

Neutre (vs sous revue)	<i>Potentiel</i>	4,9%
Objectif de cours	33,00 €	(vs sous revue)
Cours au 19/09/2019 (c)		31,45 €
Euronext Paris Comp B		
Reuters / Bloomberg		SESL.PA / SESLFP

SES-imagotag

Électronique

Une rentabilité qui s'améliore doucement

Publication des résultats S1 2019

SES-imagotag fait suite à la publication de son CA S1 2019 en juillet dernier et communique des résultats en amélioration quoiqu'un peu en-dessous de nos attentes. Pour un CA de 121,4 M€ (+50%), le ROC ressort à -3,9 M€ (vs -6,5 M€ au S1 2018) et le RN reste quasiment stable à -4,9 M€.

Le groupe est confiant en sa capacité d'afficher une croissance de l'ordre de 30% (soit un CA de 244,0 M€) et entend atteindre un CA de plus de 400 M€ en 2020 (+64%) notamment grâce au décollage des activités hors Europe (objectif de 25% du CA comme annoncé dans le plan Vusion 2022 en mai 2018).

La confirmation des guidances de croissance et la maîtrise du BFR constituent des étapes importantes et rassurantes selon nous sur la mise en place du Plan Vusion 2022. Bien valorisée à ce stade, la société pourra néanmoins bénéficier à moyen terme du levier opérationnel sur son cours si elle délivre effectivement son plan très ambitieux.

Commentaires

Suite à l'annonce de la création d'une JV avec JDD cet été (détenue à 51% par SES-imagotag), une équipe de 50 personnes est formée et va permettre de distribuer les produits de SES-imagotag en Chine. La dynamique en Chine, au Japon (via Panasonic), en Russie et aux Etats-Unis permet au groupe d'annoncer que 20% du CA seront générés hors Europe au S2 2019.

Avec une marge sur coûts variables de 25,6M€, le TMCV perd 4,9 pts à 21,1% grevé par: 1/ la hausse du dollar (~70% des achats consommés), 2/ un mix produits défavorable avec moins de services (même si les services récurrents ressortent en hausse en proportion).

La hausse des charges d'exploitation reste maîtrisée à +13% (hors effet IFRS 16) à 23,6 M€ et intègre la hausse des charges de personnel liée à la mise en place de pilotes. Le levier opérationnel commence donc à jouer et permet de réduire la perte opérationnelle de 2,6 M€ à -3,9 M€.

En terme de cash, la société affiche une bonne maîtrise de son BFR qui lui permet de générer 5 M€ de free cash-flow (vs -24,3 M€ au S1 2018). La dette nette ressort à 18,9 M€ à fin juin 2019.

A ce stade, nous ajustons nos estimations avec un CA 2019 de 246,0 M€ et un ROC de 4,0 M€ (vs -3,9 M€ en 2018).

Recommandation

Suite aux ajustements de notre modèle, notre objectif de cours ressort à 33,00 € et notre recommandation à Neutre (vs sous revue) compte tenu de la remontée récente du cours.

Publication du chiffre d'affaires T3 2019 : 25/10/2019

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	73,0%	2,1%	15%	11,1%
Perf CAC Small	8,6%	2,9%	-2,0%	-14,9%

Informations boursières (en M €)

Capitalisation (M€)	452,1
Nb de titres (en millions)	14,4
Volume 12 mois (titres)	7 686
Extrêmes 12 mois	16,56 € / 35,70 €

Actionnariat

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

Données financières (en M €)

	2018	2019e	2020e	2021e
CA	187,9	246,0	354,3	476,7
var %	22,9%	30,9%	44,0%	34,5%
EBE	3,7	18,0	30,7	46,0
%CA	2,0%	7,3%	8,7%	9,7%
ROC	-9,6	4,0	18,6	32,6
%CA	-5,1%	1,6%	5,3%	6,8%
RN pdg	-5,9	2,6	12,4	21,8
%CA	-3,1%	1,1%	3,5%	4,6%
Bnpa (€)	-0,41	0,18	0,86	1,52
Gearing (%)	12%	15%	18%	4%
ROCE (%)	-6%	2%	9%	17%
ROE (%)	-4%	2%	8%	12%
Dette nette	17,4	22,4	29,5	7,6
Dividende n	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0%	0%	0%	0%

Ratios

	2018	2019e	2020e	2021e
VE/CA (x)	2,0	1,9	1,4	1,0
VE/EBE (x)	98,8	26,4	15,7	10,0
VE/ROC (x)	63,8	19,2	25,9	14,1
PE (x)	ns	173,5	36,4	20,7

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

Compte de résultat (M€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2020e
Chiffre d'affaires	176,9	152,9	187,9	246,0	354,3	476,7
Excédent brut d'exploitation	14,1	-14,6	3,7	18,0	30,7	46,0
Résultat opérationnel courant	9,6	-21,0	-9,6	4,0	18,6	32,6
Résultat opérationnel	9,6	-21,0	-8,4	4,0	18,6	32,6
Résultat financier	-1,9	-4,5	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Impôts	2,1	-4,4	-2,7	1,3	6,1	10,7
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	5,5	-21,1	-5,9	2,6	12,4	21,8
Bilan (M€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2020e
Actifs non courants	76,1	114,2	118,7	120,3	121,7	106,6
<i>dont goodwill</i>	32,4	32,4	32,4	32,4	32,4	32,4
BFR	49,4	44,8	61,0	67,9	86,0	100,9
Disponibilités + VMP	33,3	38,5	29,6	24,6	17,4	39,4
Capitaux propres	125,4	129,0	148,7	151,4	163,8	185,6
Emprunts et dettes financières	27,0	51,9	46,9	46,9	46,9	46,9
Total Bilan	202,9	271,5	316,0	320,2	384,5	466,6
	2016	2017	2018	2019e	2020e	2020e
Marge Brute d'autofinancement	11,6	-7,9	2,9	16,6	27,7	38,4
Variation de BFR	7,4	-3,1	17,0	6,8	18,2	14,9
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	4,1	-11,0	-14,1	9,8	9,5	23,5
Investissements corpo/incorpo nets	-12,8	-12,1	-13,1	-14,0	-14,5	-15,0
Investissements financiers nets	-0,8	0,0	-3,3	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-15,9	-9,9	-16,6	-14,0	-14,5	-15,0
Augmentation de capital	1,4	1,8	26,7	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	11,0	35,7	4,9	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	12,4	26,0	21,9	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie	0,6	5,2	-8,8	-4,2	-5,0	8,5
Ratios (%)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2020e
Variation chiffre d'affaires	59,1%	-13,6%	22,9%	30,9%	44,0%	34,5%
Marge EBE	8%	-10%	2%	7%	9%	10%
Marge opérationnelle courante	5%	-14%	-5%	2%	5%	7%
Marge opérationnelle	5%	-14%	-4%	2%	5%	7%
Marge nette	3%	-14%	-3%	1%	4%	5%
Capex/CA	-7%	-8%	-7%	-6%	-4%	-3%
BFR/CA	28%	29%	32%	28%	24%	21%
ROCE	8%	-14%	-6%	2%	9%	17%
ROCE hors GW	11%	-18%	-7%	3%	11%	20%
ROE	4%	-16%	-4%	2%	8%	12%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2016	2017	2018	2019e	2020e	2020e
Gearing (%)	-5%	10%	12%	15%	18%	4%
Dettes nette/EBE	-0,4	-0,9	4,6	1,2	1,0	0,2
EBE/charges financières	7,3	-3,3	24,9	200,3	341,6	512,7
Valorisation	2016	2017	2018	2019e	2020e	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)	21,5	29,7	24,5	31,5	31,5	31,5
(1) Capitalisation boursière moyenne	309,1	427,4	351,8	452,1	452,1	452,1
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-6,3	13,4	17,4	22,4	29,5	7,6
(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)	302,8	440,8	369,1	415,0	414,9	414,9
PER	55,9	ns	ns	173,5	36,4	20,7
EV/EBE	21,4	ns	56,4	17,7	7,8	7,8
EV/ROC	31,7	ns	ns	31,9	9,7	9,7
EV/CA	1,7	2,9	2,0	1,6	1,2	1,2
P/B	2,5	3,3	2,4	3,0	2,8	2,4
Données par action	2016	2017	2018	2019e	2020e	2020e
Bnpa	0,38	-1,47	-0,41	0,18	0,86	1,52
Book value/action	8,7	9,0	10,3	10,5	11,4	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 25/10/2018

Accumuler : Du 29/04/2019 au 30/06/2019

Neutre : Entre le 19/09/2018 et le 24/10/2018 et depuis le 20/09/2019

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : Du 01/07/2019 au 19/09/2019

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

Disclaimer

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate et est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

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, 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, 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.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude.

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, 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, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient.

Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus."

EuroLand Corporate

17 avenue George V

75008 Paris

01 44 70 20 80