Vusion — vendre au sommet d'un client, ou l'art de céder une falaise

Thèse « situation spéciale » : un processus de vente exploratoire confirmé par Bloomberg, deux actionnaires de référence pressés de sortir, une trésorerie nette qui est en réalité l'acompte d'un client, et un exercice 2027 que personne ne sait chiffrer — le marché a déjà effacé la prime de la rumeur.

VU — FR0010282822 — Euronext Paris (Compartiment A, SBF 120) | Cours de référence : 115,80 € (17/09/2026) | Capitalisation : ~1 954 M€ | Trésorerie nette comptable (31/12/2025) : 439 M€ | 17 septembre 2026 — quatre jours avant les résultats du S1 2026

1. Synthèse et lecture d'ensemble

Le 5 août 2026, Bloomberg a rapporté que Vusion étudiait « à un stade préliminaire » ses options stratégiques, y compris une vente, et avait sondé l'intérêt de fonds de capital-investissement. Le titre a bondi de 12 % en séance pour clôturer à 134 €. Six semaines plus tard, il cote 115,80 €, sous son niveau d'avant la rumeur, à 43 % de son cours du 1er janvier et à moins de la moitié de son record de début 2026. La société n'a rien dit.

Ce silence et ce reflux racontent le dossier. Vusion est le leader mondial de l'étiquette électronique de gonfle, avec 522 millions d'étiquettes connectées à son cloud, un backlog de 1,7 Md€ et un carnet de références sans équivalent (Walmart, Carrefour, Decathlon, Asda, Morrisons, JYSK). Mais **Walmart a représenté 77 % des ventes IFRS du premier semestre 2026**, le déploiement américain s'achève en fin d'année, les prises de commandes reculent de 22 % sur le semestre et de 15 % sur douze mois glissants, et les 439 M€ de trésorerie nette de fin 2025 recouvrent environ 400 M€ d'acomptes clients qui se renversent en 2026. Un acquéreur en 2026 achète le sommet d'un contrat, et il le sait. C'est pourquoi la rumeur n'a pas tenu : le marché doute qu'un fonds paie une prime sur un EBITDA 2026 dont plus des trois quarts dépendent d'un client en fin de déploiement.

77 %	115,80 €	~400 M€	21 sept.
part de Walmart dans les ventes IFRS du S1 2026 — déploiement US achevé fin 2026	cours du 17/09 — sous le cours d'avant la rumeur (134 € le 05/08), −43 % en 2026	acomptes clients à renverser en 2026 — trésorerie nette fin 2026e ~15 M€ (EuroLand)	résultats S1 2026 : marge, trésorerie au 30 juin, discours sur 2027

Les cinq points à retenir

- **Le processus de vente est crédible parce que les vendeurs sont motivés.** BOE (Chine) est passé de 80 % en 2018 à ~25 % après avoir cédé 7 % à 178 € en avril 2025 ; Walmart a exercé et vendu 650 000 BSA en juin 2025 et détient encore 1 111 200 BSA (~6,6 %) qu'il entend « monétiser au fil du temps ». Un actionnaire chinois à 25 % du fournisseur technologique en magasin de Walmart est une anomalie de gouvernance qu'un rachat par un fonds résoudrait — c'est l'argument le plus fort en faveur d'une opération.
- **Mais l'actif est vendu au pic d'un client unique.** 70 % de l'activité en février, 77 % au S1 ; croissance annoncée « plus forte au S1 qu'au S2 » ; achèvement du déploiement US et de Walmex fin 2026. Le contrat Carrefour, seul relais européen d'échelle, est estimé à 100-160 M€ — 5 à 8 % du contrat Walmart. La question de 2027 n'a pas de réponse publique.
- **La trésorerie nette est une illusion d'optique, comme une partie des VAS.** 439 M€ fin 2025, mais ~400 M€ d'acomptes à renverser : EuroLand attend un FCF 2026 de −417 M€ et une trésorerie nette de 15 M€ fin 2026, avant la dette d'acquisition d'In-Store Media (120 M€ de CA, prix non communiqué, financé par emprunt). AlphaValue (vente, juillet 2026) ajoute que les VAS, comptabilisés à 100 % de marge brute, ne sont récurrents qu'à hauteur de 133 M€ d'ARR sur 1,5 Md€ de revenus.
- **Le marché a déjà rendu la prime.** À 115,80 €, la capitalisation est de 1,95 Md€, soit ~6× l'EBITDA ajusté 2026e sur une VE économique de 2,0-2,1 Md€, et ~12× le résultat 2026e. Ce n'est pas cher pour un leader technologique en croissance de 15-20 %, c'est cher pour une société dont l'EBITDA 2027 pourrait reculer d'un tiers. Le cours arbitre exactement entre les deux.

- **Notre valeur pondérée est le cours.** Baissier ~70 € (falaise 2027 confirmée, pas d'offre), central ~110 € (atterrissage vers 1,5 Md€ de revenus, pas d'offre), offre ~150 € (prime de 30 %) : espérance ~113 € à 30/40/30, ~122 € si l'on porte la probabilité d'offre à 45 %. Le rendement/risque est symétrique, avec une perte potentielle de 40 % contre un gain de 30 %.

> **Position analytique : situation spéciale réelle, point d'entrée non justifié tant que 2027 n'est pas chiffré.** Nous ne recommandons pas de position fondamentale à 115,80 €. Le pari sur le processus de vente ne se justifie qu'en taille réduite, avec deux juges de paix datés : le **21 septembre** (résultats S1 : la trésorerie au 30 juin dira si le renversement des acomptes est aussi violent qu'annoncé ; le discours dira si la direction ose parler de 2027) et le **20 octobre** (T3 : les prises de commandes hors Walmart). Deux signaux changeraient la lecture : un communiqué de la société confirmant le processus (le silence depuis le 5 août est en soi une information), ou une prise de commandes trimestrielle hors Walmart supérieure à 250 M€, qui rendrait 2027 défendable. Sous 100 € — le plus bas de l'année — la valeur des positions installées (522 M d'étiquettes, exclusivité Carrefour, base VAS) devient un plancher industriel plus crédible.

2. Le processus stratégique : ce que l'on sait, ce que l'on déduit

Élément	Détail
Source	Bloomberg, 5 août 2026, sources proches du dossier ; la société « n'a pas souhaité commenter » ; aucun communiqué depuis
Contenu	Examen préliminaire d'options stratégiques, dont une vente ; intérêt sondé auprès de fonds de capital-investissement ; aucun nom, aucun conseil divulgué
Réaction	+12 % en séance, clôture ~134 € (+4,7/5,7 %) ; retour à 115,80 € le 17 septembre
Capital	16 873 382 actions ; BOE Smart Retail ~25 % (2 sièges) ; Walmart 1 111 200 BSA (~6,6 %) ; auto-détention 1,5 % ; flottant ~47 %
Précédents de prix	Cession BOE : 178 € (avril 2025) ; exercice des BSA Walmart : 112 € (juin 2025) ; plus haut historique ~262 € (début 2026) ; plus bas 52 semaines 99,95 €
Mécanique d'une prise de contrôle	Un acquéreur doit franchir 30 % (OPA obligatoire) : le bloc BOE (25 %) ne suffit pas seul ; le prix du bloc fixerait le plancher de l'offre ; la cession de 178 € date de plus de douze mois et ne contraint plus

Pourquoi les vendeurs sont pressés. BOE a réduit sa participation de 80 % à 25 % en sept ans et a vendu son dernier bloc 54 % au-dessus du cours actuel ; il est peu probable qu'il s'oppose à une sortie totale à un prix décent. Walmart a montré, en exerçant puis cédant immédiatement 650 000 BSA, que sa participation est un actif financier à monétiser, pas un lien stratégique. Le fondateur-dirigeant, Thierry Gadou, pilote la société depuis 2012 et vient d'annoncer une acquisition financée par dette — le comportement d'un dirigeant qui prépare un tour de table, pas d'un dirigeant qui attend une offre hostile.

Pourquoi les acheteurs hésitent. Un fonds qui achète en 2026 paie un EBITDA dont 77 % vient d'un client en fin de déploiement, absorbe un FCF 2026 négatif de plusieurs centaines de millions (renversement des acomptes), finance ISM, et doit convaincre Walmart qu'un changement de contrôle n'affecte pas la relation. La structure financière classique d'un LBO — dette sur EBITDA — est difficile à poser sur un EBITDA 2027 que les analystes situent entre 180 M€ (AlphaValue, baisse marquée) et 448 M€ (EuroLand, croissance continue). L'écart des objectifs de cours, **de 70 à 260 €**, est la mesure de cette incertitude — et l'explication du reflux du titre : le marché conclut qu'une offre, si elle vient, viendra à un prix décevant.

3. Le contrat Walmart et la falaise de 2027

Étape	Date	Portée
Contrat initial + 1 761 200 BSA	2 juin 2023	Pilotes puis déploiement
Extension à toute la flotte US	Décembre 2023	~4 600 magasins
Avenant « déploiement accéléré »	30 avril 2024	Prise de commandes ~1 Md€ ; EdgeSense + VusionCloud + fonctions e-commerce
Exercice/cession de 650 000 BSA	Juin 2025	112 €/action, 72,8 M€ ; titre −7 %
Extension Walmex	30 mars 2026	~1,7 M d'étiquettes, achèvement fin 2026
Achèvement du déploiement US	**Fin 2026**	**Croissance « plus forte au S1 qu'au S2 » ; 2027 sans relais d'échelle annoncé**

La lecture d'ensemble est celle d'un contrat d'équipement, pas d'un contrat de service : Vusion a vendu et installé en trois ans l'équivalent de ~3 Md€ d'étiquettes, de rails et de logiciels chez un client, financé en partie par des acomptes (77,5 M€ de capex 2025 payés par le client) et par des lignes de production dédiées (Foxconn au Vietnam, Jabil au Mexique). Ce qui reste après 2026, c'est la maintenance, le renouvellement et les services cloud — récurrents, mais d'un ordre de grandeur inférieur. L'ARR récurrent des VAS était de 133 M€ au T2 2026 (+83 %) : c'est le vrai actif de long terme, et il représente moins de 9 % des revenus.

Les relais existent mais ne sont pas à l'échelle. Carrefour (février 2026, exclusivité européenne de trois ans, tous les magasins à horizon 2030) est estimé à 100-160 M€ sur plusieurs années ; le jour de son annonce, le titre a d'abord gagné 15 % puis clôturé en baisse de 14 % — le marché a fait le calcul. Asda, Morrisons, Coop, JYSK, Gratis, Decathlon, DM, OBI, Ace Hardware forment un portefeuille européen et nord-américain réel, mais EMEA n'a progressé que de 6 % au S1 2026 après −16 % en 2025.

4. La trésorerie, les VAS : deux illusions d'optique à corriger avant de valoriser

Élément	Publié	Correction économique
Position nette de trésorerie 31/12/2025	439 M€	~400 M€ d'acomptes clients à renverser en 2026 (EuroLand) → trésorerie nette fin 2026e ~15 M€, avant dette ISM
Free cash-flow 2025	Opérationnel 212 M€ ; total 56 M€	FCF total 2024 : 391 M€ (acomptes encaissés) ; FCF 2026e : −417 M€ (EuroLand). Sur trois ans, la génération de cash est celle d'un cycle d'acomptes, pas d'une rente
VAS 2025	211 M€ (14 % des revenus)	Récurrent 83 M€ ; non récurrent 128 M€ (+166 %) — installation, intégration, projets ; marge brute de 100 % en IFRS contestée par AlphaValue
Capex 2025	137 M€	dont 77,5 M€ financés par le client : la base industrielle appartient économiquement en partie à Walmart
Acquisition ISM	120 M€ de CA ; prix n.c.	Financée par dette ; ajoute un levier au moment où la trésorerie se normalise

Conséquence pour la valorisation : la valeur d'entreprise « comptable » (1,5 Md€, soit 5,5× l'EBITDA 2025) sous-estime la réalité ; la valeur d'entreprise économique, une fois les acomptes renversés et ISM financé, est de l'ordre de **2,0-2,1 Md€**, soit ~6× l'EBITDA ajusté 2026e de 349 M€ — et 7 à 11× l'EBITDA 2027 selon que l'on croit EuroLand ou AlphaValue.

5. Analyse financière

En M€ (sauf %)	2024	2025	S1 2026	Lecture
Revenus ajustés	~1 011	1 527	839	+51 % puis +29 % ; guidance 2026 : +15-20 %
dont EMEA	~494	415	209	−16 % en 2025, +6 % au S1 : le marché historique stagne
dont Reste du monde	~517	1 112	610	Walmart ; +115 % puis +47 %
VAS / dont récurrent	~105	211 / 83	125 / 61	ARR T2 2026 : 133 M€
EBITDA ajusté (marge)	**160 (15,9 %)**	**277 (18,2 %)**	**n.p.**	**Guidance 2026 : > 19,2 % ; EuroLand 2026e : 349 (19,4 %)**
Résultat net ajusté	53	98,7	n.p.	IFRS 84,2 ; 2026e consensus BPA ~9,1 €
Prises de commandes		backlog 1 703	681 (−22 %)	12 mois glissants 1 511 (−15 %) ; T2 +7 %
Trésorerie nette	393	439	n.p.	Le chiffre du 21 septembre
Dividende	0,60 €	0,90 €		Rendement 0,8 % ; rachats 20 + 30 M€

Le point fort. L'exécution industrielle est remarquable : multiplier par 3,5 les revenus en trois ans, livrer 4 600 magasins, monter des lignes chez Foxconn et Jabil, porter la marge d'EBITDA de 13 % à 18 % — peu de sociétés européennes de cette taille en sont capables. La base installée (522 M d'étiquettes connectées) est un actif défensif : le remplacement d'un parc d'ESL est coûteux et la plateforme cloud crée une dépendance.

Le point faible. La croissance est un client, la trésorerie est son acompte, et le marché historique ne croît plus. Le T2 2026 (+7 % de commandes) est encourageant mais part d'une base qui avait déjà décroché. Le vrai test de l'entreprise commence en 2027, et le processus de vente a été lancé — si l'on en croit Bloomberg — précisément avant ce test.

6. Valorisation : scénarios à 12-18 mois

Méthode : multiple d'EBITDA ajusté 2027e, net de la dette nette estimée fin 2026 (acomptes renversés, ISM financée), sur 16,62 M d'actions hors auto-détention.

Hypothèse	Baissier	Ce
Ce qui se passe	Pas d'offre ; falaise 2027 confirmée (revenus ~1,2 Md€)	Pas d'offre ; atterrissage vers ~1,5 Md€ grâce à Carrefour, Walmex, ISM,
EBITDA ajusté 2027e	~180 M€	~270
Multiple / dette nette fin 2026e	6× / 150 M€	7× / 100
Valeur des capitaux propres	~930 M€	~1 790
Valeur par action	**~70 €***	**~1**
Potentiel vs 115,80 €	**−40 %**	**−**
Probabilité retenue	30 %	4

** Le calcul mécanique donne ~56 € ; nous retenons ~70 € en tenant compte de la valeur stratégique de la base installée et du plus bas de l'année (99,95 €) comme repère de marché. Espérance pondérée : 0,30 × 70 + 0,40 × 110 + 0,30 × 150 ≈* ***113 €*** *; avec 45 % d'offre / 30 %*

central / 25 % baissier : ~122 €. Repères externes : EuroLand 250 € (2027e EBITDA 448 M€) ; AlphaValue vente ; consensus 7 analystes 70-260 €, moyenne ~186 €.

Le message : le cours est l'espérance. Contrairement à Boiron, où le plancher est épais et l'événement contractuel, ou à North Atlantic, où le cours capitalise un supercycle observable, Vusion présente une distribution large et symétrique dont le centre est le prix actuel. Une offre à 150 € rapporterait 30 % ; son absence, combinée à un 2027 faible, coûterait 40 %. Ce n'est pas un mauvais dossier — c'est un dossier sans marge de sécurité, dont la valeur dépend d'un chiffre (l'EBITDA 2027) que ni la société, ni les analystes, ni le marché ne connaissent.

7. Catalyseurs

Échéance	Événement	Enjeu
21 septembre 2026	Résultats du S1 2026 (après Bourse)	Trésorerie nette au 30 juin (le renversement des acomptes est-il déjà engagé ?), marge d'EBITDA ajusté (> 19 % ?), FCF, tout commentaire sur le processus stratégique ou sur 2027.
20 octobre 2026	Chiffre d'affaires du T3 2026	Prises de commandes hors Walmart : le seul chiffre capable de faire bouger la probabilité du scénario baissier. Repère : > 250 M€ trimestriels hors Walmart.
S2 2026	Closing d'In-Store Media	Prix et dette révélés ; premier pas hors de l'ESL.
Non daté	Confirmation ou abandon du processus de vente	Un communiqué de la société confirmerait qu'un mandat existe ; un abandon ramènerait le titre vers le baissier.
Non daté	Cessions BOE / exercice des BSA Walmart	Pression vendeuse sur le flottant — ou blocs disponibles pour un acquéreur.
Février 2027	Résultats 2026 et guidance 2027	Le chiffre qui tranche entre 70 et 250 €.

8. Risques

Risques liés à la situation

- **Pas d'offre, ou une offre décevante.** Les processus « préliminaires » rapportés par Bloomberg n'aboutissent qu'une fois sur deux ; celui-ci porte sur un actif au pic de son cycle client, avec un FCF 2026 négatif. Une offre à 130 € (+12 %) est plus probable qu'une offre à 180 €.
- **Changement de contrôle et Walmart.** Le contrat cadre et les BSA lient Vusion à Walmart ; un acquéreur devra s'assurer de la continuité de la relation et de l'absence de clause de sortie.
- **BOE.** Actionnaire chinois à 25 % avec deux sièges : à la fois la raison d'une opération (nettoyage de la table de capital) et une friction possible sur le prix et les autorisations (investissements étrangers, États-Unis).
- **Pression vendeuse structurelle.** BOE et Walmart sont vendeurs déclarés ; le flottant absorbe leurs blocs à chaque rebond (−9 % et −7 % les jours des placements de 2025).

Risques fondamentaux

- **Concentration client extrême** (77 % des ventes) et fin de déploiement datée ; aucun contrat de substitution à l'échelle.
- **Normalisation de la trésorerie** : −400 M€ d'acomptes, dette ISM, capex industriel — la société passe de trésorerie nette forte à dette nette en douze mois.
- **Qualité des VAS** : les deux tiers ne sont pas récurrents ; l'ARR (133 M€) est faible rapporté à la capitalisation.
- **Concurrence et prix** : Hanshow (Chine), SoluM (Corée), Pricer (Suède) sur un produit dont la composante matérielle se commoditise ; tarifs douaniers américains sur une production Vietnam/Mexique.
- **Exécution d'ISM** : diversification hors du cœur de métier, financée par dette, au moment le moins confortable du cycle de trésorerie.

9. Conclusion

Vusion réunit les ingrédients d'une situation spéciale — un processus de vente sourcé, des actionnaires de référence qui veulent sortir, un titre divisé par deux, un leader mondial à 6× l'EBITDA — mais pas celui qui compte : la visibilité sur la valeur de l'actif après l'événement qui l'a fait grandir. Le marché a compris avant nous que vendre Vusion en 2026, c'est vendre une falaise, et il a rendu la prime de la rumeur en six semaines. À 115,80 €, l'espérance pondérée de nos scénarios est le cours ; la distribution est large et symétrique ; la marge de sécurité est nulle.

Ce qui nous ferait changer d'avis, à la hausse : un S1 montrant une trésorerie au 30 juin encore supérieure à 300 M€ et une marge au-delà de 19 %, suivi d'un T3 à plus de 250 M€ de commandes hors Walmart — le scénario central monterait vers 130 €, et l'offre vers 170 €. Ou, plus simplement, un communiqué confirmant un mandat de vente. **À la baisse :** un abandon du processus, une trésorerie déjà consommée au 30 juin, ou une guidance 2027 implicite en repli.

En une phrase : une belle société vendue au mauvais moment par des actionnaires pressés — l'offre, si elle vient, sera au prix de la falaise, et le marché l'a déjà écrit dans le cours.

> **Réserves.** Le processus de vente n'a été rapporté que par Bloomberg et n'a pas été confirmé par la société. Les estimations 2026-2027 (EBITDA, trésorerie, dette ISM), la répartition récurrent / non récurrent des VAS, le poids exact de Walmart et les multiples d'une éventuelle offre sont des hypothèses de travail à challenger — les résultats du S1 2026, publiés le 21 septembre, en modifieront plusieurs. Ce document est une analyse — pas un conseil en investissement ni une recommandation personnalisée. Investir en actions comporte un risque de perte en capital, particulièrement élevé sur une valeur dont les trois quarts des revenus dépendent d'un seul client.

Sources principales : Bloomberg (05/08/2026) via Zonebourse et Agefi-Dow Jones ; communiqués Vusion — résultats 2025 (27/02/2026), ventes T1 2026, ventes S1 2026 (30/07/2026), acquisition In-Store Media (27/07/2026), avenant Walmart (30/04/2024), déclaration d'actions et droits de vote au 30/06/2026 ; EuroLand Corporate, flash du 27/02/2026 ; AlphaValue (15/07/2026) via Investing.com et BFM Bourse ; Option Finance (30/04/2025, 31/07/2026) ; Boursorama (01/07/2025 ; cours au 17/09/2026) ; BFM Bourse (18/02/2026) ; Ideal-Investisseur (T1 2026). Détail complet dans « Vusion - Base de connaissance.md ».