

|                     |         |                            |                |              |
|---------------------|---------|----------------------------|----------------|--------------|
| Capitalisation (M€) | 2 264,4 | Ticker                     | VU.PA / VU.FP  | Technologie  |
| Objectif de cours   | 250,0 € | Nb de titres (en millions) | 16,9           | Flash valeur |
| Cours au 30/07/2026 | 134,2 € | Volume moyen 12m (titres)  | 55 993         | 31/07/2026   |
| Potentiel           | 86%     | Extrêmes 12m (€)           | 99,95€/262,00€ |              |

## Début d'exercice solide dans l'ensemble

### À retenir

- CA S1 2026 ajusté de 839 M€, en hausse de +29% (+37% à FX et droits de douane constants)
- VAS récurrents en très forte hausse (+73%) avec une base d'ESL connectées qui dépasse le demi-milliard d'unités
- Perspectives 2026 réitérées et accord en vue d'acquérir In-Store Media (retail media)

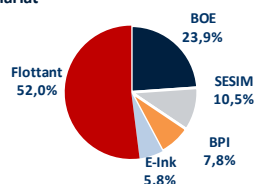
#### Données financières (en M€)

| au 31/12                 | 2025    | 2026e   | 2027e   | 2028e   |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|
| CA ajusté                | 1 526,8 | 1 738,4 | 2 020,0 | 2 373,5 |
| var %                    | 50,3%   | 13,9%   | 16,2%   | 17,5%   |
| EBITDA ajusté            | 277,3   | 336,5   | 411,5   | 499,1   |
| % CA ajusté              | 18,2%   | 19,4%   | 20,4%   | 21,0%   |
| RN ajusté                | 154,4   | 159,4   | 205,5   | 250,1   |
| % CA ajusté              | 10,1%   | 9,2%    | 10,2%   | 10,5%   |
| RN                       | 142,2   | 141,7   | 181,9   | 248,1   |
| % CA                     | 9,7%    | 8,2%    | 9,1%    | 10,5%   |
| Bnpa ajusté (€)          | 8,5     | 8,8     | 11,3    | 13,7    |
| ROCE (%)                 | 39,5%   | 25,2%   | 26,3%   | 28,9%   |
| ROE (%)                  | 32,0%   | 24,8%   | 24,6%   | 25,7%   |
| Gearing (%)              | -70,3%  | -12,9%  | -15,1%  | -17,9%  |
| Dette nette (ex IFRS 16) | -439,0  | -73,2   | -111,1  | -172,4  |
| Dividende n (€)          | 0,9     | 0,9     | 1,2     | 1,6     |
| Yield (%)                | 0,4%    | 0,7%    | 0,9%    | 1,2%    |

#### Multiples de valorisation

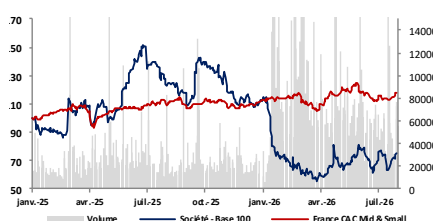
|            | 2025 | 2026e | 2027e | 2028e |
|------------|------|-------|-------|-------|
| VE/CA (x)  | 2,1  | 1,3   | 1,1   | 0,9   |
| VE/EBE (x) | 11,2 | 6,5   | 5,2   | 4,2   |
| VE/ROC (x) | 19,0 | 10,5  | 8,0   | 6,3   |
| P/E (x)    | 24,8 | 15,8  | 12,3  | 9,1   |

#### Actionnariat



#### Performances boursières

| Performances (%) | Ytd    | 1m   | 3m   | 12m    |
|------------------|--------|------|------|--------|
|                  | -33,6% | 9,4% | 5,5% | -41,6% |



#### Publication du chiffre d'affaires S1 2026

Vusion publie un chiffre d'affaires S1 2026 ajusté de 839,3 M€, en hausse de +29% (+33,5% en normes IFRS à 819,8 M€) et de +37% à taux de change et droits de douane constants, soit un rythme toujours nettement supérieur à la guidance annuelle (+15% à +20% en ajusté, à FX et droits de douane constants). Le T2 ressort à 545,4 M€ en ajusté (+31%), en accélération séquentielle par rapport au T1 (+26%). Les perspectives 2026 du groupe sont par ailleurs intégralement réitérées.

#### EMEA : accélération attendue au S2

La zone EMEA affiche un CA ajusté de 209,4 M€ sur le semestre, en hausse de +6% (dont +2,9% au T2), en ligne avec les attentes du groupe mais encore loin de la guidance de +15% à +20% sur l'ensemble de l'année. Ce rattrapage au S2 repose principalement sur la montée en puissance du partenariat Carrefour ainsi que sur la bascule de pilotes vers EdgeSense, dont le management reconnaît qu'elle peut générer un léger décalage dans le calendrier des installations. Les signatures récentes (JYSK, avec un déploiement visant environ 2 500 magasins à horizon 2027, Decathlon, qui franchit le cap des 700 magasins équipés, ou encore Gratis en Turquie) confortent néanmoins la visibilité de la zone.

Côté Reste du Monde (75% du mix au S1 2026), le CA ajusté ressort à 629,9 M€ (+39%) sur une base semestrielle, toujours porté par le déploiement d'EdgeSense chez Walmart aux États-Unis, dont la finalisation est attendue d'ici la fin de l'année, et désormais relayé par l'extension du partenariat au Mexique.

#### VAS : le récurrent change de dimension

Le segment VAS affiche un CA de 125 M€ sur le semestre, en hausse de +39%, et représente environ 15% du mix du groupe. La partie récurrente ressort à 61 M€, en hausse de +73%, tirée par VusionCloud, dont la base installée atteint 522 millions d'étiquettes connectées à fin juin (vs environ 220 millions un an plus tôt), franchissant ainsi le seuil symbolique du demi-milliard. En données annualisées, les VAS récurrents atteignent 133 M€ au T2 (+83% sur un an). À noter



également des prises de commandes Captana qui atteignent pour la première fois plusieurs dizaines de millions d'euros, signe d'une monétisation croissante de la couche computer vision.

## Prise de commandes : base de comparaison exigeante

Les prises de commandes s'établissent à 681 M€ au S1 (-22% YoY), un recul conforme aux attentes du groupe compte tenu des commandes exceptionnelles passées par Walmart en 2025. Le T2 affiche un retour à la croissance (+7% YoY, +16% vs T1), en phase avec le scénario d'une hausse des prises de commandes sur l'ensemble de 2026. Sur douze mois glissants, les order entries ressortent à 1 511 M€ (-15%). Les contrats Walmex, Carrefour, JYSK, Decathlon et Gratis devraient prendre le relais dans le carnet au fil des prochains trimestres.

## In-Store Media : passage à l'offensive sur le retail media

Annoncé le 27 juillet, l'accord en vue d'acquérir In-Store Media (ISM) donne corps à l'un des principaux piliers de la stratégie VAS du groupe. Basé à Barcelone, ISM est un acteur de référence du retail media en magasin, présent dans neuf pays (EMEA, Amériques, APAC), au service de 90 enseignes et de plus de 1 600 marques, pour un CA 2025 d'environ 120 M€ assorti d'une « solide rentabilité ». L'opération, approuvée par le Conseil d'administration et soumise aux autorisations réglementaires, serait financée en dette. Les modalités financières n'ont pas été communiquées à ce stade, mais le management a confirmé que la cible est rentable et qu'elle devrait être payée sur un multiple en ligne avec les comparables du secteur. Elle apporterait à Vusion la brique commerciale (relations annonceurs) qui lui manquait pour monétiser à grande échelle son infrastructure en magasin. L'impact sur le CA 2026 devrait rester limité compte tenu du calendrier de finalisation envisagé.

## Perspectives et estimations

Vusion confirme l'intégralité de ses objectifs 2026 : croissance du CA ajusté de +15% à +20% à FX et droits de douane constants, CA VAS en progression d'environ +40%, marge d'EBITDA ajusté en hausse de plus de 100 bps et free cash-flow opérationnel positif.

Un point comptable est toutefois à anticiper : à la suite de l'invalidation par la Cour Suprême américaine des droits de douane imposés sur certains produits, le groupe a commencé à percevoir des remboursements (environ 60 M\$ encaissés en juillet, jusqu'à environ 80 M\$ attendus sur l'année). La part refacturée aux clients sera comptabilisée en avoirs, venant réduire rétroactivement le CA 2026, sans impact sur la marge ni sur la trésorerie. La croissance publiée (IFRS et ajustée) pourrait ainsi ressortir en deçà de la fourchette +15/20%, alors même que la guidance, exprimée à FX et droits de douane constants, est confirmée.

Après un S1 à 839 M€, nous ajustons mécaniquement notre estimation de CA ajusté à 1 738,4 M€ (vs 1 803,2 M€ précédemment) afin de tenir compte des éléments précédemment cités, sans impact sur la marge d'EBITDA. Nous intégrerons par ailleurs l'acquisition d'ISM au moment de son closing.

## Recommandation

Nous réitérons notre recommandation à Achat ainsi que notre objectif de cours de 250€.



## Présentation de la société

Fort d'un chiffre d'affaires ajusté qui dépasse le milliard d'euros en 2025, VusionGroup (ex SES-Imagotag) est le leader mondial des solutions digitales pour le commerce physique. La société, qui compte plus de 350 clients grands comptes, conçoit et déploie pour les acteurs du retail des étiquettes électroniques et des solutions IoT (via sa plateforme VUSION) destinées à les aider dans leur transformation digitale.

Avec un plan stratégique qui vise à horizon 2027, entre autres, l'atteinte d'un CA de 2,2 Md€ et d'une marge d'EBITDA de 22%, le groupe semble armé pour poursuivre sa conquête du marché mondial, fort d'un management hors du commun et d'une qualité d'exécution supérieure. Le contrat signé avec Walmart, qui offre un potentiel de 3 Md€ de revenus pour Vusion, sécurise par ailleurs grandement le développement à moyen terme de la société.

## Argumentaire d'investissement

**Une véritable machine commerciale.** La société compte parmi ses clients plus de 350 enseignes dans le monde et équipe plus de 30 000 magasins. Le groupe a mis en place une vraie machine commerciale, qui a permis en 2025 de réaliser plus de 1,5 Md€ de chiffre d'affaires ajusté, contre 150 M€ en 2017 (TCAM c30%).

**Un écosystème de partenaires.** Dès 2017, la société s'est adossée à BOE Technology, leader mondial des écrans LCD et OLED, lui permettant de bénéficier de l'expertise du groupe chinois mais aussi de disposer d'une usine ultra moderne qui fabrique plus de 150 millions d'étiquettes électroniques à des niveaux de compétitivité sans précédent. VusionGroup s'est aussi associée avec E-Ink, leader de la technologie de l'encre électronique, ou encore Qualcomm, qui a pris une participation au capital du groupe.

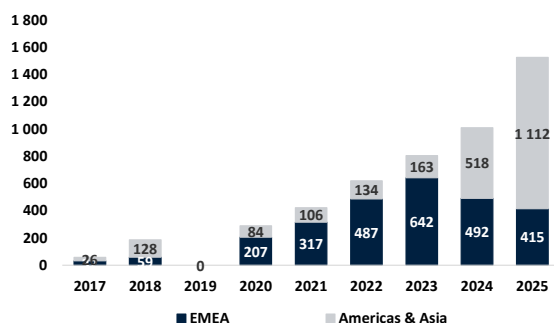
**Une plateforme à la pointe.** Avec sa marque VUSION, VusionGroup dispose d'une plateforme essentielle à la digitalisation des commerces (automatisation, pilotage de la donnée, omni-canalité, optimisation de la préparation de commandes, etc.).

**Un plan ambitieux et créateur de valeur.** À horizon 2027, le groupe ambitionne de 1/ réaliser un chiffre d'affaires de 2,2 Md€, dont 40% en Amérique du Nord, et installer plus d'un milliard d'étiquettes connectées, 2/ continuer son approche customer centric avec l'atteinte d'un NPS de 70, 3/ poursuivre la pénétration du Cloud et des services à valeur ajoutée (VAS) pour atteindre 30% du mix produit et enfin 4/ atteindre une marge d'EBITDA de 22%.

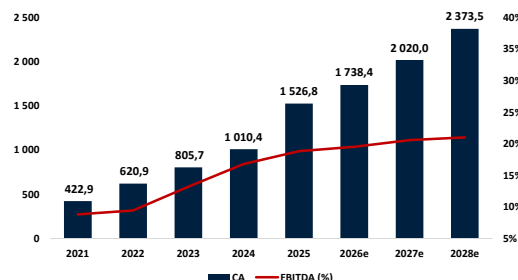
## Multiples de valorisation des comparables

| Société                             | Capitalisation | EV/sales |      |      | EV/EBITDA |      |      | EV/EBIT |       |      | P/E   |       |       |
|-------------------------------------|----------------|----------|------|------|-----------|------|------|---------|-------|------|-------|-------|-------|
|                                     |                | FY1      | FY2  | FY3  | FY1       | FY2  | FY3  | FY1     | FY2   | FY3  | FY1   | FY2   | FY3   |
| E Ink Holdings Inc                  | 5 701,5        | 4,9x     | 4,2x | 3,6x | 11,9x     | 9,9x | 8,6x | 14,0x   | 11,3x | 9,6x | 14,8x | 12,5x | 11,0x |
| Hanshow Technology Co. Ltd. Class A | 187,6          | 1,2x     | 1,0x | 0,8x | 8,5x      | 6,7x | 5,0x | 9,0x    | 6,7x  | 4,9x | 11,4x | 8,6x  | 6,4x  |
| Pricer AB Class B                   | 69,4           | 0,4x     | 0,4x | 0,4x | 4,7x      | 4,5x | 4,2x | 9,4x    | 8,4x  | 7,3x | 13,7x | 13,5x | 11,1x |
| SOLUM CO. LTD.                      | 368,1          | 0,5x     | 0,4x | ns   | 5,6x      | 4,3x | ns   | 8,7x    | 6,1x  | ns   | 7,2x  | 4,8x  | ns    |
| Moyenne                             | 1 581,6        | 1,7x     | 1,5x | 1,6x | 7,7x      | 6,4x | 5,9x | 10,3x   | 8,1x  | 7,3x | 11,8x | 9,9x  | 9,5x  |
| Médiane                             | 277,8          | 0,8x     | 0,7x | 0,8x | 7,0x      | 5,6x | 5,0x | 9,2x    | 7,6x  | 7,3x | 12,6x | 10,6x | 11,0x |

## Mix géographique, 2017-2025 (M€)



## CA adj. & EBITDA adj., est. Euroland (M€)



| Compte de résultat (M€)                                 | 2021         | 2022         | 2023           | 2024           | 2025           | 2026e          | 2027e          | 2028e          |
|---------------------------------------------------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Chiffre d'affaires (pre IFRS 15)                        | 422,9        | 620,9        | 805,7          | 1 010,4        | 1 526,8        | 1 738,4        | 2 020,0        | 2 373,5        |
| Chiffre d'affaires (IFRS)                               | 422,9        | 620,9        | 802,0          | 954,7          | 1 472,0        | 1 721,9        | 1 998,0        | 2 373,5        |
| EBITDA                                                  | 37,3         | 58,6         | 102,3          | 104,7          | 222,4          | 320,0          | 389,4          | 499,1          |
| <b>EBITDA ajusté (pre IFRS 15)</b>                      | <b>37,3</b>  | <b>58,6</b>  | <b>106,0</b>   | <b>160,4</b>   | <b>277,3</b>   | <b>336,5</b>   | <b>411,5</b>   | <b>499,1</b>   |
| EBIT                                                    | 5,2          | 31,7         | 51,5           | 23,3           | 109,0          | 192,2          | 245,8          | 333,9          |
| Résultat financier                                      | -1,1         | -6,1         | 43,0           | -50,0          | 87,6           | -3,2           | -3,2           | -3,2           |
| Impôts                                                  | -2,0         | -7,1         | -14,9          | -2,2           | -54,4          | -47,2          | -60,6          | -82,7          |
| Mise en équivalence                                     | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Part des minoritaires                                   | -0,7         | 0,4          | 0,0            | 1,1            | 1,2            | 1,2            | 1,5            | 2,0            |
| <b>Résultat net ajusté</b>                              | <b>2,9</b>   | <b>19,0</b>  | <b>34,6</b>    | <b>53,4</b>    | <b>154,4</b>   | <b>159,4</b>   | <b>205,5</b>   | <b>250,1</b>   |
| Résultat net                                            | 2,1          | 18,6         | 79,6           | -28,9          | 142,2          | 141,7          | 181,9          | 248,1          |
| Bilan (M€)                                              | 2021         | 2022         | 2023           | 2024           | 2025           | 2026e          | 2027e          | 2028e          |
| Actifs non courants                                     | 177,8        | 216,4        | 376,7          | 488,5          | 549,5          | 614,3          | 689,6          | 779,0          |
| dont goodwill                                           | 51,3         | 51,3         | 122,8          | 122,8          | 122,8          | 122,8          | 122,8          | 122,8          |
| <b>Disponibilités + VMP</b>                             | <b>89,8</b>  | <b>33,9</b>  | <b>199,9</b>   | <b>535,6</b>   | <b>353,0</b>   | <b>115,0</b>   | <b>152,9</b>   | <b>214,2</b>   |
| Capitaux propres                                        | 182,4        | 193,3        | 276,9          | 244,0          | 442,6          | 569,2          | 736,0          | 964,6          |
| Dettes financières hors IFRS 16                         | 81,5         | 74,4         | 172,7          | 142,9          | 41,8           | 41,8           | 41,8           | 41,8           |
| <b>Total Bilan</b>                                      | <b>545,2</b> | <b>536,7</b> | <b>1 051,9</b> | <b>1 732,0</b> | <b>1 555,1</b> | <b>1 451,8</b> | <b>1 680,8</b> | <b>2 012,9</b> |
| Tableau de flux (M€)                                    | 2021         | 2022         | 2023           | 2024           | 2025           | 2026e          | 2027e          | 2028e          |
| Marge brute d'autofinancement                           | 34,6         | 52,2         | 92,4           | 141,5          | 262,3          | 240,4          | 296,5          | 384,1          |
| Variation de BFR                                        | -2,8         | -32,2        | 155,9          | 403,1          | -25,7          | -299,6         | -53,7          | -77,9          |
| <b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>     | <b>31,8</b>  | <b>20,0</b>  | <b>248,3</b>   | <b>544,6</b>   | <b>202,2</b>   | <b>-59,2</b>   | <b>242,8</b>   | <b>306,2</b>   |
| CAPEX nets                                              | -29,9        | -51,0        | -87,5          | -158,0         | -137,3         | -163,6         | -189,8         | -225,5         |
| <b>FCF</b>                                              | <b>1,8</b>   | <b>-31,0</b> | <b>160,8</b>   | <b>386,6</b>   | <b>64,9</b>    | <b>-222,7</b>  | <b>53,0</b>    | <b>80,7</b>    |
| Investissements financiers nets                         | 4,2          | -15,7        | -80,7          | -15,6          | -16,5          | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| <b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b> | <b>-30,5</b> | <b>-66,7</b> | <b>-168,2</b>  | <b>-173,6</b>  | <b>-153,8</b>  | <b>-163,6</b>  | <b>-189,8</b>  | <b>-225,5</b>  |
| Augmentation de capital                                 | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 72,9           | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Variation emprunts                                      | -3,3         | -7,0         | 93,8           | -29,7          | -101,7         | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Dividendes versés                                       | 0,0          | 0,0          | 0,0            | -4,8           | -9,6           | -15,2          | -15,1          | -19,4          |
| Autres                                                  | 0,0          | -0,5         | -4,5           | -0,7           | -20,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| <b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>      | <b>-0,2</b>  | <b>-9,1</b>  | <b>85,8</b>    | <b>-35,7</b>   | <b>-58,3</b>   | <b>-15,2</b>   | <b>-15,1</b>   | <b>-19,4</b>   |
| Variation de trésorerie                                 | 1,2          | -55,9        | 166,0          | 335,8          | -55,5          | -237,9         | 37,9           | 61,3           |
| Ratios (%)                                              | 2021         | 2022         | 2023           | 2024           | 2025           | 2026e          | 2027e          | 2028e          |
| <b>Variation chiffre d'affaires</b>                     | <b>45,7%</b> | <b>46,8%</b> | <b>29,2%</b>   | <b>19,0%</b>   | <b>54,2%</b>   | <b>17,0%</b>   | <b>16,0%</b>   | <b>18,8%</b>   |
| Marge EBITDA ajustée                                    | 8,8%         | 9,4%         | 13,2%          | 16,8%          | 18,8%          | 19,5%          | 20,6%          | 21,0%          |
| Marge opérationnelle courante                           | 1,2%         | 5,1%         | 6,4%           | 2,4%           | 7,4%           | 11,2%          | 12,3%          | 14,1%          |
| Marge nette                                             | 0,5%         | 3,0%         | 9,9%           | -3,0%          | 9,7%           | 8,2%           | 9,1%           | 10,5%          |
| CAPEX (% CA)                                            | 7,1%         | 8,2%         | 10,9%          | 16,5%          | 9,3%           | 9,5%           | 9,5%           | 9,5%           |
| ROCE                                                    | 1,8%         | 9,3%         | 12,8%          | -18,8%         | 39,5%          | 25,2%          | 26,3%          | 28,9%          |
| ROCE hors GW                                            | 2,4%         | 11,6%        | 21,5%          | -8,1%          | 97,5%          | 32,2%          | 31,9%          | 33,6%          |
| ROE                                                     | 1,6%         | 9,7%         | 28,4%          | -11,2%         | 32,0%          | 24,8%          | 24,6%          | 25,7%          |
| Payout                                                  | 0,0%         | 0,0%         | 6,0%           | 20,3%          | 10,6%          | 10,6%          | 10,6%          | 10,6%          |
| Dividend yield                                          | 0,0%         | 0,0%         | 0,3%           | 0,4%           | 0,4%           | 0,7%           | 0,9%           | 1,2%           |
| Ratios d'endettement                                    | 2021         | 2022         | 2023           | 2024           | 2025           | 2026e          | 2027e          | 2028e          |
| <b>Gearing (%)</b>                                      | <b>-5%</b>   | <b>21%</b>   | <b>-10%</b>    | <b>-161%</b>   | <b>-70%</b>    | <b>-13%</b>    | <b>-15%</b>    | <b>-18%</b>    |
| Dette nette/EBE                                         | -0,2         | 0,7          | -0,3           | -2,4           | -1,1           | -0,2           | -0,3           | -0,3           |
| EBE/charges financières                                 | 39,5         | 10,2         | 2,0            | 1,6            | 2,2            | 90,8           | 112,5          | 146,8          |
| Valorisation                                            | 2021         | 2022         | 2023           | 2024           | 2025           | 2026e          | 2027e          | 2028e          |
| Nombre d'actions (en millions)                          | 15,9         | 15,9         | 15,9           | 16,0           | 16,8           | 16,9           | 16,9           | 16,9           |
| Nombre d'actions moyen (en millions)                    | 15,8         | 15,9         | 15,9           | 16,0           | 16,4           | 16,9           | 16,9           | 16,9           |
| Cours (moyenne annuelle en euros)                       | 50,0         | 92,6         | 119,9          | 140,9          | 210,8          | 134,2          | 134,2          | 134,2          |
| (1) Capitalisation boursière moyenne                    | 791,5        | 1 471,5      | 1 906,4        | 2 247,8        | 3 462,6        | 2 262,4        | 2 264,4        | 2 264,4        |
| (2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)               | -8,3         | 40,5         | -27,3          | -392,8         | -439,0         | -73,2          | -111,1         | -172,4         |
| (3) Valeur des minoritaires                             | 0,0          | -2,5         | -3,5           | -4,7           | -5,7           | -6,8           | -8,3           | -10,3          |
| (4) Valeur des actifs financiers                        | 1,4          | 20,2         | 20,4           | 20,4           | 29,2           | 29,2           | 29,2           | 29,2           |
| Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)                   | 781,9        | 1 489,2      | 1 855,3        | 1 830,0        | 2 988,7        | 2 153,2        | 2 115,8        | 2 052,4        |
| VE/CA                                                   | 1,9x         | 2,4x         | 2,3x           | 1,9x           | 2,1x           | 1,3x           | 1,1x           | 0,9x           |
| <b>VE/EBE</b>                                           | <b>21,1x</b> | <b>25,5x</b> | <b>17,6x</b>   | <b>11,6x</b>   | <b>11,2x</b>   | <b>6,5x</b>    | <b>5,2x</b>    | <b>4,2x</b>    |
| VE/ROC                                                  | ns           | 47,1x        | 33,9x          | 23,5x          | 19,0x          | 10,5x          | 8,0x           | 6,3x           |
| P/E                                                     | ns           | 77,6x        | 24,0x          | ns             | 24,8x          | 15,8x          | 12,3x          | 9,1x           |
| P/B                                                     | 4,4x         | 7,6x         | 6,9x           | 9,2x           | 8,0x           | 4,0x           | 3,1x           | 2,3x           |
| P/CF                                                    | 24,6x        | 74,3x        | 7,5x           | 3,4x           | 14,8x          | ns             | 8,7x           | 6,7x           |
| <b>FCF yield (%)</b>                                    | <b>0,2%</b>  | <b>ns</b>    | <b>8,7%</b>    | <b>21,1%</b>   | <b>2,2%</b>    | <b>ns</b>      | <b>2,5%</b>    | <b>3,9%</b>    |
| Données par action (€)                                  | 2021         | 2022         | 2023           | 2024           | 2025           | 2026e          | 2027e          | 2028e          |
| <b>Bnpa</b>                                             | <b>0,2</b>   | <b>1,2</b>   | <b>1,9</b>     | <b>3,0</b>     | <b>8,5</b>     | <b>8,8</b>     | <b>11,3</b>    | <b>13,7</b>    |
| Book value/action                                       | 11,5         | 12,2         | 17,4           | 15,2           | 26,3           | 33,7           | 43,6           | 57,2           |
| Dividende /action                                       | 0,0          | 0,0          | 0,3            | 0,6            | 0,9            | 0,9            | 1,2            | 1,6            |



**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 : Depuis 22/09/2020

Accumuler : (-)

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : (-)

**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                |



## “Disclaimer / Avertissement”

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de VusionGroup (la « Société ») 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 utilisée 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. À 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

