

Dépêche du 20 février 2017

L'horizon se dégage pour **SEQUANA**

L'Actif Net Réévalué dépasse 11 € par action

Situation

- 1. SEQUANA a réagi à sa condamnation** par la *High Court of Justice* britannique :
 - SEQUANA a décidé d'interjeter appel de cette décision, ce qui la rend non exécutoire et reporte de quelque 18 mois la décision ;
 - La société s'est placée en *Procédure de Sauvegarde* : cela permet en particulier d'étaler sur dix ans le paiement des 138 M\$, si cette sanction était confirmée, ... ce à quoi nous ne croyons pas. Le coût annuel se trouve ainsi ramené à 13 M€ !
- 2. Les résultats du groupe sont conformes à nos attentes :**
 - ANTALIS maintient sa rentabilité, avec une marge brute d'exploitation de 3,6 %, malgré 5 M€ de coût de dépréciation de la livre sterling. Retraité de cet élément, l'E.B.E. atteint 93 M€, soit 3,8 % des ventes ;
 - ARJOWIGGINS a dégagé un E.B.E. de 28 M€, dont 13 M€ pour la branche sécurité qui va être cédée. Sur le périmètre « création et graphique », on a donc 41 M€ d'E.B.E ;
 - Pour l'ensemble du groupe, l'E.B.E. publié s'est établi à 105 M€. Après élimination des deux éléments ci-dessus, l'E.B.E. de 123 M€ fait 4,3 % du chiffre d'affaires hors sécurité.
- 3. Le bilan du groupe est loin d'être reflété par le cours :**
 - Les 100 M€ de capitalisation ne font qu'un quart des fonds propres. ;
 - L'endettement va diminuer cette année, grâce aux bénéfices de l'exercice et à la réduction mécanique du BFR (baisse des ventes d'impression) : il devrait tomber de 315 M€ fin 2016 à 250-260 M€ au 31 décembre 2017.

Perspectives pour 2017

- Après 123 M€ d'E.B.E. hors éléments exceptionnels sur l'exercice 2016, la rentabilité devrait au pire se maintenir en 2017 : nous attendons 125 M€ d'E.B.E. et une marge brute d'exploitation de 4,4 % ;
- L'E.B.E. sera accru grâce aux acquisitions réalisées fin 2016, qui n'ont rien rapporté l'an dernier alors que leur coût pèse sur l'endettement ;
- Après 40 M€ d'amortissements, on aurait un ROC de 85 M€ ;
- Le résultat net après frais financiers - estimés à un maximum de 30 M€ - et éléments divers devait avoisiner 50 M€ soit 0,77 € par action.
- Nous tablons sur un chiffre d'affaires de 2.840 M€ hors sécurité, qui intègre 4 % de baisse des ventes en impression et bureau.

Valorisation

Contrairement à ce qu'indique le marché boursier, qui comprend mal ce dossier complexe, les problèmes de *SEQUANA* sont quasiment soldés :

- la seule activité en perte, la sécurité, doit être cédée. Une usine est déjà vendue à *OBERTHUR Fiduciaire* pour quelque 30 M€ ;
- comme indiqué plus haut, le litige avec *BAT* pèsera au maximum 13 M€ par an, soit moins de 10 % du cash-flow opérationnel du groupe.

SEQUANA a annoncé que 10 % à 30 % du capital d'*ANTALIS* allait être introduit en bourse, ces actions étant distribuées aux actionnaires de *SEQUANA*.

Cela va permettre de valoriser correctement ce distributeur méconnu.

Nous estimons *ANTALIS* à **468 M€** : six fois l'E.B.E. 2017, estimé à 96 M€, diminué de 18 M€ de frais financiers.

Les entreprises du secteur valent en moyenne sept fois leur E.B.E. Le concurrent le plus proche, *VERITIV*, affiche un multiple de huit, de même que *STORA ENSO* et *AHLSTROM*. *À sept fois l'E.B.E.*, *ANTALIS* vaudrait 550 M€.

Si 25 % d'*ANTALIS* est distribué, les actions *ANTALIS* reçues vaudraient 117 M€, soit **1,8 € par action SEQ** : l'actionnaire de *SEQUANA* recevrait, rien qu'en « dividende », plus que le cours actuel !

Il restera alors dans *SEQUANA* - qui n'a pas de besoin financier immédiat - trois fois cette valeur (75 % d'*ANTALIS*), plus *ARJOWIGGINS* qui vaut selon les mêmes critères - six fois l'E.B.E. diminué des frais financiers - **160 M€**.

L'A.N.R. de SEQUANA, calculé par somme des parties - ANTALIS et ARJOWIGGINS -, s'établit ainsi à 628 M€, soit 9,6 € par action...

Il convient toutefois d'y ajouter un élément de bilan souvent omis : *SEQUANA* dispose de 740 M€ de pertes fiscales reportables, qui vont induire **230 M€ d'économie d'impôt** sur les bénéfices des prochaines années.

Cela représente une valeur cachée de 3,5 € par action !

Si l'on inclut cet élément, on arrive à **un Actif Net Réévalué de 13 € par action SEQUANA - ou 11 € si l'on déduit 2 € de coût hypothétique du litige avec BAT.**

Opinion boursière

Malgré l'incompréhension du marché boursier, nous estimons toujours l'action *SEQUANA* excessivement bradée.

L'objectif de notre portefeuille de référence - 7 € - se trouve conforté par les dernières publications du groupe, et pourrait être dépassé d'ici un an ou deux.

Nos estimations font ressortir un ROE - rentabilité nette des fonds propres - de 12 %. L'achat à 1,5 € - 25 % des fonds propres - offre **50 % de retour sur investissement !**

Comptes prévisionnels ajustés de *SEQUANA*

Estimations de PROFINANCE

Milliers d'actions 65 183		6336 SEQ		Plus haut 5,2 €	
Cours 1,5 €		SEQUANA		Plus bas 1,4 €	
Capitalisation 98					
20/02/2017	2015	2016	2017e	2018e	2019e
CA	3 153	2 932	2 840	2 720	2 770
EBE	106	105	125	130	138
ROC	53	61	85	90	98
RNPG	-67	nc	49	54	62
...par action	-1,0 €		0,75 €	0,83 €	0,95 €
PER	ns	ns	2,0	1,8	1,6
Fonds propres	468	400	449	503	565
...par action		6,1 €	6,9 €	7,7 €	8,7 €
Dette	235	315	250	220	180
Marge EBE	3,4%	3,6%	4,4%	4,8%	5,0%
Marge ROC	1,7%	2,1%	3,0%	3,3%	3,5%
VE / ROC		6,8	4,1	3,5	2,8
VE / EBE			2,8	2,4	2,0
ROE			12,3%	12,0%	12,3%
VE / EBE = 6			7,6 €	8,5 €	10 €
PER 11			8,3 €	9,1 €	10,5 €
ROCE		8,7%	11,9%	12,9%	13,6%
CAF			89	94	102

© PROFINANCE 2016

SEQUANA depuis deux ans



© PROFINANCE 2016

PROFIDENTIEL. Gérant Directeur de la publication Jean-Luc PROFFIT

Associés Anne-Marie & Jean-Luc Proffit

ISSN 1253-6393 CPPAP n° 0710 T 87352

Hebdomadaire publié et imprimé par nos soins : **PROFINANCE SARL**