

|                          |                             |     |
|--------------------------|-----------------------------|-----|
| <b>Achat</b>             | <i>Potentiel</i>            | 23% |
| <b>Objectif de cours</b> | <b>51,00 € (vs 49,00 €)</b> |     |
| Cours au 31/03/2021 (c)  | 41,40 €                     |     |
| Euronext Paris Comp B    |                             |     |
| Reuters / Bloomberg      | SESL.PA / SESL.FP           |     |

| Performances (%) | Ytd   | 1m   | 3m    | 12m   |
|------------------|-------|------|-------|-------|
| Perf. Absolue    | 10,9% | 7,9% | 10,9% | 89,4% |
| Perf CAC Small   | 11,9% | 4,1% | 11,9% | 70,7% |

| Informations boursières       |                 |
|-------------------------------|-----------------|
| Capitalisation (M€)           | 652,4           |
| Nb de titres (en millions)    | 15,76           |
| Volume moyen 12 mois (titres) | 8 549           |
| Extrêmes 12 mois              | 19,52 € 45,75 € |

| 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 | 290,3 | 394,4 | 551,3 |
| var %                        | 31,8% | 17,2% | 35,9% | 39,8% |
| EBE                          | 4,0   | 16,0  | 27,4  | 60,7  |
| %CA                          | 1,6%  | 5,5%  | 7,0%  | 11,0% |
| ROC                          | -9,8  | -2,9  | 7,0   | 36,3  |
| %CA                          | -3,9% | -1,0% | 1,8%  | 6,6%  |
| RN                           | -13,1 | -7,6  | 2,2   | 22,8  |
| %CA                          | -5,3% | -2,6% | 0,5%  | 4,1%  |
| Bnpa (€)                     | -0,79 | -0,32 | 0,13  | 1,38  |
| ROCE (%)                     | -7%   | -1%   | 3%    | 13%   |
| ROE (%)                      | -7%   | -4%   | 1%    | 12%   |
| Gearing (%)                  | -10%  | -2%   | 8%    | 9%    |
| Dette nette                  | -17,3 | -3,8  | 12,8  | 16,1  |
| 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   | 1,2   |
| VE/EBE (x) | 206,9 | 28,3  | 24,3  | 11,0  |
| VE/ROC (x) | ns    | ns    | 94,7  | 18,5  |
| PE (x)     | ns    | ns    | 318,8 | 30,1  |

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

# SES-imagotag

Électronique

## Spectaculaire !

### Publication des résultats annuels 2020

Après avoir publié un CA 2020 en forte croissance de +17% à 290,3 M€, SES-imagotag publie des résultats spectaculaires avec un EBITDA multiplié par 4 qui passe de 4,0 M€ à 16,0 M€.

### Une bonne progression des solutions à valeurs ajoutée

Comme évoqué lors de notre précédent flash, le CA 2020 a profité d'une forte demande aux USA et en Asie. Si le CA est constitué à 87% de la vente d'étiquettes et du matériel associé, il est intéressant de noter que les services à valeur ajoutée continuent leur progression pour représenter 13% du CA 2020 vs 10% en 2018.

### Forte amélioration de la MCV

La poursuite de l'augmentation des services dans le mix produit combinée à une amélioration globale de la rentabilité des produits livrés cette année ainsi que l'amélioration des conditions de change ont permis au Groupe de voir sa marge sur coûts variables progresser de 1,4 points passant de 20,4% à 21,8% en 2020. Cette amélioration combinée à une hausse mesurée des charges d'exploitation courantes permet ainsi à SES-imagotag d'afficher une marge d'EBITDA en forte amélioration passant de 1,6% à 5% du CA 2020. En effet, le contrôle des recrutements, les mesures de chômage partiel au S1 et la baisse importante des frais de déplacements pendant la crise ont permis au Groupe d'afficher une hausse mesurée de +2% des charges à 47,2 M€. Les OPEX représentent ainsi 16% du CA 2020 (vs 19% en 2019) et devraient continuer à baisser pour représenter, selon le management, 10% du CA à l'horizon 2023.

Après comptabilisation des DAP pour 18,9 M€, le ROC ressort en nette amélioration à -2,9 M€ contre -9,8 M€. Enfin, le RN s'affiche à -7,6 M€ (vs -13,1 M€).

### Amélioration de la trésorerie

Fort de cette année 2020 et d'un PGE de 30 M€, le Groupe termine l'année avec une trésorerie solide de 88,6 M€ (vs 73,1 M€). La Dette financière nette (hors IFRS16) ressort ainsi à -3,8 M€. A noter que suite à la flambée des coûts de transport aérien avec la Covid, SES-imagotag achemine ses marchandises dorénavant majoritairement par voie maritime, diminuant les coûts de transport mais rallongeant la durée de portage des stocks d'environ 6 semaines.

### Perspectives

L'année 2020 a aussi été marquée par le lancement de nombreuses innovations (détection des ruptures, ...) et par une accentuation des déploiements du cloud. Ces innovations, les fortes attentes en matière de digitalisation du Retail ainsi que le solide carnet de commandes devraient permettre à SES-imagotag d'afficher une nouvelle année de forte croissance. Confiant dans ses perspectives et fort d'un carnet de commandes dépassant 100 M€ au T1, le management s'attend à un CA 2021 d'environ 400 M€. Il précise néanmoins que la tension actuelle sur le marché des composants électroniques reste un sujet d'attention. La présence de BOE au capital pourrait être un atout dans ce contexte. Enfin, SES-imagotag a réitéré son objectif 2023, à savoir un CA de 800 M€ et une marge d'EBITDA de 15%.

Si les tensions sur le marché des composants électroniques est à surveiller, la montée en puissance constante des services et la capacité du Groupe à générer des ventes sur sa base installée (25% des ventes en 2020, source de meilleure marge) nous conforte dans la capacité du Groupe à atteindre ses objectifs. Pour 2021 nous attendons un CA en plus forte croissance à 394,4 M€ (vs 390,2 M€) et 551,3 M€ en 2022 (vs 539,3 M€).

### Recommandation

**Suite à cette excellente publication et l'actualisation de notre modèle, notre objectif de cours ressort à 51,00 € (vs 49,00 €). Notre recommandation reste à Achat.**

| <b>Compte de résultat (M€)</b>                          | <b>2017</b>  | <b>2018</b>  | <b>2019</b>  | <b>2020e</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Chiffre d'affaires                                      | 152,9        | 187,9        | 247,6        | 290,3        | 394,4        | 551,3        |
| Excédent brut d'exploitation                            | -14,6        | 3,7          | 2,1          | 16,0         | 27,4         | 60,7         |
| Résultat opérationnel courant                           | -26,5        | -9,4         | -14,6        | -2,9         | 7,0          | 36,3         |
| Résultat opérationnel                                   | -21,0        | -8,2         | -14,6        | -5,0         | 7,0          | 36,3         |
| Résultat financier                                      | -4,5         | -0,2         | -2,3         | -3,8         | -3,8         | -2,0         |
| Impôts  | 4,4          | 2,7          | 3,8          | 1,2          | -1,1         | -11,4        |
| Mise en équivalence                                     | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Part des minoritaires                                   | 0,0          | 0,0          | -0,7         | -0,4         | 0,1          | 1,1          |
| Résultat net  | -21,1        | -5,7         | -13,1        | -7,6         | 2,2          | 22,8         |
| <b>Bilan (M€)</b>                                       | <b>2017</b>  | <b>2018</b>  | <b>2019</b>  | <b>2020e</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> |
| Actifs non courants                                     | 114,2        | 118,7        | 153,7        | 160,9        | 168,1        | 171,3        |
| <i>dont goodwill</i>                                    | 32,4         | 32,4         | 51,3         | 51,3         | 51,3         | 51,3         |
| BFR   | 44,7         | 61,1         | 31,7         | 30,4         | 42,0         | 64,9         |
| Disponibilités + VMP                                    | 38,5         | 29,6         | 73,1         | 84,0         | 61,8         | 52,9         |
| Capitaux propres  | 128,9        | 148,9        | 171,1        | 163,5        | 165,7        | 188,5        |
| Emprunts et dettes financières                          | 51,9         | 46,9         | 55,8         | 80,2         | 74,6         | 69,0         |
| Total Bilan   | 271,5        | 316,9        | 395,5        | 432,4        | 484,6        | 580,2        |
| <b>Tableau de flux (M€)</b>                             | <b>2017</b>  | <b>2018</b>  | <b>2019</b>  | <b>2020e</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> |
| Marge Brute d'autofinancement                           | -8,0         | 3,1          | -2,6         | 11,3         | 22,6         | 47,2         |
| Variation de BFR  | -3,1         | -17,0        | 25,9         | 1,3          | -11,6        | -22,9        |
| <b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>     | <b>-11,1</b> | <b>-13,9</b> | <b>23,3</b>  | <b>12,6</b>  | <b>11,0</b>  | <b>24,3</b>  |
| Investissements opérationnels nets                      | -12,1        | -13,1        | -38,8        | -26,1        | -27,6        | -27,6        |
| Investissements financiers nets                         | 2,2          | -3,5         | 0,8          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b> | <b>-9,9</b>  | <b>-16,6</b> | <b>-38,0</b> | <b>-26,1</b> | <b>-27,6</b> | <b>-27,6</b> |
| 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          |
| <b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>      | <b>26,0</b>  | <b>21,9</b>  | <b>58,3</b>  | <b>24,4</b>  | <b>-5,6</b>  | <b>-5,6</b>  |
| Variation de trésorerie                                 | 5,1          | -8,6         | 43,5         | 10,9         | -22,2        | -8,9         |
| <b>Ratios (%)</b>                                       | <b>2017</b>  | <b>2018</b>  | <b>2019</b>  | <b>2020e</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> |
| Variation chiffre d'affaires                            | -13,6%       | 22,9%        | 31,8%        | 17,2%        | 35,9%        | 39,8%        |
| Marge EBE   | -10%         | 2%           | 1%           | 6%           | 7%           | 11%          |
| Marge opérationnelle courante                           | -17%         | -5%          | -6%          | -1%          | 2%           | 7%           |
| Marge opérationnelle                                    | -14%         | -4%          | -6%          | -2%          | 2%           | 7%           |
| Marge nette   | -14%         | -3%          | -5%          | -3%          | 1%           | 4%           |
| Investissements opérationnels nets/CA                   | 8%           | 7%           | 16%          | 9%           | 7%           | 5%           |
| BFR/CA  | 29%          | 32%          | 13%          | 10%          | 11%          | 12%          |
| ROCE  | -11%         | -3%          | -5%          | -1%          | 2%           | 10%          |
| ROCE hors GW  | -14%         | -4%          | -7%          | -1%          | 3%           | 13%          |
| ROE   | -16%         | -4%          | -7%          | -4%          | 1%           | 12%          |
| Payout  | 0%           | 0%           | 0%           | 0%           | 0%           | 0%           |
| Dividend yield  | 0%           | 0%           | 0%           | 0%           | 0%           | 0%           |
| <b>Ratios d'endettement</b>                             | <b>2017</b>  | <b>2018</b>  | <b>2019</b>  | <b>2020e</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> |
| Gearing (%)   | 10%          | 12%          | -10%         | -2%          | 8%           | 9%           |
| Dettes nette/EBE  | -0,9         | 4,7          | -8,1         | -0,2         | 0,5          | 0,3          |
| EBE/charges financières                                 | -3,3         | 18,5         | 1,1          | 4,2          | 7,2          | 30,3         |
| <b>Valorisation</b>                                     | <b>2017</b>  | <b>2018</b>  | <b>2019</b>  | <b>2020e</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> |
| 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         | 41,4         | 41,4         |
| (1) Capitalisation boursière moyenne                    | 347,3        | 341,6        | 438,8        | 457,0        | 652,4        | 652,4        |
| (2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)              | 13,4         | 17,3         | -17,3        | -3,8         | 12,8         | 16,1         |
| (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        | 452,0        | 664,1        | 667,3        |
| PER   | ns           | ns           | ns           | ns           | 318,8        | 30,1         |
| VE / EBE  | ns           | 100,9        | 206,9        | 28,3         | 24,3         | 11,0         |
| VE / ROC  | ns           | ns           | ns           | ns           | 94,7         | 18,5         |
| VE / CA   | 2,7          | 2,0          | 1,8          | 1,6          | 1,7          | 1,2          |
| P/B   | 3,1          | 2,4          | 2,7          | 2,8          | 3,9          | 3,5          |
| <b>Données par action (€)</b>                           | <b>2017</b>  | <b>2018</b>  | <b>2019</b>  | <b>2020</b>  | <b>2021</b>  | <b>2022</b>  |
| Bnpa  | -1,96        | -0,47        | -0,79        | -0,32        | 0,13         | 1,38         |
| Book value/action                                       | 9,6          | 10,3         | 10,9         | 10,4         | 10,5         | 12,0         |
| 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