

Achat	Potentiel	21%
Objectif de cours		56,00 €
Cours au 29/07/2021 (c)		46,45 €
Euronext Paris Comp B		
Reuters / Bloomberg	SESL.PA / SESL.FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	17,7%	1,8%	0,3%	49,0%
Perf CAC Small	17,3%	5,8%	14,3%	65,8%

Informations boursières

Capitalisation (M€)	732,0
Nb de titres (en millions)	15,76
Volume moyen 12 mois (titres)	8 937
Extrêmes 12 mois	20,50 € / 52,60 €

Actionnariat

BOE Smart Retail	60,2%
E Ink	5,5%
Qualcomm Incorporated	2,0%
Flottant	32,3%

Données financières (en M €)

au 31/12	2020	2021e	2022e	2023e
CA	290,3	400,3	558,8	771,8
var %	17,2%	37,9%	39,6%	38,1%
EBE	15,9	25,4	56,6	92,8
%CA	5,5%	6,3%	10,1%	12,0%
ROC	-5,0	4,4	32,6	64,9
%CA	-1,7%	1,1%	5,8%	8,4%
RN	-7,6	1,0	21,7	45,5
%CA	-2,6%	0,3%	3,9%	5,9%
Bnpa (€)	-0,44	0,06	1,24	2,60
ROCE (%)	-3%	2%	14%	27%
ROE (%)	-4%	1%	11%	18%
Gearing (%)	-2%	6%	2%	-12%
Dette Fi nette	-3,8	10,1	2,9	-27,6
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)	-			

Ratios

	2020	2021e	2022e	2023e
VE/CA (x)	1,6	1,9	1,3	0,9
VE/EBE (x)	28,5	29,2	13,0	7,6
VE/ROC (x)	ns	167,6	22,5	10,8
PE (x)	ns	790,4	37,4	17,9

Analyste :

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



Électronique

Poursuite de la forte croissance / tensions sur les composants**Publication du CA S1 2021**

Après un CA T1 en croissance de +65,6% à 84,1 M€, SES-imagotag accélère au T2 et publie un CA record en hausse de +75,6% à 118,7 M€ (+41% en séquentiel). Le CA S1 ressort ainsi en forte croissance à 202,8 M€ (+71%).

Forte croissance sur toutes les géographies

Tirée par la tendance de fond d'accélération de la digitalisation du Retail, la croissance en Europe ressort en très forte hausse de +94% à 157 M€ aussi bien au Nord qu'au Sud, témoignant d'une vraie reprise, la France et l'Europe du Sud ayant été plus longuement impactés que l'Allemagne et l'Europe du Nord par la crise sanitaire. A noter que malgré les tensions dans l'approvisionnement de composants électroniques, la forte visibilité des commandes ont permis une bonne anticipation et ont ainsi peu impacté les ventes en Europe.

A contrario, les Etats-Unis ont été plus pénalisés par cette pénurie et les commandes passées tardivement en fin d'année dernière ou début 2021 ont été reportées de plusieurs mois dans certains cas. La dynamique reste cependant toujours très forte avec des commandes de leaders du commerce (comme Walmart et ses 328 points de vente au Canada).

Des prises de commandes record

Engagé depuis plusieurs trimestres dans une véritable accélération de sa dynamique commerciale, SES-imagotag confirme cette dynamique au S1 affichant un niveau de prises de commandes à 309,3 M€ contre 165,6 M€ au S1 2020 (qui était lui-même en croissance de +34,3% vs S1 2019). Celles-ci ressortent en hausse de +76% à 235,6 M€ en Europe, notamment grâce à d'importantes commandes en Allemagne, et de +134% à 73,7 M€ en Amérique. Sur 12 mois glissants, ce montant progresse de +58,4% à 599,3 M€, offrant une belle visibilité pour le Groupe.

Poursuite de la pénétration des VAS

Les Solutions à valeur ajoutée (VAS) continuent leur montée en puissance totalisant 13,3% du CA à 27,5 M€ sur le semestre. Source d'une meilleure marge pour SES-imagotag, ces services et solutions Cloud regroupées au sein de la plateforme VUSION Retail IoT permettent un pilotage des magasins et une amélioration significative de la performance opérationnelle de ceux-ci. Le Groupe communique aussi sur le lancement réussi de [Captana](#) et confirme l'intégration en cours de cette solution de monitoring des rayons et de détection des ruptures dans plusieurs enseignes.

Une trésorerie préservée

Après avoir publié une solide amélioration de sa trésorerie au titre de son exercice 2020, SES-imagotag publie une dette nette (hors IFRS16) de 1 M€ au 30/06 soit une consommation de cash de l'ordre de 5 M€ (dette nette hors IFRS16 à fin décembre 2020 de -3,8 M€). Fort d'une bonne maîtrise des encaissements et d'une diminution des coûts de transport (acheminement principalement par voie maritime suite à la flambée des coûts aériens) le Groupe conserve ainsi une trésorerie confortable de 80 M€.

Perspectives

Si le Groupe confirme son objectif de CA 2021 de 400 M€, il précise que l'évolution préoccupante de la crise sanitaire, notamment en Asie, ainsi que les tensions sur l'approvisionnement des composants électroniques pourraient impacter l'activité au S2. Le management s'attend ainsi à un second semestre comparable au premier et réitère son objectif d'amélioration de la rentabilité. Nous ajustons notre attente de CA 2021e à 400,3 M€ vs 401,1 M€.

Recommandation

Suite à cette annonce notre objectif de cours ressort inchangé à 56,00 €. Notre recommandation reste à Achat.

Compte de résultat (M€)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Chiffre d'affaires	152,9	187,9	247,6	290,3	400,3	558,8	771,8
Excédent brut d'exploitation	-14,6	3,7	2,1	15,9	25,4	56,6	92,8
Résultat opérationnel courant	-26,5	-9,4	-14,6	-5,0	4,4	32,6	64,9
Résultat opérationnel	-21,0	-8,2	-14,6	-5,0	4,4	32,6	64,9
Résultat financier	-4,5	-0,2	-2,3	-3,8	-3,0	-3,0	-3,0
Impôts	4,4	2,7	3,8	1,2	-0,4	-7,8	-16,4
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	-0,7	-0,8	0,1	2,2	4,5
Résultat net	-21,1	-5,7	-13,1	-7,6	1,0	21,7	45,5
Bilan (M€)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Actifs non courants	114,2	118,7	153,7	166,5	173,5	177,5	180,4
<i>dont goodwill</i>	32,4	32,4	51,3	51,3	51,3	51,3	51,3
BFR	44,7	61,1	31,7	9,2	17,0	25,4	32,9
Disponibilités + VMP	38,5	29,6	73,1	88,6	73,2	79,1	108,2
Capitaux propres	128,9	148,9	171,1	164,9	165,8	185,4	226,3
Emprunts et dettes financières	51,9	46,9	55,8	84,8	83,4	82,0	80,6
Total Bilan	271,5	316,9	395,5	461,0	536,6	658,4	839,8
Tableau de flux (M€)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Marge Brute d'autofinancement	-8,0	3,1	-2,5	9,2	22,0	45,7	73,4
Variation de BFR	-3,1	-17,0	25,9	20,4	-7,8	-8,4	-7,5
Flux net de trésorerie généré par l'activité	-11,1	-13,9	23,4	29,6	14,1	37,3	65,9
Investissements opérationnels nets	-12,1	-13,1	-38,8	-29,5	-28,0	-27,9	-30,9
Investissements financiers nets	2,2	-3,5	0,8	3,5	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-9,9	-16,6	-38,0	-26,6	-28,0	-27,9	-30,9
Augmentation de capital	1,8	26,7	34,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	24,3	-4,9	24,1	29,0	-1,4	-1,4	-1,4
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-0,1	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	12,6	-1,4	-1,4	-1,4
Variation de trésorerie	5,1	-8,6	43,6	15,5	-15,3	8,0	33,7
Ratios (%)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Variation chiffre d'affaires	-13,6%	22,9%	31,8%	17,2%	37,9%	39,6%	38,1%
Marge EBE	-10%	2%	1%	5%	6%	10%	12%
Marge opérationnelle courante	-17%	-5%	-6%	-2%	1%	6%	8%
Marge opérationnelle	-14%	-4%	-6%	-2%	1%	6%	8%
Marge nette	-14%	-3%	-5%	-3%	0%	4%	6%
Investissements opérationnels nets/CA	8%	7%	16%	10%	7%	5%	4%
BFR/CA	29%	32%	13%	3%	4%	5%	4%
ROCE	-11%	-3%	-5%	-2%	2%	11%	20%
ROCE hors GW	-14%	-4%	-7%	-3%	2%	14%	27%
ROE	-16%	-4%	-7%	-4%	1%	11%	18%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Gearing (%)	10%	12%	-10%	-2%	6%	2%	-12%
Dettes nette/EBE	-0,9	4,7	-8,1	-0,2	0,4	0,1	-0,3
EBE/charges financières	-3,3	18,5	1,1	5,3	8,4	18,7	30,7
Valorisation	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Nombre d'actions (en millions)	13,4	14,5	15,8	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	15,8
Cours (moyenne annuelle en euros)	29,7	24,5	29,0	29,0	46,5	46,5	46,5
(1) Capitalisation boursière moyenne	347,3	341,6	438,8	457,0	732,0	732,0	732,0
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	13,4	17,3	-17,3	-3,8	10,1	2,9	-27,6
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,8	0,8	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	359,9	358,1	420,4	451,9	740,8	733,6	703,1
PER	ns	ns	ns	ns	790,4	37,4	17,9
VE / EBE	ns	100,9	206,9	28,5	29,2	13,0	7,6
VE / ROC	ns	ns	ns	ns	167,6	22,5	10,8
VE / CA	2,7	2,0	1,8	1,6	1,9	1,3	0,9
P/B	3,1	2,4	2,7	2,8	4,4	3,9	3,2
Données par action (€)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Bnpa	-1,96	-0,47	-0,79	-0,44	0,06	1,24	2,60
Book value/action	9,6	10,3	10,9	10,5	10,5	11,8	14,4
Dividende /action	0,00	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 du 27/01/2021 au 06/04/2021 et depuis le 29/04/2021

Accumuler : Du 10/12/2020 au 26/01/2021 et du 07/04/2021 au 28/04/2021

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