

Achat (vs Accumuler)	<i>Potentiel</i>	19%
Objectif de cours	49,00 € (vs 33,00 €)	
Cours au 26/01/2021 (c)	41,30 €	
Euronext Paris Comp B		
Reuters / Bloomberg	SESL.PA / SESL.FP	

SES-imagotag

Électronique

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	11,5%	18,7%	64,5%	17,0%
Perf CAC Small	3,3%	4,6%	29,0%	11,0%

Informations boursières	
Capitalisation (M€)	650,8
Nb de titres (en millions)	15,76
Volume moyen 12 mois (titres)	9 114
Extrêmes 12 mois	19,50 € 42,75 €

Actionnariat	
BOE Smart Retail	68,5%
E Ink	5,5%
Qualcomm Incorporated	2,0%
Flottant	24,0%

Données financières (en M €)					
	au 31/12	2019	2020e	2021e	2022e
CA		247,6	288,7	390,2	539,3
var %		3,1%	7,1%	10,2%	8,9%
EBE		2,1	9,3	22,4	52,0
%CA		0,8%	3,2%	5,7%	9,7%
ROC		-14,6	-8,4	1,7	27,3
%CA		-5,9%	-2,9%	0,4%	5,1%
RN		-13,1	-8,1	-0,2	16,9
%CA		-5,3%	-2,8%	-0,1%	3,1%
Bnpa (€)		-0,83	-0,51	-0,01	1,07
ROCE (%)		-7%	-4%	1%	10%
ROE (%)		-8%	-5%	0%	9%
Gearing (%)		-10%	-2%	10%	14%
Dettes nette		-17,3	-2,9	16,9	24,4
Dividende n (€)		0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)					

Ratios				
	2019	2020e	2021e	2022e
VE/CA (x)	1,8	1,6	1,7	1,3
VE/EBE (x)	209,7	49,1	29,9	13,0
VE/ROC (x)	ns	ns	404,0	24,7
PE (x)	ns	ns	ns	38,5

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

Fort rebond de l'activité au S2

Publication du chiffre d'affaires 2020

Faisant suite à plusieurs communiqués annonçant l'excellente dynamique commerciale dans laquelle SES-imagotag s'inscrit, le Groupe publie un CA 2020 en croissance de +16,6% à 288,7 M€, au-dessus des attentes (267,6 M€). Le management table sur un objectif de CA 2021 de 400 M€.

Retour à une forte croissance

Après un CA S1 2020 marqué par la crise sanitaire (-2,5%), SES-imagotag retrouve au S2 le chemin de la croissance avec une hausse de +35% à 170,3 M€. Le Groupe fait notamment état d'un net rebond en fin d'année sur toutes ses régions avec un CA T4 de 96,9 M€ (vs 76,0 M€ en 2019). Dans le détail, l'Europe affiche une croissance de +22,6% à 75,4 M€ et le Reste du Monde de +48,3% à 21,5 M€ porté par l'Amérique et l'Asie.

Deux dynamiques distinctes

Sur l'année 2020 la croissance a été principalement tirée par l'activité hors Europe qui affiche une très forte hausse de +133,2% pour totaliser plus d'un quart des revenus du Groupe (83,5 M€). A contrario l'Europe affiche une baisse de -3,1% à 205,2 M€. Deux dynamiques s'opposent sur cette géographie avec 1/ la France et l'Europe du Sud qui restent affectés par la crise sanitaire et 2/ l'Allemagne et l'Europe du Nord qui ont eu une forte croissance tout au long de l'année (contrat Kesko en Scandinavie notamment). A noter cependant que la société fait état d'un rebond marqué dans toutes les zones géographiques en Europe au S2 laissant présager d'un retour à une bonne dynamique commerciale sur ces zones.

Des prises de commandes record

Comme évoqué dans notre précédent flash, SES-imagotag fait état d'un niveau record de prises de commandes au T4 à 202 M€ (+68,9%). Ce rebond est notamment lié à un effet de rattrapage des investissements qui ont été reportés à cause de la pandémie. Cette solide dynamique permet ainsi au Groupe de totaliser 455,4 M€ de prises de commandes en 2020 soit une hausse de +35,3%.

Une amélioration de la trésorerie

Dans ce contexte complexe le Groupe avait annoncé travailler activement à l'amélioration de son BFR au travers notamment de la réduction des retards de paiement et de l'encaissement des acomptes. Le management annonce ainsi un retour à une situation plus normale de BFR au T4 permettant ainsi d'afficher une trésorerie nette avant IFRS 16 de 3 M€ à fin décembre (contre une dette nette de 26,2 M€ à fin juin 2020). Une nouvelle favorable dans ce contexte de prises de commandes importantes.

Perspectives

Si la visibilité reste complexe à court terme à cause de la recrudescence du Covid dans plusieurs régions du monde, le management reste confiant dans son niveau de prises de commandes et dans son pipe commercial. Suite à cette publication nous ajustons notre attente d'EBITDA 2020 à 9,3 M€ (vs 7,2 M€) et de CA 2021 à 390,2 M€ (vs 330,0 M€). Suite à cette publication et à la dynamique actuelle (projets en cours et tendance de fond) nous sommes confiants dans les perspectives de croissance du Groupe sur 2021.

Recommandation

Suite à cette excellente publication et l'actualisation de notre modèle, notre objectif de cours ressort à 49,00 € (vs 33,00 €). Notre recommandation passe à Achat (vs Accumuler).

Compte de résultat (M€)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Chiffre d'affaires	152,9	187,9	247,6	288,7	390,2	539,3
Excédent brut d'exploitation	-14,6	3,7	2,1	9,3	22,4	52,0
Résultat opérationnel courant	-26,5	-9,4	-14,6	-8,4	1,7	27,3
Résultat opérationnel	-21,0	-8,2	-14,6	-8,4	1,7	27,3
Résultat financier	-4,5	-0,2	-2,3	-2,0	-2,0	-2,0
Impôts	4,4	2,7	3,8	2,3	0,1	-8,4
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	-21,1	-5,7	-13,1	-8,1	-0,2	16,9
Bilan (M€)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Actifs non courants	114,2	118,7	153,7	162,0	168,6	170,8
<i>dont goodwill</i>	32,4	32,4	51,3	51,3	51,3	51,3
BFR	44,7	61,1	31,7	29,8	42,8	64,9
Disponibilités + VMP	38,5	29,6	73,1	83,1	57,7	44,6
Capitaux propres	128,9	148,9	171,1	163,0	162,8	179,7
Emprunts et dettes financières	51,9	46,9	55,8	80,2	74,6	69,0
Total Bilan	271,5	316,9	395,5	433,3	480,8	567,2
Tableau de flux (M€)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Marge Brute d'autofinancement	-8,0	3,1	-2,6	9,6	20,5	41,6
Variation de BFR	-3,1	-17,0	25,9	1,9	-12,9	-22,1
Flux net de trésorerie généré par l'activité	-11,1	-13,9	23,3	11,5	7,5	19,5
Investissements opérationnels nets	-12,1	-13,1	-38,8	-26,0	-27,3	-27,0
Investissements financiers nets	2,2	-3,5	0,8	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-9,9	-16,6	-38,0	-26,0	-27,3	-27,0
Augmentation de capital	1,8	26,7	34,3	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	24,3	-4,9	24,1	24,4	-5,6	-5,6
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	26,0	21,9	58,3	24,4	-5,6	-5,6
Variation de trésorerie	5,1	-8,6	43,5	9,9	-25,4	-13,1
Ratios (%)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Variation chiffre d'affaires	-13,6%	22,9%	31,8%	16,6%	35,2%	38,2%
Marge EBE	-10%	2%	1%	3%	6%	10%
Marge opérationnelle courante	-17%	-5%	-6%	-3%	0%	5%
Marge opérationnelle	-14%	-4%	-6%	-3%	0%	5%
Marge nette	-14%	-3%	-5%	-3%	0%	3%
Investissements opérationnels nets/CA	8%	7%	16%	9%	7%	5%
BFR/CA	29%	32%	13%	10%	11%	12%
ROCE	-11%	-3%	-5%	-3%	1%	8%
ROCE hors GW	-14%	-4%	-7%	-4%	1%	10%
ROE	-16%	-4%	-8%	-5%	0%	9%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Gearing (%)	10%	12%	-10%	-2%	10%	14%
Dettes nette/EBE	-0,9	4,7	-8,2	-0,3	0,8	0,5
EBE/charges financières	-3,3	18,5	1,1	4,6	11,2	26,0
Valorisation	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Nombre d'actions (en millions)	13,4	14,5	15,8	15,8	15,8	15,8
Nombre d'actions moyen (en millions)	11,7	13,9	15,1	15,8	15,8	15,8
Cours (moyenne annuelle en euros)	29,7	24,5	29,0	29,0	41,3	41,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	347,3	341,6	438,8	457,0	650,8	650,8
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	13,4	17,3	-17,3	-2,9	16,9	24,4
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,8	0,8	1,1	1,1	1,1	1,1
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	359,9	358,1	420,4	453,0	666,6	674,1
PER	ns	ns	ns	ns	ns	38,5
VE / EBE	ns	100,9	209,7	49,1	29,9	13,0
VE / ROC	ns	ns	ns	ns	404,0	24,7
VE / CA	2,7	2,0	1,8	1,6	1,7	1,3
P/B	3,1	2,4	2,7	2,8	4,0	3,6
Données par action (€)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Bnpa	-1,96	-0,47	-0,83	-0,51	-0,01	1,07
Book value/action	9,6	10,3	10,9	10,3	10,3	11,4
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

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 24/04/2020 au 09/12/2020 et depuis le 27/01/2021

Accumuler : Du 10/12/2020 au 26/01/2021

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : Du 24/03/2020 au 23/04/2020

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	Non	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