



EGIDE

A la conquête de l'Ouest

EGIDE

Euronext C - FR0000072373 - GID

- ✓ Résultats annuels en ligne avec nos attentes
- ✓ Acquisition structurante aux USA
- ✓ Objectif 2020^e : 45 à 50 M€ de CA - Marge d'EBITDA de 10%

En janvier Egide a publié un CA annuel de 22,2 M€ (+7,8%) en ligne avec nos attentes (22,1 M€) sous l'impulsion de l'Europe (+16,3%). Ses résultats annuels ressortent supérieurs à nos attentes avec un Ebitda de -0,21 M€ vs -0,53 M€ attendus et un Ebit de -0,6 M€ vs -0,85 M€ attendu. Le différentiel provient d'une marge brute meilleure qu'escomptée (+0,3 pt par rapport à nos estimations / +2,7 pts par rapport à 2015) et de charges externes mieux maîtrisées (-0,6 pt / 16,9% du CA vs 17,6% en 2015). D'un point de vue bilanciel, le BFR s'est tendu (24,2% du CA + 5,4 pts par rapport à 2015) du fait des autres créances qui intègrent désormais la bascule du CIR en poste courant, Egide étant une PME. Cela a pesé sur la génération de FCF (-2,2 M€ vs -1,4 M€ attendue). La génération de trésorerie, quant à elle, est en ligne avec nos attentes à -1,7 M€, le factor ayant été plus sollicité sous l'effet de l'accroissement du poste Clients. Ainsi le gearing est supérieur de 10 points à notre estimation (69% vs 57%). Pour résumer, d'un point de vue opérationnel, Egide a bien géré le S2, a investi comme attendu, mais la dégradation de son BFR lui a imposé de « jouer » au mieux au niveau des flux financiers.

Au-delà de ces résultats, il faut surtout noter la réussite de l'augmentation de capital souscrite à 117% pour acquérir 100% des actifs et passifs d'exploitation la société américaine Santier pour 5,8 M€ hors financement du BFR. Après avoir procédé à près de 2 ans d'investissements structurants aux USA afin de pouvoir adresser industriellement dès 2017 le marché de la Défense US en produits céramiques, Egide franchit un nouveau cap. Spécialisé dans la fabrication de composants et de matériaux dissipant mais aussi dans l'assemblage de boîtiers hermétiques, Santier a une taille légèrement supérieure à celle d'Egide USA avec un CA 2016^e d'environ 10-11 M\$ dégageant une marge d'Ebitda de 10%. Cette structure de 65 personnes adresse essentiellement le marché US de la Défense sur des zones géographiques différentes d'Egide. Ainsi, avant même toute synergie, le « nouvel Egide » réalisera plus de 50% de son chiffre d'affaires sur le territoire américain et cela essentiellement sur le marché de la Défense qui offre une forte visibilité. Par ailleurs, avec près de 80% de clients communs aux USA sur des localisations différentes, l'intégration de Santier permettra la mise en place de synergies quasi immédiates via des ventes croisées. A cela, s'ajoutera la possibilité d'adresser le marché européen et asiatique en produits dissipant.

L'opération sera immédiatement relative en termes de marges, Santier ayant été réorganisé et recentré sur son métier de base qui lui permet de viser en « stand alone » un taux de croissance annuel moyen que nous estimons à 4%, en ligne avec son marché d'appartenance, avec un niveau de marge d'Ebitda de 10%. Le nouveau groupe pourra également optimiser ses achats, Egide pouvant se fournir en produits dissipant chez Santier et Santier en céramique chez Egide USA. Le fait de se renforcer de la sorte aux USA permet au groupe de devenir le seul acteur de cette taille ayant un profil global tant géographiquement qu'en termes de produits et cela en offrant une plus grande souplesse en termes de conception de boîtiers sur mesure pour répondre aux besoins très spécifiques des grands donneurs d'ordres L'objectif de la direction est d'atteindre 10% de parts de marchés en 2020 vs 5% actuellement ce qui est tout à fait réaliste étant donné qu'hors « up selling » nous attendons 9,2%. Cette acquisition va profondément modifier la physionomie du groupe et lui fournira la possibilité de trouver durablement une croissance rentable. Cela en fera un groupe solidement implanté en Europe et aux USA auprès de clients majeurs ayant recours à des applications offrant un niveau de récurrence de revenus élevé.

Au regard de nos estimations, la valorisation d'Egide ressort à 3,83 €. Nous repassons donc à l'Achat avec un potentiel d'appréciation de 43,6%.

Arnaud Riverain
 + 33 (0)6 43 87 10 57
 ariverain@greensome-finance.com

ACHAT vs Accumuler

RN 2016 + Contact

Label BPI - Entreprise Innovante
 Eligible PEA-PME

OBJECTIF **PRECEDENT**
3,83 € **3,47 €**

COURS (30/03/2017) **POTENTIEL**
2,67 € **+43,6%**

CAPITALISATION **FLOTTANT**
21,09 M€ **15,7 M€**

Ratios	2016	2017e	2018e
VE/CA	1,15	0,80	0,70
VE/ROC	-	42,4	18,9
PER	-	46,5	16,6
P/CF	-	-26,2	19,1
Rendement	0%	0%	0%

Données par Action	2015	2016	2017e	2018e
BNPA	-0,31	-0,16	0,06	0,16
Var. (%)	nr	nr	nr	180%
FCFPA	-0,55	-0,51	-0,26	0,01
Var. (%)	nr	nr	nr	nr
Dividende	-	-	-	-

Comptes	2015	2016	2017e	2018e
CA (M€)	20,6	22,2	33,4	38,8
Var	3,1%	7,7%	50,5%	16,4%
EBITDA (M€)	-1,32	-0,21	1,16	2,07
Marge (%)	-6,4%	-0,9%	3,5%	5,3%
ROC (M€)	-1,48	-0,60	0,63	1,44
Marge (%)	-7,2%	-2,7%	1,9%	3,7%
RN (M€)	-1,38	-0,73	0,45	1,27
Marge (%)	-6,7%	-3,3%	1,4%	3,3%

Structure Financière	2015	2016	2017e	2018e
FCF (M€)	-2,48	-2,28	-2,08	0,09
Dette fin. Nette (M€)	1,95	4,30	5,72	6,21
Capitaux Propres (M€)	6,99	6,22	14,30	15,57
Gearing	28%	69%	40%	40%
ROCE	-10,6%	-3,6%	2,0%	4,3%

Répartition du Capital	
Sigma Gestion	13,2%
Vatel Capital	8,0%
Natixis Euro Midcaps	6,3%
Direction	1,3%
Flottant	71,1%

Performance	2017	3m	6m	1 an
Egide	5,8%	-14,3%	1,7%	-16,5%
CAC Small	2,2%	11,4%	22,6%	16,3%
Extrêmes 12 mois	2,37	4,00		

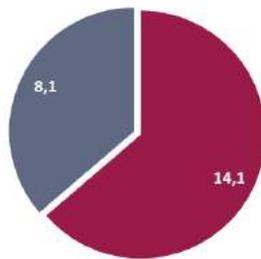
Liquidité	2017	3m	6m	1 an
Volume Cumulé (000)	1 949	1 932	2 551	4 298
en % du capital	24,7%	24,5%	32,3%	54,4%
en % du flottant	34,7%	34,4%	45,4%	76,5%
en M€	5,09	5,08	6,92	12,97

Prochain événement CA T1 : vers le 11 avril

Snapshot EGIDE

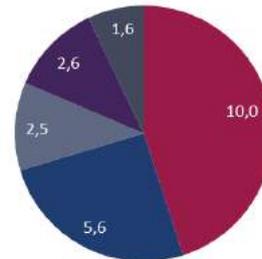
Egide a toujours articulé son activité au travers de deux technologies que sont les boîtiers verre-métal et céramiques qui en fait un des rares acteurs au monde à les maîtriser. Ces boîtiers permettent d'assurer une herméticité parfaite dans des environnements pouvant subir de fortes contraintes thermiques et/ou atmosphériques. Egide fournit donc des boîtiers d'interconnexion hautement résistants dans des environnements sensibles (Spatial, Défense, Sécurité, Aéronautique, Télécommunications, Énergies, ...), solutions qui garantissent une fiabilité optimale des systèmes électroniques ou des puces complexes.

CA 2016 par entité (M€)



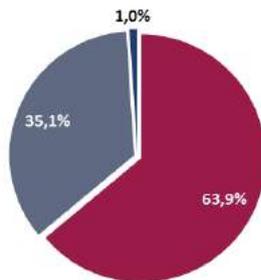
■ Egide SA ■ Egide USA

CA 2016 par activité (M€)



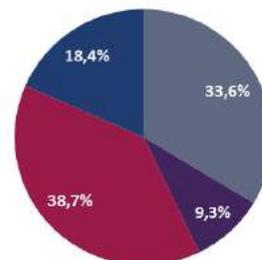
■ Imagerie Thermique ■ Puissance ■ Optronics ■ Hyperfréquence ■ Divers

CA 2016 par technologie (M€)



■ Verre-Métal ■ Céramique ■ Autres

Répartition géographique du CA



■ France ■ UE (Hors France) ■ Amérique du Nord ■ Reste du monde

FORCES

- Clients militaires européens difficilement « attaquables » par Kyocera
- Structure souple et plus réactive que la concurrence qui est faite de « majors »
- Marché de niche limitant l'entrée de nouveaux acteurs
- Certification ITAR aux USA
- Forte récurrence des clients

FAIBLESSES

- Culture commerciale à développer
- Dépendance clients forte
- Innovation technologique limitée

OPPORTUNITES

- Implantations fortes et structurantes aux USA, principal marché du secteur
- « Up-selling » sur les clients militaires US existants grâce à l'arrivée des produits céramiques et à l'acquisition de Santier
- « Cross selling » entre Egide et Santier
- Prise de parts de marché avec une nouvelle équipe commerciale

RISQUES

- Impossibilité de dynamiser le réseau des agents commerciaux
- Difficulté de mise en place des synergies entre Egide et Santier
- Puissance financière de son principal concurrent

Matrice fondamentale

Cette matrice a pour but de décrire le profil fondamental historique d'Egide. Elle est construite sur des critères objectifs permettant de juger de sa valeur passée. Chaque critère est traité de manière équi-pondérée afin d'aboutir à une notation entre A et E.

(A : Excellent profil historique / E : profil historique à risque)

	A	B	C	D	E
Position dans la chaîne de valeur					
Effet de levier sur les marges					
Structure financière					
Management					
Historique BPA					
NOTE				C	

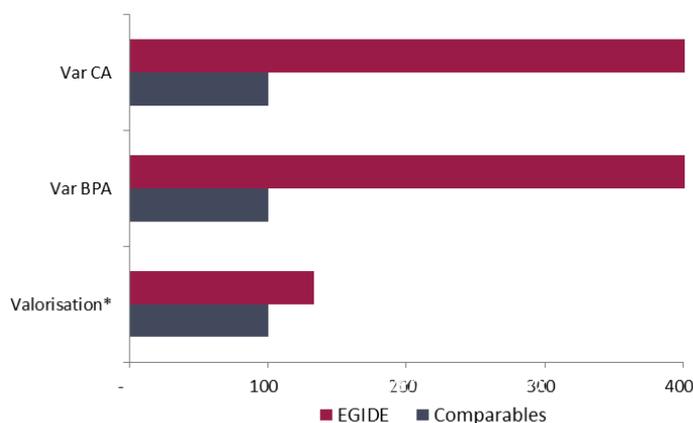
Source : GreenSome Finance

Position dans la chaîne de valeur	Egide est un des rares acteurs dans le monde à fournir des solutions Verre-Métal et Céramique.
Effet de levier sur les marges	L'outil industriel est sous-exploité du fait essentiellement du manque d'activité dans les applications civiles et télécoms. Sur le périmètre actuel, le point mort se situe aux alentours des 24-25 M€ de CA hors Santier.
Structure financière	Egide dispose d'une bonne culture quant à la gestion de son BFR (moyenne 16% du CA). Sa dette financière long terme est liée à l'achat de l'usine US. Retraité de cette dernière du fait de l'actif, le gearing serait négatif. Les dettes financières court terme sont, quant à elle, liées à du factor.
Management	Jim Collins qui dirigeait Egide USA depuis 2000, a pris la fonction de directeur général du groupe en septembre 2014 puis celle de PDG en juin 2016. Il a une parfaite connaissance du marché américain qui est la clé du développement à venir du groupe et dispose d'une forte expertise historique sur la technologie céramique. Philippe Lussiez (DAF – DGA) a une excellente connaissance d'Egide et a parfaitement piloté les comptes du groupe malgré des périodes très tendues. Seule la capacité à mettre en place une force commerciale en tant que telle reste à démontrer.
Historique BPA	Depuis 2001, Egide n'a affiché qu'à 2 reprises des bénéfices : en 2010 à 0,51 € par action, et en 2011 à 0,48 € par action

Profil d'investissement

Le principe de ce profil est de comparer Egide à son secteur sur les 3 prochaines années et de voir comment il se situe en termes de croissance de l'activité future, d'évolution des résultats et de prix de marché par rapport aux comparables retenus. Les anticipations concernant Egide s'appuient sur nos hypothèses avant augmentation de capital.

Profil d'investissement Egide vs Comparables



Source : GreenSome Finance & Infinancials

Nous avons retenu comme comparables des acteurs présents sur le secteur d'Egide. Néanmoins, pour la plupart cela ne représente qu'une partie limitée de leur activité.

Egide rencontre directement sur son marché des sociétés comme Ametek (USA), Kyocera (Japon) ou NTK Technologies qui fait partie du Groupe NGK (Japon).

Nous avons également retenu des grands donneurs d'ordres tel que Viavi Solutions (ex JDS Uniphase).

Ce panel permet de se faire une idée de la configuration financière du secteur. Toutefois, de par leurs tailles et leurs différents métiers, les acteurs le composant ne peuvent être considérés comme des comparables directs.

Concernant l'évolution des BPA, du fait de l'augmentation de capital réalisée en février 2017 mais aussi ce n'est qu'à partir de 2017 qu'Egide devrait recouvrer une rentabilité nette positive, nous avons raisonné avec les variations 2017/18 et 2018/19^e.

Enfin, pour ce qui est du ratio médian, nous l'élaborons en intégrant les multiples suivants : VE/CA, VE/EBIT et PE 2017^e, 2018^e et 2019^e.

Dernières actualités

28/02/2017 : Acquisition de Santier LLC

21/02/2017 : Augmentation de capital de 8,2 M€

- 3 428 460 actions nouvelles émises à 2,40 €.
- Offre sursouscrite à 117,3%

10/01/2017 : CA 2016 +7,8%

- CA de 22,2 M€
 - o Egide SA 14,1 M€ +16,3%
 - o Egide USA 8,1 M€ -4,5%

11/10/2016 : CA T3 2016 +3% / 9 mois +12,2%

- CA de 5,25 M€
 - o Egide SA 3,4 M€ +11,7%
 - o Egide USA 1,8 M€ -11,1%
- CA 9 mois 16,8 M€ +12,2%
 - o Egide SA 10,7 M€ +18,1%
 - o Egide USA 6,1 M€ +3,2%

04/10/2016 : RN S1 2016

- EBITDA +0,16 M€ vs -0,6 M€ au S1 2015
- ROP -0,19 M€ vs -0,78 M€
- RN -0,35 M€ vs -0,64 M€

- Gearing 46% vs 28% au 31/12
- Egide SA quasi à l'équilibre (-0,02 M€ vs -0,6 M€) - Egide USA ROP de -0,17 M€ (perte liée au renforcement des équipes commerciales et à la mise en place de la salle blanche pour la céramique)
- Révision en baisse de l'objectif de croissance de l'activité entre +5 et +10% du fait d'une attitude attentiste des clients US pendant la période des présidentielles

12/07/2016 : CA S1 2016 +17%

- CA S1 de 11,55 M€
 - o CA T2 +19% après +16% au T1 dont SA +24,2% et USA +10,7%
- Annonce du lancement d'ici la fin du 1^{er} semestre d'une augmentation de capital avec DPS pour 5M€.
- Confirmation des attentes annuelles

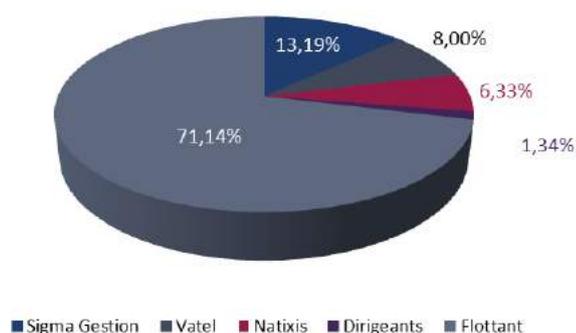
06/04/2016 : RN 2015 + T1 2016

- ROP de -1,48 M€ vs -1,31 M€ attendu et -0,94 M€ en 2014. Hors projet céramique US : -0,81 M€.
- RN -1,38 M€ VS -1,47 M€ attendu et -0,86 M€ en 2014 ;
- Gearing : 27,9% vs 4,28% en 2014
- T1 2015 +15,5% à 5,75 M€
 - o Egide SA 3,6 M€ +18,7%
 - o Egide USA 2,1 M€ +10,9%
- Confirmation d'un objectif de croissance à deux chiffres & ouvert à toute opportunité de croissance externe

Profil boursier

Nombre de titres : 7 900 366
 Marché : Eurolist C
 Cotation : Continu
 Isin : FR0000072373
 Ticker: GID

Répartition du capital au 30/03/2017



Source : Société

Evolution du titre (base 100) vs CAC Small



Source : Euronext

SOMMAIRE

EGIDE EN BREF	9
Qui est Egide ?.....	9
Mi-2014, changement d'attitude	12
2016, Point d'étape plutôt positif	12
UN GRAND PAS DE PLUS AUX USA	15
Santier, jouer la complémentarité	15
Egide, le socle.....	16
Nouvelle physionomie hors synergies	17
Une acquisition offrant de nombreux effets de leviers.....	18
EVALUATION	19
Valorisation par les DCF - Hors synergies.....	19
Valorisation par les comparables.....	20

Egide en bref

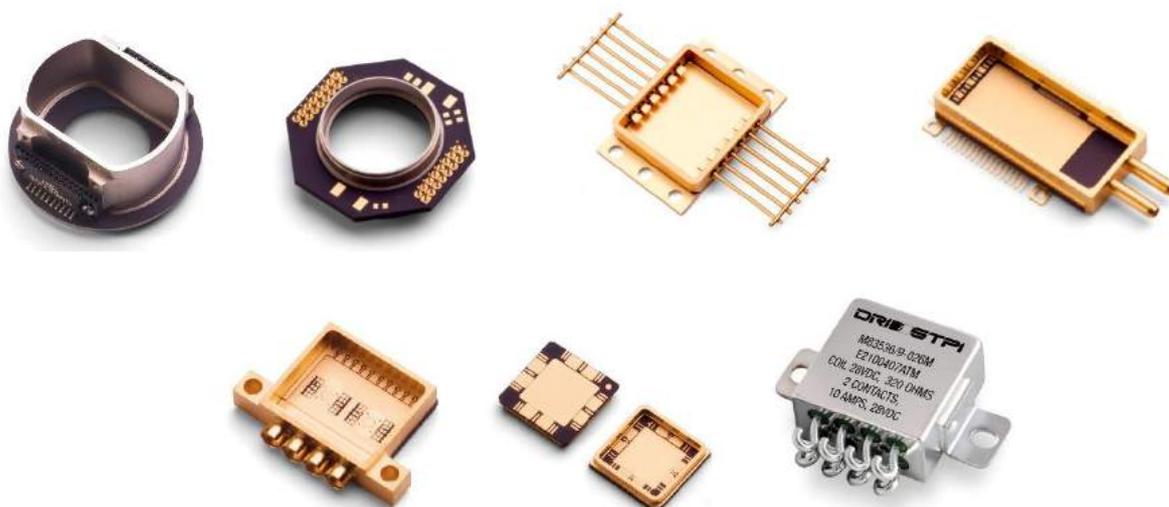
Qui est Egide ?

Egide a toujours articulé son activité au travers de deux technologies que sont les boîtiers verre-métal et céramiques ce qui en fait un des rares acteurs au monde à les maîtriser. Les concurrents majeurs qu'il rencontre sont Kyocera (Japon) et Ametek (USA).

Ces boîtiers permettent d'assurer une herméticité parfaite dans des environnements pouvant subir de fortes contraintes thermiques et/ou atmosphériques. On parle de boîtiers « verre-métal » quand l'herméticité au niveau des broches de connexion est assurée par des billes de verre et de boîtiers « céramiques » quand cette herméticité et l'interconnexion sont obtenues par des inserts céramiques à la place des perles de verre.

Egide fournit donc des boîtiers d'interconnexion hautement résistants dans des environnements sensibles, solutions qui garantissent une fiabilité optimale des systèmes électroniques ou des puces complexes.

Exemple de boîtiers



Source: Société

Le groupe a amorcé son activité en adressant le marché de la Défense, marché qui demeure le principal contributeur de son activité (65-70% du CA).

A partir de 1994, il se positionne sur les Télécoms ce qui lui vaut une envolée de son CA avec en 2000 un plus haut à 123 M€. En 2002, le groupe se diversifie en fournissant des applications pour le secteur de l'industrie (aéronautique, automobile...).

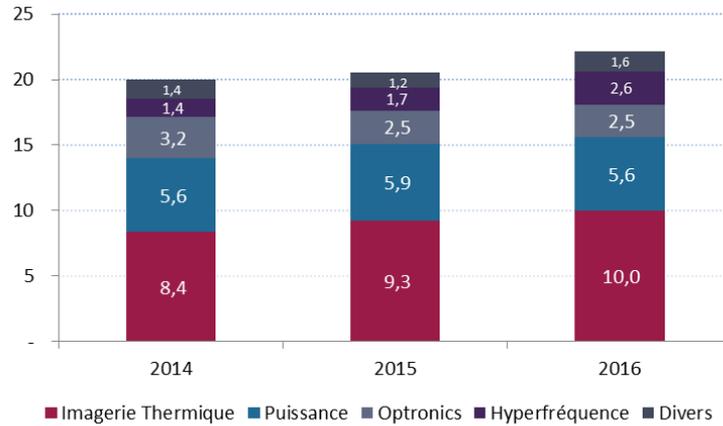
Evolution de l'activité par secteur (M€)



Source: Société

Depuis 2015 et du fait d'une utilisation de moins en moins cloisonnée par secteur de ses produits, le groupe a décidé de détailler son CA par applications. La principale est l'imagerie thermique (45% du CA 2016) qui concerne par exemple la vision militaire nocturne ou encore les caméras infra-rouge adressant essentiellement le secteur de la Défense. Ensuite vient la Puissance (25% du CA 2016) qui touche les domaines militaires et civils pour les avions ou les satellites. La troisième application avec 11,5% du CA est liée à l'Hyperfréquence i.e. les radars, les satellites de télécommunication, les antennes relais du type militaire. Enfin, vient l'Optoélectronique i.e. les télécoms via la fibre optique ou les data center (11% du CA).

CA par application (M€)



Source: Société

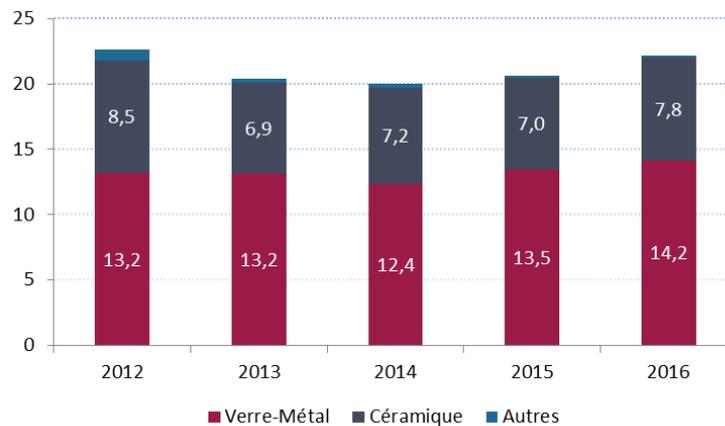
Applications (M€)



Source: Société

En termes de technologie, la part de l'activité « verre-métal » est prédominante car Egide USA ne disposait pas, jusqu'à présent, de l'outil industriel pour adresser le marché américain avec la technologie céramique, technologie très utilisée dans les applications militaires et donc nécessitant la norme ITAR pour le marché US. La société estime le marché américain de la Défense adressable en produits céramiques à 100 M\$ par an.

CA par technologie (M€)

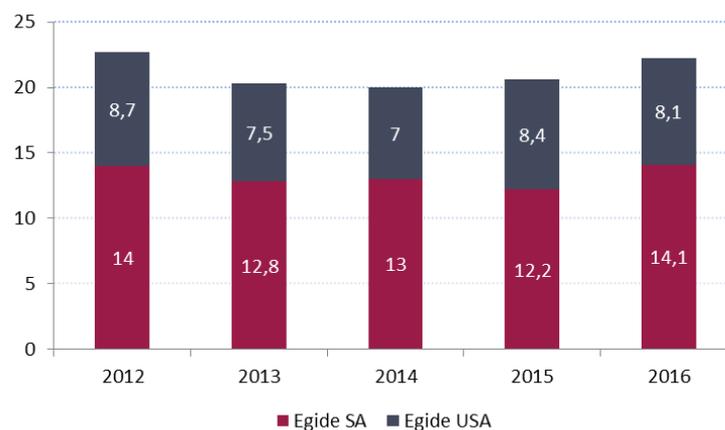


Source: Société

Aujourd'hui, l'activité d'Egide s'articule entre Egide SA et Egide USA et cela après avoir cédé en 2013 sa filiale britannique qui était relativement éloignée de son cœur de métier ainsi que sa filiale marocaine qui proposait des produits dits de volume.

Jusqu'à présent, Egide USA qui adresse quasiment uniquement des acteurs de la Défense ne pouvait vendre que des produits « verre-métal ». Le fait de ne pouvoir toucher son marché qu'avec une seule technologie a naturellement limité son développement et sa capacité d'up-selling sur ses clients existants. Cela explique un CA globalement stable se situant entre 7 et 9 M€.

CA par entité (M€)



Source: Société

Mi-2014, changement d'attitude

Mi-2014, le groupe a réalisé une augmentation de capital de 5 M€ (prix d'émission de 2,25 €). Cette opération peut être considérée comme le début d'un tournant pour le groupe qui, pour la première fois, depuis de nombreuses années a fait appel au marché pour se lancer dans un véritable plan d'investissements.

En effet, jusque-là, le groupe était attentiste, faute de moyens, et hormis la poursuite des investissements dans son outil industriel afin qu'il demeure à niveau, il ne s'est jamais lancé dans une véritable politique de développement. Finalement depuis 2006, Egide a plus été dans une gestion courante de son activité que dans un schéma d'investissements lui permettant d'aller chercher de nouvelles parts de marché.

D'une certaine manière, Egide profitait d'une situation qui le rendait incontournable auprès de ses plus gros clients ce qui lui assurait « le minimum vital ». Néanmoins, le groupe ne s'est jamais lancé dans une vraie stratégie de développement commercial pour trouver de nouveaux débouchés. Il semblait dans l'attente du retour des Télécoms.

Cette attitude a eu pour conséquences de faire tourner son outil industriel à minima ne permettant pas ainsi de lui faire atteindre son seuil de rentabilité. En effet, pour son activité, le groupe doit recourir à des fours mais que ces derniers « tournent pour 100 pièces ou 1 000 pièces » le coût est le même. Et c'est là tout le problème, puisqu'ils « tournaient plus pour 100 pièces » ce qui explique l'incapacité à franchir le break-even.

Pour remédier à cela, décision a été prise de changer radicalement d'attitude grâce aux moyens issus de l'augmentation de capital avec en premier lieu une évolution à la tête du groupe avec l'arrivée en septembre 2014 de Jim Collins comme DG du groupe, qui jusqu'à cette date dirigeait Egide USA, puis sa nomination en tant que PDG en juin 2016 après le départ de Philippe Brégi, ancien PDG puis Président du conseil d'administration entre septembre 2014 et juin 2016.

L'arrivée de Jim Collins à la tête du groupe avait pour but de mettre en œuvre la stratégie expliquée au marché mi 2014, stratégie qui consistait en un plan d'investissements en France et aux Etats-Unis de 4,5 M€ sur 4 ans en matériels et 1 M€ en hommes sachant que le gros devait être investi aux USA : 440 K€ en hommes et 3,5 M€ en « machines » avec la création d'une salle blanche permettant enfin d'adresser le marché US avec les produits céramiques.

Le cap fixé était clair et passait par des investissements concrets : 1/ renforcement des équipes commerciales et techniques et 2/ développement de l'outil industriel aux USA afin de pouvoir enfin y produire des produits céramique et ainsi toucher un marché militaire estimé à environ 100 M\$/an.

A cela s'ajoutait la volonté de restructurer l'offre commerciale et l'approche pour conquérir de nouveaux clients (ex : marché civil américain via la promotion de la céramique d'Egide SA) et ainsi réduire sa forte dépendance clients, ce qui est une de ses faiblesses (5 premiers clients = 53% du CA 2015).

Pour résumer, Egide disposait enfin des moyens pour investir et d'un management « neuf » à sa tête.

2016, Point d'étape plutôt positif

2 ans après la levée de fonds, Egide a en partie remporté son contrat :

- L'installation de la ligne de fabrication de céramique aux USA est finalisée et a été certifiée ITAR en 2016 ;
- Egide USA a reçu 3 commandes dans l'imagerie thermique dont 2 avec les deux premiers acteurs du marché. Pour la 1^{ère}, les prototypes ont été livrés et les séries devraient intervenir à partir du T2 2017. Pour la 2^{ème}, une commande de prototypes a été passée et devrait déboucher sur la série à partir du T3 ou T4 2017. Enfin, des discussions sont en cours pour une commande de prototypes ce qui pourrait aboutir à des commandes fermes à compter du T4 2017 ;
- L'outil industriel d'Egide SA a été mis à jour. Ainsi, nous devrions voir arriver au T1 2017 une nouvelle commande passée en juillet 2016 et au T2 2017 un 2^{ème} client pourrait faire de même pour ce qui est des applications optoélectroniques (data-centers) ;
- Le réseau commercial a été renforcé avec le recrutement d'un ingénieur en juin 2015, d'un directeur marketing en octobre 2015 et d'un ingénieur commercial aux USA au S1 2016 ;
- En 2015, des contrats de représentation ont été signés pour la Floride, Israël, l'Italie, le Royaume-Uni, la Corée du Sud, l'Inde, la Chine et la Russie.

Ces investissements tant industriels qu’humains ont représenté à fin 2016 environ 4 M€ ce qui est en ligne avec le plan prévu par la direction.

D’un point de vue résultat comptable, par rapport à nos attentes post augmentation de capital le momentum correspond malgré quelques décalages essentiellement sur la partie commerciale. En effet, nous estimions que le renforcement commercial commencerait à porter ses fruits en 2016 et que les premières commandes de produits céramiques US joueraient favorablement sur le CA à partir du T4 2016. Nous attendions initialement 0,4 M€. In fine, le groupe est quasiment en ligne pour la céramique US et a juste pâti des élections ce qui a décalé les premières commandes en phase industrielle sur 2017.

En revanche, Egide a pris du retard sur son déploiement commercial (0,5 M€ attendu fin 2015 et 1,5 M€ en 2016), Jim Collins n’ayant véritablement eu les « mains libres » qu’à partir de juin 2016. Dès lors, nous devrions observer l’arrivée de nouveaux clients à compter de 2017, soit avec près d’1 an de retard.

Ce manque de nouveau relais est matérialisé par le ralentissement constaté entre le S1 2016 (+17,2%) et le S2 2016 (-0,8%) du fait 1/ du trou d’air constaté sur Egide USA lié aux élections US (S1 +10,3% / S2 -17%) et 2/ à la moindre croissance en fin d’année d’Egide SA (S1 +21,6% / S2 +11,2%) du fait d’un effet de base moins favorable. Cela ne remet pas en question notre scénario d’une accélération en 2017^e avec un probable retour à l’équilibre grâce notamment à l’arrivée de la céramique US.

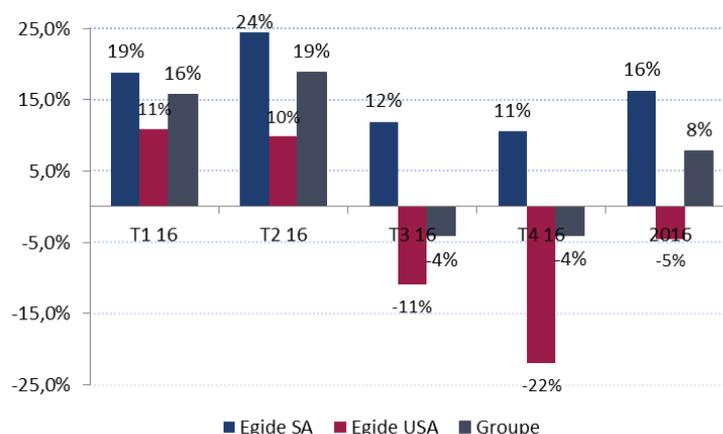
Entre 2014 et 2016, il aura manqué à Egide une plus grande réactivité dans la mise en place de son équipe commerciale faute d’une gouvernance parfaitement en phase mais globalement la direction a tenu ses engagements en termes d’investissements et il convient de ne pas oublier que Jim Collins n’a véritablement le champ libre que depuis juin 2016.

Ainsi, la lecture du S2 peut sembler décevante mais c’est plus le reflet du mal historique d’Egide, à savoir qu’il subit son marché plus qu’il ne le dirige. Néanmoins, le groupe démontre que ses clients historiques sont « fidèles », preuve en est la performance d’Egide SA. Ainsi, par rapport à nos estimations faites en 2014, il manque environ 0,5 M€ de « new business » en 2015 et environ 2 M€ en 2016^e. Cependant, la croissance s’est nettement accélérée avec +3,1% en 2015 et +7,8% en 2016.

Le groupe a donc montré que son marché « natif » est solide, ce qui est un socle pour les développements à venir. Pour preuve la croissance « naturelle » observée depuis le 3^{ème} trimestre 2015 a été particulièrement dynamique : T3 2015 +6,3%, T4 +19,8%, T1 2016 +15,7%, T2 +18,7%, T3 +2,7%. Le T3 2016 marque une légère rupture et le T4 est en recul de 4,1% du fait des USA (T3 -11%, T4 -22%) alors qu’Egide SA demeure en forte croissance (T3 +11,9%, T4 +10,6%) ce qui démontre sa forte implantation auprès de ses clients historiques. Ainsi, dès lors que ces derniers sont dans un schéma d’investissements, ils font naturellement appel à Egide.

Concernant Egide USA, la structure a pâti de la période électorale mettant les groupes de Défense US en situation de « stand-by » ce qui explique un retrait au niveau du CA alors qu’au cours du S1 l’activité a progressé de 10,3%.

Evolution de l’activité en 2016



Source: Société

Nous continuons de penser que pour ce qui concerne l'activité « historique » du groupe i.e. hors céramique aux USA qui sera génératrice de CA en 2017, il faut un vrai renforcement de la force commerciale pour aller chercher de nouveaux débouchés ou un nouveau tremplin pour se sécuriser des cycles propres à son marché. Pour cela, Jim Collins a prévu de donner la responsabilité de la direction commerciale Amérique du Nord à l'actuel CEO de Santier et de recentrer l'actuel DG Commercial monde sur la zone Europe & reste du monde.

Résultats vs estimations faites mi-2014

	2013	2014		2015		2016	
	réalisé	estimé	réalisé	estimé	réalisé	estimé	réalisé
CA	20,39	21,39	19,97	23,23	20,59	26,01	22,17
Var	-10,0%	4,90%	-2,01%	8,60%	3,10%	12%	7,67%
Ebitda	-0,80	-0,84	-0,86	-0,61	-1,32	0,22	-0,21
Ebit	-0,66	-0,88	-0,93	-1,06	-1,48	-0,30	-0,73
Rn	-0,52	-1,05	-0,86	-1,22	-1,38	-0,46	-0,73

Source: Société / Estimations : GreenSome Finance

En termes de rentabilité, Egide a plus qu'amorti le différentiel entre nos attentes et ses résultats.

En effet, entre 2014 et 2016, le différentiel de CA « cumulé » est négatif de 8 M€ (dont 2,5 M€ de « new business » absent) alors que celui au niveau de l'Ebit est de -0,9 M€. Cela démontre 1/ que nous étions trop prudents en termes de charges et 2/ que le groupe fait preuve d'une assez grande souplesse afin d'adapter sa structure de coûts.

Il convient d'avoir en tête ce dernier point qui est en partie lié à Egide USA car plus flexible au niveau de sa masse salariale. En revanche, le poids d'Egide SA induit dans tous les cas un niveau de break-even pour le groupe aux alentours des 25 M€. Ainsi, quand l'effet volume est là, Egide recouvre la rentabilité à l'image du S1 2016 (marge d'Ebitda 1,4%).

Pour résumer, Egide sait trouver de la croissance plus de par sa relation historique avec ses clients que de par sa capacité à ouvrir de nouveaux comptes. Cela le rend donc fragile en cas de décalages voire d'arrêts comme ce fut le cas de la part d'un de ses clients historique en 2013. L'arrivée de la céramique US va apporter une nouvelle visibilité dès 2017 car le groupe va pouvoir adresser des clients existants. Reste à être beaucoup plus agressif au niveau commercial. Notons néanmoins qu'à sa décharge que Jim Collins a véritablement les pleins pouvoirs depuis seulement juin 2016, date à laquelle il a été nommé PDG du groupe alors que jusque-là Philippe Brégi, Président historique, était encore Président du Conseil d'Administration et avait une orientation plus Télécoms qui représentaient moins du 10% du CA 2015.

Un grand pas de plus aux USA

Santier, jouer la complémentarité

Créé en 1991 et détenu depuis 2012 par 3 actionnaires dont deux fonds de capital-risque, Santier est spécialisé dans la réalisation de fonds dissipant utilisés pour fabriquer les boîtiers hermétiques et dans l'élaboration de boîtiers hermétiques verre-métal & céramique-métal à l'image de ce que fait Egide. Certifiée ITAR, la structure a une forte connotation Défense et réalise plus de 85% de son activité aux USA ce qui justifie d'autant l'intérêt porté par Egide sur Santier surtout que Jim Collins les connaît depuis de nombreuses années. Elle est composée de 65 collaborateurs et basée en Californie.

L'activité de fonds dissipant devrait représenter, d'après la direction, environ 60% de l'activité en 2017. Nous pourrions dire trivialement que le « core business » de Santier est plus en aval de la chaîne de valeur avec le traitement du métal et qu'Egide est beaucoup plus en amont et spécialisé sur le design et la fabrication de boîtiers sur mesure.

Exemple de fonds dissipants



Source: Société

Les autres pans d'activité de Santier sont assez proches de ceux d'Egide mais présentent moins de complexité technique notamment sur le céramique car Santier ne fabrique plus sa céramique mais l'achète. Il a donc plus une approche d'assembleur sur cette partie contrairement à Egide qui produit et design. Il existe ainsi de fortes synergies en étant présent sur les mêmes secteurs qu'Egide et notamment en hyperfréquence et Optronique (environ 21% du CA d'Egide).

Il en découle une grande complémentarité au niveau clientèle car les donneurs d'ordres sont les mêmes ou très semblables. Par ailleurs, l'aspect géographique joue beaucoup aux USA et souvent un même client se source auprès de différents acteurs en fonction de leur localisation. Dès lors, la présence sur la côte Ouest de Santier va ouvrir des portes à Egide sur des références communes tout comme pour Santier sur la côte Est.

D'un point de vue chiffré, la direction d'Egide indique un CA d'environ 10 à 11 M\$ en 2016 avec une activité bénéficiaire à partir du T2 2016 après deux années de restructuration. Elle vise une marge d'Ebitda d'environ 10%. Les actionnaires cédants ont remis en ordre de marche Santier (arrêt de la fabrication de la céramique faute de volume, fermeture d'un bâtiment...) et l'ont recentré sur son métier de base. Ainsi, la direction d'Egide vise un niveau de marge d'Ebitda quasi normatif de 10% en 2017. Notons que pour Egide nous anticipons ce niveau de marge d'ici 5 ans ce qui rend cette acquisition immédiatement relative en termes de résultats. Les marges normatives sont proches sachant que nous sommes prudents pour Egide du fait des incertitudes à remplir les chaînes de production pour les activités Télécoms qui sont couteuses en charges fixes.

Concernant les flux, Santier a une activité moins capitalistique qu'Egide et, hormis en 2017 où il est possible qu'il faille remettre à niveau quelques machines, un niveau d'investissement récurrent d'au maximum 2% est à envisager vs 2,5% - 3% pour Egide.

Sur le long terme, nous estimons que Santier peut afficher un taux de croissance annuel moyen de +4% en « stand alone ». En effet, si l'on se réfère à Egide, son pôle Défense a affiché un TCAM entre 1998 et 2015 de +5,5% alors que son exposition au marché américain, qui est le plus dynamique, est moindre que son exposition au marché européen. Par ailleurs, l'arrivée de Donald Trump devrait dynamiser à court terme le secteur et induire un surcroît de commandes. Le momentum est donc opportun pour se lancer dans une opération de croissance externe de ce type.

Concernant les modalités d'acquisition, Egide a acquis 100% des actifs et passifs d'exploitation pour un prix de 6,15 M\$ (soit environ 5.80 M€ sur la base d'un taux de change de 0,94277 USD pour 1 EUR).

Selon les termes de l'accord, les actionnaires de Santier LLC:

- ✓ Ont reçu fin février, 4,9 M\$ en numéraire (soit environ 4,6 M€ sur la base d'un taux de change de 0,94277 USD pour 1 EUR) et ;
- ✓ Recevront le 15 juillet 2017, un montant maximum de 1,25 M\$ en numéraire (soit environ 1,17 M€ sur la base d'un taux de change de 0,94277 USD pour 1 EUR), sous réserve des ajustements de prix prévus dans l'accord.

Il faut noter qu'Egide n'aura pas à porter les dettes éventuelles de Santier suite au rachat et du fait de la réussite de l'augmentation de capital souscrite à 117%, dispose des moyens suffisants pour financer immédiatement son BFR estimé à 0,9 M€.

En termes de ratios d'acquisition, Santier est repris sans dettes financières. Ainsi, par rapport au secteur, le montant payé est attractif mais ce différentiel est essentiellement lié à la différence de taille très importante de la cible par rapport aux sociétés cotées sur ce secteur. Ainsi, un ratio de 6-7 fois l'Ebitda nous semble tout à fait correct.

Ratios d'acquisition de Santier

	Secteur	Santier	
		Hors BFR	Avec BFR
VE/CA	1,98	0,55	0,67
VE/EBITDA	9,43	5,54	6,68
VE/EBIT	13,51	6,65	8,03

Estimations : GreenSome Finance

Egide, le socle

Pour 2017, la direction vise une progression de son activité, hors acquisition, proche des 10% alors que nous attendions +14% auparavant en octobre. Les estimations d'Egide reposent :

- sur la céramique US qui devrait générer entre 0,5 et 1 M\$ (vs 1 M€ estimé). Ce CA est lié à une 1^{ère} commande pour le T2 2017, une deuxième entre le T3 et T4 2017. Par ailleurs, une 3^{ème} commande ferme pourrait intervenir au T4 2017 ;
- sur l'optoélectronique (data-centers, réseaux métropolitains de fibre optique) pour environ 1 M\$, la commande ayant été passée en juillet 2016.

Le différentiel par rapport à notre estimation de 2016, vient d'une certaine prudence en termes de « new business ». Nous attendions en plus de la céramique, environ 1 M€ du fait des efforts consentis au niveau commercial. Le groupe ayant pris du retard faute d'une gouvernance « claire » jusqu'à mi-2016, l'apport 2017 devrait donc être marginal.

Au regard des tendances indiquées, nous pouvons nous attendre à un CA 2017^e de 24,6 M€ vs 25,2 M€ (+10,9%) dont 1 M€ de céramique US, 0,3 M€ de « new business » et une croissance « organique » de 5% à 23,3 M€ qui intègre le contrat d'optoélectronique car il provient d'un client existant.

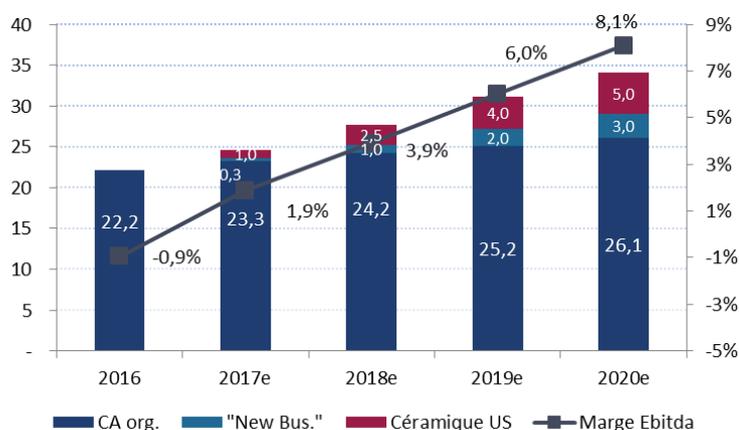
D'un point de vue rentabilité, l'apport en volume permettra de basculer dans le vert d'autant plus que la principale contribution devrait provenir d'Egide USA dont la structure de coûts est plus flexible et légère que celle d'Egide SA.

A moyen terme, nous continuons de viser une marge d'Ebitda normative proche des 10%. Cette estimation s'appuie sur une structure de charges de personnel liées à la production qui conservera un poids plutôt constant par rapport au CA (environ 20% du CA) alors que les charges administratives sont amenées à rester sous contrôle et donc à reculer en proportion par rapport au CA.

Il y a en effet une corrélation directe entre les charges de production et les commandes car l'automatisation est encore relativement légère au sein de l'appareil de production.

L'autre poste qui devrait fournir de la marge supplémentaire concerne les achats de matière grâce à l'effet volume et donc au pouvoir de négociation qu'il induit. Ainsi, l'hypothèse moyen-terme d'une marge d'Ebitda proche de 10% est raisonnable alors même que nous estimons que le groupe devra continuer à investir dans la dynamisation de son réseau commercial ce qui induira une progression constante de ce poste.

Prévisions résultats Egide hors acquisition



Estimations : GreenSome Finance

Nouvelle physionomie hors synergies

En « stand alone » i.e. si nous nous contentons de faire une « addition » basique sans intégrer de « cross selling » et d'optimisation des charges notamment au niveau des achats de matière, la physionomie du groupe sera toute autre puisque grâce à l'apport de Santier cela permettra d'afficher un groupe bénéficiaire dès 2017 tant au niveau de l'Ebitda que de l'Ebit.

Au-delà de cette bascule dans le vert, le groupe réalisera plus de 50% de son activité aux USA ce qui lui offrira une plus grande souplesse pour adapter son outil de production à la demande. Par ailleurs, les charges liées à l'activité civile seront fortement diluées ce qui devrait permettre de fournir un profil de rentabilité pérenne.

Profil groupe hors up-selling (M€)

	2016e			2017e			2018e			2019e			2020e		
	Egide	Santier*	Egide	Groupe**	Santier	Egide	Groupe	Santier	Egide	Groupe	Santier	Egide	Groupe		
CA	22,2	8,8	24,6	33,4	11,1	27,7	38,8	11,7	31,2	42,9	12,2	34,1	46,3		
Var	7,8%		10,9%	4,0%	26,9%	12,7%	16,4%	5,3%	12,3%	10,3%	4,8%	9,4%	8,1%		
Ebitda	-0,2	0,9	0,5	1,2	1,1	1,1	2,1	1,2	1,9	3,0	1,2	2,8	3,9		
% CA	-0,9%	10,0%	1,9%	3,7%	10,0%	3,9%	5,3%	10,0%	6,0%	7,0%	10,0%	8,1%	8,5%		
Ebit	-0,7	0,7	0,0	0,7	0,9	1,3	1,4	1,0	1,3	2,3	1,0	2,2	3,2		
% CA	-3,3%	8,3%	-0,06%	2,1%	8,3%	4,6%	3,7%	8,3%	4,1%	5,3%	8,3%	6,5%	7,0%		
% inv. Corp.	4,5%	3,8%	3,3%	3,8%	2%	2,9%	2,6%	2%	2,3%	2,3%	2%	2,3%	2,2%		

Estimations : GreenSome Finance / * 10 mois / ** consolidation sur 10 mois

Une acquisition offrant de nombreux effets de leviers

Les effets de levier qui devraient découler du rachat de Santier sont doubles : au niveau de l'activité mais aussi des marges.

En termes d'activité, Santier et Egide sont présents aux USA et adressent environ 80% de clients communs. Toutefois, ils ne couvrent pas les mêmes zones géographiques. Il devrait donc être plus aisé de vendre les produits de l'un et de l'autre sur leurs zones historiques respectives. Par ailleurs, cela permettra au nouveau groupe d'accroître significativement son exposition au marché américain de la Défense d'autant plus que Egide USA dispose désormais de la céramique.

Autre facteur d'accélération de la croissance, le fait que Santier ne soit quasiment pas présent en dehors des USA. Le groupe pourra adresser le marché européen et asiatique avec les produits de Santier i.e. les matériaux dissipant.

On peut donc immédiatement identifier deux facteurs d'up-selling qui justifient que le groupe se fixe un objectif de CA 2020^e pouvant atteindre entre 45 M€ et 50 M€. Hors synergies, nous sommes sur une base de 46,3 M€ soit un TCAM 2016-20^e de +9,5%.

Sur la base de 50 M€, le TCAM est de +11,8%. Le facteur d'accélération devrait véritablement commencer à se faire sentir en 2018, une fois l'intégration faite tant au niveau industriel que commercial.

L'effet volume induit par l'up-selling, qui devrait découler de la nouvelle entité, jouera positivement sur les marges grâce 1/ à la capacité d'améliorer le poste achat et 2/ au meilleur remplissage des chaînes de production.

A cela s'ajoutera la possibilité pour Egide de recourir, pour partie, aux fonds dissipant de Santier ce qui en l'état représente un gain d'environ 250 K\$. De même, Santier qui achète la céramique pourrait se fournir chez Egide USA mais selon nous, la logique voudrait qu'à terme les boîtiers céramiques soient fabriqués par Egide USA, Santier restant spécialisé sur les fonds dissipant.

Ainsi, selon nous et au regard des éléments à notre disposition, le nouveau groupe pourrait être en mesure de réaliser à horizon 2020 un CA de 50 M€, soit 10% de parts de marché, pour une marge d'Ebitda de 11% et une marge d'Ebit de 9,4%. De par le modèle économique d'Egide et son outil de production, l'effet volume est clé car les coûts fixes sont relativement élevés. Une fois, le point mort dépassé le gain de CA se traduit immédiatement en marge supplémentaire d'autant plus que son exposition US ne cessera de s'accroître.

Nous estimons l'impact moyen terme d'up-selling au niveau de la marge d'Ebitda à +40%.

Evaluation

Valorisation par les DCF - Hors synergies

Notre modèle de valorisation repose sur les prévisions et hypothèses suivantes :

- ✓ Intégration de Santier à partir de mars 2017 sans prise en compte de synergies ;
 - ✓ Croissance annuelle moyenne 2017^e-2026^e du CA de +7,1% ; Croissance d'Egide en 2017^e de +10,9% et de Santier de +6,3%.
 - ✓ Une marge d'Ebit normative de 8,1% ;
 - ✓ Une croissance à l'infini de +1,5% ;
 - ✓ Un taux d'actualisation de 9,77% (coût du capital 10,98% = OAT 10 ans 1% - Prime de risque de marché 5,25% - Facteur de risque de la société 1,9x / coût de la dette après impôts de 3,67%) ;
- ✓ Egide SA bénéficie d'un report déficitaire de 49,4 M€ et Egide USA d'un report déficitaire de 5,47 M€. Au regard de nos estimations sur Egide USA, son report déficitaire sera totalement utilisé post 2026. Au regard de nos estimations, Egide SA ne devrait pas constater de charge d'impôt sur les sociétés sur la période 2016-2026^e.

Tableau Prévisionnel des Flux de Trésorerie

M€ (31/12)	2017e*	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	33,36	38,85	42,85	46,33	49,27	52,04	54,70	57,29	59,84	61,91
Variation	50,5%	16,4%	10,3%	8,1%	6,3%	5,6%	5,1%	4,7%	4,4%	3,5%
EBIT	0,63	1,44	2,28	3,23	3,61	3,97	4,41	4,61	4,82	5,04
% CA	1,9%	3,7%	5,3%	7,0%	7,3%	7,6%	8,1%	8,0%	8,1%	8,1%
IS	0,00	0,22								
Taux d'imposition (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,4%
Amortissements et provisions	0,73	0,83	0,92	0,90	0,99	1,10	1,01	1,06	1,14	1,13
% CA	2,2%	2,1%	2,1%	1,9%	2,0%	2,1%	1,8%	1,8%	1,9%	1,8%
Cash flow d'exploitation	1,36	2,27	3,20	4,13	4,60	5,08	5,42	5,67	5,96	5,95
Investissements industriels	1,28	1,02	0,99	1,02	1,08	1,14	1,20	1,26	1,26	1,29
% CA	3,8%	2,6%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%
Variation du BFR	2	1	0	1	1	1	1	1	1	0
% CA	6,0%	2,6%	0,6%	1,5%	1,2%	1,1%	1,0%	0,9%	0,9%	0,7%
BFR	7	8	9	9	10	10	11	12	12	12
% CA	22,0%	21,5%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%
Cash flow disponible	-1,90	0,26	1,94	2,41	2,93	3,37	3,68	3,89	4,19	4,25
Cash flow disponible actualisé	-1,86	0,23	1,57	1,77	1,96	2,05	2,03	1,95	1,91	1,77
Valeur terminale actualisée	21,2									
Somme des CFD actualisés	13,4									
Endettement net au 31/12/2016e	4,3									
Capitalisation (M€)	30,3									
Nb Actions (M)	7,90									
Valorisation par action (€)	3,83									

Estimations : GreenSome Finance / *Santier intégré sur 10 mois

Nous obtenons par la méthode du DCF une valorisation du nouveau périmètre d'Egide de 3,83 € par action, soit une valeur de l'entreprise de 30,3 M€.

Matrices de sensibilité - Hors synergies

Tableau de sensibilité - Taux de croissance

Taux d'actualisation	Taux de croissance à l'infini				
	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%
7,96%	4,72	5,00	5,32	5,69	6,13
8,96%	4,04	4,24	4,46	4,72	5,01
9,96%	3,53	3,67	3,83	4,02	4,22
10,96%	3,13	3,24	3,36	3,49	3,64
11,96%	2,81	2,90	2,99	3,09	3,20

Tableau de sensibilité - Marge opérationnelle

Taux d'actualisation	Marge opérationnelle normative				
	6,1%	7,1%	8,1%	9,1%	10,1%
7,96%	3,44	3,89	4,33	4,77	5,22
8,96%	3,26	3,66	4,07	4,48	4,89
9,96%	3,09	3,46	3,83	4,21	4,58
10,96%	2,93	3,28	3,62	3,96	4,31
11,96%	2,79	3,11	3,42	3,74	4,06

Estimations : GreenSome Finance

Valorisation par les comparables

Ratios Comparables

Fondamentaux

	Capi. (K)	CA 2016 (K)	Moc
AMETEK Inc.	12 276	3 840	21,9%
Kyocera Corp.	20 449	12 702	6,7%
Viavi Solutions Inc.	2 508	15 058	13,0%
NGK SPARK PLUG CO., LTD.	4 883	3 319	14,4%
NGK Insulators, Ltd.	7 271	3 616	15,9%

Ratios

	VE / CA			VE / EBIT			P/E		
	2017e	2018e	2019e	2017e	2018e	2019e	2017e	2018e	2018e
AMETEK Inc.	3,4	3,3	3,3	15,7	14,7	14,4	21,8	20,0	18,2
Kyocera Corp.	1,2	1,2	1,3	16,7	16,3	16,3	24,2	23,6	25,1
Viavi Solutions Inc.	2,6	2,6		16,7	14,8		25,6	23,2	
NGK SPARK PLUG CO., LTD.	1,4	1,3		8,5	7,5		11,9	10,5	
NGK Insulators, Ltd.	1,9	1,8	1,7	11,2	9,9	8,5	15,3	13,3	11,4
Moyenne	2,11	2,04	2,09	13,8	12,7	13,0	19,8	18,1	18,2
EGIDE (Capitalisation M€)	8,97	23,01	38,34	64,7	73,1	85,1	3,0	12,1	25,1

Moyenne (M€)

37,0

Estimations : GreenSome Finance / Source InFinancials

Le profil d'Egide et du panel de sociétés présentent sur son secteur rend l'approche par comparables peu pertinente au stade actuel. Néanmoins, sur la base des ratios affichés et en appliquant une décote de 30% justifiée par la différence de taille et par l'aspect de « recovery » lié à Egide, sa valorisation ressortirait à 25,9 M€, soit 3,28 € par action.

Données financières

COMPTE DE RESULTAT (M€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Chiffre d'affaires	19,97	20,59	22,17	33,36	38,85	42,85
Achats	8,69	9,04	9,13	13,58	15,73	17,14
Charges Externes	3,13	3,63	3,75	5,50	6,41	7,07
Charges de personnel	8,68	8,92	9,16	13,64	15,57	17,18
Impôts et taxes	0,33	0,31	0,35	0,53	0,62	0,69
EBITDA	-0,86	-1,32	-0,21	1,16	2,07	3,00
Dotations	0,29	0,38	0,72	0,73	0,83	0,92
Autres produits & Charges	0,21	0,22	0,33	0,20	0,20	0,20
EBIT	-0,93	-1,48	-0,60	0,63	1,44	2,28
Résultat financier	0,07	0,11	-0,13	-0,18	-0,17	-0,17
Impôts sur les bénéfices	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat net	-0,86	-1,38	-0,73	0,45	1,27	2,10

BILAN (M€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Actif immobilisé	4,75	5,49	5,72	13,34	14,22	14,51
Stocks	2,89	3,41	3,84	5,56	6,47	7,14
Clients	3,50	3,86	5,15	7,14	8,09	8,33
Autres actifs courants	0,28	0,23	0,23	0,46	0,54	0,60
Disponibilités et FCP	4,08	2,77	1,08	0,62	0,60	2,29
Actif destinés à être cédé	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
TOTAL ACTIF	15,50	15,76	16,02	27,12	29,92	32,86
Capitaux propres	7,38	6,99	6,22	14,30	15,57	17,68
Provisions	0,43	0,41	0,52	0,67	0,78	0,86
Dette financière Long Terme	0,60	2,19	1,85	1,71	1,56	1,46
Dette Financière Court Terme	3,79	2,54	3,53	4,63	5,25	5,40
Fournisseurs	3,28	3,63	3,86	5,81	6,76	7,46
Passif destiné à être cédé	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
TOTAL PASSIF	15,50	15,76	16,02	27,12	29,92	32,86

TABEAU DE FINANCEMENT (M€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Capacité d'autofinancement	-0,64	-1,00	-0,06	1,18	2,10	3,02
Variation du BFR	1,49	-0,19	1,20	1,99	0,99	0,26
Flux de trésorerie liés à l'activité	-2,12	-0,81	-1,25	-0,80	1,11	2,76
Investissements	0,50	1,67	1,02	1,28	1,02	0,99
Cession	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Flux Investissements	-0,50	-1,66	-1,02	-7,05	-1,02	-0,99
Augmentation de capital	4,56	0,81	0,00	7,63	0,00	0,00
Var Autres Fonds Propres	0,00	0,24	0,00	0,00	0,00	1,00
Emprunts	0,74	1,04	0,40	1,09	0,62	0,16
Remboursement Emprunts	-0,11	-0,82	-0,24	-0,13	-0,15	-0,10
Dette financière d'affacturage	0,73	-0,12	0,43	-1,19	-0,57	-0,14
Var. nantissement SICAV	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
Flux financement	6,17	1,16	0,58	7,40	-0,11	-0,08
Incidence var. devises	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Variation de trésorerie	3,55	-1,32	-1,70	-0,45	-0,02	1,69

RATIOS	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Marge d'Ebitda	-4,3%	-6,4%	-0,9%	3,5%	5,3%	7,0%
Marge opérationnelle	-4,7%	-7,2%	-2,7%	1,9%	3,7%	5,3%
Marge nette	-4,3%	-6,7%	-3,3%	1,4%	3,3%	4,9%
ROE (RN/Fonds propres)	-11,7%	-19,7%	-11,8%	3,2%	8,2%	11,9%
ROCE (NOPAT/Capitaux employés)	-7,7%	-10,6%	-3,6%	2,0%	4,3%	6,6%
Dettes nettes / Fonds propres (gearing)	4,3%	27,9%	69,2%	40,0%	39,9%	25,9%
FCF par action	-0,64	-0,55	-0,51	-0,26	0,01	0,22
BNPA (en €)	-0,21	-0,31	-0,16	0,06	0,16	0,27
Dividende par action (en €)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rendement net	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Taux de distribution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Estimations : GreenSome Finance

Système de recommandation

ACHAT	ACCUMULER	ALLEGER	VENDRE
Potentiel > +15%	0% < Potentiel < +15%	-15% < Potentiel < 0%	Potentiel < -15%

Détection potentielle de conflits d'intérêts

Corporate Finance en cours ou réalisée durant les 12 derniers mois	Participation au capital de l'émetteur	Contrat de suivi avec l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité et / ou Animation de marché	Contrat d'apporteur de liquidité
OUI	NON	OUI	OUI	NON	NON

Historique de publications

DATE DE PUBLICATION	TYPE	OPINION	COURS	OBJECTIF DE COURS
11/10/2016	CA T3	Accumuler	3,45 €	3,47 €
04/10/2016	RN S1	Accumuler	3,40 €	3,47 €
13/07/2016	CA S1	Achat	3,20 €	4,23 €
07/04/2016	RN 2015 + CA T1	Achat	3,31 €	4,23 €
15/01/2016	CA 2015	Accumuler	3,41 €	3,90 €
16/11/2015	Augmentation de capital	Accumuler	2,98 €	3,34 €
13/10/2015	CA T3	Accumuler	2,89 €	3,15 €
02/10/2015	RN S1	Accumuler	2,50 €	2,78 €
15/07/2015	CA S1	Alléger	3,19 €	2,78 €
09/04/2015	RN 2014	Vendre	3,93 €	2,78 €

Cette publication a été rédigée par GreenSome Finance SARL pour le compte de GreenSome Consulting. Elle est délivrée à titre informatif uniquement et ne constitue en aucun cas une sollicitation d'ordre d'achat ou de vente des valeurs mobilières qui y sont mentionnées. La présente publication ne constitue pas et ne saurait en aucun cas être considérée comme constituant une offre au public, ni comme une sollicitation du public relative à une offre quelle qu'elle soit.

L'information contenue dans cette publication ainsi que toutes les opinions qui y sont reprises, sont fondées sur des sources présumées fiables. Cependant GreenSome Consulting ne garantit en aucune façon l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations et personne ne peut s'en prévaloir. Toutes les opinions, projections et/ou estimations contenues dans cette publication reflètent le jugement de GreenSome Finance pour le compte de GreenSome Consulting à la date de celle-ci et peuvent être sujettes à modification sans notification. Cette publication est destinée exclusivement à titre informatif aux investisseurs professionnels qui sont supposés élaborer leur propre décision d'investissement sans se baser de manière inappropriée sur cette publication. Les investisseurs doivent se faire leur propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière mentionnée dans cette publication en tenant compte des mérites et risques qui y sont attachés, de leur propre stratégie d'investissement et de leur situation légale, fiscale et financière. Les performances historiques ne sont en aucun cas une garantie pour le futur. Du fait de cette publication, ni GreenSome Consulting, ni aucun de ses dirigeants ou de ses employés, ne peut être tenu responsable d'une quelconque décision d'investissement. Conformément à la réglementation et afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts eu égard aux recommandations d'investissements, GreenSome Consulting a établi et maintient opérationnelle une politique efficace de gestion des conflits d'intérêts. Le dispositif de gestion des conflits d'intérêts est destiné à prévenir, avec une certitude raisonnable, tout manquement aux principes et aux règles de bonne conduite professionnelle. Il est en permanence actualisé en fonction des évolutions réglementaires et de l'évolution de l'activité de GreenSome Consulting. GreenSome Consulting entend, en toutes circonstances, agir dans le respect de l'intégrité de marché et de la primauté de l'intérêt de ses clients. A cette fin, GreenSome Consulting a mis en place une organisation par métier ainsi que des procédures communément appelées « Muraille de Chine » dont l'objet est de prévenir la circulation indue d'informations confidentielles, et des modalités administratives et organisationnelles assurant la transparence dans les situations susceptibles d'être perçues comme des situations de conflits d'intérêts par les investisseurs. La présente publication est adressée et destinée uniquement (i) aux professionnels en matière d'investissement entrant dans la catégorie des "Investisseurs Qualifiés" au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'amendé "Order") ; (ii) aux "entités à valeur nette élevée" (high net worth entities) aux associations non immatriculées, au Partenariat et "Trustee" de "Trust à valeur nette élevée" au sens de l'article 49(2) du Order. Tout investissement ou activité d'investissement en lien avec la présente publication est uniquement disponible pour ces personnes et ne sera réalisé qu'avec ces personnes. Les personnes au Royaume-Uni qui recevraient la présente publication (autre que les personnes au (I) au (II) ou les actionnaires existant de la société) ne peuvent fonder leur décision d'investissement sur la présente publication ou agir sur la base de la présente publication. Cette publication ne constitue pas une offre de vente ou la sollicitation d'une offre d'achat de valeurs mobilières aux Etats-Unis d'Amérique, au Canada, en Australie, au Japon ou en Afrique du Sud. Les valeurs mobilières mentionnées dans la présente publication n'ont pas été et ne seront pas enregistrées au sens du Securities Act de 1933, tel qu'amendé (le « Securities Act ») ou au sens des lois applicables dans les Etats membres des Etats-Unis d'Amérique, et ne pourront être offertes ou vendues aux Etats-Unis d'Amérique qu'à travers un régime d'exemption prévu par ledit Securities Act ou par les lois applicables des Etats membres des Etats-Unis d'Amérique. La présente publication et les informations qu'elle contient ne peuvent être adressées ou distribuées aux Etats-Unis d'Amérique. Les valeurs mobilières de la société ne sont pas offertes aux Etats-Unis d'Amérique.