Paragon ID

Industriel

Neutre	*Potentiel*	*2%*
Objectif de cours		**36,00 €**
Cours au 25/06/2019 (c)		35,40 €
Euronext Paris		
Reuters / Bloomberg		PID.PA / PID:FP

Performances (%	**Ytd**	**1m**	**3m**	**12m**
Perf. Absolue	108,2%	34,1%	57,3%	22,7%
Perf CAC Small	9,5%	1,3%	2,6%	-18,3%

Informations boursières		
Capitalisation (M€)		59,0
Nb de titres (en millions)		1,67
Volume moyen 12 mois (titres		453
Extrêmes 12 mois	12,50 €	36,00 €

Actionnariat	
Paragon Group Ltd	78,0%
Flottant	16,0%
Actionnaires historiques	6,0%

Données financières (en M€)				
au 30/06	**2018**	**2019e**	**2020e**	**2021e**
CA	100,9	106,8	116,1	127,4
var %	*59,8%*	*5,8%*	*8,7%*	*9,8%*
EBE	7,3	7,6	9,8	12,9
%CA	*7,2%*	*7,1%*	*8,4%*	*10,1%*
ROC	1,3	2,6	4,7	7,7
%CA	*1,3%*	*2,4%*	*4,0%*	*6,0%*
RN	-5,1	-1,0	1,9	4,0
%CA	*-5,0%*	*-1,0%*	*1,6%*	*3,1%*
Bnpa (€)	-0,99	0,34	1,11	2,38
ROCE (%)	4%	7%	11%	18%
ROE (%)	-18%	-4%	6%	12%
Gearing (%)	133%	160%	151%	123%
Dette nette	38,2	44,3	44,5	41,1
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)				

Ratios				
	2018	**2019e**	**2020e**	**2021e**
VE/CA (x)	1,1	0,9	0,8	0,7
VE/EBE (x)	14,6	12,7	9,8	7,2
VE/ROC (x)	83,5	37,2	20,5	12,0
PE (x)	ns	ns	27,2	12,7

Analyste :
Sid Bachir
01 44 70 20 76
sbachir@elcorp.com

L'industrialisation au service de l'innovation

- Expert des technologies sans contact, Paragon ID se positionne comme un acteur de référence dans la fourniture de solutions RFID et de leurs composants. Fort d'un outil industriel de premier plan, la société bénéficie de capacités de production conséquentes (jusqu'à 600 millions de tags RFID produits par an) en France et à l'international (USA, UK, Roumanie).

- Depuis 2017, Paragon ID s'est engagé dans une rationalisation majeure qui lui permet d'afficher une activité dynamique et un EBE en croissance. Dans la même lignée, le CA 9 mois ressort à 77,4 M€ en hausse de 3,3%. Sur l'exercice 2018-19, nous attendons un CA de 106,8 M€ (+5,8%) et un EBE de 7,6 M€ (7,1%). A partir de 2019, la société affichera un RN positif qui lui permettra de renforcer son bilan.

- Avec une équipe 30 personnes dédiée à la R&D et des acquisitions stratégiques (AmaTech, RFID Discovery, Airweb), Paragon ID s'est doté de moyens pour accélérer encore sa croissance en répondant aux nouveaux besoins en matière de digitalisation. Nous attendons un chiffre d'affaires en hausse annuelle moyenne de 8,1 % entre 2018-19 et 2020-21.

- Grâce à son offre large et innovante de solutions sans contact, Paragon ID s'est constitué un portefeuille important (1500 clients) et international (60% du CA 2017-18 hors France) avec de belles références (Passeport US, Métro de Singapour, Saint-Gobain…).

- Sur un marché des technologies RFID attendu à 14,3 Mds € en 2022 (TCAM de 5,1% sur 4 ans), l'ambition du groupe est de poursuivre sa dynamique de croissance, tout en atteignant les standards de profitabilité du secteur (10% de marge d'EBE).

- **Notre valorisation de Paragon ID fait ressortir un objectif de cours à 36,00 € issu de la moyenne des valorisations par DCF et par comparables. Nous initions la couverture de Paragon ID avec une opinion Neutre.**

Sommaire

ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT 5

SWOT 7

PARAGON ID: UN HISTORIQUE DE CROISSANCE 8

UNE POLITIQUE DE CROISSANCE EXTERNE FORTE 10

LES SOLUTIONS SANS CONTACT SÉCURISÉES 12

PARAGON ID: UN INDUSTRIEL AU SERVICE DE L'INNOVATION 13

PÔLE TRANSPORT ET SMART CITIES 15

PÔLE E-ID 16

PÔLE TRAÇABILITÉ ET PROTECTION DE LA MARQUE 17

PÔLE PAIEMENT 18

UNE ORGANISATION INDUSTRIELLE PRÊTE À DÉLIVRER 19

LE RFID FACE AUX ENJEUX DE LA DIGITALISATION 20

UN MARCHÉ MONDIAL ATTENDU À 14,3 MDS $ EN 2022 20

UNE RÉPONSE MULTISECTORIELLE 21

PERSPECTIVES STRATÉGIQUES ET FINANCIÈRES 23

LE PAIEMENT UN DES PRINCIPAUX LEVIERS DE CROISSANCE 24

UN LEVIER SUR LA MARGE OPÉRATIONNELLE 25

UNE STRUCTURE FINANCIÈRE LOURDE 26

VALORISATION DE PARAGON ID 27

VALORISATION PAR LES DCF 28

VALORISATION PAR LES COMPARABLES BOURSIERS 30

CONCLUSION 32

Argumentaire d'investissement

Un marché aux perspectives de croissances prometteuses

Paragon ID est positionné sur le marché porteur des technologies RFID (étiquettes connectées, tags, inlays, lecteurs) qui devrait atteindre 14,3 Mds$ en 2022 (vs 11,8 Mds$ estimé en 2018). D'ici 2021, nous anticipons une croissance de l'activité de Paragon ID avec un TCAM du CA de 8,1 % en organique. La société va bénéficier : 1/ de la montée en puissance de ses solutions digitales sur le segment Transport et Smart Cities, 2/ de la poursuite de la prise de parts de marché sur le segment Traçabilité et Protection de la marque et de 3/ du déploiement de ses activités dans le paiement sans contact. En plus, elle devrait profiter du renforcement de son expertise à travers des acquisitions structurantes.

Le sans contact: une technologie de sécurisation et d'optimisation

Le développement de Paragon ID repose sur sa capacité à innover sur le marché exigeant des technologies RFID. Les investissements en R&D et sa forte capacité d'industrialisation constituent un socle solide lui conférant la possibilité de proposer des innovations produits régulièrement à l'image du développement des tags bagages avec plusieurs compagnies aériennes ou encore du développement des cartes bancaires sans contact en métal. Fort d'une équipe de 30 personnes dédiée à la R&D, Paragon ID devrait maintenir ses investissements dans l'innovation afin de répondre aux nombreux usages et applications.

Un acteur mondial de référence

Présent sur la scène internationale avec près de 60% de son chiffre d'affaires réalisé hors de France, Paragon ID accompagne les acteurs de nombreux secteurs dans leur transformation digitale. En tant qu'acteur de référence de la technologie RFID, Paragon ID adresse un portefeuille de clients solides composé de gouvernements (US, France, UK…), d'opérateurs de transport (SNCF, Vinci, RATP…) ou encore d'acteurs de la distribution et de la logistique (P&G, Chronopost, TNT). Sa capacité d'innovation et sa présence mondiale lui confèrent notamment une place privilégiée auprès des opérateurs. Sur sa seule activité de Transport & Smart Cities, la société fournit 150 villes dans 27 pays dont les plus grandes métropoles (Paris, NYC, Londres…)

Une organisation optimisée offrant du levier sur les marges

Après une année 2018 marquée par l'arrivée d'un nouveau management et par la fin de la rationalisation de ses coûts en profondeur (fermeture des usines de Pékin, Boston (UK) et de Mouans-Sartoux 06), Paragon ID devrait rapidement redresser sa rentabilité. En effet, si nous anticipons un tassement du taux de marge brute sur les prochains exercice, compte tenu d'un mix produits plus favorable aux solutions de paiement (36% de marge brute vs 50% pour les autres BU), l'EBE va bénéficier: 1/ de la croissance du chiffre d'affaires permettant d'absorber les coûts fixes 2/ d'un mix-produit plus favorable au paiement qui permettra d'améliorer la marge d'EBE et 3/ de la maitrise des coûts engagés par la société. Enfin, la MOC est attendue à 6,0% en 2021 (vs 1,3% en 2018).

SWOT

Forces

- Une offre de solutions multisectorielles (documents officiels, transport, paiement, logistique)
- Une technologie reconnue : simple, fiable, agile et sécurisée
- De fortes capacités de production (7 sites dont 4 industriels 2 de R&D et 1 de software)
- De solides relations commerciales avec plusieurs institutions publiques internationales (US, UK, France)
- Un pôle de recherche d'excellence
- 1500 références clients (La Poste, Vinci, Saint-Gobain)
- Barrières technologiques et industrielles (plus de 100 de brevets)

Faiblesses

- Sous-traitant dans la chaîne de valeur du RFID
- Présence encore faible sur le segment du Paiement
- Poids de la dette

Opportunités

- Une extension programmée des applications NFC sur mobile (transport…)
- Une progression observée du RFID dans tous les secteurs (face aux solutions magnétiques)
- De riches perspectives sur le marché bancaire après l'acquisition d'AmaTech
- Un déploiement de services à forte valeur ajoutée et associés à chaque produit (personnalisation, encodage…)
- Réalisation d'acquisitions structurantes

Menaces

- Tension sur les prix
- Un environnement hautement concurrentiel (grands acteurs et nouveaux entrants agiles et innovants)

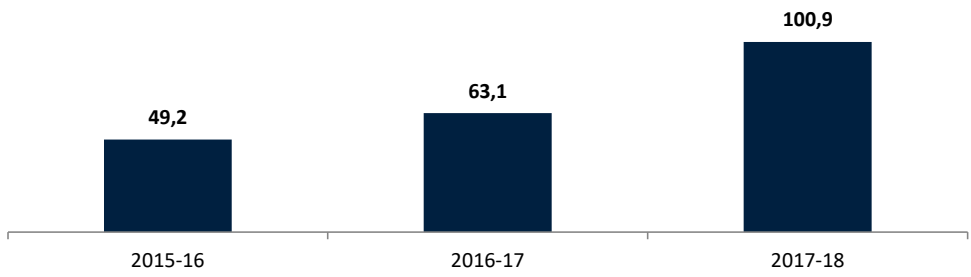
Paragon ID: un historique de croissance

Née du rapprochement des activités d'étiquetage et de billetterie de Paragon Group et de la société ASK, spécialiste français des solutions RFID, Paragon ID conçoit, produit et commercialise des solutions technologiques sans contact et développe des logiciels pour leur fonctionnement et leur déploiement.

La société est organisée autour de quatre pôles d'activités: 1/Transport et Smart Cities (57,1% du CA 2017-18), 2/ E-ID (11,3%), 3/ Traçabilité & Protection des marques (31,1%) et 4/ Paiement (depuis 2019) pour un chiffre d'affaires total de 100,9 M€ en 2018 en croissance de 59,8%.

Cotée depuis 2014 sur Euronext Paris (à la suite du reverse takeover de ASK), Paragon ID s'est développée de manière organique et externe (9 acquisitions depuis 2014), enregistrant un TCAM de son CA de +43,3% depuis 2015-16 pour atteindre 100,9 M€ en 2017-18. Cette forte croissance est le fruit d'une stratégie basé sur : l'internationalisation, l'innovation et la distribution.

Evolution du CA depuis 2015-16 (M€)

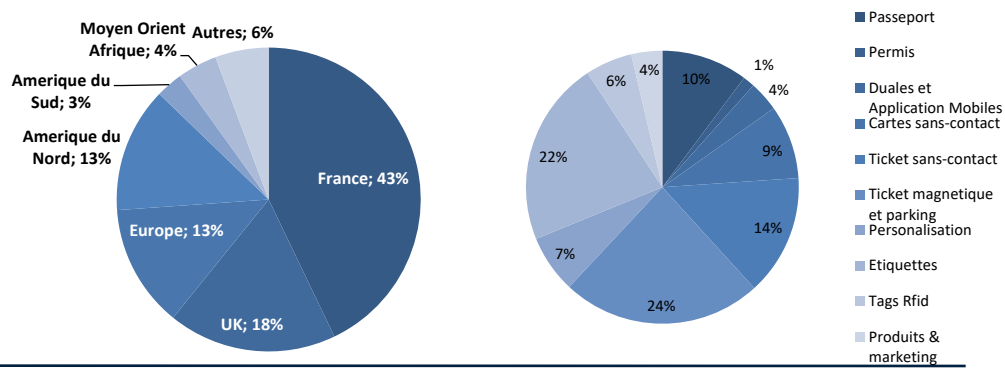


source : Euroland

Largement présent à l'international (60% du CA hors de France), Paragon ID entend poursuivre son développement commercial. Pour ce faire, le Groupe peut s'appuyer sur un outil de production international basé en France, aux Etats-Unis, au UK et en Roumanie, employant 600 collaborateurs. Cette forte exposition à l'international implique un chiffre d'affaire susceptible d'évoluer au gré des taux de change (55% du CA en EUR, 25% en GBP, 17% en USD et 3% autres). Le Groupe déploie également une politique d'innovation ambitieuse, portée par une équipe R&D de premier plan (30 personnes). Les efforts de R&D soutenus ainsi que les acquisitions ciblées permettent à la société de détenir un portefeuille conséquent composé de plus de 100 brevets.

Fort d'une distribution réalisée en direct par ses équipes (65 commerciaux), Paragon ID se positionne comme le leader dans la fourniture des solutions RFID et leurs composants. Ce mode de distribution présente plusieurs avantages : elle permet 1/ de capter une part plus importante de la valeur ajoutée, 2/ de s'assurer que l'approche commerciale est conforme à ses standards et 3/ de garantir un contact avec ses clients.

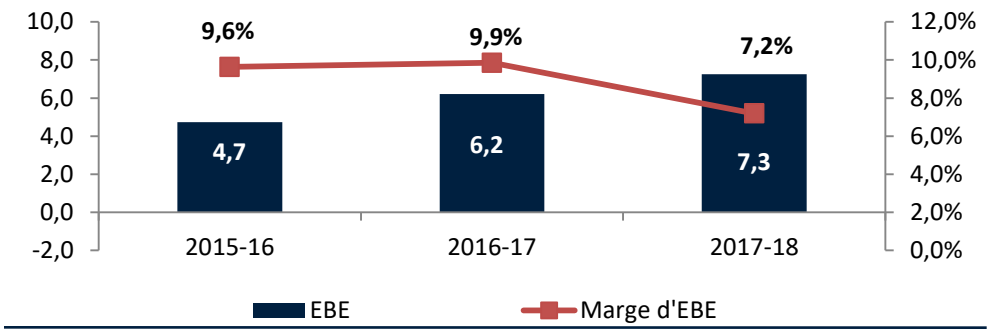
Répartition du CA 2017-18 par activité (M€) et géographie (%)



source : société

Profitant de son expertise approfondie de la technologie RFID, Paragon ID propose des solutions multisectorielles. En 2018, le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 100,9 M€ en hausse de 59,8 % (portée par l'intégration de ASK) pour un EBE de 7,3 M€ affichant une marge de 7,2 %. En 2019, l'activité est restée dynamique avec une accélération en séquentiel du CA (T3 +16,7% à 27,2 M€, S1 -2,7% à 50,2 M€). Le CA T3 est tiré par la bonne dynamique du segment E-ID en hausse de 28,0% à 19,9 M€, tandis que le S1 ressort en légère baisse compte tenu d'une base de comparaison peu clémente. A terme, l'accélération du chiffre d'affaires et la maîtrise des coûts constituent selon nous les principaux leviers sur la rentabilité.

Evolution de la rentabilité depuis 2015-16 (M€) et (%)



source : Euroland

Une politique de croissance externe forte

Complémentaire à sa stratégie de croissance organique, la croissance externe a permis à Paragon ID d'accroître significativement son expertise et de prendre des positions fortes sur les segments de l'identification de personne, du transport et plus récemment du paiement. Outre cette logique technologique, cela a permis au Groupe d'atteindre rapidement une taille critique. Depuis sa création, la société a ainsi procédé à 9 acquisitions dans ses quatre pôles d'activité.

Historique des acquisitions

Année d'acquisition	Société	Activité	CA (M€)
2014	Stralfors	Tickets magnetiques	NC
2014	Gresset	Tickets magnetiques	NC
2013	Bemerose booth		NC
2015	Magnadata	Sécurité & contrôle d'accès (tags, magnetiques)	NC
2016	ASK	Solutions sans contact (E-ID)	33,5
2017	Burall Infosmart	Personalisation cartes de tran	1,5
2018	Airweb	Applications mobiles	NC
2018	RFID Discovery	RFID santé	NC
2018	Amatech	Paiement	NC

source : Euroland Corporate

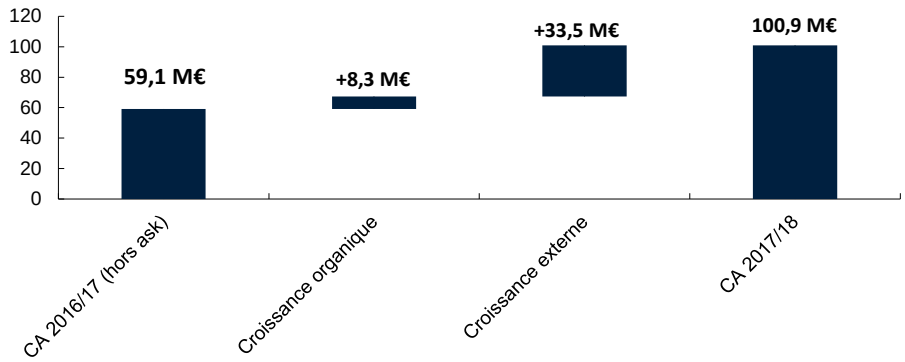
Paragon ID est aujourd'hui un acteur incontournable du secteur, lui permettant de racheter des cibles stratégiques et significatives. Les dernières en date sont :

- **RFID Discovery:** spécialiste anglais de l'IOT. Avec ce rachat (propriété intellectuelle), Paragon ID renforce son offre dans le marché de la santé et de l'e-santé et profite d'une plateforme technologique. Ses solutions permettent la collecte et l'analyse de données de processus de fabrication, de gestion des stocks et des produits, et de logistique.

- **AmaTech:** société irlandaise spécialiste des solutions RFID dédiée au paiement. Cette acquisition stratégique permet à Paragon ID de pénétrer le marché dynamique du paiement sans contact et d'acquérir un important portefeuille de brevets. Les activités bancaires et de paiement constituant un axe de développement, Paragon ID se dote d'une brique technologique qui permet d'accélérer cette stratégie grâce à sa nouvelle gamme de cartes bancaires en métal.

- **Airweb (1,5 M€ de CA en 2017)** conçoit des applications Web et des solutions de billetterie mobile. Ce rapprochement offre à Paragon ID et Airweb l'opportunité de mettre en commun leurs solutions et d'associer leurs compétences et positions respectives pour déployer, à l'échelle internationale, la plateforme de billetterie mobile la plus complète et évolutive du marché.

Croissance organique et externe en 2017-18



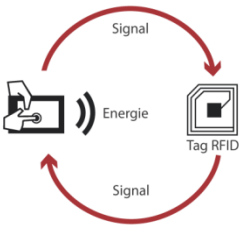
source : Euroland Corporate

Si la croissance externe contribue principalement à la progression du CA en 2017-18 (+33,5 M€), la croissance organique est également soutenue (+14,0%). Cette performance met en évidence la capacité de Paragon ID à intégrer de nouvelles cibles sans pour autant sacrifier la croissance organique. Ainsi, le Groupe devrait poursuivre cette stratégie, et ce, dans l'ensemble de ses segments avec le rachat de concurrents afin d'acquérir de nouvelles briques complémentaires.

Les solutions sans contact sécurisées

Placée au cœur du métier de Paragon ID, la technologie RFID permet de mémoriser et de récupérer des données à distance. Le système est activé par un transfert d'énergie électromagnétique entre une étiquette radio et un émetteur RFID. L'étiquette radio, aussi appelée tag RFID, existe sous forme active (alimentée par une source d'énergie: batterie, pile et diffusant un signal) ou passive (ne dispose pas de batterie et puisse son énergie depuis le lecteur). Elle est composée d'une puce électronique et d'une antenne, reçoit le signal radio émis par le lecteur lui aussi équipé de technologie RFID. Les composants permettent à la fois de lire et de répondre aux signaux.

Fonctionnement tag RFID



source : SBEdirect

Paragon ID a développé une technologie et un procédé de fabrication permettant la production d'inlays à partir d'une antenne en encre d'argent conductrice. En plus de sa fonction principale (communication d'informations sans contact), les principaux enjeux de la technologie sont la sécurité, la fiabilité et la robustesse des produits. Le procédé de conception unique de Paragon ID de dépose de silicium sur une antenne en encre d'argent (pour lequel la société détient 47 familles de brevets) lui offre de multiples avantages dont:

- La sécurité des données renforcée: arrachage impossible de l'inlay sans altérer les données ou dysfonctionnement.
- L'agilité: processus en sérigraphie qui permet d'adapter le design de l'antenne selon le support.
- La fiabilité : offre une meilleure résistance au torsion de la carte et maintien ses caractéristique électrique dans le temps.
- L'écologique: le procédé additif permet une utilisation minimale d'encre pour la production d'antenne et l'atteinte de la performance éléctrique

Paragon ID: un industriel au service de l'innovation

Face aux problématiques de gestion des stocks, de traçabilité, d'authentification et de lutte contre la contrefaçon, les acteurs de nombreux secteurs (transport, logistique, vente au détail, santé, agriculture, etc.) se réinventent en se digitalisant. Paragon ID s'inscrit dans cette exigence à travers ses solutions innovantes utilisant la technologie RFID ou encore la billetterie mobile. La large gamme de produits comprend des étiquettes logistiques, des tickets sans contact, des inlays pour documents officiels (permis, passeports) ou encore des étiquettes techniques et de sécurité utilisant des codes barres ou la technologie RFID. Ces solutions permettent aux entreprises et aux consommateurs d'identifier, de localiser, d'authentifier des articles et des personnes. Aujourd'hui, Paragon ID est l'un des plus grands producteurs européens d'étiquettes, alliant de fortes capacités industrielles (pouvant monter jusqu'à 600 millions d'unités produites par an) et d'innovations (plus de 100 de brevets).

Son positionnement de fabricant d'équipements et de composants ne permet pas de capter la totalité de la chaîne de valeur comme peuvent le faire certains intégrateurs. Dans cet écosystème concurrentiel, les acteurs tirent les prix vers le bas et doivent réduire leurs coûts de production afin de produire des volumes importants tout en maintenant leur rentabilité. C'est dans l'optique d'amélioration de la rentabilité que le groupe a poursuivi une stratégie de montée en gamme. Cette stratégie s'est traduite par 1/ le développement d'étiquettes haut de gamme, sophistiquées et à plus forte valeur unitaire, 2/ le développement de solutions entièrement digitales et 3/ des partenariats avec des experts (Wizways Solutions en janvier 2019) du digital et de 4/ des acquisitions stratégiques (AmaTech, RFID technologie, Airweb).

Cartographie des spécialistes RFID

source : Euroland Corporate

Pôle Transport & Smart Cities

Transport & Smart Cities	
CA	57,1 % du CA 2017-18
Cartes de transport et services de billetterie	
150 villes clientes	

Leader sur la billetterie pour le transport public, le pôle Transport et Smart Cities de Paragon ID représente 57,1% du CA 2017-18 (57,6 M€). Cette activité propose une offre entièrement intégrée de solutions de billetteries performantes, sécurisées et économiques à destination des opérateurs de transport, des municipalités ou encore des concessions. Ses fortes capacités industrielles et d'innovation permettent aujourd'hui à Paragon ID d'être le partenaire privilégié des municipalités et de fournir ses solutions à plus de 150 villes (Paris, Londres, New-York, Singapour, Chicago…) à travers 27 pays.

L'offre de produits

Produits et services Transport & Smart Cities

source : société

L'offre produits de Paragon ID est composée de tickets traditionnels (magnétiques), de tickets sans contact, de cartes duales (contact et sans contact), de solutions de tickets mobiles et de terminaux de contrôle. Afin de renforcer et de compléter son offre de solutions digitales (applications mobiles NFC) à destination des opérateurs et des municipalités, Paragon ID a consécutivement annoncé des prises de participation au capital d'Airweb (novembre 2018) et un partenariat avec Wizway Solutions. Ces opérations stratégiques avec des experts en technologie digitale interviennent dans un contexte de digitalisation des acteurs des réseaux de transport.

La solution de billetterie mobile de Paragon ID permet d'utiliser son smartphone comme titre de transport sans contact. En outre, elle permet d'acheter et de recevoir des tickets en toute sécurité via son smartphone. Disponible sur les téléphones sous OS Android, elle devrait également voir le jour dans sa version pour iPhone IOS alors qu'Apple doit prochainement à débloquer l'utilisation du NFC. Cette solution utilise la technologie HCE (Host Card Emulation), qui permet la transmission de données entre le lecteur NFC et le smartphone sans passer par un élément sécurisé (SIM).

Pôle E-ID

Hérité du rapprochement avec ASK, l'activité E-ID produit des inlays ainsi que des couvertures électroniques destinés à la fabrication de documents régaliens. Paragon ID fournit notamment les composants nécessaires à la fabrication des passeports, cartes d'identité ainsi que permis de conduire.

E-ID	
CA	11,8% du CA 2017-18
Fabrication d'inlays pour passeport, CNI et permis	
22 états clients	

Offre de produits E-ID

source : société

Sur ce segment, Paragon ID intervient en tant que fournisseur de produits semi finis. La société profite d'une forte réputation grâce à sa maîtrise de la technologie et de son innovation permanente (47 familles de brevets). Sa puissance industrielle lui permet de fournir plusieurs intégrateurs dont Gemalto, De La Rue ou encore Idemia. La société a notamment réussi à créer des relations de long terme avec de nombreux gouvernements pour la fourniture en composant pour passeports biométriques, cartes d'identité et permis de conduire. Sur le segment E-ID, Paragon ID adresse un portefeuille de clients solides composé des gouvernements US, France, UK. Sur ce segment, Paragon ID profite de: 1/ de barrières technologiques par le moyen de son portefeuille de brevets et son expertise de mise au point des produits, 2/ de barrières industrielles via ses processus de fabrication, son savoir-faire de production de masse ainsi que par la qualité de ses sites de production. Compte tenu du niveau de résistance à la fraude et à la falsification requis pour les utilisateurs et les opérateurs mais aussi des évolutions réglementaires concernant les inquiétudes croissantes sur la sécurisation des données, l'évolution devrait rester positive.

Références clients

source : société

Pôle Traçabilité et Protection de la marque

Traçabilité et Protection de la marque	
CA	31,1% du CA 2017-18
Fabrication d'étiquettes RFID	
Portefeuille clients: Luxe, pharma, santé, aviation	

Cœur de métier historique de Paragon ID, le pôle Traçabilité et Protection de la marque (31,1% du CA 2018) dédie son savoir-faire au développement de solutions technologiques performantes, sécurisées et économiques afin de répondre aux problématiques de gestion des stocks, traçabilité, d'authentification et de lutte contre la contrefaçon. Paragon ID offre aujourd'hui une large gamme de produits à destination des marchés de la distribution, du luxe, de l'aviation et de la santé.

L'offre de produits

La forte capacité d'innovation et de développement du groupe lui permet de proposer des solutions et des produits qui comprennent des étiquettes logistiques, techniques et de sécurité utilisant des codes barres ou la technologie RFID.

Produits Traçabilité et Protection de la marque

source : société

Les étiquettes RFID de Paragon ID apportent rapidité et précision aux activités d'inventaires grâce à :

- Une fiabilité de 95% vs 80% pour les codes barres traditionnels (source société). En effet, les étiquettes RFID sont résistantes aux conditions les plus exigeantes (températures, déchirement, produit chimiques…) et sont adaptables à tout matériaux d'impression.

- Une capacité de stockage d'information importante (quantité, modèle, description, taille…) au sein d'une même étiquette, ce qui permet un emballage simplifié dans les entrepôts.

Elles permettent aussi de fluidifier les flux de marchandises en fonction des arrivées de stocks et des ventes en localisant les palettes et les produits associés. Le contrôle des entrées et des sorties permet d'éviter les situations de rupture de stocks donc d'assurer la continuité des ventes.

Pôle Paiement

Paiement	
TMB	36 %
Licence sur le sans contact des cartes métal	
Fabrique des inlays et modules à double interface	

Paragon ID, par l'intermédiaire de sa filiale AmaTech, a pénétré le marché mondial du paiement sans contact estimé à 10,8 Mds€ en 2017, avec une croissance attendue de 24,0% entre 2017 et 2022. Fort d'une équipe d'ingénieurs reconnue mondialement, AmaTech a lancé les premières cartes métalliques au monde à double interface permettant d'activer le paiement sans contact des deux côtés de la carte. Son fondateur, David Finn, véritable pionnier dans le développement d'applications RFID destinées au secteur bancaire et à ses fournisseurs, à par ailleurs déposé 50 brevets (RFID, paiement sans contact).

L'offre de produits

Les solutions développées par AmaTech (cartes métalliques) sont destinées au segment des clients aisés du secteur du paiement. Ses sources de revenus, qui reposent sur son portefeuille de propriété intellectuelle sont multiples:

- Conception, fabrication et vente de composants (inlays) et de modules de puce à double interface (ensembles de composants) pour les cartes de paiement en plastique, sans contact et à double interface

- Conception, fabrication et vente d'inlays et de modules de puce à double interface pour les cartes de paiement en métal, sans contact et à double interface

- La vente sous forme de licence, aux fabricants de cartes de la technologie brevetée sans-contact (AmaTech) pour des inlays et des modules de puce à double interface de cartes de paiement en plastique ou en métal

- Prestations de conseil à destination des principaux fabricants et émetteurs de cartes, en particulier pour les cartes sans contact en métal.

Au cours de l'exercice 2018-19, le CA T3 a été marqué par les premières contributions d'AmaTech au chiffre d'affaires. Encore marginal (36 k€ sur le S1 2018-19), l'activité paiement devrait nettement s'accélérer au T4 compte tenu des signatures de contrats significatifs sur le S2 2019. Dans ce contexte de déploiement de l'activité paiement, Paragon ID a conclu un contrat avec la société Américaine Arroweye.

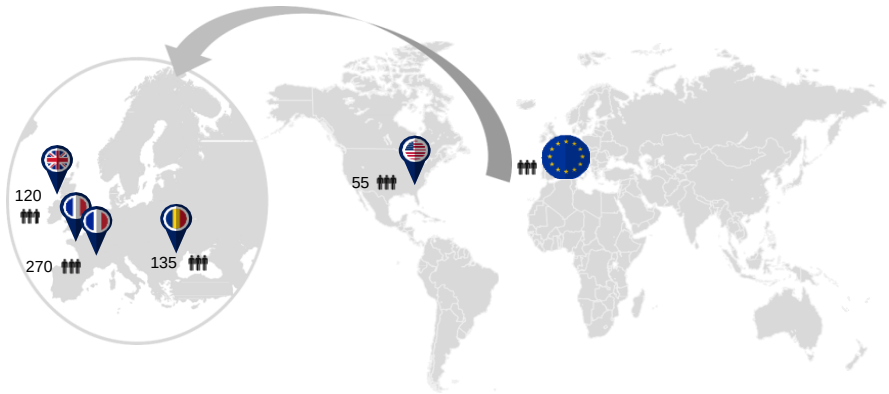
Véritable relai de croissance, le pôle paiement allie vente de composants à forte valeur ajoutée et vente sous licence de propriété intellectuelle. Les revenus issus de l'activité de paiement devraient ainsi permettre une amélioration des revenus récurrents et de la rentabilité du groupe.

Une organisation industrielle prête à délivrer

À la suite du rapprochement entre ASK et la division Identification de Paragon Group, le nouveau management a poursuivi la réorganisation en profondeur des activités (débuté fin 2017) afin de retrouver les standards de profitabilité du secteur et de renforcer ses compétences en matière de R&D. Pour cela, la société a regroupé toutes ses équipes industrielles françaises sur un seul site à Argent-sur-Sauldre (18). La fermeture de sites industriels (3 usines en France, UK et Chine) a ainsi permis une réduction des coûts directs et indirects. Les équipes de R&D, basées à Sophia Antipolis, ont été renforcées et regroupées avec les autres équipes de Sophia Antipolis (commerciales, marketing, administratives) sur un site unique afin de réduire les coûts fixes immobiliers.

Les activités à forte intensité de main d'œuvre ont été transférées vers le site de production à faible coût de Bucarest en Roumanie, où les coûts de main-d'œuvre sont trois à cinq fois moins chers qu'en Europe occidentale et aux États-Unis. Des investissements de modernisation ont été réalisés pour faire face à la croissance en volume et accompagner la montée en puissance de l'usine.

Organisation industrielle



source : Société

Enfin, le site de production asiatique basé à Pékin a également fermé ses portes courant 2018. A noter que cette présence industrielle importante à l'international implique des achats en devises. A titre illustratif, en 2018, 40 % des achats ont été effectué en dollars.

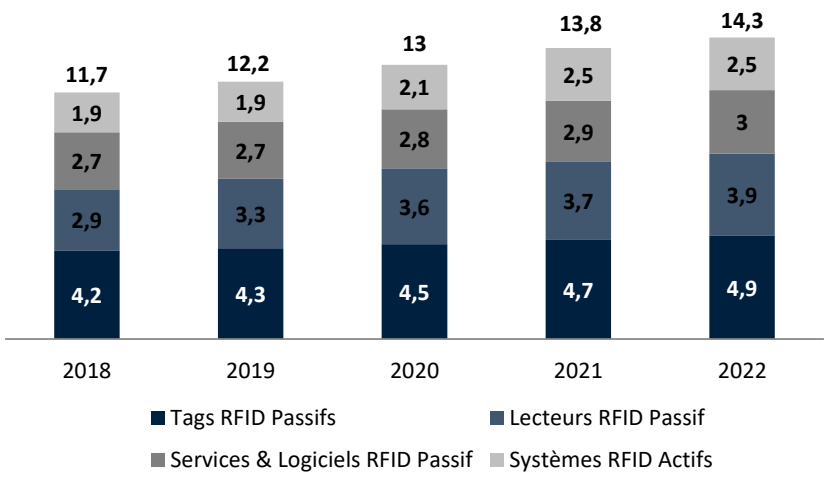
Le RFID face aux enjeux de la digitalisation

Un marché mondial attendu à 14,3 Mds$ en 2022

Les étiquettes connectées utilisant la technologie RFID sont de plus en plus demandées. Très prisées en logistique afin d'optimiser la gestion de leur flux de marchandises, elles sont aussi de plus en plus employées dans la distribution pour faciliter les inventaires, lutter contre le vol ou encore la contrefaçon.

En 2018, le marché total des technologies RFID représentait 11,7 Mds$ (*source : IDTechEx*) dont 36% associés aux uniques tags RFID passifs. Les principaux facteurs de l'essor du RFID sont : 1/ l'optimisation de la gestion des flux et des stocks, 2/ la sécurisation des produits (limiter les vols et les pertes), 3/ l'accroissement de la quantité d'information disponible sur l'étiquette et 4/ le progrès en termes de coûts, de miniaturisation et de précision des étiquettes. La solidité du marché est confortée par une croissance régulière faisant du RFID l'un des composants électroniques les plus répandus au monde. Portée par de nouvelles applications, les ventes de solutions RFID devraient connaitre une croissance annuelle moyenne de 5,1% entre 2018 et 2022 pour atteindre 14,3 Mds$ en fin de période. Même si les lecteurs RFID passifs affichent les meilleures perspectives (TCAM 2018/22: +7,7%), l'ensemble des segments (lecteurs RFID passif, tag RFID passif, Services et logiciel RFID passif et les systèmes actif) devraient progresser sur la période. Alors que 18,7 milliards de tags RFID ont été écoulés en 2017, seuls 150 millions de tags actifs l'ont été. Ce faible volume de vente est compensé par les prix bien supérieurs des tags assistés par batterie permettant ainsi à ce segment d'atteindre en valeur un marché de 1,9 Mds$.

Perspectives globales des activités RFID (en $Mds)

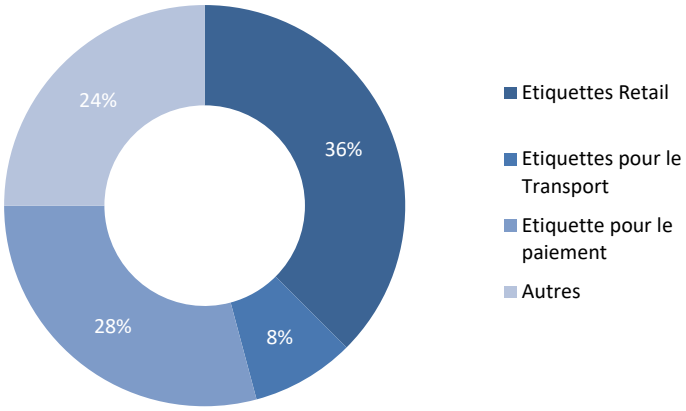


source : IDTechEx

Une réponse multisectorielle

L'ensemble des technologies RFID profite d'une dynamique de croissance soutenue qui devrait se maintenir dans les années à venir. Les ventes sont portées par le retail, le paiement sans contact et les tickets (transport public, parking, autoroutes) qui totalisent 72% du marché. Le marquage de vêtements constitue l'un des principaux moteurs de cette croissance et représente 8,7 Mds d'étiquettes RFID. Sur ce segment aux perspectives prometteuses, Paragon ID est déjà un acteur de reconnu en fournissant de nombreux acteurs dont Decathlon qui équipe la totalité de ses articles de tag RFID.

Réparation sectorielle RFID en volume en 2017 (Monde)



source : IDTechEx

Avec le rachat en juin 2018 d'AmaTech, Paragon ID pénètre aussi le marché porteur du paiement sans contact. Ce segment, qui ne représente en 2018 qu'une part marginale du CA de Paragon ID (36 K€ sur le S1 2018-19) offre toutefois des opportunités conséquentes. La facilité d'utilisation et la confiance renforcée des consommateurs a conduit à une augmentation de +97% des transactions sans contact en Europe et même de +156% en France en 2018 (*source : MasterCard*). Plus de la moitié des transactions en magasin sont désormais réalisées de cette manière et la dynamique sera renforcée d'ici 2020 lorsque l'intégralité des terminaux seront équipés de technologies sans contact.

L'utilisation de puces RFID dans les cartes et les tickets pour le transport public représentait 825 millions de puces en 2017. Paragon ID, acteur majeur des solutions de transport fournit déjà plus de 150 villes dans 27 pays dont les plus grandes métropoles (Londres, Paris, San Francisco, Los Angeles, Singapour….) pour un CA 57,6 M€ en 2018.

Les étiquettes RFID font également leur apparition dans le traitement des bagages dans les aéroports sous l'impulsion de la résolution 753 de l'IATA (International Air Transport Association). Cette résolution préconise l'intégration de tags RFID dans les étiquettes de bagages afin de lutter efficacement contre les pertes/vols. La technologie RFID permettrait aux compagnies aériennes de limiter les coûts liés aux pertes de bagages. Là encore, Paragon ID s'affiche comme un précurseur des nouvelles tendances et collabore avec plusieurs compagnies aériennes à la mise en œuvre de la résolution.

Enfin, le secteur de la santé devrait porter le marché du RFID avec une croissance annuelle moyenne de 20% entre 2018 et 2023. L'utilisation de la technologie RFID permettra d'augmenter la sécurité des patients, le contrôle et la qualité de l'inventaire, la surveillance de systèmes critiques et faciliter la gestion du personnel. Dans ce contexte, l'acquisition de la propriété intellectuelle de RFID Discovery, permet à Paragon ID de se doter d'une brique technologique supplémentaire afin de capter la croissance sur les marchés de la santé et de la e-santé.

Comparatif technologies concurrentes

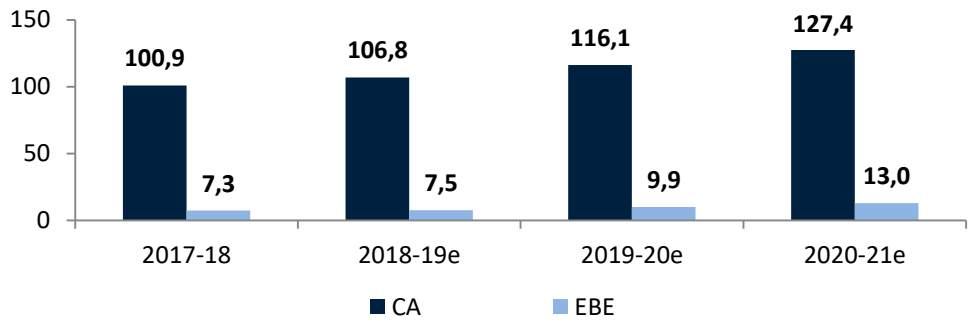
Technologies	Description	Avantages	Inconvénients
RFID	Technologie sans contact permettant de mémoriser et de récupérer des données à distance.	Amélioration du quotidien Traçabilité des produits Gestion des stocks Lutte contre la contrefaçon Précision des données	Sécurité de la vie privée Toutes lezs puces ne sont pas visibles à la même distance Transmission des ondes limitées à travers certaines surfaces RFID actives onéreuses Durée de vie limitée
QR-Code	Code-barre à deux dimensions qui permet d'encoder des données. Il permet un lien entre un support offline et internet	Accès rapide à l'info Exécution facile Faible coût	Dépendance à une application mobile Champs d'application réduits
iBeacon	Balises connectées en bluetooth, capables de repérer et de transmettre des informations à des smartphones situés à proximité. Technologie propre à Apple	Simple d'utilisation Longue portée	Dépendance à une application Fonctionnement par bluetooth énergivore Faible durée de vie

source : Euroland

Perspectives stratégiques et financières

Alors que Paragon ID termine la rationalisation de son outil de production à la suite du rapprochement avec ASK (3ème et dernière fermeture d'usine au S2 2018-19 en Chine après, France et UK), le Groupe entend poursuivre le développement de son activité sur les prochaines années. Pour ce faire, la société s'appuiera sur une stratégie dont les leviers sont : 1/ la montée en puissance de ses solutions digitales sur le segment Transport et Smart Cities, 2/ la poursuite de la prise de parts de marché sur le segment Traçabilité et Protection de la marque, 3/ le déploiement de ses activités bancaires et 4/ la réalisation d'acquisitions stratégiques lui permettant d'enrichir son expertise. Compte tenu des objectifs ambitieux du Groupe, la dynamique d'investissement devrait rester soutenue sur les prochains exercices afin d'accompagner la croissance. Sur la période 2019-21e nous anticipons un TCAM de CA de +8,1%.

Prévisions de CA et d'EBE pour la période 2019-21 (en M€)



source : Euroland Corporate

Le paiement, un des principaux leviers de croissance

La stratégie de Paragon ID s'appuie sur une croissance organique dynamique ainsi que la poursuite d'une politique d'acquisitions offensive.

Sur le volet organique Paragon ID entend:

- Enrichir son offre à destination des opérateurs de transport afin de proposer un panel de solutions complètes allant des tickets magnétiques aux tickets sur mobiles en passant par les tickets sans contact. Sur ce segment, Paragon ID est un acteur de référence et devrait profiter de la transition des acteurs de l'industrie du transport urbain vers des solutions digitales grâce à ses applications et plateformes de billetterie sur mobiles. Paragon ID devrait également bénéficier du renforcement de ses partenariats avec les intégrateurs de système afin d'optimiser sa distributions;

- Remporter des parts de marché sur le segment Traçabilité et Protection de la marque grâce à nouvelles applications et en s'appuyant sur la notoriété grandissante de la RFID dans de multiples industries. Le Groupe devrait ainsi renforcer ses efforts sur des marchés verticaux parmi lesquels la santé, le luxe, l'industrie pharmaceutique et l'industrie aéronautique. Sur ce dernier, Paragon ID à d'ores est déjà acquis de la crédibilité et collabore avec plusieurs compagnies aériennes à la mise en œuvre de la résolution IATA 753. La société devrait également mettre l'accent sur le développement de son logiciel de gestion de données afin d'apporter davantage de valeur ajoutée à ses solutions;

- Déployer ses solutions sur le segment du paiement sans contact et générer des revenus grâce à la vente sous licence de la technologie brevetée sans-contact d'AmaTech. C'est dans ce sens que la société à signé au T3 2018-19 ses premiers contrats significatifs qui devraient monter en puissance au cours des prochains exercices.

Sur le plan externe Paragon ID entend:

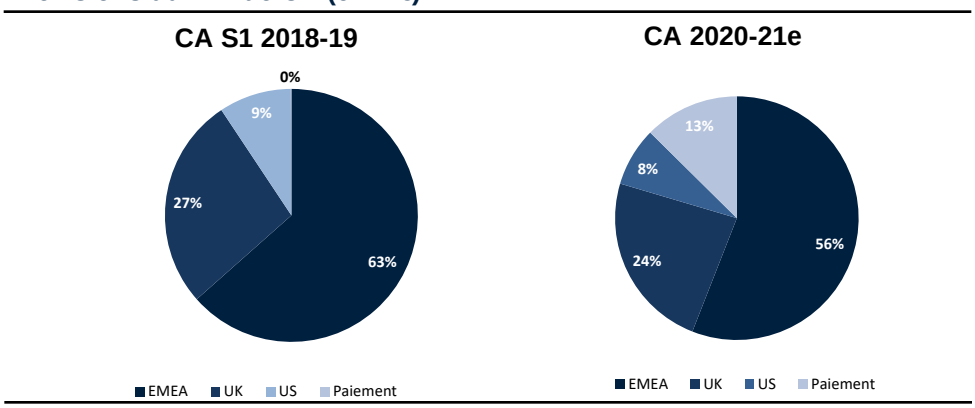
- Acquérir des briques technologiques complémentaires qui viendront enrichir l'offre de Paragon ID, à l'image des acquisitions de RFID Discovery et d'AmaTech;

- Renforcer ses expertises existantes sur l'ensemble de ses business unit.

Sur ce point, et compte tenu du track-record de la société en la matière, nous sommes confiants dans sa capacité à réaliser des acquisitions structurantes, tout en restant sélectif. Par ailleurs, nous n'excluons pas la concrétisation d'opérations à l'international, qui pourraient permettre à Paragon ID de conforter sa position d'acteur mondial.

Nos prévisions s'appuient sur les leviers évoqué et notamment sur : 1/ la capacité de Paragon ID à gagner des parts de marché sur le segment Traçabilité et Protection de la marque et 2/ la montée en puissance de ses solutions digitales sur le segment Transport et Smart Cities où elle bénéficie d'une forte notoriété et 3/ le déploiement de ses solutions de paiement sans contact.

Prévisions du mix de CA (en M€)

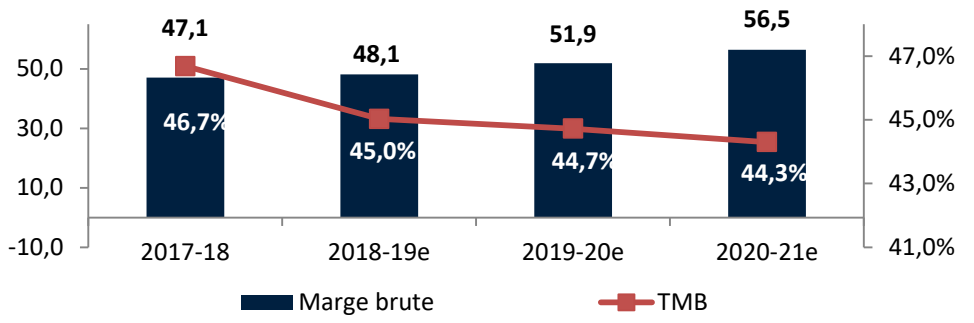


source : Euroland Corporate

Un levier sur la marge opérationnelle

Si nous anticipons un tassement du taux de marge brute sur les prochains exercices compte tenu de la montée en puissance du pôle paiement (36% de marge brute vs ≈ 50% pour les autres Business unit), l'EBE lui va bénéficier: 1/ de la croissance du chiffre d'affaires permettant d'absorber les coûts fixes 2/ d'un mix-produit plus favorable au paiement qui aura un impact positif sur le taux de marge d'EBE et de 3/ de la maitrise des coûts engagés par la société. A terme, la société devrait afficher une croissance de sa rentabilité avec un EBE de 13,0 M€ sur l'exercice 2020-21e (hausse de +3 pts de la marge d'EBE).

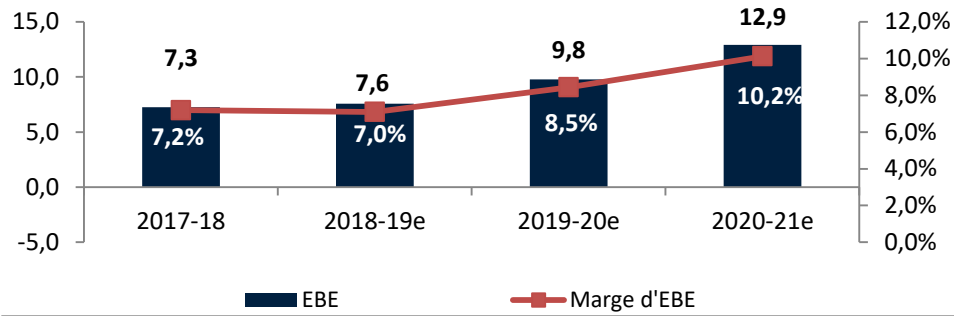
Prévisions de marge brute sur la période 2018-19e / 2020-21 (en M€)



source : Euroland Corporate

Avec un mix plus favorable aux solutions de paiement, le taux de marge brute de Paragon ID devrait légèrement se tasser sur les 3 prochains exercices et arriver à terme à un niveau de 44,3%. Cette montée en puissance progressive devrait néanmoins permettre une amélioration sensible de la rentabilité. En effet, s'agissant de vente de composants à forte valeur ajoutée et de vente sous licence de technologies brevetées, l'activité paiement devrait avoir un effet relutif sur la marge d'EBE.

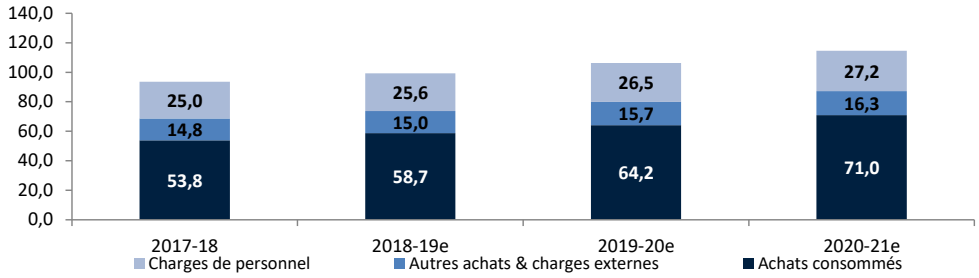
Prévisions d'EBE sur la période 2018-19e / 2020-21 (en M€)



source : Euroland Corporate

De plus, la rationalisation des activités (fermeture de l'usine chinoise), devrait permettre une baisse des charges opérationnelles et ainsi une meilleure absorption des charges fixes. A noter, la société devra à nouveau faire face à des charges non courantes sur l'exercice en cours liées à son plan de rationalisation.

Évolution des postes de charges sur la période 2017-18 / 2020-21e (en M€)



source : Euroland Corporate

Une structure financière qui peut être optimisée

A fin 2018, Paragon ID présente une structure financière lourde avec des fonds propres de 26,2 M€ et d'un endettement net de 45,5 M€ (gearing 173% au 31/12/2018). L'endettement est principalement détenu par Grenadier Holding Plc (actionnaire majoritaire) pour un montant de 39,6 M€ (dont 10,0 M€ d'obligations convertibles). Cet endettement, pèse sur le bilan et sur le compte de résultat. Néanmoins, la société devrait voir son gearing s'améliorer sur les prochaines années. Nous attendons un cash flow opérationnel positif sur les 3 prochains exercices à la faveur de la hausse des marges et de la maîtrise du BFR. Paragon ID devrait ainsi autofinancer ses investissements (5,2 M€ attendus en moyenne par an entre 2018-19 et 2020-21).

Structure financière prévisionnelle 2018-2021e (en M€)

	2017-18	2018-19e	2019-20e	2020-21e
Trésorerie	11,4	1,3	1,1	4,5
Dette financière	49,6	45,6	45,6	45,6
Endettement net	38,2	44,3	44,5	41,1
Capitaux Propres	28,7	27,7	29,5	33,5
Gearing (%)	133%	160%	151%	123%

source : société, Euroland Corporate

Notons également que le bilan est caractérisé par un goodwill important (49,4 M€ en juin 2018 dont 18,2 M€ pour ASK) compte tenu des nombreuses acquisitions réalisées ces dernières années.

Compte de résultat prévisionnel

	2017-18	2018-19e	2019-20e	2020-21e
Chiffre d'affaires	100,9	106,8	116,1	127,4
var %	59,8%	5,8%	8,7%	9,8%
Marge brute	47,1	48,1	51,9	56,5
Taux de marge brute (%)	47%	45%	45%	44%
EBE	7,3	7,6	9,8	12,9
Résultat opérationnel cc	-2,2	1,0	4,7	7,7
Marge opérationnelle cou	1,3%	2,4%	4,0%	6,0%
Résultat financier	-1,3	-2,0	-2,0	-2,0
Impôts	0,6	0,0	-0,8	-1,7
Résultat net	-5,1	-1,0	1,9	4,0
Marge nette (%)	-5,0%	-1,0%	1,6%	3,1%

Valorisation de Paragon ID

Pour valoriser la société, nous avons retenu deux méthodes de valorisation: 1/ l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) et 2/ les comparables boursiers.

Valorisation par les DCF

Les principales hypothèses de notre valorisation par les DCF sont les suivantes :

- **Croissance du chiffre d'affaires** : nous retenons un TCAM de +8,1% entre 2018 et 2021 qui prend en compte la montée en puissance des solutions digitales, le déploiement des solutions de paiement et la prise de parts de marché sur le segment Traçabilité et Protection de la marque;

- **Rentabilité opérationnelle** : la marge opérationnelle est attendue en hausse d'ici 2021 compte tenu de la croissance, de la montée en puissance des solutions de paiement et de la fin de la rationalisation. Nous prenons l'hypothèse d'une marge normative de 8,0% en 2023;

- **Besoin en fonds de roulement** : un BFR de 3,6% du CA à partir de l'exercice 2021-22;

- **Investissements** : nous faisons l'hypothèse d'un niveau d'investissement moyen de l'ordre de 5,8 M€ par an sur la période;

- **Un taux d'actualisation (WACC) de 9,50% basé sur :**
  - un taux sans risque de 0,02% ;
  - une dette financière nette estimée de 44,3 M€ au 30/06/2019
  - une prime de risque de 6,00%
  - un bêta de 1,63

Tableau des DCF

En M€ - au 30/06	2019-20e	2020-21e	2021-22e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Chiffre d'affaires	**116,1**	**127,4**	**139,6**	**152,2**	**165,2**	**177,4**	**188,6**	**198,5**	**206,8**	**211,0**
variation (%)	*8,7%*	*9,8%*	*9,6%*	*9,0%*	*8,5%*	*7,4%*	*6,3%*	*5,3%*	*4,2%*	*2,0%*
Résulat opérationnel courant	**4,7**	**7,7**	**10,4**	**12,2**	**13,2**	**14,2**	**15,1**	**15,9**	**16,5**	**16,9**
Taux de marge opérationnelle couran	*4,0%*	*6,0%*	*7,4%*	*8,0%*	*8,0%*	*8,0%*	*8,0%*	*8,0%*	*8,0%*	*8,0%*
- Impôts	-0,8	-1,7	-2,5	-3,7	-4,0	-4,3	-4,5	-4,8	-5,0	-5,1
Taux d'IS (%)	*-30,0%*	*-30,0%*	*-30,0%*	*-30,0%*	*-30,0%*	*-30,0%*	*-30,0%*	*-30,0%*	*-30,0%*	*-30,0%*
+ DAP nettes	5,1	5,2	5,3	5,4	5,5	5,6	5,7	5,8	5,9	6,0
Cash Flow opérationnel	**9,0**	**11,2**	**13,1**	**13,9**	**14,7**	**15,5**	**16,3**	**16,9**	**17,5**	**17,8**
BFR	3,9	4,4	4,7	5,2	5,6	6,0	6,4	6,7	7,0	7,2
- Variation du BFR	-2,0	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,1
- Investissements opérationnels	-5,2	-5,4	-5,6	-5,7	-5,8	-5,9	-6,0	-6,1	-6,2	-6,3
en % du CA	4,5%	4,2%	4,0%	2,5%	2,0%	2,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,8%
Free Cash flow	**1,8**	**5,4**	**7,2**	**7,8**	**8,5**	**9,2**	**9,9**	**10,5**	**11,0**	**11,4**
Free Cash flow actualisé	**1,6**	**4,5**	**5,5**	**5,4**	**5,4**	**5,4**	**5,2**	**5,1**	**4,9**	**4,6**

source : Euroland Corporate

Matrice de sensibilité

		Taux de croissance à l'infini				
		0,50%	**1,00%**	**1,50%**	**2,00%**	**2,50%**
C	**8,5%**	42,9	45,6	48,7	52,4	56,6
M	**9,0%**	38,2	40,5	43,2	46,2	49,6
P	**9,5%**	34,1	36,1	**38,3**	40,8	43,7
C	**10,0%**	30,4	32,1	34,0	36,2	38,6
	10,5%	27,2	28,6	30,3	32,1	34,1

source : Euroland Corporate

Notre valorisation de Paragon ID par DCF ressort à 38,3 € par action avec un WACC à 9,5% et une croissance à l'infini de 1,5%.

Valorisation par comparables

Compte tenu du profil de Paragon ID, nous avons choisi un échantillon d'acteurs internationaux small et mid-cap dans l'univers des technologies sans contact.

N.V Nederlandsche Apparatenfabriek : Nedap est une société néerlandaise qui développe des solutions d'identification pour les personnes et les biens afin de répondre aux problématiques traçabilité, de gestion des accès et de la sûreté à l'aide des technologies NFC et RFID. Le Groupe compte 705 employés fin 2018 et génère 81% de son CA en systèmes et installations et à 19% en SaaS. Le groupe a 8 bureaux à l'étranger et y réalise plus de 72% de ses revenus. Il est présent sur plusieurs marchés comme le retail.

Kapsch trafficCom: Avec 5 200 employés en 2017/18, Kapsch TrafficCom est un fournisseur autrichien de systèmes sans contact pour l'industrie automobile et pour le transport autoroutier. Son activité est répartie de la manière suivante : 74% dans l'Electronic Toll Collection spécialisé dans l'installation et l'exploitation des péages routiers et 26% dans l'Intelligent Mobility Solutions spécialisé dans l'analyse et le contrôle du trafic routier. Il réalise près de 93% de son CA à l'international.

Datalogic: Avec près de 3 300 collaborateurs, Datalogic se positionne parmi les leaders mondiaux de la saisie automatique (lecteurs laser). Présent dans 30 pays, le groupe réalise 49% de son CA à l'international. Son activité se répartit de la manière suivante : Retail (50,4%), Manufacturing (29,8%), Transportation & Logistic (11,8%), Healthcare (3,5%), Others (4,5%).

Principaux agrégats de l'échantillon

AGREGATS FINANCIERS				CA			
Société	**Capitalisation**	**Dette nette**	**VE**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**
Kapsch TrafficCom AG	417,3	50,3	467,6	737,8	743,2	646,2	647,5
Datalogic S.p.A.	972,0	-40,4	931,5	631,0	653,1	688,1	714,5
N.V. Nederlandsche Apparaten	323,9	12,6	336,5	191,4	200,7	216,2	232,3
Paragon ID	**59,0**	**38,2**	**97,1**	**106,8**	**116,1**	**127,4**	**139,6**

EBE				ROC				RN			
2018	**2019e**	**2020e**	**2021e**	**2018**	**2019e**	**2020e**	**2021e**	**2018**	**2019e**	**2020e**	**2021e**
65,4	72,1	67,2	70,8	50,8	57,9	53,2	56,8	47,8	37,1	32,2	35,6
101,7	107,9	115,7	122,3	81,9	85,2	93,2	100,8	62,2	64,3	70,4	76,6
26,6	28,4	32,2	37,4	19,5	21,4	24,9	29,6	17,1	18,6	21,9	25,9
7,6	**9,8**	**12,9**	**15,7**	**2,6**	**4,7**	**7,7**	**10,4**	**-1,0**	**1,9**	**4,0**	**5,9**

source : Factset, Euroland Corporate

Multiples de valorisations

MULTIPLES DE VALORISATION		CA			EBE			ROC			RN		
Société	**Capitalisation**	**2019**	**2020**	**2021**	**2019**	**2020**	**2021**	**2019**	**2020e**	**2021e**	**2019e**	**2020**	**2021e**
Kapsch TrafficCom AG	417,3	*0,6x*	*0,7x*	*0,7x*	6,5x	7,0x	6,6x	8,1x	8,8x	8,2x	11,3x	13,0x	11,7x
Datalogic S.p.A.	972,0	*1,4x*	*1,4x*	*1,3x*	8,6x	8,1x	7,6x	10,9x	10,0x	9,2x	15,1x	13,8x	12,7x
N.V. Nederlandsche Appar	323,9	*1,7x*	*1,6x*	*1,4x*	11,8x	10,5x	9,0x	15,8x	13,5x	11,4x	17,4x	14,8x	12,5x
Moyenne		***1,2x***	***1,2x***	***1,2x***	***9,0x***	***8,5x***	***7,7x***	***11,6x***	***10,8x***	***9,6x***	***14,6x***	***13,8x***	***12,3x***
Mediane		***1,4x***	***1,4x***	***1,3x***	***8,6x***	***8,1x***	***7,6x***	***10,9x***	***10,0x***	***9,2x***	***15,1x***	***13,8x***	***12,5x***

source : Factset, Euroland Corporate

Nous appliquons la médiane des ratios de l'échantillon aux agrégats d'EBE, de ROC et de RN de la société sur les exercices 2019-20, 2020-21 et 2021-22. **La valorisation de Paragon ID par titre ressort à 33,7 €.**

Conclusion

Pour conclure, nous initions la couverture de Paragon ID avec une opinion à Neutre et un objectif de cours de 36,0 €, issu de la moyenne des valorisation par DCF (38,3 €) et par comparables (33,7€)

Compte de résultat (M€)	**2016-17**	**2017-18**	**2018-19e**	**2019-20e**	**2020-21e**
Chiffre d'affaires	63,1	100,9	106,8	116,1	127,4
Excédent brut d'exploitation	6,2	7,3	7,6	9,8	12,9
Résultat opérationnel courant	4,4	1,3	2,6	4,7	7,7
Résultat opérationnel	-1,0	-2,2	1,0	4,7	7,7
Résultat financier	-0,5	-1,3	-2,0	-2,0	-2,0
Impôts	-0,6	0,6	0,0	-0,8	-1,7
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-2,1	-5,1	-1,0	1,9	4,0
Bilan (M€)	**2016-17**	**2017-18**	**2018-19e**	**2019-20e**	**2020-21e**
Actifs non courants	74,8	74,1	76,1	76,2	76,3
dont goodwill	*59,8*	*50,0*	*52,0*	*52,0*	*52,0*
BFR	4,0	-1,1	1,9	3,9	4,4
Disponibilités + VMP	6,9	11,4	1,3	1,1	4,5
Capitaux propres	34,3	28,7	27,7	29,6	33,5
Emprunts et dettes financières	46,2	49,6	45,6	45,6	45,6
Total Bilan	123,7	119,7	110,6	115,1	122,3
Tableau de flux (M€)	**2016-17**	**2017-18**	**2018-19e**	**2019-20e**	**2020-21e**
Marge Brute d'autofinancement	4,2	1,9	4,0	7,0	9,2
Variation de BFR	-1,6	5,5	-3,1	-2,0	-0,5
Flux net de trésorerie généré par l'activité	2,4	6,7	0,9	5,0	8,7
Investissements opérationnels nets	-1,7	-4,1	-5,0	-5,2	-5,4
Investissements financiers nets	0,0	0,0	-2,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissem	-1,7	-4,1	-7,0	-5,2	-5,4
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,8	5,2	-4,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	0,4	3,3	-4,0	0,0	0,0
Variation de l'endettement financier net	1,0	5,9	-10,1	-0,2	3,4
Ratios (%)	**2016-17**	**2017-18**	**2018-19e**	**2019-20e**	**2020-21e**
Variation chiffre d'affaires	28,4%	59,8%	5,8%	8,7%	9,8%
Marge EBE	10%	7%	7%	8%	10%
Marge opérationnelle courante	7%	1%	2%	4%	6%
Marge opérationnelle	-2%	-2%	1%	4%	6%
Marge nette	-3%	-5%	-1%	2%	3%
Investissements opérationnels nets/CA	3%	4%	5%	5%	4%
BFR/CA	6%	-1%	2%	3%	3%
ROCE	4%	1%	2%	4%	6%
ROCE hors GW	16%	4%	7%	11%	18%
ROE	-6%	-18%	-4%	6%	12%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	**2016-17**	**2017-18**	**2018-19e**	**2019-20e**	**2020-21e**
Gearing (%)	115%	133%	160%	151%	123%
Dette nette/EBE	6,3	5,3	5,8	4,5	3,2
EBE/charges financières	12,2	5,4	3,8	4,8	6,5
Valorisation	**2016-17**	**2017-18**	**2018-19e**	**2019-20e**	**2020-21e**
Nombre d'actions (en millions)	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Nombre d'actions moyen (en millions)	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	48,5	34,0	34,0	34,0	34,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	80,7	56,6	56,6	56,6	56,6
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	39,3	38,2	44,3	44,5	41,1
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	120,0	94,8	100,9	101,1	96,7
PER	ns	ns	ns	27,2	12,7
VE / EBE	19,4	14,6	12,7	9,8	7,2
VE / ROC	27,3	83,5	37,2	20,5	12,0
VE /CA	1,9	1,1	0,9	0,8	0,7
P/B	2,4	2,3	1,8	1,7	1,5
Données par action (€)	**2016-17**	**2017-18**	**2018-19e**	**2019-20e**	**2020-21e**
Bnpa	2,01	-0,99	0,34	1,11	2,38
Book value/action	20,6	17,2	16,6	17,7	20,1
Dividende /action	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 des recommandations sur les 12 derniers mois :

Achat : (-)
Accumuler : (-)
Neutre : depuis le 26/06/2019
Alléger: (-)
Vendre: (-)
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.

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	Oui	Non	Oui

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

Disclaimer

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 États-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 États-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