

## SES - Imagotag

### Les faits

Jeudi dernier, l'entreprise française SES imagotag, leader dans le domaine des étiquettes électroniques, a été attaquée par le « short seller » Gotham City Research.

Ce dernier a exprimé des soupçons de fraudes comptable sur SES-Imagotag notamment une surévaluation du chiffre d'affaires et de l'EBITDA. Le short seller met en cause des transactions avec BOE Technology Group, une entreprise chinoise qui collabore avec SES-imagotag, jugeant que ces transactions constituent des boucles et gonflent "artificiellement" le chiffre d'affaires de la société.

### Ce que nous avons fait

Nous avons immédiatement sollicité l'entreprise et obtenu un premier échange téléphonique avec le directeur financier le soir même de la publication du rapport (jeudi soir) et le lendemain nous avons participé à l'Assemblée Générale de la société et avons pu échanger avec le directeur général et le directeur financier

La société a ensuite publié un communiqué lundi matin (le 26 juillet) et organisé une conférence téléphonique à laquelle nous avons participé

### Ce que nous retenons de l'échange avec la société

A la suite de ces travaux, nous considérons que le rapport contient de nombreuses affirmations qui vont à l'encontre de la connaissance que nous avons bâtie sur la durée sur SES-Imagotag.

Les points sur lesquels les affirmations de Gotham méritaient d'être approfondies ont bien été adressés par la société. Lors de nos échanges, la société a confirmé que les états financiers ne sont pas erronés et le chiffre d'affaires et l'EBITDA non surévalués.

- La consolidation des revenus des filiales et de la société mère (oubliée dans le rapport Gotham City), qui est une société opérationnelle est égale au revenu consolidé du groupe.
- Lors de l'AG devant les commissaires au compte (KPMG) la société a expliqué pourquoi elle achetait directement certains composants essentiels avant de les revendre à son sous-traitant de fabrication (BOE) : il s'agit de s'assurer que les conditions de prix privilégiées dont elle profite du fait de ses quantités d'achat ne puissent pas bénéficier à BOE ou une autre partie. Ces transactions sont, selon la société, neutralisées au niveau du chiffre d'affaires et de l'EBITDA. L'entreprise française confirme que le chiffre d'affaires du Groupe est généré qu'avec des clients externes.
- Concernant le contrat avec Walmart, plusieurs erreurs auraient été commises par Gotham Research. Par exemple :
  - Gotham analyse la marge que générera le contrat avec Walmart en se basant sur des données de prix historiques sans tenir compte des spécificités du contrat.
  - Gotham prend l'hypothèse que Walmart est le 1er client de SES-Imagotag en 2022, or leur premier client est Lidl.

### Pourquoi avons-nous investi dans SES imagotag

SES-Imagotag est la société leader avec plus de 50% de part de marché dans les étiquettes électroniques. Ces étiquettes deviennent de plus en plus utiles aux grands retailers (Carrefour, Fnac Darty, Auchan ...) qui en ont besoin pour déjà garantir que les prix à la caisse sont les mêmes que ceux affichés en rayon mais aussi pour mettre à jour les prix de manière automatisée ce qui est d'autant plus précieux en période d'inflation et à un moment où la main d'œuvre est à la fois de plus en plus difficile à trouver et de plus en plus chère pour les retailers.

La société travaille également sur des applications permettant notamment de détecter lors qu'un rayon est vide (et donc le réachalander et éviter de perdre des ventes) ou pour faciliter la sélection des articles dans le cadre des paniers de e-commerce.

La part des logiciels dans son mix de ventes augmentent et permet à la société de consolider sa croissance.

Enfin, la société débute son développement aux Etats-Unis, terrain vierge pour les étiquettes électroniques, avec la signature d'un très important contrat avec Walmart qui devrait représenter 3mds\$ sur les 5 prochaines années alors que le chiffre d'affaires de SES en 2023 avec une faible contribution de Walmart est attendu à environ 800m€ par la société.

**Les éléments que nous avons recueillis rassurent sur le sérieux des publications comptables de SES Imagotag. Nous resterons cependant très attentifs à l'évolution des événements notamment à la publication d'éventuels nouveaux éléments de Gotham et à toutes les communications de la société sur ce sujet.**

### **Avertissement**

Ce document est conçu exclusivement à des fins d'information.

Ce support non contractuel ne constitue en aucun cas une recommandation, une sollicitation d'offre, ou une offre d'achat, de vente ou d'arbitrage, et ne doit en aucun cas être interprété comme tel.

Groupama Asset Management et ses filiales déclinent toute responsabilité en cas d'altération, déformation ou falsification dont ce document pourrait faire l'objet.

Toute modification, utilisation ou diffusion non autorisée, en tout ou partie de quelque manière que ce soit est interdite.

Les informations contenues dans cette publication sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos.

Ce document a été établi sur la base d'informations, projections, estimations, anticipations et hypothèses qui comportent une part de jugement subjectif. Les analyses et conclusions sont l'expression d'une opinion indépendante, formée à partir des informations publiques disponibles à une date donnée et suivant l'application d'une méthodologie propre à Groupama AM. Compte tenu du caractère subjectif et indicatif de ces analyses, elles ne sauraient constituer un quelconque engagement ou garantie de Groupama AM ou un conseil en investissement personnalisé.

Edité par Groupama Asset Management - Siège social : 25 rue de la ville l'Evêque, 75008 Paris - Site web : [www.groupama-am.com](http://www.groupama-am.com)