,0	35,7	0,5	0,0	0,0
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	25,5	0,0	0,0
Variation de trésorerie	18,2	0,6	5,2	-3,9	-7,4	0,5
Ratios (%)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Variation chiffre d'affaires	36,9%	59,1%	-13,6%	22,9%	35,2%	41,5%
Marge EBE	7%	8%	-10%	3%	9%	15%
Marge opérationnelle courante	4%	5%	-14%	-2%	5%	12%
Marge opérationnelle	2%	5%	-14%	-4%	5%	12%
Marge nette	1%	3%	-14%	-3%	3%	8%
Capex/CA	-8%	-7%	-8%	-7%	-6%	-4%
BFR/CA	33%	28%	29%	32%	29%	27%
ROCE	5%	8%	-14%	-2%	7%	20%
ROCE hors GW	7%	11%	-18%	-3%	9%	24%
ROE	1%	4%	-16%	-4%	6%	15%
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%	12%	16%	13%
Dettes nette/EBE	-2,2	-0,4	-0,9	2,7	1,1	0,5
EBE/charges financières	9,4	7,3	-3,3	32,7	260,7	591,4
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	24,5	27,2	27,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	179,7	309,1	427,4	351,8	390,3	390,3
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-17,0	-6,3	13,4	17,4	24,6	24,6
(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)	162,7	302,8	440,8	369,1	415,0	414,9
PER	138,7	55,9	ns	ns	45,1	13,7
EV/EBE	21,3	21,4	ns	56,4	17,7	7,8
EV/ROC	36,1	31,7	ns	ns	31,9	9,7
EV/CA	1,5	1,7	2,9	2,0	1,6	1,2
P/B	1,6	2,5	3,3	2,4	2,5	2,1
Données par action	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Bnpa	0,09	0,38	-1,47	-0,41	0,60	1,99
Book value/action	7,8	8,7	9,0	10,3	10,9	12,9
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 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

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