



FINANCIÈRE D'UZÈS

ESSILOR
Secteur : Santé

Cours au 23/08/2016 **112,4 €**
Objectif **123,2€ (+9,6%)**

Exercice	CA M€	EBITDA M€	Marge	RN M€
2015	6 716	1 643	24,5%	757
2016e	7 157	1 724	24,1%	826
2017e	7 769	1 913	24,6%	927

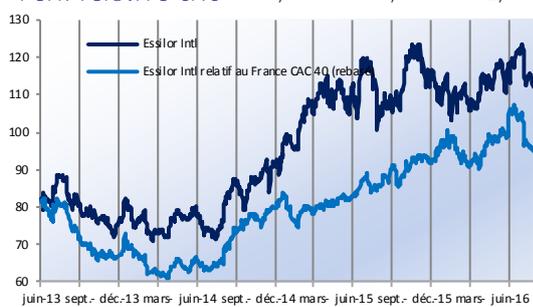
BPA	Var	PE	VE		Rdt Net
			CA	EBITA	
3,5 €	+18%	31,3x	3,8x	20,4x	1,0%
3,8 €	+8%	29,5x	3,7x	19,5x	1,1%
4,3 €	+11%	26,2x	3,3x	17,3x	1,2%

Source : FU

Données boursières

MNEMO / ISIN	EI-PAR / FR0000121667
Capitalisation	24 514 M€
Nombre d'actions	218,1 M
Extrêmes 12 m	100,4€ / 123,6€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-8,0%	-1,9%	+7,8%
Perf. relative CAC40	-8,9%	-4,1%	+12,3%



Source : FactSet

Principaux actionnaires

Salariés	8,2%
Autocontrôle	1,8%
Flottant	90,0%

Dirigeant

Hubert Sagnières - PDG

Valorisation/action

DCF	123,2 €
Comparables	99,0 €
Ratios historiques	94,3 €

Catherine VIAL

Analyste Buy-Side

Des fondamentaux inchangés mais des points de vigilance pour le T3

Si les résultats du semestre sont dans l'ensemble de qualité et en ligne avec les objectifs, les chiffres du T2 ont en revanche déçu en traduisant une croissance organique modérée et sensiblement inférieure au T1 (CA T2 +3.2%pcc après +5%pcc au T1), très largement pénalisés par la baisse des ventes de la division Solaire/Readers.

Au total, le CA S1 s'inscrit à 3583M€ (+5.1% dont +4,1%pcc), la marge contributive à 677M€ (+4%) et 18.9% du CA, recouvrant 1- des gains d'efficacité pour +50pb, 2- une hausse des dépenses média pour -20pb, 3- un effet dilutif des dernières acquisitions pour -50pb.

Dans ce contexte, et fort d'un S2 attendu plus soutenu que le S1, les objectifs 2016 sont très légèrement ajustés à la baisse, soit une croissance organique attendue à +4.5% vs +5% précédemment et une MOP inchangée, au minimum stable à 18.8%. Nos estimations sont ajustées à la marge à 7156M€ de CA (+6.6% dont +4.5%pcc) et 1344M€ de marge contributive (+6.4% et 18.8% du CA).

Pour leur part, les objectifs à plus long terme restent inchangés, calés sur une croissance organique objective de 6% à horizon 2018, alimentée par 1- une politique d'innovation et un pipe de produits constamment enrichi (Eye Zen, High Protection au T3), 2- une accélération des pays émergents 3- de fortes ambitions dans le solaire et les ventes en ligne où ses parts de marché se situent actuellement à 15% vs 41% sur le seul segment des verres de prescription.

A ce stade les fondamentaux sont clairement inchangés alors que la baisse de performance du T2 est en large partie à imputer à des facteurs conjonctuels. L'évolution des ventes de Transition, très rentables, et celles du Solaire seront néanmoins des points de vigilance pour le T3. Renforcer avec un objectif de cours reconduit à 123€.

Avertissement : Entreprise d'investissement agréée par le CECEI (Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement) et par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers), la FINANCIERE D'UZES est également membre d'Euronext. La FINANCIERE D'UZES relève des autorités compétentes que sont l'AMF et l'ACPR.

Les informations contenues dans ce document ont été puisées aux meilleures sources mais ne sauraient entraîner notre responsabilité. Par ailleurs, La FINANCIERE D'UZES est organisée de manière à assurer l'indépendance de l'analyste ainsi que la gestion et la prévention des éventuels conflits d'intérêt.

De bons semestriels mais des chiffres décevants au T2

Les résultats du semestre sont bons et en ligne avec les objectifs. Le CA s'inscrit à 3583M€ (+5.1%), recouvrant une croissance organique de +4.1%, un effet périmètre significatif de +4% et, contrairement à l'année dernière, un effet change négatif de -3%. De même, la marge contributive, à 677M€ (+4%) et 18.9% du CA (-20pb) est satisfaisante, recouvrant 1- des gains d'efficacité pour +50pb, 2- une hausse des dépenses média pour -20pb, 3- un effet dilutif des dernières acquisitions pour -50pb.

Pour autant, les chiffres du T2 ont déçu en traduisant une croissance organique modérée et sensiblement inférieure au T1 (CA T2 +3.2%pcc après +5%pcc au T1), négativement impactée par 3 éléments : 1- une baisse des ventes de la division Solaire/Reader (CA T2 -5.8%pcc après -1.5%pcc au T1), affectée par de mauvaises conditions climatiques en Europe et aux USA, 2- un redressement plus lent que prévu des ventes de Bolon en Chine suite à la réorganisation du système d'approvisionnement des grossistes, aujourd'hui opérationnel, 3- une modeste performance de l'Amérique du Nord, en partie pénalisée par le recul mal anticipé des ventes de Transition aux fabricants tiers. La division Verres et Matériel Optique maintient en revanche une croissance vigoureuse, tout comme les ventes en ligne et les pays à forte croissance.

Des objectifs annuels ajustés en bas de fourchette

Dans ce contexte, et fort d'un S2 attendu plus soutenu que le S1 (accélération du solaire, accélération de Transition et du e-commerce, redressement de Bolon), les objectifs 2016 sont ajustés dans le bas de fourchette, soit une croissance organique attendue à +4.5% vs +5% précédemment et une marge contributive inchangée, au minimum stable à 18.8% du CA. Nos estimations sont ajustées à la marge, à 7156M€ de CA (+6.6% dont +4.5%pcc) et 1344M€ de marge contributive (+6.4% et 18.8% du CA).

Pour leur part, les objectifs à plus long terme restent inchangés, calés sur une croissance organique objective de +6% à horizon 2018 alimentée par 1- une politique d'innovation et un pipe de produits constamment enrichi (Eye Zen, High Protection/T3), 2- une accélération des pays émergents, 3- de fortes ambitions dans le solaire et les ventes en ligne où les parts de marché du groupe se situent à 15% environ vs 41% pour le seul segment des verres de prescription.

Des fondamentaux inchangés mais des sujets de vigilance

Les fondamentaux sont clairement inchangés à ce stade même si l'évolution des ventes de Transition, très rentables, et celles du solaire seront des points de vigilance pour le T3 et le T4.

- 1- La baisse des ventes de la division Solaire/Reader est largement conjoncturelle, affectée par de mauvaises conditions climatiques en Europe, aux USA et moyennes en Chine. Si l'entrée sur le marché du solaire est un vecteur de plus grande volatilité des performances pour le groupe, elle est un choix assumé qui lui permet de pénétrer un très vaste marché (10Md€ vs 12.7M€ pour le marché des verres de prescription), à forte croissance (+6% à +7% en rythme annuel vs +3% à +4% pour les verres de prescription) et à fort potentiel (15% de part de marché vs 41% sur le marché du verre de prescription).
- 2- L'impact dilutif des acquisitions est assez significatif au S1 (-50pb) mais à mettre au compte d'investissements désormais plus concentrés sur les activités de vente en ligne, peu ou encore non rentables pour la plupart, mais à très fort potentiel de croissance et de marge (marché de 5.8Md€, en progression de +14% en rythme annuel) dès lors que les nouvelles technologies (systèmes de contrôle visuels en ligne) deviendront plus accessibles.
- 3- La baisse des ventes de Transition aux fabricants tiers, un risque potentiel latent et connu que le groupe entend compenser par une hausse des ventes aux différentes filiales et partenaires du groupe, reste néanmoins un sujet de vigilance alors même que la rentabilité de cette activité est élevée et que l'apport de Transition pour Essilor s'est toujours présenté comme un vecteur d'accélération de performance depuis son intégration en 2015.

Renforcer

En termes de valorisation les multiples restent élevés et devraient le rester sous réserve d'une accélération de la croissance à horizon 2018, ce qui est notre scénario. Il nous semble en revanche prématuré de revoir notre objectif de cours en hausse, inchangé à 123€, alors que les chiffres du T2 ont soulevé quelques sujets de vigilance. Achat fort dans la zone des 100€ correspondant à l'application des multiples historiques aux agrégats 2018.

Synthèse de nos valorisations

Méthodes de valorisation	Objectif	Prime / Décote	Objectif	Potentiel
Comparables sur 2016-18e	99,0 €	0%	-	-12%
DCF avec un WACC de 7,0%	123,2 €	0%	123,2 €	+9%
Valorisation historique	94,3 €	0%	-	-17%
Moyenne			123,2 €	+9%

Source : FU

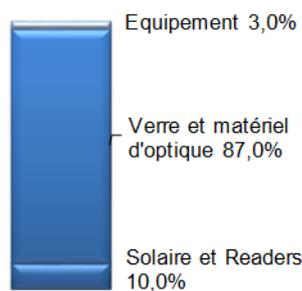
Multiples historiques appliqués aux agrégats cibles du groupe pour 2018

Année <input type="text" value="2018"/>				
Agrégats cibles en 2018e	CA	EBITDA	EBIT	BNA
	8 200	2 000	1 557	4,7
=> VE implicite sur ratios histo	25 537	27 818	27 772	115
- DN et autres retraitements		-395		
= Valeur des capitaux propres	25 142	27 423	27 377	115
Facteur d'actualisation			82%	
= Valeur présente des capitaux	20 519	22 381	22 344	94
=> Objectifs de cours p.a	94,8 €	103,4 €	103,2 €	94,1 €

Source : FU

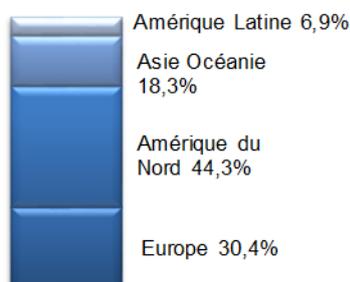
DONNEES FINANCIERES

Répartition du CA par activité



2015

Répartition du CA par zone géographique



2015

Compte de Résultat (M€)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Chiffre d'Affaires	5 065,0	5 670,0	6 716,0	7 156,8	7 769,0	8 353,0
EBIIDA	1 164,0	1 494,0	1 643,0	1 724,0	1 912,6	2 048,0
EBII	917,0	1 043,0	1 263,0	1 344,0	1 477,5	1 588,6
Résultat Financier	20,0	46,0	63,0	60,0	40,0	20,0
RN part du Groupe	593,0	929,0	757,0	826,0	927,3	1 022,8
RN part du Groupe retraité	593,0	640,8	757,0	826,0	927,3	1 022,8

Bilan (M€)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Total actif immobilisé	4 434	7 476	8 530	9 028	8 965	8 907
dont GW	2 476	4 668	5 295	5 295	5 295	5 295
BFR	199	543	761	800	854	905
Fonds Propres totaux	4 041	5 260	6 092	6 734	7 460	8 263
Endettement Financier net	383	1 821	2 113	1 926	1 183	395

Financement (M€)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
CAF	934,0	1 048,0	1 183,0	1 206,0	1 362,3	1 450,6
CAPEX	297,0	232,0	320,0	290,0	314,8	332,3
CAF / CAPEX	3,1	4,5	3,7	4,2	4,3	4,4
Variation de BFR	69,0	132,4	218,0	38,9	42,2	44,5
Pay Out	34%	24%	32%	32%	31%	30%
FCF opérationnel	568,0	683,6	645,0	877,2	1 005,4	1 073,9

Ratios de structure	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
DN/FP	9,5%	34,6%	34,7%	28,6%	15,9%	4,8%
DN/EBIIDA	0,3	1,2	1,3	1,1	0,6	0,2
GW/FP	61,3%	88,7%	86,9%	78,6%	71,0%	64,1%
M/EBII	18,1%	18,4%	18,8%	18,8%	19,0%	19,0%
Marge nette	11,7%	16,4%	11,3%	11,5%	11,9%	12,2%
ROE	15,8%	18,9%	13,3%	13,1%	13,3%	13,3%
ROCE	19,8%	13,0%	13,6%	13,7%	15,0%	16,2%

Données par action (€)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
BPA retraité	2,77	2,97	3,50	3,82	4,28	4,72
Dividende net	0,94	1,02	1,11	1,21	1,32	1,44
CAF / action	4,36	4,85	5,47	5,57	6,29	6,70
Actif net par action	17,55	22,77	26,37	29,07	32,14	35,55

Ratios boursiers	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Cours moyen ou dernier	80,8 €	79,5 €	109,3 €	112,4 €	112,4 €	112,4 €
PE	29,2	26,8	31,3	29,5	26,2	23,8
P / CAF	18,5	16,4	20,0	20,2	17,9	16,8
Rdt du FCF opérationnel*	3,2%	3,6%	2,5%	3,3%	3,9%	4,3%
P / AN	4,6x	3,5x	4,1x	3,9x	3,5x	3,2x
VE / CA	3,5x	3,3x	3,8x	3,7x	3,3x	3,0x
VE / EBIIDA	15,2x	12,7x	15,7x	15,2x	13,3x	12,1x
VE / EBII	19,3x	18,2x	20,4x	19,5x	17,3x	15,6x

* FCF opérationnel rapporté à la VE

Source : FU

Conflits d'intérêt

Société	Opérations financières	Intérêt personnel de l'analyste	Communication préalable l'émetteur	Contrat de liquidité et/ou d'animation
ESSILOR	Non	Non	Non	Non



10, rue d'Uzès 75002 **PARIS** – Tél. 01 45 08 96 40 – Fax. 01 45 08 89 12

9, rue Grenette 69289 **LYON CEDEX 02** - Tél. 04 78 42 51 18 – Fax. 04 78 38 17 83

37, rue d'Antibes 06400 **CANNES** – Tél. 04 97 06 66 40 – Fax. 04 93 68 83 80

4, place Jean Jaurès 42000 **SAINT-ETIENNE** – Tél. 04 77 38 70 04 – Fax. 04 77 38 70 12

Parc des Glaisins 5 avenue du Pré-Félin 74940 **ANNECY-LE-VIEUX** – Tél. 04 50 66 50 50 – Fax. 04 50 66 55 55