

<b>Achat</b>	Potentiel	16%
<b>Objectif de cours</b>	<b>61,00 € (vs 56,00 €)</b>	
Cours au 07/09/2021 (c)	52,80 €	
Euronext Paris Comp B		
Reuters / Bloomberg	SESL.PA / SESL.FP	



Électronique

**Très forte progression des résultats au S1 / EBITDA positif**

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	24,3%	-0,8%	-7,3%	83,1%
Perf CAC Small	22,3%	3,6%	2,1%	51,6%

**Informations boursières**

Capitalisation (M€)	832,0
Nb de titres (en millions)	15,76
Volume moyen 12 mois (titres)	9 254
Extrêmes 12 mois	20,50 € 54,20 €

**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	28,1	56,9	93,0
%CA	5,5%	7,0%	10,2%	12,0%
ROC	-5,0	5,5	31,4	64,4
%CA	-1,7%	1,4%	5,6%	8,3%
RN	-7,6	1,9	20,8	45,1
%CA	-2,6%	0,5%	3,7%	5,8%
Bnpa (€)	-0,44	0,11	1,19	2,58
ROCE (%)	-3%	3%	14%	27%
ROE (%)	-4%	1%	10%	18%
Gearing (%)	-2%	6%	0%	-13%
Dette Fi nette	-3,8	9,3	0,4	-30,4
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)	-			

**Ratios**

	2020	2021e	2022e	2023e
VE/CA (x)	1,4	2,1	1,5	1,0
VE/EBE (x)	25,5	29,9	14,6	8,6
VE/ROC (x)	ns	151,6	26,5	12,4
PE (x)	ns	499,1	44,4	20,5

**Analyste :**

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

**Publication des résultats S1 2021**

Après avoir publié un CA S1 2021 en très forte croissance de +71% à 202,8 M€ ainsi qu'un niveau de prises de commandes record à 309,3 M€ (+87%), SES-imagotag annonce une très forte amélioration de ses résultats semestriels avec un EBITDA positif de 15 M€ contre -0,2 M€ l'an dernier, soit un niveau presque équivalent à celui enregistré pour toute l'année 2020.

**Une marge sur coûts variables en forte progression**

Cette amélioration des résultats dans leur ensemble est notamment liée à la forte progression de la marge sur coûts variables (MCV). Celle-ci s'élève à 42,3 M€ contre 22,6 M€ au S1 2020 (soit 20,8% du CA S1 vs 19,1%) bénéficiant 1/ de la poursuite de la pénétration des solutions à valeur ajoutée dans le mix produits (meilleures marges) et 2/ d'un taux de change EUR/USD favorable permettant ainsi de compenser la hausse des prix des composants en cette période de pénurie.

**Une maîtrise des charges d'exploitation**

Dans ce contexte de très forte croissance de l'activité, le Groupe a su maîtriser ses charges d'exploitation qui progressent de +20% à 27,2 M€ notamment sous l'effet d'une reprise des recrutements et des déplacements des équipes commerciales (frais de personnels +12%). Malgré cette progression en relatif, les charges d'exploitation s'affichent en baisse en absolu et totalisent 13,4% du CA S1 contre 19,3% l'an passé. Ainsi, cette bonne maîtrise des charges combinée à l'amélioration de la MCV ont permis à SES-imagotag d'afficher un EBITDA de 15 M€ soit une marge de 7,4%. Après comptabilisation des DAP qui s'établissent en hausse de +32% à 11,3% reflétant les investissements en R&D et IT du Groupe, l'EBIT courant ressort à 3,7 M€ (vs -8,8 M€), soit 2% du CA S1. Enfin, le RN s'établit à 1,0 M€ contre -9,8 M€ l'an passé.

**Poursuite des investissements en R&D**

Sur le semestre, SES-imagotag a poursuivi sa stratégie d'investissements avec des CAPEX s'élevant à 14,3 M€ (-7,7%). Les dépenses de R&D et IT capitalisées ressortent à 10,2 M€ et se décomposent principalement entre 1/ des dépenses de R&D (+56%) liées au développement de nouvelles technologies (C:Cloud, V:Ads, V:Captana, V:IoT, services à valeur ajoutée, ...) et 2/ des dépenses IT (-45%) liées à la digitalisation des processus de la société (Salesforce, Microsoft, SAP) afin d'améliorer la productivité et la qualité de services. La baisse de ces dépenses IT suite à l'effort mené en 2020 pour déployer SAP permet ainsi de compenser la croissance des investissements en R&D.

**Faible consommation de trésorerie**

Sur les 6 premiers mois de l'année, SES-imagotag a affiché un Cash-flow total de -9,1 M€ (vs -43,5 M€), en forte amélioration, bénéficiant notamment 1/ de la forte progression de l'EBITDA au S1, 2/ de la maîtrise des investissements (CAPEX de 14,3 M€ vs 15,5 M€) et 3/ du contrôle du BFR (variation de -9,1 M€ vs -25,0 M€). Ces éléments, combinés à la consolidation de 4,1 M€ de trésorerie liée à la libération de la dernière tranche du capital de la JV du Groupe avec BOE et JDD permettent à SES-imagotag d'afficher une consommation de trésorerie de 5 M€ au S1 contre 43,5 M€ l'année passée. La dette nette hors IFRS16 ressort ainsi à 1,2 M€ matérialisant une trésorerie confortable de 80,5 M€.

**Perspectives**

Fort de cette excellente dynamique commerciale au S1, le Groupe maintient son objectif annuel de 400 M€ et anticipe une accélération de la croissance en 2022. Il précise néanmoins que les tensions sur l'approvisionnement des composants devraient se poursuivre (avec une normalisation progressive en 2022) et que la situation sanitaire en Asie a conduit à un ralentissement temporaire des capacités de production au Vietnam (pas de fermeture de l'usine Jabil) entraînant des retards de production. Un plan d'action a été mis en place pour revenir rapidement à des niveaux de production normatifs mais ces difficultés de production restent un point d'attention à surveiller. Enfin, le management précise s'attendre à un S2 similaire au S1. Suite à cette publication nous ajustons donc nos attentes d'EBITDA à 28,1 M€ vs 25,4 M€ auparavant.

**Recommandation**

**Suite à cette annonce notre objectif de cours ressort à 61,00 € (vs 56,00 €). Notre recommandation reste à Achat et nous réitérons notre confiance dans la capacité d'exécution de SES-imagotag.**

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
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	28,1	56,9	93,0
Résultat opérationnel courant	-26,5	-9,4	-14,6	-5,0	5,5	31,4	64,4
Résultat opérationnel	-21,0	-8,2	-14,6	-5,0	5,5	31,4	64,4
Résultat financier	-4,5	-0,2	-2,3	-3,8	-3,0	-3,0	-3,0
Irrpôts	4,4	2,7	3,8	1,2	-0,7	-7,5	-16,3
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	0,2	2,1	4,5
Résultat net	-21,1	-5,7	-13,1	-7,6	1,9	20,8	45,1
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Actifs non courants	114,2	118,7	153,7	166,5	171,9	174,3	176,6
<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	18,6	26,0	33,5
Disponibilités + VMP	38,5	29,6	73,1	88,6	74,0	81,5	111,0
Capitaux propres	128,9	148,9	171,1	164,9	166,6	185,3	225,9
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	535,8	657,7	838,8
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Marge Brute d'autofinancement	-8,0	3,1	-2,5	9,2	24,4	46,4	73,7
Variation de BFR	-3,1	-17,0	25,9	20,4	-9,4	-7,5	-7,5
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>-11,1</b>	<b>-13,9</b>	<b>23,4</b>	<b>29,6</b>	<b>15,0</b>	<b>38,9</b>	<b>66,2</b>
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
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-9,9</b>	<b>-16,6</b>	<b>-38,0</b>	<b>-26,6</b>	<b>-28,0</b>	<b>-27,9</b>	<b>-30,9</b>
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
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>26,0</b>	<b>21,9</b>	<b>58,3</b>	<b>12,6</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,4</b>
Variation de trésorerie	5,1	-8,6	43,6	15,5	-14,4	9,6	34,0
<b>Ratios (%)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Variation chiffre d'affaires	-13,6%	22,9%	31,8%	17,2%	37,9%	39,6%	38,1%
Marge EBE	-10%	2%	1%	5%	7%	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%	5%	5%	4%
ROCE	-11%	-3%	-5%	-2%	2%	10%	20%
ROCE hors GW	-14%	-4%	-7%	-3%	3%	14%	27%
ROE	-16%	-4%	-7%	-4%	1%	10%	18%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Gearing (%)	10%	12%	-10%	-2%	6%	0%	-13%
Dettes nettes/EBE	-0,9	4,7	-8,1	-0,2	0,3	0,0	-0,3
EBE/charges financières	-3,3	18,5	1,1	5,3	9,3	18,8	30,7
<b>Valorisation</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
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	26,0	52,8	52,8	52,8
(1) Capitalisation boursière moyenne	347,3	341,6	438,8	409,9	832,0	832,0	832,0
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	13,4	17,3	-17,3	-3,8	9,3	0,4	-30,4
(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	404,8	840,1	831,2	800,4
PER	ns	ns	ns	ns	499,1	44,4	20,5
VE / EBE	ns	100,9	206,9	25,5	29,9	14,6	8,6
VE / ROC	ns	ns	ns	ns	151,6	26,5	12,4
VE / CA	2,7	2,0	1,8	1,4	2,1	1,5	1,0
P/B	3,1	2,4	2,7	2,5	5,0	4,5	3,7
<b>Données par action (€)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Bnpa	-1,96	-0,47	-0,79	-0,44	0,11	1,19	2,58
Book value/action	9,6	10,3	10,9	10,5	10,6	11,8	14,3
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