

# Analyse Fondamentale

Mardi 16 juillet 2024 | 10h15



## Agfa-Gevaert (1,21 EUR)

### Acheter (Précédent : Acheter – 20/09/2023)

Objectif de cours	1,60 EUR
Potentiel de hausse	+32%
Profil de risque	Élevé
Pays	Belgique
Secteur	Biens d'équipement
Symbole   ISIN	AGFB   BE0003755692
Marché	Euronext Bruxelles
Capitalisation	187 millions EUR
Cours/Bénéfices	N/A
Cours/Actif Net	0,5x
Rendement	N/A

### Profil

Agfa-Gevaert est l'un des leaders mondiaux dans la conception, la fabrication et la commercialisation de systèmes et de produits d'imagerie :

- Solutions de radiologie pour des hôpitaux (37% du CA en 2023) ;
- Impression numérique et produits chimiques (35%) ;
- Solutions informatiques pour des hôpitaux (22%) ;
- Fourniture de films, de produits chimiques et d'une série de services de soutien à l'ancienne division Offset Solutions (6%).

## Agfa-Gevaert connaît de graves problèmes, mais peut encore changer les choses

### Le tableau des flux de trésorerie n'est pas beau à voir

Agfa-Gevaert est un spécialiste belge de l'imagerie qui emploie 5.000 personnes, dont un peu moins de la moitié en Belgique. Ces dernières années, l'entreprise a été confrontée à plusieurs restructurations. En 2020, le groupe s'est séparé d'une grande partie de sa division d'informatique médicale. En 2022, toute l'énergie a été consacrée à l'acquisition d'Inca Digital Printers, un fabricant britannique de machines d'impression ultra-rapides. Quelques mois plus tard, Agfa-Gevaert a vendu sa plus grande unité commerciale : la division Offset qui produit des plaques d'impression pour les imprimeurs de journaux et de magazines. Agfa-Gevaert doit toutefois continuer à fournir certains biens et services à son ancienne division.

Toutefois, cela ne résout pas les problèmes. Les trois composantes du tableau des flux de trésorerie d'Agfa-Gevaert restent préoccupantes. Tout d'abord, les flux de trésorerie d'exploitation, c'est-à-dire les liquidités qui entrent (telles que les liquidités reçues des clients) et qui sortent (paiements aux fournisseurs, salaires, etc.) dans le cadre des activités commerciales ordinaires. Ces flux de trésorerie ont été négatifs pour la quatrième année consécutive en 2023. Les activités d'investissement, la deuxième composante du tableau des flux de trésorerie, entraînent également des sorties de trésorerie chaque année. Sauf en 2020, où Agfa-Gevaert a reçu 915 millions d'euros suite à la vente d'une division commerciale. Enfin, il y a aussi les flux de trésorerie provenant des activités de financement. Ceux-ci sont négatifs depuis 2019 parce que l'entreprise reçoit moins d'argent de nouveaux prêts qu'elle n'en dépense en paiements d'intérêts et en remboursements de dettes. Si l'on considère les trois flux de trésorerie ensemble, on constate que le compte bancaire d'Agfa-Gevaert ne s'est redressé qu'en 2020 (grâce à la vente partielle de sa division d'informatique médicale). À la fin de l'année 2020, le compte bancaire s'élevait à 585 millions d'euros ; depuis, ce montant a été ramené à 50 millions d'euros.

### Pensions : dette nette de 452 millions d'euros

Le bilan au 31 mars fait état de 102 millions d'euros de dettes. Une partie de cette somme provient de la location d'immeubles de bureaux et de voitures de société, mais il existe également un crédit renouvelable auprès d'une institution financière. Les conditions stipulent qu'Agfa-Gevaert peut tirer un maximum de 230 millions d'euros jusqu'en mars 2026. Actuellement, l'entreprise n'utilise cette ligne de crédit que pour quelques dizaines de millions d'euros. En 2023, le taux d'intérêt était de 5%, mais quel sera le taux d'intérêt exigé pour une entreprise sans flux de trésorerie opérationnel après 2026 ?

Par ailleurs, les dettes susmentionnées ne sont rien en comparaison de l'énorme dette liée aux pensions. La dette nette liée aux pensions s'élève à 452 millions d'euros sur le bilan comptable. Ce montant dépend fortement des hypothèses relatives aux taux d'intérêt. L'impact annuel sur le compte de trésorerie était de 66 millions d'euros en 2023. La situation financière est donc très préoccupante.

### Peut-on sauver les choses avec les membranes d'hydrogène ?

La principale activité se porte mal, mais cela ne signifie pas que la situation est désespérée. Le Zirfon (une membrane de séparation pour les appareils d'électrolyse) n'apporte qu'une contribution négligeable au chiffre d'affaires, mais pourrait être la bouée de sauvetage. Les appareils d'électrolyse transforment l'eau en hydrogène et en oxygène. Ils sont équipés d'une membrane qui laisse passer le liquide mais pas les gaz. Le potentiel à long terme de l'hydrogène est énorme, mais à court terme, nous voyons deux obstacles. Tout d'abord, il ne sera pas évident d'investir des millions d'euros étant donné la situation financière du groupe. Dans un communiqué de presse, Agfa-Gevaert annonce toutefois avoir reçu 11 millions d'euros de subventions européennes pour la construction d'une nouvelle usine. Deuxièmement, la demande d'installations d'hydrogène semble (temporairement ?) diminuer. Chez Thyssenkrup Nucera, un client important d'Agfa-Gevaert, seuls 12 millions d'euros d'installations à hydrogène ont été commandés au cours des trois premiers mois de 2024. Un an plus tôt, ce montant s'élevait à 82 millions d'euros.

### Un ratio cours/valeur comptable de seulement 0,5x

Il est clair qu'Agfa-Gevaert a des problèmes, mais entre-temps, le bilancier est peut-être allé trop loin. La capitalisation boursière ne s'élève plus qu'à 187 millions d'euros. Le bilan le plus récent, celui au 31 mars, fait état de 380 millions d'euros de capitaux propres. Le ratio cours/valeur comptable pointe donc à seulement 0,5x ! Les investisseurs au profil de risque dynamique (= investisseurs ayant une grande tolérance au risque) peuvent potentiellement parier sur un rebond du titre.

### Recommandation

Nous sommes à l'« Achat » avec un objectif de cours à 1,60 EUR. Le profil de risque est (très) « Élevé ».

**Bram Vanhevel**  
Analyste Financier

## Avertissement

Les informations, interprétations, estimations et/ou opinions contenues dans ce document sont basées sur des sources réputées fiables et sélectionnées avec soin.

Toutefois, Leleux Associated Brokers s.a. ne donne aucune garantie quant au caractère exact, fiable ou complet de ces sources. La diffusion de ces informations s'opère à titre purement indicatif et ne peut être assimilée, ni à une offre, ni à une sollicitation à la vente, à l'achat ou la souscription de tout instrument financier et ce, dans quelle que juridiction que ce soit. Les informations contenues dans le présent document ne constituent ni un conseil en investissement ni même une aide à la décision aux fins d'effectuer notamment une transaction ou de prendre une décision d'investissement. Leleux Associated Brokers s.a. n'offre aucune garantie quant à l'actualité, la précision, l'exactitude, l'exhaustivité ou l'opportunité de ces informations qui ne peuvent en aucun cas engager sa responsabilité. En outre, cette publication est destinée à une large distribution, et ne tient pas compte de la connaissance et de l'expérience financière particulière du lecteur, ni de sa situation financière, ses besoins, ses objectifs d'investissement et de son aversion aux risques. Dans tous les cas, il est recommandé au lecteur d'utiliser d'autres sources d'information et de prendre contact avec un chargé de clientèle pour tout renseignement complémentaire.

La méthodologie de recommandation poursuivie par Leleux Associated Brokers pour se forger une opinion analytique (valorisation, hypothèses sous-jacentes, modèles, risques) et la liste des recommandations des 12 derniers mois émises par Leleux Associated Brokers peuvent être consultées à l'endroit suivant : <https://www.leleux.be/Leleux/WebSite.nsf/vLUPPage/INFOS-ANALYSIS?OpenDocument>.

La recommandation sous revue est faite à titre purement ponctuel et Leleux Associated Brokers ne donne aucune garantie quant au suivi de la recommandation dans le temps, de sa fréquence, ou d'une éventuelle mise à jour de celle-ci à la suite d'événements de marché.

De façon générale, l'heure des prix des instruments financiers mentionnés dans la recommandation correspond à l'heure de clôture du marché sur lequel l'instrument est traité (End Of Day), sauf mention expresse et contraire.

Leleux Associated Brokers ([www.leleux.be](http://www.leleux.be)) est une société anonyme de droit belge, inscrite à la banque carrefour des entreprises sous le n° 0426 120 604, dont le siège social est sis à B- 1000 Bruxelles, Rue Royale 97, agréée en tant que Société de Bourse, entreprise d'investissement de droit belge et soumise à la surveillance prudentielle de l'autorité de contrôle en Belgique, la FSMA (Financial Services & Market Authority), établie à B- 1000 Bruxelles, rue du Congrès 12-14.

Les Conditions Générales de Leleux Associated Brokers peuvent être consultées à l'adresse suivante [https://www.leleux.be/Leleux/WebSite.nsf/vLUPPage/PDF/\\$File/Conditions%20G%C3%A9n%C3%A9rales.pdf](https://www.leleux.be/Leleux/WebSite.nsf/vLUPPage/PDF/$File/Conditions%20G%C3%A9n%C3%A9rales.pdf), et en particulier la section 27 traitant de la gestion des conflits d'intérêt.

Les analystes qui éditent des recommandations ne sont pas autorisés à détenir les instruments couverts pour compte propre. De même, Leleux Associated Brokers ne détient en aucune manière des instruments financiers faisant l'objet de la recommandation sous revue, ni ne délivre de prestation de service pour leurs émetteurs.