

Achat	<i>Potentiel</i>	67%
Objectif de cours	3,00 € (vs 3,60 €)	
Cours au 30/05/2022 (c)		1,80 €
Euronext Growth		
Reuters / Bloomberg	ALORD.PA / ALORD.FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	34,6%	-4,0%	-6,8%	-31,5%
Perf CAC Small	-11,4%	0,8%	-2,2%	-7,6%

Informations boursières

Capitalisation (M€)				5,7
Nb de titres (en millions)				3,19
Volume moyen 12 mois (titres)				3 619
Extrêmes 12 mois			121€	2,84 €

Actionnariat

Alexandre Vielle	17,6%
Christophe Berly de Buigne	17,3%
Brice Delmotte	10,8%
Flottant	65,0%

Données financières (en M€)

au 31/12	2021	2022e	2023e	2024e
CA	4,5	12,5	14,3	15,4
var %	-4,9%	179,4%	13,9%	8,3%
EBITDA	-0,4	0,3	0,5	0,7
%CA	-8,4%	2,7%	3,8%	4,5%
EBIT	-0,8	0,0	0,2	0,3
%CA	-17,3%	-0,1%	1,4%	2,2%
RN	-0,8	0,0	0,1	0,3
%CA	-17,1%	-0,3%	1,0%	1,9%
Bnpa (€)	-0,24	-0,01	0,04	0,09
ROCE (%)	-9,6%	-0,2%	1,9%	3,2%
ROE (%)	-13,1%	-0,7%	2,4%	4,6%
Gearing (%)	-8%	17%	24%	27%
Dette nette	-0,5	1,0	1,5	1,7
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Ratios

	2021	2022e	2023e	2024e
VE/CA (x)	0,7	0,4	0,3	0,3
VE/EBE (x)	ns	13,7	9,1	7,5
VE/ROC (x)	ns	ns	25,5	15,2
PE (x)	ns	ns	40,2	19,8

Analyste :

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

Ordissimo

Electronique

De meilleures perspectives avec Pix Star**Publication des résultats annuels 2021**

Ordissimo a clôturé son exercice 2021 en léger recul après le fort rebond des résultats en 2020. Sur un chiffre d'affaires en baisse de -5%, à 4,5 M€, le groupe, impacté par la baisse de son activité ainsi que par l'intégration de Mustworld, a creusé ses pertes : l'EBE est ressorti en territoire négatif, à -0,4 M€ (vs équilibre en 2020) pour un RN de -0,8 M€ (vs -0,4 M€).

Dans un environnement de marché toujours complexe du fait des différentes pénuries (notamment celle de composants), nous sommes tout de même confiants sur les perspectives d'Ordissimo, notamment du fait de l'acquisition en début d'année de Pix Star, leader américain des cadres photos connectés, qui devrait permettre à la société de tripler son chiffre d'affaires et de retourner à un résultat net positif.

Top line en berne

Deux des canaux de distribution d'Ordissimo ont très largement contribué à la dégradation du chiffre d'affaires : 1/ la vente par correspondance (-58% à 164k€), qui n'a pas eu l'attractivité escomptée auprès des consommateurs, les diffuseurs préférant notamment les produits moins chers et 2/ les ventes à l'export (-40% à 519k€) qui ont elles aussi souffert de la mauvaise performance du TV shopping avec l'arrêt du client HSE24 en Allemagne.

Sur le segment France, qui se décompose entre les ventes Retail et les ventes Particuliers (= vente directe) et qui représente près de 55% du CA du groupe, la situation est aussi contrastée. Le Retail est ressorti stable (+1,9%), dans un contexte de hausse des prix, des coûts (transport, notamment) et de pénuries de composants. Les ventes aux particuliers ont quant à elles enregistré un fort retrait (-17,4%), pâtissant d'un important effet de base lié au COVID.

De l'autre côté, l'intégration de Mustworld, acquis au second semestre 2020, a été foncièrement positive : le CA généré par la filiale a été de 842k€ (+140%), tiré par l'audio UB+ (bien qu'une partie soit comptabilisée dans le Retail).

Décroissance du CA et investissements ont pesé sur les marges

Malgré la hausse de la marge brute à 53,5% (+222bps), due à la forte décroissance des activités les moins bien margées (notamment la vente par correspondance) et donc à un mix plus contributeur par défaut, le compte de résultat d'Ordissimo affiche une relative dégradation. Comme principaux facteurs, nous notons 1/ l'effet ciseau dû à la baisse du CA, 2/ une hausse des charges opérationnelles, notamment de personnel, suite à l'intégration de Mustworld et 3/ la poursuite des efforts en R&D, qui s'est notamment traduite par une augmentation de 140bps des DAP (à 9% du CA).

Après prise en compte du CIR et d'une perte financière marginale, le RN d'Ordissimo s'est établi à -0,8 M€.

Un bilan toujours sain

Au 31 décembre 2021, la société présentait une structure financière saine puisqu'elle était en situation de trésorerie nette (0,5 M€). Au cours de l'exercice 2021, Ordissimo a notamment procédé à une augmentation de capital de 0,8 M€, à laquelle s'ajoute la contraction d'un emprunt de 1,2 M€, les deux éléments étant destinés à financer l'acquisition de Pix Star.

Acquisition stratégique de Pix Star

Annoncée début janvier, l'acquisition de Pix Star apparaît comme profondément structurante pour Ordissimo. La société, américaine, conçoit et commercialise des cadres photos connectés à destination des seniors. Ces cadres photos, qui jouissent d'une excellente réputation auprès de ses clients, permettent d'échanger des photos ou encore des vidéos et de partager des moments familiaux en direct. Ces cadres disposent notamment de nombreux atouts différenciants sur un marché relativement concurrentiel : technologie propriétaire et cloud, application mobile dédiée (et compatible avec les produits Ordissimo), qualité d'écran supérieure, etc.

L'acquisition de Pix Star devrait déboucher sur de nombreuses synergies. Nous en identifions principalement trois types : 1/ technologiques : la technologie Pix Star apporte une nouvelle brique à l'écosystème Ordissimo, qui devient peu à peu le plus complet du marché pour renforcer les liens intergénérationnels et intrafamiliaux, 2/ territoriales : cette acquisition est le moyen idéal pour partir à la conquête de nouveaux marchés, et notamment des Etats-Unis où la société pourra dorénavant exporter sa technologie sous la marque Pix Star, en utilisant la réputation locale de cette dernière, 3/ financières : Pix Star a réalisé 7,6 M\$ de CA en 2021, pour un résultat net positif. Cette acquisition devrait donc être, de fait, relative pour Ordissimo, toute chose égale par ailleurs.

Concernant le montage de l'opération, nous estimons que la société a payé un peu plus de 2 M\$ (0,3x le CA 2022e vs 0,4x pour Ordissimo) pour 100% du capital, montage financé, comme dit précédemment, à la fois par augmentation de capital et par levée de dette. La spécificité de l'opération réside dans le fait qu'un système complémentaire de licence a été mis en place entre les deux entités : sur trois ans, Ordissimo devrait reverser près de 3,6 M\$ additionnels à Pix Star en fonction du nombre d'unités vendues (mais sans minimas garantis attachés), cette variabilisation (plafonnée à la hausse) permettant de fortement dé-risquer le deal.

Perspectives 2022

A l'issue des résultats 2021, nous avons eu l'occasion de distinguer longuement avec le management afin d'intégrer au mieux Pix Star dans notre modèle et de mettre à jour, également, nos prévisions sur la partie organique du business.

Pour 2022e, cette dernière devrait à nouveau connaître une croissance flat, n'entraînant que peu d'évolutions des résultats à périmètre constant. L'intégration de Pix Star, elle, change la donne. Nous estimons qu'en données consolidées, le CA 2022e d'Ordissimo devrait atteindre 12,5 M€, soit un quasiment triplement par rapport au niveau observé en 2021. Malgré une forte dilution de la marge brute (poids des licences + mix négatif du fait de l'intégration de la société américaine), l'EBE du groupe devrait revenir en territoire positif (0,3 M€) du fait de la bonne maîtrise coûts de structure de la cible, au même titre que le résultat net. A plus long terme, le plein potentiel de l'acquisition ne devrait être atteint qu'en 2025 étant donné l'impact du coût de la licence sur les différents soldes de gestion.

Recommandation

Suite à la révision de nos prévisions, l'intégration de Pix Star et à la mise à jour de nos hypothèses de valorisation (DCF, comparables), notre objectif de cours ressort à 3,00 € (vs 3,60 €) et notre recommandation reste à Achat. Nous saluons l'acquisition stratégique de la société et attendons dorénavant que celle-ci se matérialise dans les chiffres.

Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Chiffre d'affaires	3,2	4,7	4,5	12,5	14,3	15,4
EBITDA	-0,8	0,0	-0,4	0,3	0,5	0,7
EBIT	-1,2	-0,4	-0,8	0,0	0,2	0,3
Résultat opérationnel	-1,2	-0,4	-0,8	0,0	0,2	0,3
Résultat financier	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Impôts	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Mise en équivalence	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
Résultats net part du groupe	-1,0	-0,4	-0,8	0,0	0,1	0,3
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Actifs non courants	1,4	1,7	3,7	3,9	4,0	4,3
<i>dont goodwill</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	1,4	2,4	1,6	3,0	3,4	3,6
Disponibilités + VMP	4,2	2,3	2,0	1,0	1,0	1,3
Capitaux propres	6,7	6,0	5,9	5,8	6,0	6,2
Emprunts et dettes financières	0,3	0,3	1,5	2,0	2,5	3,0
Total Bilan	8,0	7,5	8,7	11,8	13,0	14,1
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Marge Brute d'autofinancement	-1,0	0,0	-0,4	0,3	0,5	0,6
Variation de BFR	0,3	-1,0	0,7	-1,3	-0,4	-0,3
Flux net de trésorerie généré par l'activité	-0,7	-1,0	0,4	-1,0	0,1	0,4
Investissements opérationnels nets	-0,6	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6
Investissements financiers nets	0,0	0,0	-2,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissem	-0,6	-0,7	-2,4	-0,5	-0,5	-0,6
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	-0,2	1,0	0,5	0,5	0,5
Dividendes versés	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
Flux nets de trésorerie liés au financement	0,0	-0,2	1,7	0,5	0,5	0,5
Variation de l'endettement financier net	-1,3	-1,9	-0,3	-1,0	0,0	0,3
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Variation chiffre d'affaires	-26%	46%	-5%	179%	14%	8%
Marge EBE	-25%	0%	-8%	3%	4%	4%
Marge opérationnelle courante	-36%	-8%	-17%	0%	1%	2%
Marge opérationnelle	-36%	-8%	-17%	0%	1%	2%
Marge nette	-32%	-8%	-17%	0%	1%	2%
Investissements opérationnels nets/CA	18%	15%	11%	4%	4%	4%
BFR/CA	42%	50%	37%	24%	24%	24%
ROCE	-28%	-6%	-10%	0%	2%	3%
ROCE hors GW	-28%	-6%	-10%	0%	2%	3%
ROE	-16%	-6%	-13%	-1%	2%	5%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Gearing (%)	-59%	-33%	-8%	17%	24%	27%
Dettes nette/EBE	4,8	221,4	1,3	3,0	2,7	2,4
EBE/charges financières	620,1	0,1	7,3	4,4	7,3	9,2
Valorisation	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nombre d'actions (en millions)	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Nombre d'actions moyen (en millions)	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Cours (moyenne annuelle en euros)	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
(1) Capitalisation boursière moyenne	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-3,9	-2,0	-0,5	1,0	1,5	1,7
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,2	0,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	1,6	3,5	3,1	4,5	5,0	5,2
PER	ns	ns	ns	ns	40,2	19,8
VE / EBE	ns	ns	ns	13,7	9,1	7,5
VE / ROC	ns	ns	ns	ns	25,5	15,2
VE /CA	0,1	0,5	0,7	0,4	0,3	0,3
P/B	0,7	0,7	1,0	1,0	1,0	0,9
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Bnpa	-0,42	-0,14	-0,24	-0,01	0,04	0,09
Book value/action	2,1	1,9	1,8	1,8	1,9	2,0
Dividende /action	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** : depuis le 11/02/2020
Accumuler :
Neutre : entre le 11/02/2020 au 10/02/2021
Alléger : (-)
Vente : (-)
Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

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

- 1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).
- 2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.
- 3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.
- 4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.
- 5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.
- 6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).
- 7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

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

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

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

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

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

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la société mentionnée dans la présente étude, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Corporate, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

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