

Cette analyse a été commandée et financée par l'entreprise concernée et constitue donc un avantage non-matériel mineur tel que défini par MIFID2

genOway

Concepteur et producteur de modèles innovants pour la recherche pharmaceutique et académique

Opinion	Achat
Potentiel de hausse (%)	143
Cours (€)	1,1
Objectif de cours (€)	2,67
Bloomberg Code	ALGEN FP
Capitalisation boursière (M€)	6,58
Enterprise Value (M€)	7,87
Momentum	NÉGATIF
Gouvernance	6,0/10
Credit Risk	BB →

Research Analysts

Fabrice Farigoule
+33 (0) 1 70 61 10 50
pharma@alphavalue.eu

Chiffres Clés	12/17A	12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
PER ajusté (x)	6,02	21,1	9,72	7,68	5,02
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	9,05	9,75	5,30	3,91	2,68
BPA ajusté (€)	0,32	0,10	0,11	0,14	0,22
Croissance des BPA (%)	232	-70,4	18,4	26,6	52,9
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Chiffre d'affaires (M€)	12,7	14,8	15,9	17,6	19,3
Marge d'EBIT (%)	5,94	4,07	4,89	6,01	7,83
Résultat net pdg (M€)	1,93	0,57	0,68	0,86	1,31
ROE (après impôts) (%)	31,0	7,58	7,83	8,39	10,8
Taux d'endettement (%)	-19,7	8,96	15,4	8,35	0,86



Conflits d'intérêts

Contrat de liquidité	Non
Activité de placement (actions/obligations)	Non
Intérêt personnel de l'analyste	Non
Conseil auprès de l'émetteur	Non
Recherche financée par l'émetteur	Oui
Rencontres investisseurs payées par l'émetteur	Non
Activité de négociation sur titre chez AlphaValue	Non
Client de la recherche AlphaValue	Non

Detailed financials at the end of this report

Key Ratios

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Adjusted P/E	x	21,1	9,72	7,68	5,02
EV/EBITDA	x	9,75	5,30	3,91	2,68
P/Book	x	1,53	0,70	0,60	0,50
Dividend yield	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Free Cash Flow Yield	%	5,11	5,01	11,1	13,4
ROE (after tax)	%	7,58	7,83	8,39	10,8
ROCE	%	7,57	9,35	12,5	16,6
Net debt/EBITDA	x	1,12	0,87	0,30	-0,14

Compte d'exploitation consolidé

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Chiffre d'affaires	M€	14,8	15,9	17,6	19,3
EBITDA	M€	1,45	1,48	1,82	2,34
Résultat opérationnel courant	M€	0,60	0,78	1,06	1,51
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	0,60	0,78	1,06	1,51
Résultat financier net	M€	-0,17	-0,20	-0,20	-0,20
Profits avant impôts et exceptionnels	M€	0,43	0,58	0,86	1,31
Impôts sur les sociétés	M€	0,02	0,00	0,00	0,00
Résultat net pdg	M€	0,57	0,68	0,86	1,31
Résultat net ajusté, pdg	M€	0,57	0,68	0,86	1,31

Tableau de financement

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Cash flows d'exploitation total	M€	3,29	0,98	1,38	1,53
Investissements matériels	M€	-2,50	-0,45	-0,45	-0,45
Flux d'investissement net	M€	-2,50	-0,45	-0,45	-0,45
Dividendes (maison mère)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€				
Flux financiers totaux	M€	0,00	-1,60	0,50	-0,55
Variation de la dette nette	M€	0,79	0,33	0,73	0,88
Cash flow disponible (avant div)	M€	0,62	0,33	0,73	0,88

Bilan

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Survaleurs	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Total actif incorporel	M€	2,72	2,53	2,29	2,01
Immobilisations corporelles	M€	6,25	6,19	6,11	6,02
BFR	M€	-3,41	-2,90	-2,46	-1,66
Actif total (net des engagements CT)	M€	9,93	10,7	11,6	12,8
Capitaux propres part du groupe	M€	7,89	9,40	11,0	13,2
Provisions pour retraite	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Endettement net / (trésorerie)	M€	1,62	1,29	0,55	-0,33
Passifs totaux	M€	9,93	10,7	11,6	12,8

Données par action

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	€	0,10	0,11	0,14	0,22
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash flow libre par action	€	0,10	0,06	0,12	0,15
Actif net comptable par action	€	1,32	1,57	1,84	2,20
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	5,98	5,98	5,98	5,98

Table des matières

Activités et tendances.....	4
Mécanismes de profit.....	9
Valorisation.....	12
DCF.....	14
Actif net	15
Dette.....	16
A Savoir.....	17
Gouvernance & Mgt.....	18
Staff & Pension matters.....	20
Objectif de cours & Opinion.....	21
Graphiques.....	22
Comptes.....	25
Méthodologie.....	32

Activités et tendances

genOway fut créée en 1999 à l'Ecole Normale Supérieure de Lyon par Alexandre Fraichard, son vice-président et directeur général délégué actuel, et Gilles de Poncins, rapidement soutenus par un certain nombre d'investisseurs en capital (Dassault Développement, Rhône-Alpes Création, Qualis SCA puis, ultérieurement, Siparex et CDC Innovation).

Les origines du groupe :

Les progrès scientifiques reposent sur la capacité d'innovation des laboratoires, et une part importante de cette innovation sur le développement et la mise à disposition de nouveaux outils et modèles de recherche. Ces outils et modèles innovants, en permettant de pousser plus avant les études réalisées, permettent de faire des découvertes et de progresser dans la compréhension des phénomènes biologiques. genOway s'est spécialisée dans le développement de modèles innovants pour permettre à ses clients de faire progresser plus rapidement et plus efficacement leur recherche. La plateforme technologique initiale de la société était concentrée sur les modèles murins génétiquement modifiés, mais, en 2006, la société diversifie sa plateforme en y intégrant les modèles rats génétiquement modifiés. En 2015, la société annonce officiellement le lancement de son offre de modèles cellulaires. La stratégie de la société est, à terme, de couvrir l'intégralité de l'offre de modèles de recherche innovants : modèles in silico, modèles moléculaires, modèles cellulaires et modèles animaux. La société vise à devenir le fournisseur de référence mondiale des laboratoires académiques comme biopharmaceutiques en modèles de recherche innovants. Le nouveau plan (2018-2022) dévoilé au S12018 s'appuiera sur la poursuite du développement des modèles « à façon » et le lancement de modèles « catalogue », en particulier dans les domaines de l'immuno-oncologie et des maladies neuro-dégénératives (2019-2020). Par rapport à l'approche sur mesure, l'activité catalogue présente les avantages de proposer aux clients des modèles immédiatement disponibles, de représenter des budgets unitaires plus faibles (donc un circuit de décision plus court et plus rapide), d'offrir des modèles validés (donc plus faciles à vendre) et, bien sûr, de présenter des marges élevées une fois les modèles amortis, en ce qu'ils sont commercialisables « à l'infini ».

L'activité :

Schématiquement, la société conçoit, fabrique et caractérise des modèles de recherche génétiquement modifiés pour les programmes de recherche de ses clients. Un modèle correspond à une question scientifique posée durant le déroulement d'un projet de recherche d'un client, ce qui signifie que le nombre de projets à créer est le multiple du nombre de questions scientifiques, du nombre de projets de chaque client et du nombre de clients. Deux grands types de modèles existent : ceux qui « sur-expriment » et ceux qui effacent partiellement ou totalement un gène. L'intérêt pour les chercheurs réside dans la possibilité de mieux comprendre les fonctions du gène visé ou/et de reproduire la situation génétique d'une pathologie humaine. A noter que genOway n'a pas d'obligation de résultat, mais une obligation de moyens définis dans le cahier des charges. La société crée le modèle de recherche mais le risque scientifique (comme le bénéfice) associée à l'hypothèse scientifique est intégralement supporté par le

client. La société est rémunérée pour chaque modèle mais n'est pas intéressée aux résultats des recherches de ses clients, si bien qu'elle n'est soumise à aucune clause d'exclusivité sur les modèles commercialisés.

La production de genOway peut comporter jusqu'à six étapes : le design du modèle (conception du projet utilisant un large panel de compétences de méthodologies et d'outils informatiques), la biologie moléculaire (construction du vecteur permettant l'introduction de la modification génétique), la biologie cellulaire (introduction du vecteur dans les cellules), le phénotypage (analyse des propriétés physiologique du modèles crée) et parfois, dans le cadre de modèles animaux, l'embryologie (préparation et implantation du vecteur ou des cellules dans l'embryon ensuite réimplanté dans une femelle porteuse) et l'animalerie (élevage des animaux, accouplement, soins, expédition au client etc...). Cette dernière étape est un métier à part entière, et est sous-traitée. genOway s'appuie sur des animaliers professionnels qui ont tous des activités d'animalerie significatives et reconnues, critères essentiels tant pour genOway (fiabilité, qualité) que pour ses clients. Les cinq premières étapes du processus de production décrites plus haut sont réparties dans autant de laboratoires, chacun dirigé par un responsable et un expert en charge du contrôle-qualité. Chaque laboratoire est lui-même subdivisé en postes de travail conçus autour de procédures standardisées et d'outils de contrôle de la qualité. Au niveau de la recherche (et c'est d'autant plus vrai compte tenu de la taille de la société) les dépenses de R&D de la société sont focalisées sur l'innovation incrémentale, l'innovation de rupture est « in licenciée » par genOway principalement auprès de laboratoires académiques : MIT, Yale, IGBMC.... De par son positionnement innovant et sa capacité reconnue de lancer de nouvelles technologies, la société est devenue un partenaire de valorisation crédible même pour les grandes universités américaines, comme le montre son portefeuille de licences.

Un marché porteur :

Les dépenses totales de R&D au niveau mondial sont en constante progression : au cours des dernières années, de US\$108bn en 2006 par exemple à plus US\$150bn l'an dernier (CAGR annuel de plus de 3%) avec des prévisions, selon EvaluatePharma, de US\$160bn en 2020 (+2%/an sur la période 2014/20). La même source indique que les 20 premiers laboratoires représentaient, en 2017, plus US\$100bn, soit les deux-tiers des dépenses totales. Selon le PhRMA, et dans le cadre américain, sur 5-10,000 molécules criblées, seules 250 atteignent le stade pré-clinique, 5 celui des essais cliniques pour une seule autorisation de mise sur le marché par la FDA, un processus qui peut prendre au total 10 à 15 ans. Ces quelques chiffres montrent, si besoin en était, l'importance, tant en volume que stratégiquement, de la recherche pour les laboratoires qui dépensent du reste annuellement environ 20% de leurs recettes brutes à ce seul poste.

Du point de vue technologique, il est par ailleurs à noter que le marché est influencé par deux facteurs contradictoires pour le niveau d'activité de genOway : d'un côté, les progrès technologiques augmentent la taille du marché pour genOway par la réduction des temps de développement et la diminution des coûts de production mais, d'un autre côté, ils ralentissent le mouvement de sous-traitance des laboratoires (exemple des technologies « nucléases » substituables à celles

fondées sur les cellules-souches). Au final, la société estime que ces deux facteurs se neutralisent et, pris en compte simultanément, n'influent pas significativement sur la croissance du marché.

L'autre grand support pour l'activité de genOway, outre la croissance des dépenses globales en R&D, est le recours croissant des laboratoires à la sous-traitance dans ce domaine. L'objectif est multiple : gain de temps, multiplication des projets, coût moindre et donc lutte contre l'assèchement des pipelines et la perte des blockbusters. Les premiers éléments cités concernent évidemment aussi les instituts de recherche, qui poursuivent les mêmes objectifs en termes d'efficacité, de coût et de temps. Cette tendance, générale dans la R&D au sens large et qui a, entre autres, donné naissance aux CRO (Contract Research Organizations), s'exprime aussi dans les métiers de genOway.

- Dans le marché de modèles animaux, la société estime que plus de 20% du marché total de la création de lignées animales génétiquement modifiées est sous-traité à ce jour (c. 25% pour les laboratoires, c.20% pour les instituts de recherches qui représentent un marché 2.5x plus important), soit au total c. US\$65m sur US\$320m, contre un chiffre quasi nul au début des années 2000. La conséquence logique est que l'on peut raisonnablement tabler sur une poursuite de l'augmentation de cette part, dans des proportions certes par définition discutables, mais qui répondent aux mêmes besoins de flexibilité, de coûts et de gains de temps que pour le poste R&D global de ces intervenants. La concurrence est diffuse. En utilisant les chiffres estimés de la société sur la taille de ses marchés, genOway détient une PDM d'environ 13 à 15% (part externalisée de US\$65m au niveau mondial) et seulement 3% du marché adressable (ensemble du marché potentiel sur les modèles-souris et rats). Les autres concurrents identifiés sont essentiellement américains : Taconic (qui a racheté l'allemand Artemis en 2007), SageLabs, ITL (Ingenious Targeting Lab) et Ozgene (Australie). Ces cinq acteurs (en incluant genOway) contrôleraient les deux-tiers du marché (une fois encore, sa part externalisée évidemment), le solde se répartissant entre acteurs plus locaux et quelques intervenants « sino-américains », i.e. avec des unités de recherche et de marketing aux US et des productions délocalisées en Chine pour abaisser les coûts.

- Dans le marché de modèles moléculaires et cellulaires, genOway développe ses activités pour offrir aux clients des produits qui ne vont pas jusqu'à l'animal « complet », que les contraintes économiques rendent le recours à la souris ou au rat compliqué ou que l'animal ne soit pas nécessaire en tant que tel dans le processus de recherches mené. Le savoir-faire de genOway implique que le développement de cette nouvelle offre est aisé (les deux nouveaux axes constituant en fait déjà une partie du processus conduisant à la production d'animaux) alors que le marché adressable est certainement plus important encore, puisque les contraintes (économiques en particulier) y sont plus faibles. Le groupe estime que seuls 10% des laboratoires utilisent des souris dans le cadre de leurs recherches (à titres variés et dans des proportions elles-aussi différentes), alors que 60 à 80% des mêmes laboratoires se servent de lignées cellulaires et que tous ont recours à des molécules d'ADN modifiées. Au final, le groupe estime que le marché des lignées cellulaires est 3x plus gros que celui des lignées animales (soit c. US\$1bn)

et celui des molécules d'ADN à façon 10x supérieur (c. US\$3bn).

La stratégie du groupe en la matière est alors claire : elle consiste à renforcer la part de marché de genOway dans le « TOP 20 » des firmes pharmaceutiques au niveau mondial ainsi qu'à adresser, au moins partiellement, le segment des Biotechs (à l'exemple d'Alexion dans le portefeuille clients du groupe) et à maintenir et développer une présence commerciale auprès des instituts de recherche. La société réalise à ce jour environ la moitié de ses revenus (47%) aux US, 44% en Europe hors France, 8% en France et 1% dans le reste du monde, à peu près en ligne avec les ordres de grandeur du marché compte tenu de ses origines européennes. La stratégie de développement « horizontal » pour couvrir l'ensemble des modèles de recherche innovants offre un avantage pour genOway : les clients sont les mêmes (dans des laboratoires parfois différents), si bien que la société y a déjà accès. A ce jour, les revenus de genOway ne sont pas significativement impactés par ces deux nouveaux axes, mais nul doute qu'ils constituent des supports majeurs de la croissance des activités du groupe au cours des prochaines années. Pour ces deux axes donc, l'essentiel des efforts que devra fournir genOway sont d'ordre commercial (en gros affecter des ressources humaines à cette nouvelle offre) et ne se traduiront pas de manière significative autrement en termes de coûts. La commercialisation de lignées cellulaires a commencé en H215, alors que le lancement effectif de l'offre en nouvelles cellules d'ADN a eu lieu au cours de l'exercice 2016. Encore une fois, le principal frein à ces axes de développement résidait dans le « sous-effectif » de la société en matière commerciale, et les dirigeants ont choisi de réinvestir dans ce poste une fois validée la stratégie de croissance sur la base de cette offre élargie. Par ailleurs, le nouveau plan 2018-22, rendu public en S1 2018, souligne la volonté du groupe de développer des modèles « à façon » et le lancement de modèles « catalogue », en particulier dans les domaines de l'immuno-oncologie (fin 2018) et des maladies neuro-dégénératives (2019-2020) – voir second paragraphe de cette section. Ce nouvel axe doit conforter la croissance topline de genOway, sans remettre en cause sa politique commerciale antérieure. En d'autres termes, il s'agit d'un nouvel relais de croissance et non d'un changement de stratégie.

Chiffre d'affaires par division

Secteur	12/18A	12/19E	12/20E	12/21E	Chgt 19E/18		Chgt 20E/19E	
					M€	% du total	M€	% du total
Total sales	14,8	15,9	17,6	19,3	1	100 %	2	100 %
<i>O/w organic growth (%)</i>	<i>11,1</i>	<i>7,42</i>	<i>10,6</i>	<i>9,79</i>	<i>-4</i>	<i>-335 %</i>	<i>3</i>	<i>187 %</i>
Products and Services								
Technologies médicales	10,8	11,8	13,4	15,1	1	91 %	2	94 %
Other	3,99	4,07	4,15	4,24	0	7 %	0	5 %

Principales expositions

	Revenus	Coûts	Fonds propres
Devises "émergentes"	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Dollar	54,0 %	5,0 %	0,0 %
Risque climatique à long term	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Géographie du chiffre d'affaires

Europe	52,0 %
Americas	47,0 %
Other	1,0 %

Nous identifions les expositions aux thématiques macro économiques (quelle est la part du chiffre d'affaires exposée au Dollar par ex.) plutôt que les sensibilités (quel est l'impact d'une variation de 5pc du Dollar sur le résultat net par ex.). Les expositions du chiffre d'affaires sont simples à comprendre. Celles qui concernent les coûts sont plus difficiles à identifier. C'est encore plus complexe en termes de fonds propres. L'évaluation se fait en prenant par défaut la position d'un investisseur en action jugeant de son patrimoine en Euro. Certains cas de figure sont délicats à démonter tel qu'un investisseur de la zone Euro achetant une valeur suisse cotant en CHF mais avec des comptes en Dollar...

Mécanismes de profit

genOway a connu une croissance rapide depuis sa création en 1999. Si l'on met de côté le démarrage stricto sensu (1999-2004, dont les chiffres très élevés ne seraient pas très significatifs, puisque partant de 0), le groupe a connu deux phases par le passé: une première phase de croissance explosive (CAGR 29% sur 2004-2009), puis une phase de moindre croissance (2010-2014, +5% « seulement ») qui s'explique par plusieurs facteurs : d'une part, la société n'avait jamais significativement repensé son organisation et ses moyens, occupée qu'elle était à croître et développer de nouveaux modèles et explorer de nouveaux marchés et consolider l'existant. C'est ainsi que l'organisation commerciale était la même en 2015 que lorsque qu'elle ne réalisait qu'un CA de €1.3m (en 2003) alors qu'elle a dépassé les €8m en FY15. Seuls 2.5 commerciaux assumaient la responsabilité de la fonction commerciale, si bien qu'il est aisé de concevoir que la ressource était principalement dédiée (exclusivement ou presque, en fait) à l'entretien des relations commerciales existantes. D'autre part, en raison de la volonté des actionnaires de genOway, il avait été décidé à partir de 2005-2006 de se concentrer sur la rentabilité de la structure plutôt que de miser sur un développement tous azimuts, consommateur en cash (commerciaux, équipements...). De fait, genOway est devenue rentable en 2009, affichant un REX positif pour la première fois, et l'est depuis restée à l'exception de l'exercice 2012, qualifié d'« exceptionnel » en raison des hausses de prix imposés par son principal fournisseur d'animalerie. Aujourd'hui, la croissance moyenne est de l'ordre de 10%, les dirigeants ambitionnant de maintenir au moins ce niveau grâce à ses nouveaux axes de développement (voir Business&Trends).

La marge brute de genOway est un mix assez uniforme sur les différents segments de clientèle et géographiques auxquels elle s'adresse. C'est ainsi que la marge brute globale (c.45%) varie de 40% (instituts de recherches aux US) à 55% (Big Pharma Europe), avec des niveaux intermédiaires de 42% (Big Pharma US) et 47% (instituts européens). L'importance des taux de change est évidemment grande, puisque la société réalise une part substantielle de son CA en US\$ alors que les coûts sont libellés en € (coûts salariaux, équipements...). De fait, genOway se couvre en achetant du \$ à terme en début d'exercice, afin de lisser l'impact de change (environ la moitié du chiffre d'affaires étant libellé en US\$ contre 5% des coûts). Il reste qu'un US\$ fort est favorable à la rentabilité de genOway compte tenu de cette exposition qui ne se retrouve pas dans les achats et autres charges externes de la société, et inversement évidemment quand l'US\$ est faible.

La forte volatilité de la marge brute en 2012 s'expliquait exclusivement par la politique de prix d'un fournisseur, avec pour conséquence directe la chute de la marge brute de genOway de 35% (2011) à 22% (2012), impliquant un REX négatif (€-440K). La réaction de la société a été rapide, puisqu'elle a pu réorganiser sa production pour retrouver une rentabilité positive dès 2013, mais la leçon a été retenue, puisqu'elle a revu complètement sa production pour se prémunir d'une nouvelle mésaventure. genOway a adopté un positionnement haut-de-gamme, sur la base de ses ressources propres en chercheurs et techniciens et pour se prémunir de la concurrence fondée sur le simple prix de vente (exemple des sociétés sino-américaines). De fait, genOway parvient à signer des projets plus

importants (US\$200K vs US\$80K) par la conception de solutions (création, amplification, phénotypage) qui permettent aussi de fidéliser la clientèle et de réduire le poids des simples contraintes budgétaires.

La société bénéficie également du Crédit d'Impôt Recherche (30% des dépenses de R&D) qui représente une contribution relativement stable (c. €1.5/1.7m par an, dont la base a été élargie en FY16 pour atteindre environ €2.5m, comme en FY17, et €2.9m en FY18) de ses revenus totaux et lui garantit un niveau d'imposition nul, même en intégrant la progression attendue de la rentabilité, et ce jusqu'à ce que le RN atteigne ce niveau, moment où la société bénéficiera de ses déficits reportables. En clair, l'impôt restera nul dans un horizon prévisible, le montant des déficits reportables s'élevant à plus de €31m à fin 2018.

La croissance « top-line » du groupe s'appuiera sur la croissance organique, le développement des nouvelles lignes de produits ainsi que des accords cadre avec des sociétés pharmaceutiques de premier plan (Top 20 mondial), qui pourraient selon la société représenter un CA de l'ordre de US\$1m à chaque fois (soit 10% du volume d'affaires actuels pour chaque accord). La réorganisation des équipes et, notamment, le renforcement de la dimension commerciale viendra en appui de ce plan et explique l'essentiel de la progression des frais de personnel inclus dans nos prévisions (équipe de Business Development et renforcement des effectifs commerciaux). En externe, le groupe envisage également de recourir à des apporteurs d'affaires (notamment sur des zones géographiques dont la taille ne justifie pas un investissement commercial « direct ») et de conclure des accords commerciaux, par exemple avec des intervenants ciblant les mêmes clients (groupes de services aux laboratoires de R&D) ou positionnés en amont (CROs en recherche/développement). Les bénéfices de cette stratégie doivent se traduire rapidement en termes de profitabilité, les capacités actuelles permettant d'absorber 25% d'activité supplémentaire sans investissement significatifs de production (machines et personnels). Au-delà, nous considérons que le poids du personnel de production est proportionnel au niveau de production et prévoyons des investissements de €100K par « palier » de €2m de CA. En tout état de cause, le business model de genOway implique des effets de seuil significatifs, qui expliquent que tout accroissement des revenus se traduit par une augmentation instantanée du niveau de marge par la « non-proportionnalité » des coûts de production et de commercialisation. Cet aspect du modèle sécurise les ambitions des dirigeants selon nous en termes de marge, en même temps qu'il justifie leurs objectifs.

EBIT par division

	12/18A	12/19E	12/20E	12/21E	Chgt 19E/18		Chgt 20E/19E	
					M€	% du total	M€	% du total
Total	0,60	0,78	1,06	1,51	0	100 %	0	100 %
Products and Services	0,60	0,78	1,06	1,51	0	100 %	0	100 %
Other/cancellations								

Marge d'EBIT par division

	12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Total	4,07 %	4,89 %	6,01 %	7,83 %
Products and Services	5,57 %	6,57 %	7,87 %	10,0 %

Valorisation

La NAV se fonde sur un multiple du CA de genOway (2x), qui s'appuie sur les seuls revenus de l'activité, hors crédit d'impôt. Le multiple de 2x les ventes traduit à la fois l'amélioration à venir de la rentabilité de la société en même temps qu'il se situe dans la fourchette basse de notre univers (3x dans le secteur de la Santé, 4.2x pour la Pharma et 3.9x pour l'échantillon de sociétés que nous utilisons par ailleurs dans la méthode dite des comparables).

Notre DCF s'appuie sur nos propres prévisions financières, nous conduisant à une marge d'exploitation de 8% en 2021. Il est à noter que la croissance des revenus se fonde uniquement sur la croissance en volume, considérant la pression concurrentielle, ainsi que le lancement de l'offre de lignes cellulaires, mais sans l'apport potentiel des cellules d'ADN. Nous avons, par ailleurs, considéré que la marge après 2018 demeurerait assez stable, ce qui, là encore, est probablement une vision prudente dans la mesure où genOway bénéficie d'« effets de seuil » quant à la formation de ses résultats.

La valorisation par les comparables se fonde sur un échantillon de sociétés similaires à genOway, en privilégiant celles qui se caractérisent par la notion de service associée à leur activité plus que, par exemple, les sociétés de recherche « pure » (dont les Biotechs) aux ratios très élevés, mais qui correspondent selon nous moins au statut de genOway.

Toutes ces méthodes conduisent à des potentiels d'appréciation significatifs, même celle des comparables pourtant largement impactée par la faible rentabilité nette immédiate et l'absence de dividendes. Les autres méthodes ne font que confirmer que le titre genOway est largement sous-évalué, notamment en raison du « plateau » de croissance auquel le groupe s'est vu confronté sur la période 2010-15, et qui correspondait aux désirs de dirigeants de se concentrer sur les résultats. La nouvelle phase de croissance, s'accompagnant des effets de seuil au niveau de la production et de la commercialisation, doit permettre un re-rating progressif de l'action genOway. La NAV et le DCF sont, à cet égard, spectaculaires, puisqu'ils indiquent un potentiel voisin ou supérieur à 100%. Ce constat souligne le potentiel de l'action genOway, bien sûr tributaire du bon déroulement du business plan 2018/2022.

Valorisation

Méthodes		Valeurs (€)	Potentiel	Poids
DCF		3,39	209 %	35 %
Somme des parties		3,56	224 %	20 %
VE/Ebitda	Comparables	2,20	100 %	20 %
P/E	Comparables	2,20	100 %	10 %
Rendement	Comparables	0,00	-100 %	10 %
Cours/Actif net comptable	Comparables	2,20	100 %	5 %
Objectif de cours		2,67	143 %	

Valorisation basée sur les comparables

Calculé sur 18 mois de prévisions	P/E (x)	VE/Ebitda (x)	Cours/Actif net comptable (x)	Rendement (%)
Ratios des pairs	23,1	10,9	2,60	1,42
Ratios genOway	7,91	4,15	0,62	0,00
Prime	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Cours objectifs (€)	2,20	2,20	2,20	0,00
Grifols	25,4	15,9	3,76	1,58
Fresenius Medical Care	16,9	7,52	1,52	2,02
Carl Zeiss Meditec	38,4	24,4	5,35	0,72
bioMerieux	27,3	13,9	3,55	0,55

DCF par action

Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	%	7,83	Dettes (trésorerie) nette moyenne	M€	0,92
Valeur actuelle des cash flow des années 1 à 11	M€	8,12	Provisions	M€	0,00
Free cash flow de l'année 11	M€	1,61	Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00
Taux de croissance à l'infini "g"	%	2,00	Immobilisations financières (juste valeur)	M€	0,00
Governance weighted "g"	%	2,05	Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	0,00
Valeur terminale	M€	27,9	Valeur des fonds propres	M€	20,3
Valeur actuelle de la valeur terminale	M€	13,1	Nombre d'actions	Mio	5,98
<i>en % de la valeur totale</i>	%	61,8	DCF par action	€	3,39
Valeur totale actuelle	M€	21,2			

Evaluer le coût du capital

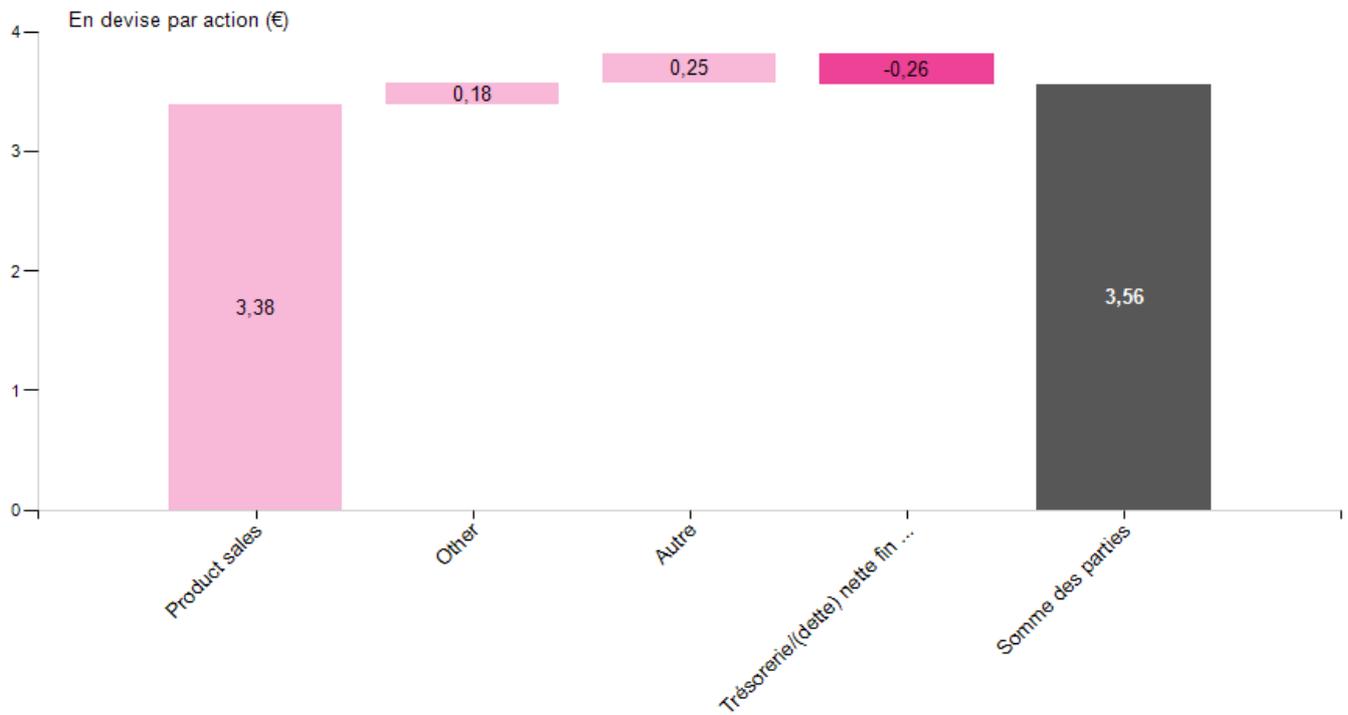
Taux sans risque synthétique	%	3,50	Spread de crédit	bp	200
Prime de risque normative	%	5,00	Coût marginal de la dette	%	5,50
Taux d'impôt normalisé	%	30,0	Bêta de la société (endettée)	x	1,00
Échéance moyenne de la dette	Année	5	Ratio d'endettement à valeur de marché	%	19,5
Bêta sectoriel	x	0,89	Dettes/VE	%	16,3
Bêta de la dette	x	0,40	Taux de rentabilité exigé par les actionnaires	%	8,50
Capitalisation boursière	M€	6,58	Coût de la dette	%	3,85
Dettes nettes (trésorerie) à valeur comptable	M€	1,29	Coût des fonds propres desendettés	%	7,97
Dettes nettes (trésorerie) à valeur de marché (Est.)	M€	1,11	Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	%	7,83

Calcul du DCF

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E	Croissance	12/22E	12/29E
Chiffres d'affaires	M€	14,8	15,9	17,6	19,3	3,00 %	19,9	24,4
EBITDA	M€	1,45	1,48	1,82	2,34	4,00 %	2,43	3,20
Marge d'EBITDA	%	9,79	9,34	10,4	12,1		12,2	13,1
Variation du BFR	M€	1,84	-0,50	-0,44	-0,80	2,00 %	-0,82	-0,94
Cash flow d'exploitation total	M€	3,26	0,98	1,38	1,53		1,61	2,26
Impôts sur les sociétés	M€	0,02	0,00	0,00	0,00	20,0 %	0,00	0,00
Bouclier fiscal	M€	-0,05	-0,06	-0,06	-0,06	1,00 %	-0,06	-0,06
Investissements matériels	M€	-2,50	-0,45	-0,45	-0,45	4,00 %	-0,47	-0,62
Investissements matériels/CA	%	-16,9	-2,83	-2,56	-2,33		-2,35	-2,52
Cash flows libres avant coût du financement	M€	0,74	0,47	0,87	1,02		1,08	1,58
Divers ajustements (incl R&D, etc.) pour les besoins...	M€							
Free cash flow ajustés	M€	0,74	0,47	0,87	1,02		1,08	1,58
Free cash flow actualisés	M€	0,74	0,47	0,81	0,88		0,86	0,74
Capitaux investis	€	5,57	5,81	5,94	6,37		6,62	8,71

Somme des parties

	% détenu	Technique d'évaluation	Multiple utilisé	Participation à 100% (M€)	Valorisation participation (M€)	En devise par action (€)	% des actifs bruts
Product sales	100 %	EV/Sales	2	20,2	20,2	3,38	88,6 %
Other	100 %	EV/Sales	1	1,10	1,10	0,18	4,82 %
Autre					1,50	0,25	6,57 %
Actif brut					22,8	3,82	100 %
Trésorerie/(dette) nette fin d'année					-1,53	-0,26	-6,71 %
Engagements donnés							
Engagements reçus							
Somme des parties					21,3	3,56	93,3 %
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)					5,98		
Somme des parties par action (€)					3,56		
Décote du cours actuel par rapport à la somme des parties (%)					69,1		



Dette

Au 31 décembre 2016, la situation financière de la société était particulièrement saine, puisqu'elle disposait d'une trésorerie nette de €2.6m, qui pourrait la conduire, dans le cadre de l'amélioration de sa rentabilité, à procéder, dans les années à venir, à des rachats d'actions ou à des acquisitions ciblées pour enrichir l'offre commerciale. Cette situation a demeuré en 2017 même si le groupe a contracté des dettes en 2017 pour acquérir ses locaux actuels (€3.6m et €1.5m pour les aménagements), portant la situation nette de trésorerie à €202K, grâce au cash-flow et à la situation de trésorerie initiale. En 2018, la dette nette a augmenté, en particulier après un capex de €1.5m destiné à l'aménagement des locaux acquis l'année précédente, pour atteindre €1.6m. La dette brute est constitué d'endettement bancaire.

Detailed financials at the end of this report

Financement et liquidité

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
EBITDA	M€	1,45	1,48	1,82	2,34
Cash flow des opérations	M€	1,45	1,28	1,62	2,14
Fonds propres	M€	7,89	9,40	11,0	13,2
Dette brute	M€	4,66	3,26	3,96	3,61
+ Trésorerie brute	M€	3,04	1,97	3,41	3,94
= Dette nette / (trésorerie)	M€	1,62	1,29	0,55	-0,33
Ratio d'endettement	%	8,96	15,4	8,35	0,86
<i>Dette nette ajustée/EBITDA(R)</i>	x	1,12	0,87	0,30	-0,14
<i>Dette brute ajustée/EBITDA(R)</i>	x	3,51	2,20	2,17	1,54
<i>Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds ...)</i>	%	39,2	25,7	26,4	21,5
<i>Ebit cover</i>	x	3,56	3,88	5,28	7,55
<i>CF des opérations/dette brute</i>	%	28,5	39,4	41,0	59,2
<i>CF des opérations/dette nette</i>	%	89,7	99,8	293	-648
<i>FCF/Dette brute ajustée</i>	%	12,2	10,1	18,5	24,5
<i>(Trés. brute + FCF + Découverts)/Dette CT</i>	x	10,5	6,54	11,8	13,7
<i>FCF/Dette CT</i>	x	2,27	0,94	2,08	2,52

A Savoir

En septembre 2018, genOway a annoncé l'acquisition de 100% du capital d'Axenis (conception et commercialisation des modèles murins pour les études précliniques, en particulier en immuno-oncologie, immuno-inflammation et infectiologie. Le chiffre d'affaires d'Axenis était de l'ordre de €700k en FY17 avec un résultat opérationnel proche de l'équilibre. genOway a payé en titres (108.566 titres immédiatement, soit c.€196k, plus des compléments de prix-en titres également s'étalant jusqu'en 2023).

Fin 2018, genOway et Merck ont signé une alliance stratégique sur la technologie CRISPR/Cas9 pour les modèles de rongeurs, avec une licence exclusive mondiale et un partenariat de recherche. genOway utilisera la technologie CRISPR/Cas9 de modification génétique par intégration (knock-in), brevetée par Merck, afin de générer et de vendre des modèles de rongeurs dans le monde entier.

Actionnaires

Nom	% détenu	Dont droits de votes	Dont flottant
Dassault Développement	19,8 %	19,8 %	0,00 %
Alexandre Fraichard	9,69 %	9,69 %	0,00 %
Finoway	9,25 %	9,25 %	0,00 %
Flottant			61,3 %

Gouvernance & Management

Le Conseil d'Administration de genOway (sept membres) n'est pas indépendant selon nos critères, en ce qu'il comporte des représentants des principaux actionnaires, que certains administrateurs sont là depuis (trop) longtemps et le Directeur Général Alexandre Fraichard. S'agissant d'une valeur moyenne, les données relatives à la gouvernance sont par ailleurs relativement limitées.

Score de gouvernance

Company (Sector)

6,0 (6,0)

Independent board

Non

Parameters	Société	Secteur	Score	Poids
Nombre de membres du CA	7	11	9/10	5,0 %
Féminisation du CA (%)	0	30	1/10	5,0 %
Score on board domestic density (%)	85	51	3/10	10,0 %
Age moyen des membres du CA	55	58	8/10	5,0 %
Type of company : Small cap, controlled			4/10	10,0 %
Independent directors rate (%)	42	34	4/10	20,0 %
Une Action, un droit de vote			✓	10,0 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif			✓	0,0 %
Chairman n'est pas un ancien membre du comité de direction			✓	5,0 %
Transparence totale des rémunérations du comité de direction			✗	5,0 %
Transparence des seuils à atteindre avant attribution de bonus			✗	5,0 %
Le comité des rémunérations rapporte au Conseil d'Administration			✓	5,0 %
Statuts intelligibles et simples			✓	15,0 %
Score de gouvernance			6,0/10	100,0 %

Management

Nom	Fonction	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Salaire, in k€ (year) Trésorerie Rémunération en titres
Christian GRENIER	M DG		2019		
Alexandre FRAICHARD	M Deputy General Manager		1999		
Benjamin BRUNEAU	M DAF		2016		

Conseil d'administration

Nom	Indep.	Fonction	Fin du mandat actuel	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Jetons de présence, in k€ (year)	Valeur des titres, in k€(year)
Christian GRENIER	M ✓	Président			2014			
Patrick BLAIN	M ✗	Membre			2019			
Alexandre FRAICHARD	M ✗	Membre	2019					1 102 (2017)
Robert LÉON	M ✗	Membre	2019					
Michel G. LURQUIN	M ✗	Membre	2019		2001			
Denis SOUBEYRAN	M ✓	Membre	2019		2015			
Andre TARTAR	M ✓	Membre			2017			

Human resources score

Company (Sector)

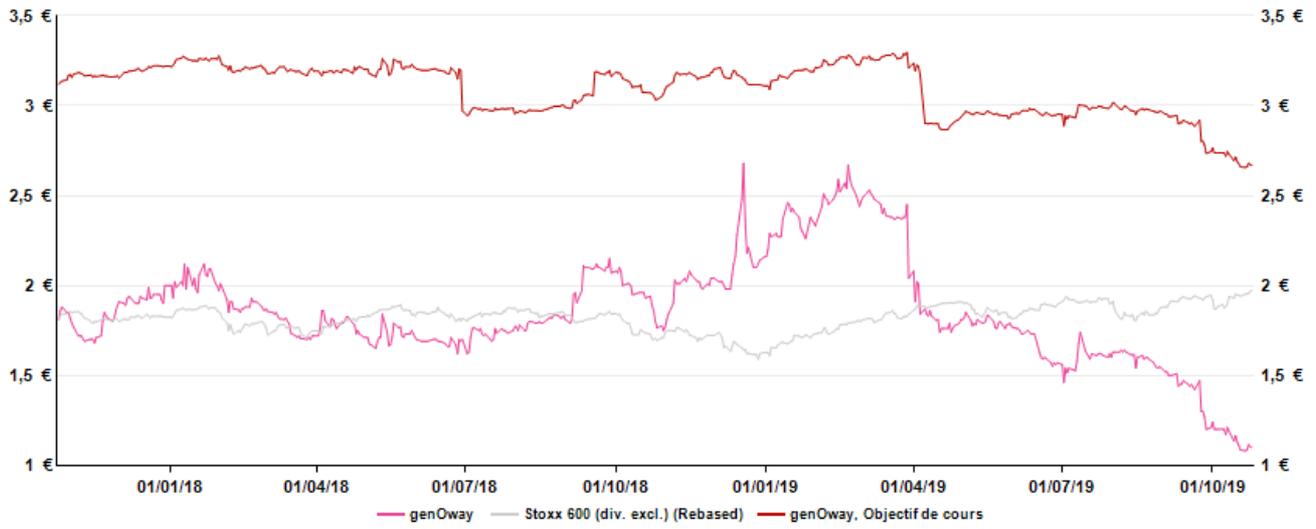
6,5 (6,5)

Parameters	Oui  / Non 	Poids
Accidents du travail		25 %
Des objectifs ont-ils été fixés sur tous les sites du groupe?		10,0 %
Les accidents du travail sont-ils en diminution?		15,0 %
Developpement des ressources humaines		35 %
Les compétences nécessaires pour atteindre les objectif du groupe sont-elles identifiées		3,5 %
Existe-t-il un plan de recrutement à moyen terme (2 à 5 ans)		3,5 %
Existe-t-il une stratégie de formation pour atteindre les objectifs fixés par la société?		3,5 %
Les salariés sont-ils formés aux objectifs de demain?		3,5 %
Tous les salariés ont-ils accès à la formation?		3,5 %
Le groupe n'a pas fait de plan social ou tout autre forme licenciement économique sur l'année?		3,5 %
Les talents sont-ils restés?		3,5 %
Les managers ont-ils des objectifs de management?		3,5 %
Si oui, les résultats sont-ils pris en compte pour la réévaluation salariale?		3,5 %
La mobilité interne entre les différentes unités du groupe est-elle encouragée?		3,5 %
Paye		20 %
Existe-t-il un comité de rémunération ?		6,0 %
La rémunération variable prend-t-elle en compte la performance du groupe et celle du salarié?		14,0 %
Satisfaction au travail		10 %
Existe-t-il une mesure de la satisfaction des salariés?		3,3 %
Chacun peut-il y participer?		3,4 %
Y a-t-il un plan d'action pour améliorer le moral des salariés?		3,3 %
Communication interne		10 %
La stratégie et les objectifs du groupe sont-ils disponibles pour tous les salariés?		10,0 %
Human resources score	6,5/10	100.0%

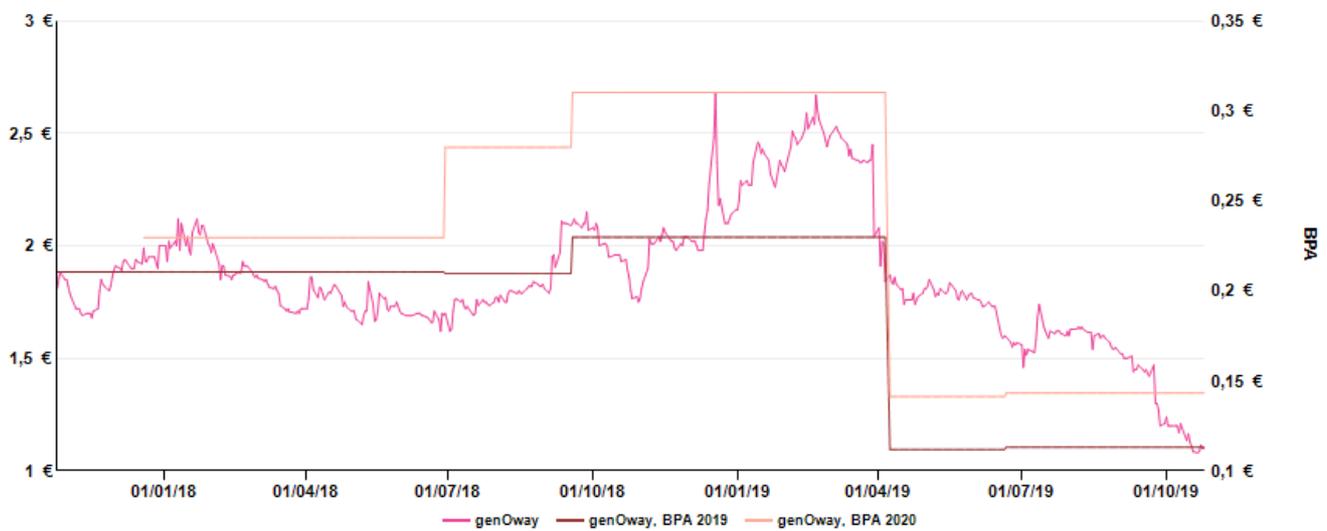
Effectifs et retraites

L'effectif moyen au cours de l'exercice 2017 était de 96 personnes (52 cadres et 44 non cadres) et le montant des engagements de retraite, calculée selon une méthode actuarielle, s'élevait à €567K et €690.7K à fin 2018.

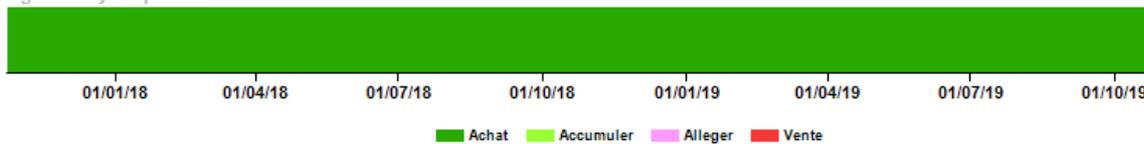
Cours & Objectif de cours



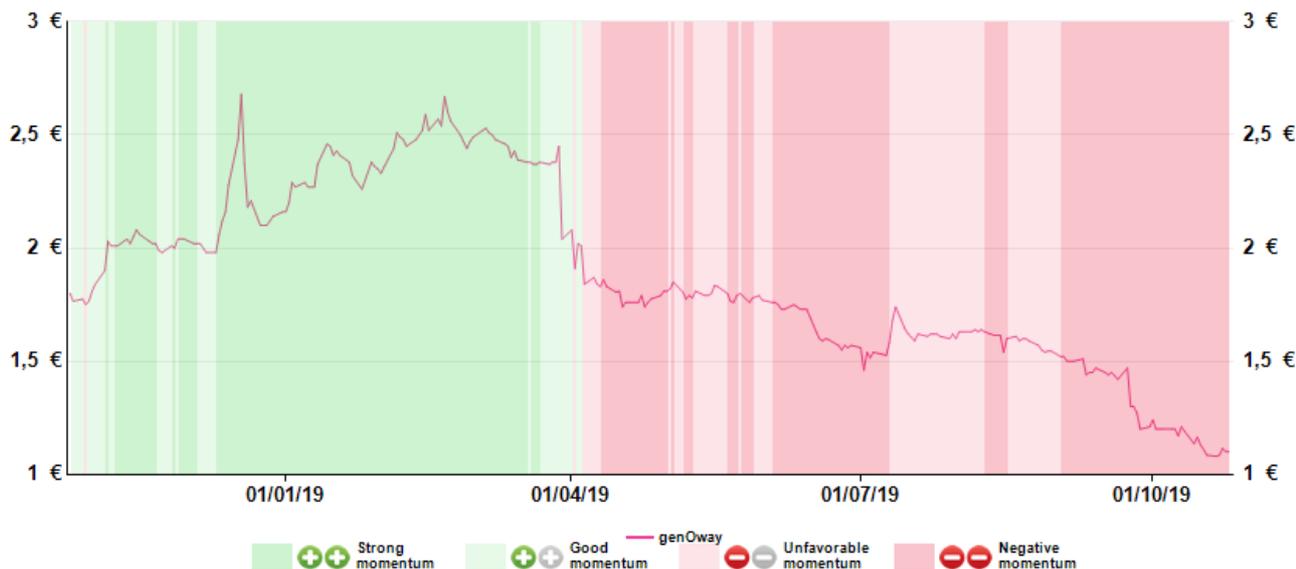
Bénéfices par action et Opinion



genOway : Opinion



Momentum



L'analyse par le momentum consiste à évaluer la tendance boursière sur un instrument financier, à partir de l'analyse des flux d'échanges sur cet instrument. Les principaux indicateurs utilisés dans notre outil de momentum sont les moyennes mobiles simples sur 3 échelles de temps : le court terme (20 jours de bourse), le moyen terme (50j) et le long terme (150j).

Le positionnement de ces moyennes mobiles les unes par rapport aux autres nous indique l'orientation des flux sur ces 3 échelles de temps. Par exemple si les moyennes mobile courtes et intermédiaires sont au dessus de la moyenne longue cela détermine une orientation haussière à confirmer.

Nous prenons également en compte la position du dernier cours de bourse par rapport aux trois moyennes mobiles (indicateur avancé) ainsi que la dynamique de ces 3 moyennes -baissière, neutre, haussière- qui est plutôt un indicateur retardé.

Les indications directionnelles données par les flux au travers des moyennes mobiles et les cours doivent être confirmées par les volumes pour valider le signal. Nous utilisons pour cela un calcul de hausse moyenne des volumes sur 10 semaines complété par un calcul relatif sur les volumes à la hausses et les volumes à la baisse pour valider nos analyses

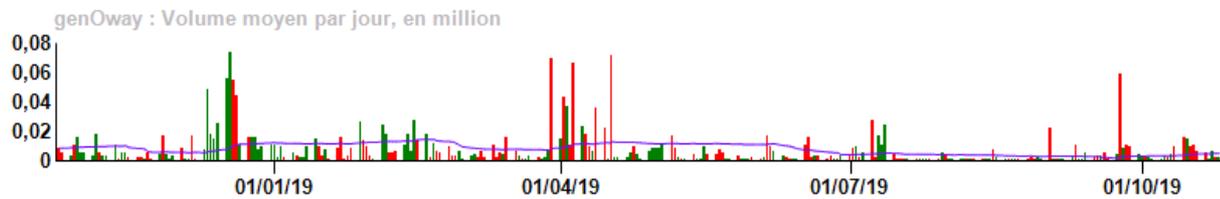
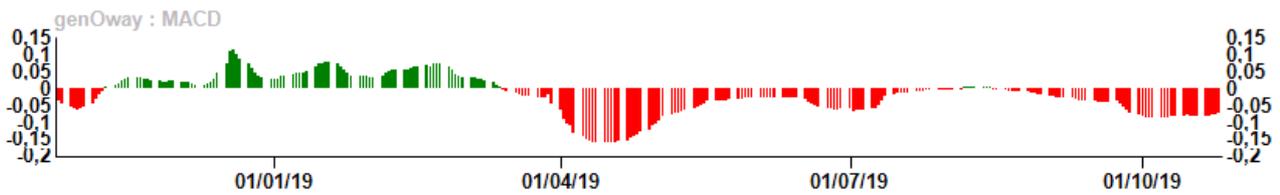
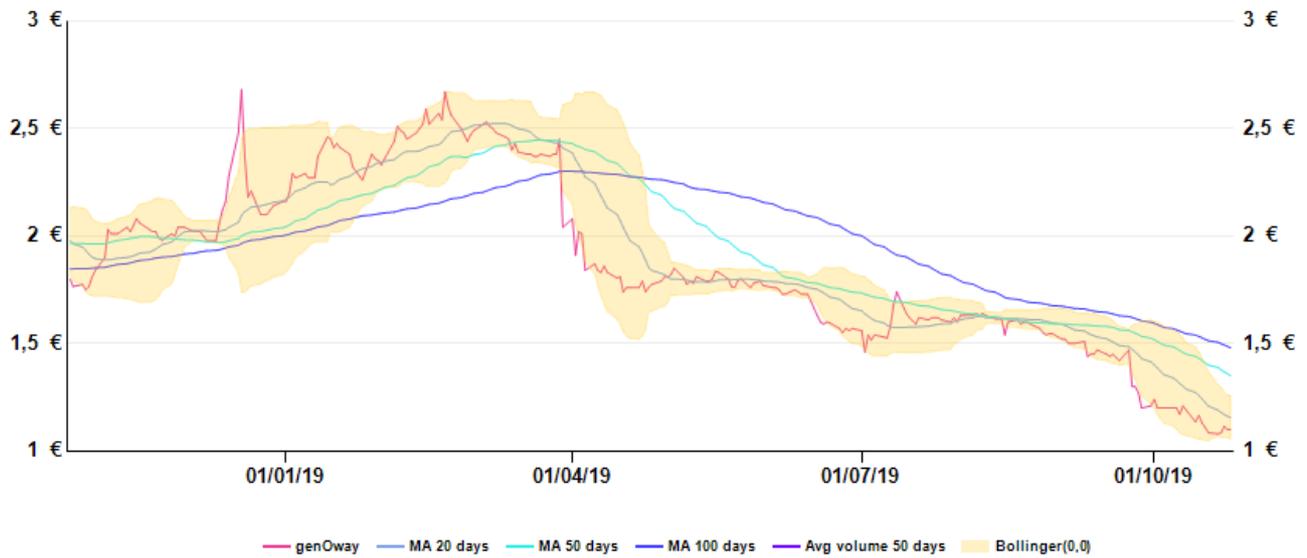
++ : Momentum fortement positif correspondant a une tendance haussière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

+ + : Momentum plutôt positif correspondant à une orientation globalement haussière des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-achat ou par l'absence de volumes.

- - : Momentum plutôt négatif correspondant à une orientation neutre ou baissières des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-vente ou par l'absence de volumes.

-- : Momentum fortement négatif correspondant à une tendance baissière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

Moyenne mobile MACD & Volume



€/\$ sensibilité



Secteur Pharmacie



Detailed Financials

Clefs de valorisation

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
PER ajusté	x	21,1	9,72	7,68	5,02
PER publié	x	21,1	9,72	7,68	5,02
VE/EBITDA(R)	x	9,75	5,30	3,91	2,68
P/ANC	x	1,53	0,70	0,60	0,50
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Rendement du cash flow disponible</i>	%	5,11	5,01	11,1	13,4
Cours moyen	€	2,02	1,10	1,10	1,10

Compte d'exploitation consolidé

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Chiffre d'affaires	M€	14,8	15,9	17,6	19,3
<i>Croissance du CA</i>	%	16,6	7,42	10,6	9,79
<i>CA par employé</i>	k€	151	154	164	172
Croissance organique	%	11,1	7,42	10,6	9,79
Achats et coûts externes (incl. IT)	M€				
R&D costs as % of sales	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Coûts de personnel	M€	-6,36	-6,49	-6,64	-6,79
Loyers de location opérationnelle	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Coût des ventes (indicatif)	M€				
EBITDA	M€	1,45	1,48	1,82	2,34
EBITDA(R)	M€	1,45	1,48	1,82	2,34
<i>Marge d'EBITDA(R)</i>	%	9,79	9,34	10,4	12,1
<i>EBITDA(R) par employé</i>	k€	14,8	14,4	17,0	20,9
Dotations aux amortissements	M€	-0,85	-0,91	-0,97	-1,03
<i>Dotations aux amortissements/CA</i>	%	5,72	5,71	5,50	5,32
Dépréciations	M€				
Reprises de provision	M€	0,00	0,20	0,20	0,20
Résultat opérationnel courant	M€	0,60	0,78	1,06	1,51
<i>Marge opérationnelle courante</i>	%	4,07	4,89	6,01	7,83
Autres revenus/dépenses (cash)	M€				
Autres rev./dép. (non cash; incl. réévaluat° d'actifs)	M€				
Résultat des JV	M€				
Dépréciation des survaleurs	M€				
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	0,60	0,78	1,06	1,51
Charges financières	M€	-0,45	-0,20	-0,20	-0,20
<i>dont effectivement décaissé</i>	M€	0,00			
Produits financiers	M€	0,28	0,00	0,00	0,00
Autres produits (charges) financiers	M€				
Résultat financier net	M€	-0,17	-0,20	-0,20	-0,20
<i>dont services des engagements de retraites</i>	M€		0,00	0,00	0,00
Profits avant impôts et exceptionnels	M€	0,43	0,58	0,86	1,31
Eléments exceptionnels et autres (avant impôts)	M€	0,12	0,10	0,00	0,00
<i>dont composante cash</i>	M€				
Impôt courant	M€	0,02	0,00	0,00	0,00
Déficits fiscaux reportables	M€				
Impôts différés	M€				
Impôts sur les sociétés	M€	0,02	0,00	0,00	0,00
<i>Taux d'imposition</i>	%	-5,18	0,00	0,00	0,00
<i>Marge nette</i>	%	3,08	3,63	4,87	6,79
Mises en équivalence	M€				
<i>Dividendes reçus des mises en équivalences</i>	M€				
Intérêts minoritaires	M€				
<i>dividendes versés aux minoritaires</i>	M€				

Résultat des activités destinées à être cédées	M€				
Résultat net pdg	M€	0,57	0,68	0,86	1,31
Dépréciation des survaleurs	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres ajustements	M€				
Résultat net ajusté, pdg	M€	0,57	0,68	0,86	1,31
Economie d'intérêts	M€				
Résultat corrigé et dilué	M€	0,57	0,68	0,86	1,31
NOPAT	M€	0,42	0,54	0,74	1,06

Tableau de financement

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
EBITDA	M€	1,45	1,48	1,82	2,34
Variation du BFR	M€	1,84	-0,50	-0,44	-0,80
<i>dont (augm.)/dimin. des créances clients</i>	<i>M€</i>	<i>0,63</i>	<i>-0,76</i>	<i>-0,98</i>	<i>-1,15</i>
<i>dont (augm.)/dimin. des stocks</i>	<i>M€</i>	<i>-0,19</i>	<i>-0,19</i>	<i>-0,20</i>	<i>-0,31</i>
<i>dont augm./dimin. des dettes fournisseurs</i>	<i>M€</i>	<i>-0,08</i>	<i>0,17</i>	<i>0,25</i>	<i>0,20</i>
<i>dont augm./dimin. autres dettes</i>	<i>M€</i>	<i>1,48</i>	<i>0,27</i>	<i>0,48</i>	<i>0,46</i>
Dividendes reçus des mises en équivalence	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€		0,00	0,00	0,00
Eléments exceptionnels	M€				
Autres cash flows d'exploitation	M€	0,00			
Cash flows d'exploitation total	M€	3,29	0,98	1,38	1,53
Investissements matériels	M€	-2,50	-0,45	-0,45	-0,45
<i>Investissements / dotations aux amortissements</i>	<i>%</i>	<i>295</i>	<i>49,6</i>	<i>46,5</i>	<i>43,8</i>
Acquisitions de titres	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres flux d'investissement	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Flux d'investissement net	M€	-2,50	-0,45	-0,45	-0,45
Charges financières nettes	M€	-0,17	-0,20	-0,20	-0,20
<i>dont compasante cash</i>	<i>M€</i>		<i>-0,20</i>	<i>-0,20</i>	<i>-0,20</i>
Dividendes (maison mère)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€				
<i>dont (achat)/vente d'actions d'autocontrôle</i>	<i>M€</i>				
(Aug.)/réduction de la dette nette	M€	0,00	-1,40	0,70	-0,35
Autres flux financiers	M€				
Flux financiers totaux	M€	0,00	-1,60	0,50	-0,55
Variation de la trésorerie	M€	0,79	-1,07	1,43	0,53
Variation de la dette nette	M€	0,79	0,33	0,73	0,88
Cash flow disponible (avant div)	M€	0,62	0,33	0,73	0,88
Cash flow opérationnel	M€	3,29	0,98	1,38	1,53
<i>Taux de réinvestissement (invest./Immo. corporelles)</i>	<i>%</i>	<i>40,0</i>	<i>7,27</i>	<i>7,37</i>	<i>7,48</i>

Bilan		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
R&D immobilisée	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Survaleurs	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Droits incorporels (y compris concessions)	M€	1,44	1,25	1,01	0,73
Autres immobilisations incorporelles	M€	1,28	1,28	1,28	1,28
Total actif incorporel	M€	2,72	2,53	2,29	2,01
Immobilisations corporelles	M€	6,25	6,19	6,11	6,02
Immobilisations financières (invest. LT dans des sociétés)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Instruments dérivés liés aux op couverture (part LT)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres immo. financières (optique de placement)	M€	0,35	0,35	0,35	0,35
<i>dont disponible à la vente</i>	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
BFR	M€	-3,41	-2,90	-2,46	-1,66
<i>dont clients (+)</i>	M€	2,75	3,51	4,49	5,64
<i>dont stocks (+)</i>	M€	0,54	0,73	0,93	1,24
<i>dont fournisseurs (+)</i>	M€	2,25	2,42	2,67	2,87
<i>dont engagements courants (+)</i>	M€	4,46	4,73	5,21	5,67
Autres actifs courants	M€	4,01	4,52	5,29	6,11
<i>dont actifs d'impôts</i>	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Actif total (net des engagements CT)	M€	9,93	10,7	11,6	12,8
Capitaux propres part du groupe	M€	7,89	9,40	11,0	13,2
Intérêts minoritaires	M€				
Provisions pour retraite	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres provisions pour risques et charges	M€	0,42			
Charges d'IS	M€				
Autres charges	M€	0,00			
Endettement net / (trésorerie)	M€	1,62	1,29	0,55	-0,33
Passifs totaux	M€	9,93	10,7	11,6	12,8
Endettement net moyen / (trésorerie)	M€	0,71	1,45	0,92	0,11

Valeur d'entreprise		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
VE/EBITDA(R)	x	9,75	5,30	3,91	2,68
VE/EBIT	x	23,5	10,1	6,75	4,14
VE/CA	x	0,95	0,50	0,41	0,32
EV/Capital investi	x	2,54	1,35	1,20	0,98
Capitalisation boursière	M€	12,1	6,58	6,58	6,58
+ Provisions (incluant les retraites)	M€	0,42	0,00	0,00	0,00
+ Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	1,62	1,29	0,55	-0,33
+ Dette implicite aux immo. en location opérationnelle	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
- Immobilisations financières (juste valeur) et autres	M€				
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€				
= Valeur d'entreprise	M€	14,1	7,87	7,14	6,25

Données par action

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	€	0,10	0,11	0,14	0,22
<i>Croissance des BPA</i>	%	-70,4	18,4	26,6	52,9
BPA publié	€	0,10	0,11	0,14	0,22
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash flow libre par action	€	0,10	0,06	0,12	0,15
Cash flow opérationnel par action	€	0,55	0,16	0,23	0,26
Actif net comptable par action	€	1,32	1,57	1,84	2,20
Nombre d'actions ordinaires	Mio	5,98	5,98	5,98	5,98
Equivalent nombre d'actions ordinaires (fin d'année)	Mio	5,98	5,98	5,98	5,98
Nombre d'actions pour Capi.	Mio	5,98	5,98	5,98	5,98
Autocontrôle (fin d'année)	Mio				
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)	Mio	5,98	5,98	5,98	5,98
Nombre d'actions ordinaires moyen	Mio	5,98	5,98	5,98	5,98
Conversion d'instruments de dette en actions	Mio				
Règlement de stock-options exerçables	Mio				
Règlement probable de stock-options non exerçables	Mio				
Autres engagements d'émettre des titres	Mio				
Dilution (moyenne)	Mio	0,00	0,00	0,00	0,00
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	5,98	5,98	5,98	5,98
Survaleur par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
BNA après amort. des survaleurs (dilué)	€	0,10	0,11	0,14	0,22
BNA avant amort. des survaleurs (non dilué)	€	0,10	0,11	0,14	0,22
Paieement effectif	€				
Taux de distribution	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Ratio de "pay out" (div. + rachat / résultat)	%	0,00	0,00	0,00	

Financement et liquidité

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
EBITDA	M€	1,45	1,48	1,82	2,34
Cash flow des opérations	M€	1,45	1,28	1,62	2,14
Fonds propres	M€	7,89	9,40	11,0	13,2
Dette brute	M€	4,66	3,26	3,96	3,61
dont échéance moins d'un an	M€	0,35	0,35	0,35	0,35
dont échéance entre 1 et 5 ans	M€	1,41	0,00	3,61	3,26
dont échéance moins de 2 ans	M€	0,35	0,35	0,35	0,35
dont échéance moins de 3 ans	M€	0,35	0,35	0,35	
dont échéance moins de 4 ans	M€	0,35	0,35		2,91
dont échéance moins de 5 ans	M€	0,35		2,91	
dont échéance à plus de 5 ans	M€	2,91	2,91		
+ Trésorerie brute	M€	3,04	1,97	3,41	3,94
= Dette nette / (trésorerie)	M€	1,62	1,29	0,55	-0,33
Emprunts bancaires	M€	4,60	3,20	3,50	3,50
Autres financements	M€	0,06	0,06	0,46	0,11

Ratio d'endettement	%	8,96	15,4	8,35	0,86
<i>Dette nette ajustée/EBITDA(R)</i>	x	1,12	0,87	0,30	-0,14
<i>Dette brute ajustée/EBITDA(R)</i>	x	3,51	2,20	2,17	1,54
<i>Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds propres)</i>	%	39,2	25,7	26,4	21,5
<i>Ebit cover</i>	x	3,56	3,88	5,28	7,55
<i>CF des opérations/dette brute</i>	%	28,5	39,4	41,0	59,2
<i>CF des opérations/dette nette</i>	%	89,7	99,8	293	-648
<i>FCF/Dette brute ajustée</i>	%	12,2	10,1	18,5	24,5
<i>(Trés. brute + FCF + Découverts)/Dette CT</i>	x	10,5	6,54	11,8	13,7
<i>FCF/Dette CT</i>	x	2,27	0,94	2,08	2,52

Analyse du ROE par la méthode de Dupont

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Charge d'IS (Net/Pretax pre-except.)	x	1,32	1,17	1,00	1,00
Marge opérationnelle (EBIT/CA)	%	4,07	4,89	6,01	7,83
Rotation des actifs(CA/actifs moyens)	%	171	154	158	158
Levier (Actifs moyens/Fonds propres moyens)	x	1,15	1,19	1,09	1,01
Rendement des fonds propres (ROE)	%	7,58	7,83	8,39	10,8
ROA	%	10,8	13,4	17,8	23,7

Réconciliation des capitaux propres

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Fonds propres année N-1	M€	7,29	7,87	9,40	11,0
+ Profits nets de l'année	M€	0,57	0,68	0,86	1,31
- Dividendes (maison mère)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Augmentation de capital	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
dont diminution (augmentation) de l'autocontrôle	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
- Gains (pertes) actuariels non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Autres éléments de résultat ("comprehensive")	M€		0,86	0,77	0,82
= Fonds propres fin d'année	M€	7,87	9,40	11,0	13,2

Personnel		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Chiffre d'affaires par employé	k€	151	154	164	172
Coûts de personnel unitaire	k€	-64,9	-63,0	-62,1	-60,6
<i>Variation des coûts de personnel</i>	%	22,0	1,95	2,37	2,23
<i>Variation des coût de personnel unitaire</i>	%	16,4	-3,00	-1,46	-2,33
<i>Coûts de pers./(Ebitda+Coûts de pers.)</i>	%	81,4	81,4	78,5	74,4

Nombre d'employés moyen		utp	98,0	103	107	112
Europe	utp	98,0	102	107	112	
Amérique du Nord	utp	0,00	0,00	0,00	0,00	
Amérique du Sud	utp	0,00	0,00	0,00	0,00	
Asie	utp	0,00	0,00	0,00	0,00	
Autres pays clés	utp	0,00	0,00	0,00	0,00	
Coûts totaux de personnel						
	M€	-6,36	-6,49	-6,64	-6,79	
Salaires	M€	-6,36	-6,49	-6,64	-6,79	
<i>dont contributions sociales</i>	M€					
Païement en titres	M€					
Coûts relatfs aux retraites	M€		0,00	0,00	0,00	

Chiffre d'affaires par division		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Total sales	M€	14,8	15,9	17,6	19,3
<i>O/w organic growth (%)</i>	%	11,1	7,42	10,6	9,79
Products and Services	M€	10,8	11,8	13,4	15,1
Other	M€	3,99	4,07	4,15	4,24

Résultat par division		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
EBIT Analysis					
Products and Services	M€	0,60	0,78	1,06	1,51
Other/cancellations	M€				
Total	M€	0,60	0,78	1,06	1,51
EBIT margin	%	4,07	4,89	6,01	7,83

Géographie du chiffre d'affaires		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Europe	%	52,0	52,0		
Americas	%	47,0	47,0		
Other	%	1,00	1,00		

ROCE/CFROIC/Capitaux investis		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Rendement des capitaux investis	%	7,57	9,35	12,5	16,6
CFROIC	%	11,1	5,67	12,3	13,9
Survaleur	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dépréciation cumulée des survaleurs</i>	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	M€	2,72	2,53	2,29	2,01
<i>Dépréciation cumulée des immo. incorporelles</i>	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Couvertures à LT	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
R&D mmobilisée	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Valeur actuelle des engagements de leasing	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres actifs immobilisés	M€	6,25	6,19	6,11	6,02
<i>Amortissements cumulés</i>	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
BFR	M€	-3,41	-2,90	-2,46	-1,66
Autres actifs	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Capitaux employés après amortissement (Capitaux investis)	M€	5,57	5,81	5,94	6,37
Capitaux employés avant amortissement	M€	5,57	5,81	5,94	6,37

Capitaux employés par division		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Products and Services	M€				
Other	M€	5,57	5,81	5,94	6,37
Total capital employed	M€	5,57	5,81	5,94	6,37

Opinion fondamentale

S'il est implicite que les recommandations formulées par AlphaValue sont de bonne foi, elles ne devraient jamais constituer l'unique fondement d'une décision d'investissement.

Les recommandations sont construites dans une approche de "père de famille".

Les valorisations sont calculées du point de vue d'un **actionnaire minoritaire**, à moyen terme (6 mois).

Les outils de valorisation sont présentés de façon **transparente**, toutes les valeurs sous-jacentes sont accessibles, et **cohérente**, la méthodologie est la même quelque soit le titre, en tenant compte cependant des différences de nature entre valeurs financières et non financières. Une action avec un objectif de cours en-dessous de son cours actuel ne sera jamais associée à un Accumuler ou un Achat.

Les recommandations se basent sur des objectifs de cours sans prendre en compte le rendement du dividende. Les seuils pour les quatre niveaux de recommandations peuvent changer de temps à autres selon les conditions de marché. Les seuils sont définis comme indiqué ci-dessous, SI L'ON SUPPOSE que les taux longs sans risque demeurent entre 2 et 5%.

Recommandation	Volatilité Faible 10 < VIX index < 30	Volatilité Normale 15 < VIX index < 35	Volatilité Elevée 35 < VIX index
Achat ●	Plus de 15 % de potentiel	Plus de 20 % de potentiel	Plus de 30 % de potentiel
Accumuler ■	De 5 % à 15 %	De 5 % à 20 %	De 10 % à 30 %
Alléger ■	De -10 % à 5 %	De -10 % à 5 %	De -10 % à 10 %
Vente ●	Moins de -10 %	Moins de -10 %	Moins de -10 %

L'absence de recommandation « neutre » est délibérée. Investir dans les actions est sans intérêt si le retour attendu n'est pas au moins au niveau des taux sans risque (avant prise en compte du dividende).

Bien que les recommandations soient déterminées par les objectifs de cours, la direction d'AlphaValue entend maintenir une cohérence globale sur son univers de couverture et est susceptible, de temps à autre, de changer certains paramètres globaux, ce qui pourrait affecter le niveau de définitions des recommandations et/ou la distribution des recommandations dans les quatre champs ci-dessus. Par exemple, baisser la prime de risque dans un contexte de prudence excessive pourrait augmenter la proportion de recommandations positives.

Valorisation

Les méthodes de valorisation ont été élaborées dans un souci de cohérence et de transparence.

Les sociétés sont réparties en 3 catégories selon leur activité principale: Banques, Assurances et Non Financières.

L'appartenance à une de ces 3 catégories détermine la méthode de construction du cours objectif.

Le cours objectif résulte d'une pondération de plusieurs critères de valorisation, qui peuvent être changés en cas de besoin. Toutes les sociétés d'une même catégorie sont valorisées de la même manière et donc de façon cohérente entre elles.

Au sein de l'univers des sociétés Non Financières, 4 sous-catégories permettent de prendre en compte les spécificités inhérentes au secteur d'activité: 1) "Industrielles standard"; 2) "Holdings" pour lesquelles la mesure de l'actif net réévalué est prépondérant; 3) "Valeurs de croissance" pour lesquelles l'accent est mis sur la valorisation par analogies avec des valeurs comparables; 4) "Sociétés en perte" pour lesquelles justement la valorisation par les comparables ne fonctionne pas. La valorisation est alors assise principalement sur la méthode du DCF (Discounted Cash Flow ou actualisation des flux de trésorerie futurs) et la mesure de l'Actif net réévalué. Ces deux dernières méthodes reviennent à « redonner du long terme » à la société sous revue.

Méthode de valorisation	Industrielles standard	Valeurs de croissance	Holding company	Sociétés en pertes	Banques	Assurances
DCF	35%	35%	10%	40%	0%	0%
Actif net réévalué	20%	20%	55%	40%	25%	15%
PER	10%	10%	10%	5%	10%	20%
VE/EBITDA	20%	20%	0%	5%	0%	0%
Rendement	10%	10%	20%	5%	15%	15%
Actif net comptable	5%	5%	5%	5%	15%	10%
Valeur intrinsèque (banques)	0%	0%	0%	0%	25%	0%
Embedded Value	0%	0%	0%	0%	0%	40%
Capi./Résultat d'exploitation brut	0%	0%	0%	0%	10%	0%