

VusionGroup (ex SES-Imagotag)

Electronique

Objectifs atteints et fin d'exercice historique

Achat

Objectif de cours	180,0 €
Cours au 24/01/2024	126,6 €
Potentiel	42,2%

Données valeur

SESL.PA / SESL.FP				
Euronext B				
Capitalisation (M€)	2 020,4			
Nb de titres (en millions)	16,0			
Volume moyen 12 mois (titres)	36 698			
Extrêmes 12 mois	66,0 €	173,8 €		

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-10,2%	-7,4%	16,9%	-1,9%
Perf CAC Small	-0,3%	0,9%	19,8%	-8,0%

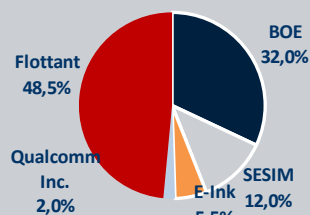
Données financières (en M€)

	2022	2023	2024	2025
<i>au 31/12</i>				
CA	620,9	801,4	1 037,7	1 342,5
var %	46,8%	29,1%	29,5%	29,4%
EBE	58,9	98,3	155,0	231,6
% CA	9,5%	12,3%	14,9%	17,3%
ROC	31,7	66,1	119,8	164,5
% CA	5,1%	8,3%	11,5%	12,3%
RN	18,6	43,8	84,0	117,5
% CA	3,0%	5,5%	8,1%	8,8%
Bnpa (€)	1,2	2,8	5,4	7,5
ROCE (%)	11,6%	15,2%	23,6%	29,1%
ROE (%)	9,7%	18,6%	26,3%	26,9%
Gearing (%)	20,9%	50,0%	27,8%	3,2%
Dette nette	32,4	110,5	81,0	6,1
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation

	2022e	2023e	2024e	2025e
VE/CA (x)	2,4	2,6	2,0	1,5
VE/EBE (x)	25,3	21,5	13,4	8,6
VE/ROC (x)	47,0	31,9	17,4	12,2
P/E (x)	77,9	45,2	23,6	16,8

Actionnariat



Publication du chiffre d'affaires 2023

Après avoir publié des revenus 9M en croissance de +20,4% (563,2 M€), VusionGroup (ex SES-Imagotag) conclut l'année en beauté et communique un CA 2023 de 801,4 M€ (805,1 M€ retraité), soit une progression de +29% (+30% retraité), en ligne avec la guidance et le consensus. Le T4 (241,9 M€ retraité, +58%) établit un nouveau record pour le groupe, au même titre que le S2 et l'exercice 2023. Pour 2024, la direction vise le cap du milliard d'euros de CA et une poursuite de la hausse de la rentabilité.

Préambule: deux retraitements comptables mineurs sur le CA

VusionGroup a communiqué deux CA à l'occasion de sa publication: un CA IFRS et un CA retraité. Le retraitement, mineur (3,7 M€), fait suite à deux impacts liés au nouveau contrat Walmart: un premier (2 M€) du fait de l'évolution de la juste valeur des BSA attribués et un deuxième (1,7 M€) dérivé de l'indexation du prix des ESL vendus selon les volumes commandés (dégressifs). Ils n'auront pas d'impact cash, uniquement un impact P&L, mais permettent une meilleure comparabilité vs 2022. Nous prenons les chiffres retraités dans la suite de la note.

Des dynamiques géographiques bien orientées

La zone EMEA poursuit la très belle dynamique engagée en 2023 (CA T3 +13%, 9M +32%) et affiche une progression annuelle de +31,9%, à 486,7 M€, soit un T4 en hausse de +32,1% (168 M€). Côté Amériques et Asie, après un T3 largement impacté par la conjoncture économique particulièrement dure pour les retailers, le segment a bénéficié des premiers déploiements chez Walmart aux US (sur une trentaine de magasins selon la direction) et affiche un T4 exceptionnel (73,9 M€, +183,4%), permettant à la zone d'enregistrer une très belle progression annuelle (163,2 M€, +21,6%) malgré la déconsolidation de la JV en Chine.

Les VAS finissent en beauté, avec une récurrence en hausse

Après un net ralentissement au T3 du fait d'un certain nombre de projets reportés (-1,2% à 27 M€), les VAS sont de nouveau bien orientés sur la fin de l'année et affichent une croissance à deux chiffres (+17% à 109,1 M€ dont +42% au T4). Deux remarques supplémentaires sont à apporter: 1/ le mix des VAS dans le CA total du groupe est en léger retrait par rapport en 2022 (13,6% du CA vs 15,0%), mais 2/ la récurrence de l'ensemble du segment va en s'améliorant, avec une croissance des VAS récurrents supérieure à celle du groupe sur l'année. Cette partie récurrente représente 39% du mix VAS Groupe. Par ailleurs, la contribution des différentes entrées de périmètre n'a pas été fournie par le groupe.

Prises de commandes toujours très solides

Les prises de commandes de VusionGroup se maintiennent à des niveaux élevés, portées par le besoin structurel de digitalisation du retail. Elles ont été fulgurantes sur le T4 (240 M€, +74%), portant le total 12M à 950 M€ (+39%, en nette accélération relative vs 2022, +13,4%).

Perspectives et estimations

Le cap des 800 M€ est passé avec succès pour le groupe, qui a maintenant en ligne de mire celui du milliard, dès 2024, avec comme principal moteur l'accélération (notamment sur le S2) de la croissance aux USA et du déploiement avec Walmart. Dans l'attente de prévisions plus détaillées de notre part, nous ajustons à la marge notre atterrissage 2023e d'EBITDA (IFRS) à 98,3 M€ (vs 100,4 M€ précédemment) pour une marge de 12,3% (+280 bps) suite aux retraitements.

Recommandation

Notre recommandation à Achat est réitérée et notre OC (180,00 €) est confirmé suite à cette bonne publication.



Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)



Pierre LAURENT
Analyste
01 44 70 20 78
pl Laurent@elcorp.com

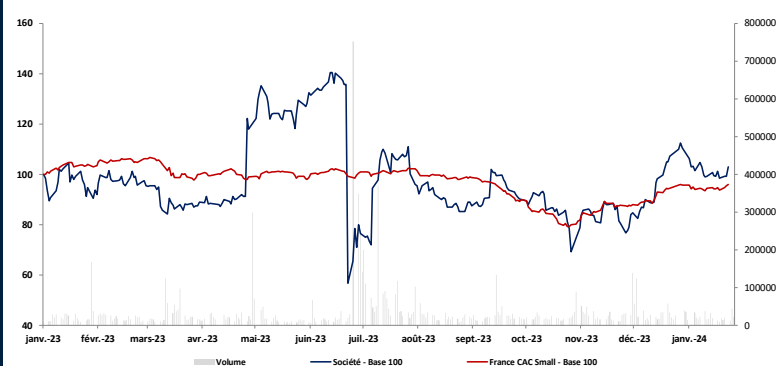


Présentation de la société

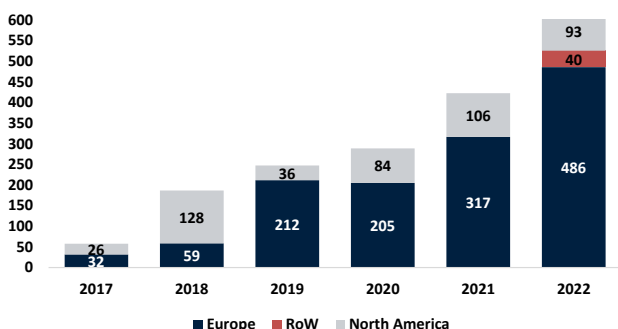
Fort d'un chiffre d'affaires de plus de 600 M€ en 2022, VusionGroup (ex SES-Imagotag) est le leader mondial des solutions digitales pour le commerce physique. La société, qui compte plus de 350 clients grands comptes, conçoit et déploie pour les acteurs du retail des étiquettes électroniques et des solutions 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 Mds€ 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 sans commune mesure. Le récent contrat signé avec Walmart, qui offre un potentiel de 3 Mds€ de revenus pour Vusion dans les 5 à 7 ans à venir, sécurise par ailleurs grandement le développement à moyen et long terme de la société.

Evolution du cours (base 100)



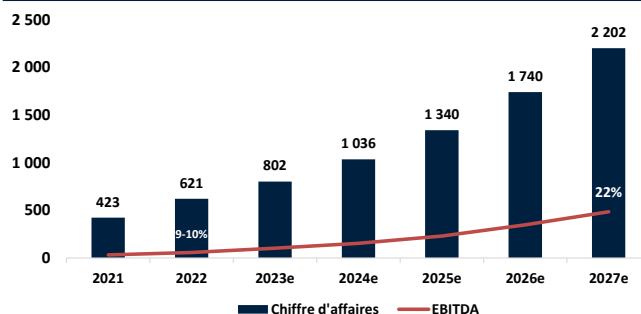
Mix géographique CA, 2017-2022 (M€)



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 2022 de réaliser plus de 600 M€ de chiffre d'affaires, contre 150 M€ en 20217 (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 disposer 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.** A horizon 2027, le groupe ambitionne de 1/ réaliser un chiffre d'affaires de 2,2 Mds€, 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, 4/ atteindre une marge d'EBITDA de 22% et enfin drastiquement réduire l'impact carbone de la société sur son environnement (E-NPS 50-70, carbon intensity -30/40%).

Prévisions Euroland CA & EBITDA, 2021-2027e (M€)



Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	247,6	290,3	422,9	620,9	801,4	1037,7	1342,5
Excédent brut d'exploitation	2,1	15,9	33,7	58,9	98,3	155,0	231,6
Résultat opérationnel courant	-14,6	-5,0	5,2	31,7	66,1	119,8	164,5
Résultat opérationnel	-14,6	-5,0	5,2	31,7	66,1	119,8	164,5
Résultat financier	-2,3	-3,8	-1,1	-6,1	-7,8	-7,8	-7,8
Impôts	3,8	1,2	-2,0	-7,1	-14,6	-28,0	-39,2
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	-0,7	-0,8	-0,7	0,4	0,9	1,7	2,4
Résultat net	-13,1	-7,6	2,1	18,6	43,8	84,0	117,5
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	153,7	166,5	177,8	216,4	335,8	373,2	400,1
<i>dont goodwill</i>	<i>51,3</i>	<i>51,3</i>	<i>51,3</i>	<i>51,3</i>	<i>51,3</i>	<i>51,3</i>	<i>51,3</i>
BFR	31,7	9,2	16,5	39,2	41,7	58,8	74,5
Disponibilités + VMP	73,1	88,6	89,8	33,9	75,9	105,3	180,2
Capitaux propres	171,1	164,9	182,4	193,3	237,1	321,1	438,6
Emprunts et dettes financières	55,8	84,8	81,5	74,4	194,4	194,4	194,4
Total Bilan	395,5	461,0	545,2	536,7	879,6	1 089,7	1 364,3
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Marge brute d'autofinancement	-2,5	9,2	34,6	52,2	76,0	119,2	184,6
Variation de BFR	25,9	20,4	-2,8	-32,2	-2,5	-17,1	-15,7
Flux net de trésorerie généré par l'activité	23,4	29,6	31,8	20,0	73,5	102,1	168,9
CAPEX nets	-38,8	-29,5	-29,9	-51,0	-60,1	-72,6	-94,0
FCF	-15,4	0,1	1,8	-31,0	13,4	29,4	75,0
Investissements financiers nets	0,8	3,5	4,2	-15,7	-91,5	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-38,0	-26,6	-30,5	-66,7	-151,6	-72,6	-94,0
Augmentation de capital	34,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	24,1	29,0	-3,3	-7,0	120,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-0,1	0,1	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	58,3	12,6	-0,2	-9,1	120,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie	43,6	15,5	1,2	-55,8	41,9	29,4	75,0
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Variation chiffre d'affaires	31,8%	17,2%	45,7%	46,8%	29,1%	29,5%	29,4%
Marge EBE	0,9%	5,5%	8,0%	9,5%	12,3%	14,9%	17,3%
Marge opérationnelle courante	-5,9%	-1,7%	1,2%	5,1%	8,3%	11,5%	12,3%
Marge opérationnelle	-5,9%	-1,7%	1,2%	5,1%	8,3%	11,5%	12,3%
Marge nette	-5,3%	-2,6%	0,5%	3,0%	5,5%	8,1%	8,8%
CAPEX (% CA)	15,7%	10,2%	7,1%	8,2%	7,5%	7,0%	7,0%
BFR (% CA)	12,8%	3,2%	3,9%	6,3%	5,2%	5,7%	5,5%
ROCE	-5,2%	-1,9%	1,8%	9,3%	13,1%	20,8%	26,0%
ROCE hors GW	-7,2%	-2,7%	2,4%	11,6%	15,2%	23,6%	29,1%
ROE	-7,3%	-4,2%	1,6%	9,7%	18,6%	26,3%	26,9%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Gearing (%)	-10%	-2%	-5%	21%	50%	28%	3%
Dettes nettes/EBE	-8,1	-0,2	-0,2	0,7	1,2	0,6	0,1
EBE/charges financières	1,1	5,3	39,5	10,2	12,6	19,9	29,8
Valorisation	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	15,8	15,8	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0
Nombre d'actions moyen (en millions)	15,1	15,8	15,9	16,0	16,0	16,0	16,0
Cours (moyenne annuelle en euros)	29,0	26,0	50,0	92,6	126,6	126,6	126,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	438,8	409,9	793,1	1 477,1	2 020,4	2 020,4	2 020,4
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-38,0	-8,0	-15,5	32,4	110,5	81,0	6,1
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
(4) Valeur des actifs financiers	1,1	1,3	1,4	20,2	20,2	20,2	20,2
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	399,7	400,6	776,2	1 489,3	2 110,6	2 081,2	2 007,2
VE/CA	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
VE/EBE	0,2x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
VE/ROC	ns	ns	0,1x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
P/E	ns	ns	0,3x	0,1x	0,0x	0,0x	0,0x
P/B	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
P/CF	0,0x	0,0x	0,0x	0,1x	0,0x	0,0x	0,0x
FCF yield (%)	ns	0,0%	0,2%	ns	0,6%	1,4%	3,7%
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Bnpa	-0,79	-0,44	0,18	1,19	2,80	5,37	7,52
Book value/action	10,9	10,5	11,4	12,1	14,9	20,1	27,5
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Pierre LAURENT

Analyste

01 44 70 20 78

plaurant@elcorp.com



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 0% 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 0% 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 le 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 utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la Société, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la Société, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude.

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate.

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient.

Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus."

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