

Sous revue

Cours au 24/03/2020 (c)	23,55 €
Euronext Paris Comp B	
Reuters / Bloomberg	SESL.PA / SESLFP

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-31,4%	-35,7%	-27,3%	-12,1%
Perf CAC Small	-34,8%	-34,6%	-33,7%	-29,7%

Informations boursières (en M€)

Capitalisation (M€)	371,1
Nb de titres (en millions)	15,8
Volume 12 mois (titres)	6 245
Extrêmes 12 mois	19,50 € / 35,70 €

Actionnariat

BOE smart retail	68,5%
E-ink	5,5%
Flottant	26,0%

Données financières (en M€)

	2018	2019e	2020e	2021e
CA	187,9	247,4	271,7	344,7
var %	22,9%	31,7%	9,8%	26,9%
EBE	3,7	4,0	8,6	21,0
% CA	2,0%	1,6%	3,2%	6,1%
ROC	-9,4	-9,8	-7,0	5,2
% CA	-5,0%	-4,0%	-2,6%	1,5%
RN pdg	-5,7	-13,1	-4,7	3,5
% CA	-3,0%	-5,3%	-1,7%	1,0%
Bnpa (€)	-0,36	-0,83	-0,30	0,22
Gearing (%)	12%	18%	20%	22%
ROCE (%)	-6%	-5%	-3%	2%
ROE (%)	-4%	-8%	-3%	2%
Dette nette	17,4	29,8	32,5	36,8
Dividende n	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0%	0%	0%	0%

Ratios

	2018	2019e	2020e	2021e
VE/CA (x)	2,1	2,2	1,5	1,1
VE/EBE (x)	107,8	57,9	17,3	11,0
VE/ROC (x)	63,8	ns	32,1	15,9
PE (x)	ns	ns	-79,2	107,3

Analyste :

Louis-Marie de Sade
01 44 70 20 77
lmdesade@elcorp.com

SES-imagotag

Électronique

Une bonne maîtrise opérationnelle en 2019 + Point Covid-19

Publication des résultats annuels 2019

Après la publication de son CA 2019 de 247,4 M€, SES-imagotag publie ses résultats annuels avec un EBITDA de 4,0 M€. A taux €/€ constant et avant IFRS 16 l'EBITDA ressort à 10,8 M€ en hausse de +66%. A noter la bonne maîtrise du BFR qui ressort à 14% du CA contre 34% un an auparavant ainsi que le cash-flow opérationnel positif de 9,6 M€ sur la même période. Impacté par le Covid-19, le Groupe a mis en place un plan d'action visant à un strict contrôle des coûts et table, sous réserve d'une sortie de crise au cours du S1, sur une poursuite de la croissance organique en 2020.

Commentaire

Retraité de l'impact de la hausse du dollar sur l'euro (qui pèse pour -9,0 M€) et avant impact de IFRS16, SES-imagotag affiche un EBITDA en nette progression de +66% à 10,8 M€ (4,0 M€ en publié, impact change -9,0 M€, IFRS16 +2,3 M€). Celui-ci est notamment la résultante d'une bonne gestion des charges d'exploitations courantes qui représentent cette année 20% du CA contre 22% en 2018. S'établissant à 48,8 M€ (46,5 M€ après IFRS16) elles ressortent en hausse de +15% en lien avec 1/ la mise en place à l'été 2019 de la JV en Chine issue du partenariat avec BOE et JDD et 2/ l'investissement dans son développement en Amérique du Nord et en Asie, territoires stratégiques pour le Groupe. La Société précise que le ratio d'exploitation (charges d'exploitations courantes / CA) devrait tendre vers 10% à l'horizon 2022.

Le Résultat net quant à lui ressort à -4,0 M€ (-13,1 M€ en publié) impacté par l'effet €/€ mais aussi par des éléments non récurrents avec : 1/ des taxes sur les livraisons aux USA des produits en provenance de Chine pour 1,1 M€, 2/ une perte de 0,9 M€ en lien avec des contrats dont la hausse du dollar a renchéri les coûts de production au-dessus des prix négociés, 3/ des frais de transaction et de conseil juridique pour 0,8 M€, 4/ une dépréciation exceptionnelle de certains produits en fin de vie issus de générations antérieures pour 1,3 M€ et 5/ l'amortissement d'actifs incorporels d'acquisitions passées.

A noter l'excellente maîtrise du BFR qui représente 14% du CA soit une amélioration de 20 points vs fin 2018 en lien avec une baisse des stocks et une bonne maîtrise du poste clients. Cela permet ainsi au Groupe d'afficher un Cash-flow opérationnel de 9,6 M€ (vs -24,2 M€). Au final la trésorerie nette du Groupe ressort à 19,9 M€. A noter la forte progression des CAPEX à 37,1 M€ (vs 13,3 M€).

Après avoir fait un premier point sur l'impact du Covid-19 en février dernier, SES-imagotag précise que même si les unités de production remontent progressivement en puissance et devrait atteindre une capacité de 100% début avril, la situation actuelle et les mesures de confinement affectent la capacité de production du Groupe et fait peser un risque de report ou d'annulation de commandes. Le Groupe précise que si les projets en Chine repartent progressivement, la visibilité reste très faible en Europe et aux USA. Ainsi même en tablant sur une sortie de crise d'ici la fin du S1, il semble difficile à imaginer que l'impact actuel sur le retail mondial (non alimentaire notamment à l'arrêt) n'ait pas d'impact sur les commandes futures. Dans l'attente d'un point plus précis lors de la publication du CA T1 nous attendons pour 2020e un CA de 271,7 M€ (vs 390,6 M€).

Recommandation

Les répercussions de la crise sanitaire étant encore compliquées à quantifier précisément, nous faisons le choix de suspendre notre recommandation et notre objectif de cours dans l'attente d'une meilleure visibilité.

Compte de résultat (M€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Chiffre d'affaires	176,9	152,9	187,9	247,4	271,7	344,7
Excédent brut d'exploitation	14,1	-14,6	3,7	4,0	8,6	21,0
Résultat opérationnel courant	9,6	-21,0	-9,4	-9,8	-7,0	5,2
Résultat opérationnel	9,6	-21,0	-8,2	-14,6	-7,0	5,2
Résultat financier	-1,9	-4,5	-0,2	-2,3	0,0	0,0
Impôts	2,1	-4,4	-2,7	-3,8	-2,3	1,7
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	-5,7	-13,1	-4,7	3,5
Bilan (M€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Actifs non courants	76,1	114,2	118,7	150,9	149,8	149,0
<i>dont goodwill</i>	32,4	32,4	32,4	32,4	32,4	32,4
BFR	49,4	44,8	61,0	63,1	62,2	70,8
Disponibilités + VMP	33,3	38,5	29,6	17,2	14,4	10,1
Capitaux propres	125,4	129,0	148,9	169,8	165,1	168,5
Emprunts et dettes financières	27,0	51,9	46,9	46,9	46,9	46,9
Total Bilan	202,9	271,5	316,0	344,3	352,4	390,9
	2016	2017	2018	2019e	2020e	2020e
Marge Brute d'autofinancement	11,6	-7,9	3,1	0,7	10,9	19,3
Variation de BFR	7,4	-3,1	17,0	2,1	-0,9	8,6
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	4,1	-11,0	-13,9	-1,4	11,8	10,6
Investissements corpo/incorpo nets	-12,8	-12,1	-13,1	-45,0	-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	-45,0	-14,5	-15,0
Augmentation de capital	1,4	1,8	26,7	34,0	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	34,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie	0,6	5,2	-8,6	-12,4	-2,7	-4,4
Ratios (%)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2020e
Variation chiffre d'affaires	59,1%	-13,6%	22,9%	31,7%	9,8%	26,9%
Marge EBE	8,0%	-9,6%	2,0%	1,6%	3,2%	6,1%
Marge opérationnelle courante	5,4%	-13,7%	-5,0%	-4,0%	-2,6%	1,5%
Marge opérationnelle	5,4%	-13,7%	-4,4%	-5,9%	-2,6%	1,5%
Marge nette	3,1%	-13,8%	-3,0%	-5,3%	-1,7%	1,0%
Capex/CA	-7,2%	-7,9%	-7,0%	-18,2%	-5,3%	-4,4%
BFR/CA	27,9%	29,3%	32,5%	25,5%	22,9%	20,5%
ROCE	7,8%	-13,8%	-5,6%	-4,8%	-3,5%	2,5%
ROCE hors GW	10,6%	-17,6%	-6,9%	-5,7%	-4,1%	2,9%
ROE	4,4%	-16,3%	-3,8%	-7,7%	-2,8%	2,1%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2016	2017	2018	2019e	2020e	2020e
Gearing (%)	-5%	10%	12%	18%	20%	22%
Dettes nette/EBE	-0,4	-0,9	4,6	7,5	3,8	1,8
EBE/charges financières	7,3	-3,3	24,9	1,7	#DIV/0!	#DIV/0!
Valorisation	2016	2017	2018	2019e	2020e	2020e
Nombre d'actions (en millions)	15,8	15,8	15,8	15,8	15,8	15,8
Nombre d'actions moyen (en millions)	15,8	15,8	15,8	15,8	15,8	15,8
Cours (moyenne annuelle en euros)	21,5	29,7	24,5	23,6	23,6	23,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	338,8	468,4	385,5	371,1	371,1	371,1
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-6,3	13,4	17,4	29,8	32,5	36,8
(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)	332,5	481,8	402,9	554,6	571,3	559,5
PER	61,3	ns	ns	-28,3	-79,2	107,3
EV/ EBE	23,5	ns	107,8	57,9	17,3	11,0
EV/ROC	34,8	ns	ns	-115,1	32,1	15,9
EV/CA	1,9	3,2	2,1	2,2	1,5	1,1
P/B	2,7	3,6	2,6	2,2	2,2	2,2
Données par action	2016	2017	2018	2019e	2020e	2020e
Bnpa	0,35	-1,34	-0,36	-0,83	-0,30	0,22
Book value/action	8,0	8,2	9,5	10,8	10,5	10,7
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 05/12/18 au 28/04/2019 et du 25/10/19 au 20/02/2020

Accumuler : Du 29/04/2019 au 30/06/2019 et du le 21/02/2020 au 23/03/2020

Neutre : Du 20/09/2019 au 24/10/19

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : Du 01/07/2019 au 19/09/2019 et depuis le 24/03/2020

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