

Accumuler	<i>Potentiel</i>	11%
Objectif de cours		5,40 €
Cours au 30/10/2018 (c)		4,88 €
Euro next Growth		
Reuters / Bloomberg	ALORD.PA / ALORD.FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-7,6%	-7,9%	-7,2%	ns
Perf CAC Small	-19,3%	-12,9%	-15,9%	-19,0%

Informations boursières

Capitalisation (M€)		12,3
Nb de titres (en millions)		2,51
Volume moyen 12 mois (titres)		3 563
Extrêmes 12 mois	4,25 €	5,37 €

Actionnariat pre IPO

Fondateurs & management	79,7%
Investisseurs institutionnels	17,4%
Flottant	2,9%

Données financières (en M€)

au 31/12	2017	2018e	2019e	2020e
CA	5,8	5,3	8,2	10,5
var %	46,6%	-9,5%	55,1%	28,9%
EBITDA	1,0	0,8	1,5	2,1
%CA	16,7%	16,1%	18,4%	20,3%
EBIT	0,7	0,6	1,0	1,4
%CA	11,2%	11,1%	12,1%	13,0%
RN	0,7	0,6	0,7	1,0
%CA	11,6%	12,3%	9,1%	9,5%
ROCE (%)	47%	32%	38%	43%
ROE (%)	66%	10%	10%	12%
Gearing (%)	-12%	-82%	-77%	-75%
Dette nette	-0,1	-5,5	-5,7	-6,3
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)				

Ratios

	2017	2018e	2019e	2020e
VE/CA (x)	ns	1,3	0,8	0,6
VE/EBE (x)	ns	7,9	4,3	2,7
VE/ROC (x)	ns	11,5	6,6	4,3
PE (x)	ns	18,9	16,6	12,3

Analyste :

Sid Bachir pour Eric Seclet
01 44 70 20 76
sbachir@elcorp.com // eseclet@elcorp.com

Ordissimo

Electronique

Une rentabilité pénalisée par la structuration du groupe**Publication des résultats S1 2018**

Ordissimo publie un CA de 2,2 M€ au titre de son premier semestre 2018. L'activité affiche une baisse de 14,8%, pénalisée par un effet de base exigeant. Dans ce contexte et impacté par des investissements marketing, la société affiche des résultats en baisse notable. L'EBITDA est en retrait de 47,1% à 0,1M€, l'EBIT ressort à l'équilibre (vs 0,2 M€ au S1 2017) alors que le RN ressort à 21 K€ (-89,0%).

Commentaires

Le recul de l'activité sur le S1 est lié l'absence d'opération de renouvellement auprès des anciens clients. Sur le S1 2017, celle-ci avait permis de réaliser 0,3 M€ de CA. Elle devrait cependant intervenir sur la fin d'exercice afin d'accompagner le lancement du nouveau système d'exploitation d'Ordissimo. Malgré le ralentissement de l'activité, la marge commerciale s'améliore compte tenu d'un mix produit plus favorable (plus de revenus communauté) et à l'évolution positive de la parité €/€, améliorant les conditions d'achats à 1,0M€ (vs 1,4 M€).

Au-delà du recul du CA, les frais marketings ont sensiblement augmenté, en lien avec le lancement d'une campagne TV pour 0,1 M€, pénalisant davantage les résultats d'Ordissimo alors que les frais de personnel restent sous contrôle à 0,5 M€ (vs 0,4M€). L'EBITDA s'affiche finalement à 0,2 M€ (vs 0,3 M€) alors que l'EBIT ressort à l'équilibre, après la prise en compte des dotations aux amortissements pour 0,2 M€. Enfin, bénéficiant d'un crédit d'impôt, le RN est positif à 21 K€ (vs 0,2 M€).

Sur les perspectives, l'activité devrait connaître un ralentissement sur le S2, compte tenu du déstockage Téléshopping, 1^{er} client d'Ordissimo (33% du CA au 31/12/2017), entraînant une baisse de la diffusion. La société a néanmoins signé de multiples contrats de distribution en France (Auchan, Fnac-Darty, LDLC) et à l'international qui devraient progressivement monter en puissance.

Néanmoins, à court terme, nous ajustons nos prévisions de CA 2018 à 5,3 M€ (vs 6,6 M€) et d'EBIT à 0,6 (vs 0,8 M€). Le déploiement à l'international ainsi que la signature de contrats de distribution grands comptes laissent entrevoir une amélioration de l'activité et de la rentabilité sur les prochains exercices.

Recommandation

Suite à cette publication et à la mise à jour de notre modèle de valorisation, notre objectif de cours ressort à 5,40 € avec une recommandation à Accumuler.

Compte de résultat (M€)	2017	2018e	2019e	2020e
Chiffre d'affaires	5,8	5,3	8,2	10,5
EBITDA	1,0	0,8	1,5	2,1
EBIT	0,7	0,6	1,0	1,4
Résultat opérationnel	0,7	0,6	1,0	1,4
Résultat financier	0,0	0,0	0,0	0,0
Impôts	0,1	0,1	-0,2	-0,3
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	0,7	0,6	0,7	1,0
Bilan (M€)	2017	2018e	2019e	2020e
Actifs non courants	1,0	1,2	1,5	1,8
<i>dont goodwill</i>	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	-0,1	0,1	0,2	0,3
Disponibilités + VMP	0,9	6,1	6,2	6,7
Capitaux propres	1,0	6,7	7,4	8,4
Emprunts et dettes financières	0,8	0,7	0,5	0,3
Total Bilan	3,6	8,7	10,0	11,5
Tableau de flux (M€)	2017	2018e	2019e	2020e
Marge Brute d'autofinancement	1,0	1,0	1,3	1,7
Variation de BFR	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1
Flux net de trésorerie généré par l'activité	0,8	0,8	1,1	1,7
Investissements opérationnels nets	-0,4	-0,5	-0,9	-1,0
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-0,4	-0,5	-0,9	-1,0
Augmentation de capital	0,0	5,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-0,4	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	-0,3	4,8	-0,2	-0,2
Variation de l'endettement financier net	0,1	5,2	0,1	0,5
Ratios (%)	2017	2018e	2019e	2020e
Variation chiffre d'affaires	47%	-10%	55%	29%
Marge EBE	17%	16%	18%	20%
Marge opérationnelle courante	11%	11%	12%	13%
Marge opérationnelle	11%	11%	12%	13%
Marge nette	12%	12%	9%	9%
Investissements opérationnels nets/CA	7%	9%	11%	10%
BFR/CA	-2%	1%	3%	3%
ROCE	47%	32%	38%	-22%
ROCE hors GW	47%	32%	38%	-22%
ROE	66%	10%	10%	12%
Ratios d'endettement	2017	2018e	2019e	2020e
Gearing (%)	-12%	-82%	-77%	-75%
Dettes nettes/EBE	-0,1	-6,5	-3,8	-3,0
EBE/charges financières	25,6	24,0	54,5	107,3

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 sur les 12 derniers mois :

Achat : (-)

Accumuler : depuis le 31/10/2018

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*
Oui	Non	Non	Non	Non	Oui

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des

instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre. Il est important de noter qu'EuroLand Corporate conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

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 objet de la présente étude, 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 mentionnée dans la présente étude, 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. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Corporate, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée 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, seules les personnes considérées comme « personnes autorisées ou exemptées » selon le « Financial Services Act 1986 » du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du « Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997 » peuvent avoir accès à ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des Etats-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

EuroLand Corporate
17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80