

<b>Achat</b>	41%
<b>Objectif de cours</b>	<b>3,80 € (vs 4,20)</b>
Cours au 24/09/2020 (c)	2,69 €
Euronext Paris	
Reuters / Bloomberg	ALCUR.PA / ALCUR.EN

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-34,0%	-15,9%	10,2%	-36,1%
Perf CAC Small	-15,0%	-1,4%	-0,2%	-8,7%

**Informations boursières**

Capitalisation (M€)	13,4
Nb de titres (en millions)	4,98
Volume moyen 12 mois (titres)	2 687
Extrêmes 12 mois	2,25 € 5,20 €

**Actionnariat**

Investisseurs institutionnels	37,9%
Fondateurs & management	24,5%
Flottant	17,6%
CEA	10,8%
Personnes physiques et Salariés	9,3%

**Données financières (en M€)**

au 31/12	2018	2019	2020e	2021e
CA	7,4	7,6	7,7	10,0
var %	48,5%	2,5%	1,5%	28,6%
EBE	0,7	-1,1	-0,5	-0,2
%CA	10,0%	-14,4%	-6,7%	-1,7%
ROC	0,0	-1,9	-3,4	-3,1
%CA	-0,6%	-24,9%	-44,5%	-31,1%
RN	-0,1	-1,7	-3,2	-2,7
%CA	-1,2%	-22,3%	-41,0%	-27,3%
Bnpa (€)	-0,02	-0,34	-0,63	-0,54
ROCE (%)	-1%	-17%	-37%	-33%
ROE (%)	-4%	-18%	-49%	-72%
Gearing (%)	86%	-26%	-8%	58%
Dette nette	2,1	-2,6	-0,5	2,3
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)				

**Ratios**

	2018	2019e	2020e	2021e
VE/CA (x)	0,3	2,5	2,7	2,4
VE/EBE (x)	3,0	ns	ns	ns
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	ns
PE (x)	0,0	ns	ns	ns

**Analyste :**

Sid Bachir  
01 44 70 20 76

# Arcure

Electronique

**Résultats semestriels en baisse****Publication des résultats S1 2020**

Arcure fait suite à la publication de son CA S1 2020 de 3,7 M€ (+16%) en juillet dernier et communique des résultats en dessous de nos attentes avec un REX de -1,9 M€ (vs -0,9 M€ au S1 2019). La société a néanmoins dégagé une marge brute de 1,8 M€ en hausse de 18% et faisant ressortir un taux de marge brute de 48% (+1 pt).

**Commentaires**

Sur le S1, Arcure a dû composer avec les mesures de confinement ainsi que la fermeture des frontières perturbant la dynamique de croissance enregistré sur les premiers mois de 2020. Le Groupe a néanmoins enregistré une hausse de son CA S1 à la faveur d'un effet de base favorable. La marge brute générée (1,8 M€) n'a cependant pas pu couvrir les charges d'exploitation globalement en hausse. Dans un contexte de déploiement à l'international (ouverture de la filiale Blaxtair Inc. aux Etats-Unis), les frais marketing ont sensiblement augmenté. De même, pour les charges de personnel qui progressent de 0,7 M€ pénalisant davantage les résultats d'Arcure. Le ROC s'affiche finalement à -1,9 M€ (vs -0,9 M€) après la prise en compte de dotation aux amortissements en hausse en lien avec l'investissement sur la version 3.2 du Blaxtair. Enfin, le RN ressort à -2,5 M€.

Dans ce contexte, le Groupe affiche néanmoins un niveau de trésorerie solide à 6,0 M€ (dont 1,0 M€ de PGE perçu au 30/06/2020). Pour rappel, le Groupe avait obtenu un PGE de 2,0 M€ de la part de ses prêteurs bancaires.

Concernant les perspectives, l'activité demeure encore incertaine sur le S2 malgré des signaux de reprise. Le management est prudent sur le S2 compte tenu du contexte et d'une visibilité encore limitée. Le groupe devrait néanmoins bénéficier des mesures de réduction de coûts (recours au chômage partiel, réductions de dépenses R&D) alors que le niveau de charges fixes était attendu en hausse à la suite des recrutements en 2019. Sur le long terme, les grands comptes industriels devraient constituer le principal catalyseur alors que ces derniers ont réaffirmé leurs projets d'équipement en Blaxtair à l'image du grand chantier WestConnex à Sydney.

Suite à cette publication, nous maintenons notre objectif de CA 2020 à 7,7 M€. Nous ajustons cependant notre attente de ROC à - 3,4 M€.

**Recommandation**

**Suite à cette publication et au changement de nos estimations, notre objectif de cours ressort à 3,80 €. Notre recommandation est à l'Achat.**

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Chiffre d'affaires	2,8	5,0	7,4	7,6	7,7	10,0	13,1
Excédent brut d'exploitation	-0,5	-0,5	0,7	-1,1	-0,5	-0,2	0,2
Résultat opérationnel courant	-0,6	-0,4	0,0	-1,9	-3,4	-3,1	-2,7
Résultat opérationnel	-0,6	-0,4	0,0	-1,9	-3,4	-3,1	-2,7
Résultat financier	-0,1	0,0	0,0	-0,3	0,0	-0,2	-0,3
Impôts	0,4	0,3	0,0	0,5	0,3	0,5	1,1
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-0,2	0,0	-0,1	-1,7	-3,2	-2,7	-1,9
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Actifs non courants	3,0	3,1	3,3	5,1	4,2	3,2	2,3
<i>dont goodwill</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	0,1	-0,2	1,2	2,2	2,1	3,1	4,2
Disponibilités + VMP	0,3	1,1	0,6	6,8	6,8	2,7	0,8
Capitaux propres	2,2	2,0	2,4	9,9	6,7	4,0	2,1
Emprunts et dettes financières	1,0	1,9	2,7	4,2	6,2	5,0	5,0
Total Bilan	5,2	6,9	8,0	17,1	15,9	12,4	11,4
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Marge Brute d'autofinancement	0,1	0,7	0,6	-1,4	-0,5	-0,3	-0,1
Variation de BFR	0,2	0,3	-1,4	-0,4	0,1	-1,0	-1,1
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	0,3	1,0	-0,9	-1,8	-0,4	-1,4	-1,1
Investissements opérationnels nets	-1,0	-0,8	-1,0	-2,7	-1,9	-2,0	-2,0
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements:</b>	-1,0	-0,8	-1,0	-2,7	-1,9	-2,0	-2,0
Augmentation de capital	0,3	0,0	0,0	6,3	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,4	0,4	0,9	5,3	2,0	-1,2	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	0,7	0,6	1,3	10,9	2,0	-1,2	0,0
Variation de l'endettement financier net	0,0	0,8	-0,5	6,4	-0,4	-4,6	-3,1
<b>Ratios (%)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Variation chiffre d'affaires	0,0%	79,1%	48,5%	2,5%	1,5%	28,6%	31,2%
Marge EBE	-19%	-9%	10%	-14%	-7%	-2%	2%
Marge opérationnelle courante	-22%	-8%	-1%	-25%	-45%	-31%	-21%
Marge opérationnelle	-22%	-8%	-1%	-25%	-45%	-31%	-21%
Marge nette	-8%	0%	-1%	-22%	-41%	-27%	-14%
Investissements opérationnels nets/CA	35%	17%	13%	36%	25%	20%	15%
BFR/CA	3%	-4%	16%	29%	27%	31%	32%
ROCE	-14%	-10%	-1%	-17%	-37%	-33%	-28%
ROCE hors GW	-14%	-10%	-1%	-17%	-37%	-33%	-28%
ROE	-13%	1%	-4%	-18%	-49%	-72%	-99%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Gearing (%)	34%	39%	86%	-26%	-8%	58%	203%
Dettes nettes/EBE	-1,4	-1,7	2,8	2,4	1,0	-13,4	21,1
EBE/charges financières	7,7	25,1	16,0	3,5	37,1	1,1	0,8
<b>Valorisation</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Nombre d'actions (en millions)	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Nombre d'actions moyen (en millions)	7,5	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Cours (moyenne annuelle en euros)	0,0	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
(1) Capitalisation boursière moyenne	0,0	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	0,8	0,8	2,1	-2,6	-0,5	2,3	4,3
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	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	2,0	3,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	0,8	14,2	15,5	10,8	11,9	13,7	14,7
PER	ns	0,0	0,0	ns	ns	ns	ns
VE / EBE	ns	ns	3,0	ns	ns	ns	126,2
VE / ROC	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
VE / CA	0,5	0,3	0,3	2,5	2,7	2,4	2,0
P/B	0,0	0,0	0,0	2,2	3,2	5,3	10,1
<b>Données par action (€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Bnpa	-0,04	0,00	-0,02	-0,34	-0,63	-0,54	-0,37
Book value/action	0,4	0,4	0,5	2,0	1,3	0,8	0,4
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

**Système de recommandations :**

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

- Achat** : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.  
**Accumuler** : Potentiel de hausse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.  
**Neutre** : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.  
**Alléger** : Potentiel de baisse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.  
**Vente** : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.  
**Sous revue** : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

**Historique de recommandations sur les 12 derniers mois :**

**Achat** : entre le 07/02/2020 et le 26/03/2020 et depuis le 31/07/2020

**Accumuler** : (-)

**Neutre** : (-)

**Alléger** : (-)

**Vente** : (-)

**Sous revue** : du 27/03/2020 au 30/07/2020

**Méthodes d'évaluation :**

**Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :**

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

**DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS**

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Oui	Non	Non	Non	Non	Oui

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

**Situation de conflit d'intérêt :**

**EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, certains de ses dirigeants ou salariés ont des liens familiaux proches avec un mandataire social et/ou un actionnaire de référence de 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.**

**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 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