

# Plant Advanced Technologies

## D'une phase de R&D vers une phase de production

20 octobre 2020

### Cas d'investissement

- Des technologies innovantes dans la découverte, l'exploitation et la production de principes actifs à base de plantes
- Des applications ciblées dans la cosmétique, le domaine pharmaceutique, la nutraceutique ou encore l'agrochimie
- Une capacité à attirer des investisseurs/partenaires de 1<sup>er</sup> plan
- Un partenariat de distribution prometteur signé fin 2019 avec Clariant
- Des perspectives favorables en termes d'activité, décollage attendu pour 2021
- D'un profil biotech., PAT va progressivement passer à un statut de producteur d'ingrédients naturels à forte valeur ajoutée

### Un objectif : mettre les plantes au service de la science

Créée en 2005, Plant Advanced Technologies PAT se positionne sur le marché des extraits de plantes via l'identification et la production de molécules rares destinées à être intégrées dans la composition de certains médicaments, produits de soins, ou encore de compléments alimentaires. Ces extraits sont difficiles à synthétiser et leur production naturelle reste souvent liée à des espèces protégées. Après 15 ans de recherche PAT dispose d'un savoir-faire novateur dans la stimulation du métabolisme des plantes et dans l'identification, la révélation et la production de biomolécules rares, qui offrent des réponses à ces problématiques.

### Des résultats de recherche prometteurs, 1<sup>ers</sup> produits sur le marché

La société a développé plusieurs technologies brevetées : 1) PAT plantes à traire® : production et récolte des principes actifs par exsudation racinaire ; 2) l'ingénierie métabolique : production et récolte de molécules rares par fermentation ; 3) PAT target binding® : identification des molécules capables de se lier à des molécules d'intérêt (simplification et accélération du processus d'identification des composés actifs). Grâce à ces travaux de recherche menés seuls ou en partenariat, PAT a découvert de nouvelles molécules ou des applications nouvelles pour des molécules déjà connues. Des principes actifs avec des propriétés anti-âge sont d'ores et déjà commercialisés et d'autres applications sont en cours de lancement dans le domaine de la cosmétique. Par ailleurs, une molécule a donné des résultats prometteurs en phase préclinique pour le traitement du psoriasis (lancement de la phase clinique), et une molécule qui présente des effets sur les capacités cognitives est également en phase de développement.

### Décollage des ventes attendu pour 2021, objectif de cours de 24,5 €

Si les travaux scientifiques ont un peu tardé à se traduire en termes opérationnels, grâce la signature d'un partenariat de distribution et de co-développement avec Clariant dans la cosmétique, et compte tenu du pipeline de produits, l'histoire pourrait s'accélérer avec un décollage des ventes de produits attendu pour 2021. D'une société de R&D, PAT va progressivement passer à un statut de producteur de molécules d'intérêts. Nous estimons que le cours pourrait reprendre un parcours haussier dès l'amorce d'une hausse des ventes de produits. Nous conseillons ainsi d'Acheter le titre avec un objectif de cours de 24,5 €.

# ACHAT

Objectif : **24,5€**

Potentiel : **+39%**

Infos marché	
Secteur	Biotech. Végétales
Cours (€)	17,6
Capitalisation (M€)	19,1
Marché	Euronext Growth
Bloomberg	ALPAT FP

Actionnariat	
Jean-Paul Fèvre	29%
Frédéric Bourgaud	6%
Clariant	10%
Vetoquinol	2%
Flottant	53%

M€ (31/12)	2018	2019	2020e	2021e
<b>CA</b>	1,1	1,2	1,2	1,7
Var (%)	41,5%	2,7%	2,3%	41,7%
<b>ROC</b>	-2,1	-1,5	-1,2	-1,2
Marge op. (%)	-188,2%	-132,1%	-104,0%	-71,4%
RNpg	0,9	-0,5	-0,4	-0,4
<b>BNPA publié (€)</b>	0,89	-0,50	-0,40	-0,36
Var. BNPA (%)	ns	ns	ns	ns
<b>Dividende (€)</b>	0,00	0,00	0,00	0,00
Rendement net (%)	ns	ns	ns	ns
<b>FCF</b>	-1,1	-0,6	-0,6	-0,9
<b>ROCE</b>	ns	ns	ns	ns
VE/CA	20,4	16,5	17,6	13,0
VE/ROC	ns	ns	ns	ns
PER	24,7	-34,8	-44,0	-49,2
Dette fin. nette	2,6	1,4	2,0	2,9
Gearing (%)	31%	14%	21%	32%

Estimations Midcap Partners

Prochain événement : RN S1 : 30 oct 20

Rating history	
Date	Rating
23/04/2020	Buy
Analyst : Claire DERAY	
Email : cd@sponsor-finance.com	
Tel : +33 (0)6 18 49 29 35	

## Table des matières

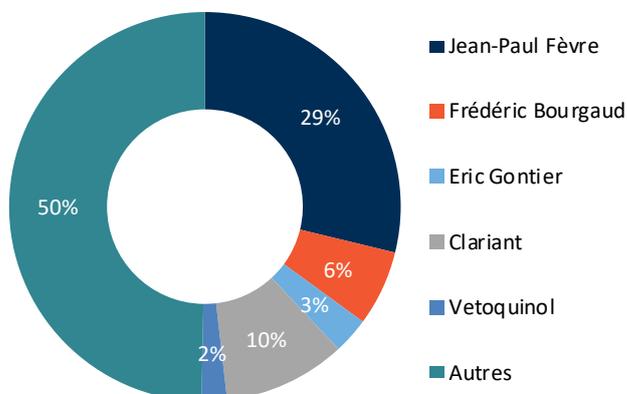
I.	I.	PRESENTATION DE PLANT ADVANCED TECHNOLOGIES	3
II.	II.	UN SAVOIR-FAIRE CENTRE SUR LES PLANTES	4
	A.	Une technologie de pointe.....	4
	B.	Les projets collaboratifs actuels.....	6
	C.	Les marchés ciblés.....	7
	D.	Une société qui se structure.....	9
III.	III.	PERFORMANCES OPERATIONNELLES	12
	A.	Des premiers succès commerciaux.....	12
	B.	Poursuite des investissements.....	16
	C.	Une capacité à attirer des investisseurs.....	17
IV.	IV.	VALORISATION	20
	A.	Approche de valorisation par comparaisons boursières.....	20
	B.	Approche de valorisation par DCF.....	21
	C.	Synthèse de valorisation.....	22
V.	V.	DONNEES BOURSIERES	23
VI.	VI.	DONNEES FINANCIERES	24
VII.		DISCLAIMER	26

# I. Présentation de Plant Advanced Technologies

## Description

Plant Advanced Technologies, ou PAT, est spécialisé dans l'identification, l'optimisation et la production de biomolécules végétales rares, jusqu'à présent inaccessibles, à destination des industries cosmétiques, nutraceutiques, pharmaceutiques et de la chimie fine.

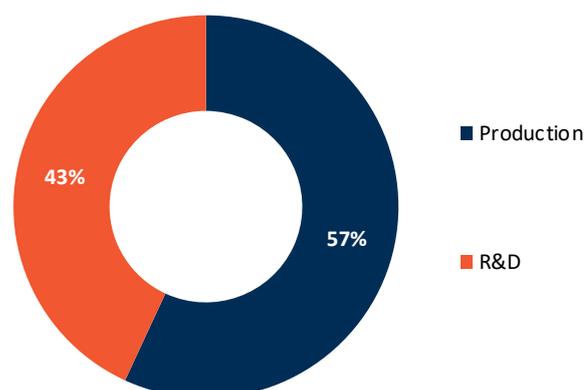
## Structure actionariale



## 'Evolution de l'activité



## Répartition du CA par nature de revenus



## Analyse SWOT

### Forces

- Savoir-faire technologique et des capacités de production en propre
- Des partenariats de recherche et commerciaux prometteurs
- Une image « verte » dans le domaine des ingrédients

### Faiblesses

- Un CA encore limité
- Partage de la propriété de certains produits (co-développement)
- Consommation de cash pour assurer les développements des produits propres

### Opportunités

- Lancement de nouveaux produits en catalogue
- Découverte de nouveaux principes actifs (serre à La Réunion)
- Perspectives prometteuses en pharma (anti-inflammatoire) et nutraceutique (facultés cognitives)

### Menaces

- Difficultés à commercialiser les produits
- Difficultés à générer des résultats/ FCF positifs
- Difficultés à trouver des financements extérieurs

## II. Un savoir-faire centré sur les plantes

### A. Une technologie de pointe

Créée en 2005, Plant Advanced Technologies est une société basée à Nancy (centre de recherche et site de production) qui comptait 35 salariés à fin 2019 (soixante en incluant les filiales, dont la moitié dans les équipes de recherche). PAT se positionne sur le marché des extraits de plantes destinés aux secteurs de la cosmétique, de la nutraceutique, de la pharmacie ou encore de la chimie verte.

Les plantes dans leur environnement naturel sont soumises à des agressions multiples, qui les ont conduites à développer des mécanismes de défense, dont la production de molécules par voie chimique. Les principes actifs de ces molécules sont utilisés, pour certains depuis des millénaires, pour leurs vertus curatives, médicinales ou encore cosmétiques.

Grâce aux 15 ans de recherche en collaboration avec des universités et des sociétés privées, PAT dispose d'un savoir-faire dans la stimulation du métabolisme des plantes et dans la génération de molécules d'intérêts, et est à la tête de 18 familles de brevets. Les techniques développées lui ont permis d'améliorer la qualité des molécules produites (environnement totalement maîtrisé grâce à la culture sous serres), d'exploiter de nouvelles capacités (accès aux racines des plantes, surexpression et concentration des principes actifs.) et ainsi de faire progresser significativement les rendements de production de molécules par rapport aux méthodes plus classiques de culture en champs par exemple.

PAT est aujourd'hui capable de proposer aux industriels des contrats de fourniture de molécules à partir de ses plateformes végétales de production et de fermentation. La société développe trois technologies brevetées : PAT plantes à traire®, Ingénierie métabolique et PAT Target Binding®.

- **PAT plantes à traire® : production et récolte des principes actifs par exsudation racinaire**

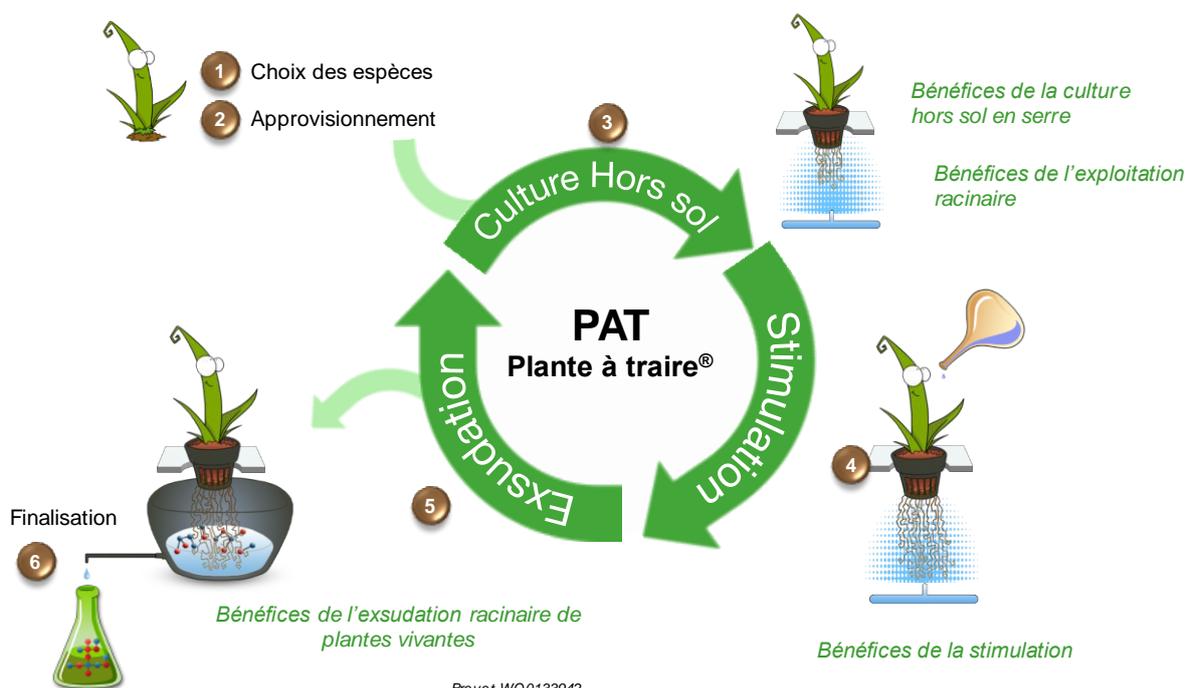
Cette technologie est au stade industriel depuis 2012, et assure des revenus par le biais de partenariat de recherche avec des groupes de cosmétique mondiaux et par le biais de la fourniture de molécules d'intérêt (premier produit anti-âge commercialisé par un partenaire de taille mondiale en 2013).

PAT a mis au point un mode de culture des plantes sous serre (3 hectares à Nancy) en aéroponie (hors sol). Les racines pendent dans le vide et sont alimentées par une brumisation de solutions nutritives. Il devient ainsi possible de maîtriser l'ensemble des paramètres du milieu (concentration des éléments nutritifs et leur proportion, le pH, la température, etc.).

En contrôlant au plus près l'environnement des plantes, et grâce au recours à des nutriments précurseurs (molécule servant de point de départ à la synthèse d'une autre molécule) et des éliciteurs (molécules qui déclenchent les mécanismes de défense des plantes avec production de substances défensives), la technologie PAT permet de stimuler la production de molécules cibles. Par un procédé d'exsudation, la récolte des molécules d'intérêt s'effectue alors directement au niveau des racines des plantes.

Grâce aux techniques de production mises en place PAT plantes à traire® présente de nombreux avantages, parmi les principaux : préservation de la plante (utilisation pour plusieurs cycles), accès à l'ensemble du réseau racinaire de la plante, sécurisation de la production, amélioration des rendements et surexpression des molécules d'intérêts.

**Illustration de la technologie PAT Plantes à traire®**



Brevet WO0133942

- 1 La première étape de la production est le choix de l'espèce, qui se base sur les données bibliographiques existantes et/ou sur la présence dans leurs racines de molécules d'intérêt
- 2 Les plantes sélectionnées sont approvisionnées en quelques unités pour être multipliées en interne par des techniques de bouturage ou de multiplication in vitro
- 3 4 Les plantes sont ensuite cultivées et stimulées dans le but d'augmenter la production des molécules d'intérêt (simulation d'attaque d'insecte, de champignons, etc.)
- 5 Exsudation : les racines sont plongées dans un solvant qui favorise la sortie des molécules d'intérêt (à base de produits naturels ou dérivés du pétrole, compatibles avec le cahier des charges du client final), puis les racines sont lavées et les plantes repartent en culture
- 6 Le produit de l'exsudation est alors filtré (procédé de nano-filtration basé sur l'utilisation de membranes semi-perméables) pour isoler les molécules d'intérêt du solvant.

Source : PAT

• **Ingénierie métabolique : reprogrammation de microorganismes et production de molécules rares par fermentation**

Grâce aux avancées scientifiques en matière de génie génétique et de biologie moléculaire, il est aujourd'hui envisageable de modifier le patrimoine génétique d'un organisme vivant en lui incorporant un fragment d'ADN provenant d'une espèce différente, et de lui faire exprimer cette information génétique étrangère. Ces savoir-faire nouveaux de la génétique ont permis d'ouvrir des voies de recherche et de développement. Il devient possible aujourd'hui, en s'appuyant sur ces méthodologies, de reprogrammer le code génétique d'un organisme en lui insérant un gène précis, qui lui permettra de produire une protéine recombinante précieuse (à usage médical : interféron, insuline, hormone de croissance, etc., ou industriel : enzymes).

L'ingénierie métabolique est une approche permettant de reprogrammer des cellules ou des tissus pour leur faire synthétiser des molécules à haute valeur ajoutée. Cette technologie consiste à introduire, dans un organisme cible producteur, des gènes végétaux clés qui contrôlent la synthèse de molécules d'intérêt dans les plantes. PAT se positionne sur l'identification des gènes clés concernés et sur l'ingénierie qui permettra l'industrialisation de la production de ces molécules rares par fermentation en bioréacteurs.

- **PAT Target Binding® : Trouver les ligands qui se lient aux protéines cibles d'intérêt**

La société opère des travaux de recherche qui permettent d'identifier de nouvelles molécules ou des extraits complexes uniques, et de caractériser le potentiel biologique de ces découvertes (composé anti-cancer ou de blanchiment de la peau par exemple) grâce au procédé du Target Binding® ou « liaison à des cibles ». Cette approche novatrice permet d'identifier rapidement et simplement les molécules d'un extrait responsables de l'activité biologique.

Les extraits complexes sont mis en contact de cibles biologiques isolées dans des conditions permettant la formation de liaisons. Des complexes spécifiques vont alors se former entre les composés capables de se fixer sur les cibles à la différence des autres molécules de l'extrait qui resteront en solution. Les molécules fixées aux cibles seront ensuite identifiées formellement par spectrométrie de masse. Cette approche de type clé-serrure permet de faire rapidement la différence entre un composé « actif », c'est-à-dire capable de se fixer sur la cible, et un composé « inactif » incapable d'une telle interaction.

La force de cette technique réside dans sa rapidité de mise en œuvre une fois les cibles validées. Elle permet d'obtenir en quelques heures les réponses habituellement obtenues en plusieurs mois par les approches classiques de fractionnement bioguidé. Dans ces approches les extraits sont testés pour identifier leurs propriétés biologiques. Si une réponse positive est observée, les extraits bioactifs sont fractionnés et testés à nouveau dans les essais biologiques. Le processus est renouvelé autant de fois que nécessaire afin d'isoler les molécules bioactives, ce qui implique des délais longs et donc des coûts plus élevés que la technique du Target Binding®.

Au-delà des ressources de recherche en interne, le groupe, a su, et sait toujours s'appuyer sur des programmes collaboratifs qui lui permettent notamment de compléter son savoir-faire, de gagner du temps dans les programmes de recherche et de percevoir des financements extérieurs.

## **B. Les projets collaboratifs actuels**

- **HerbiScan : INRAe, Arvalis**

Le projet HerbiScan vise à identifier de nouvelles substances naturelles végétales pouvant être une alternative écologique efficace aux herbicides conventionnels. HerbiScan analysera le potentiel herbicide de 300 espèces botaniques issues de la biodiversité terrestre, cherchera à identifier les molécules actives et à produire les premiers grammes permettant les essais au champ sur grandes cultures et cultures spécialisées. Projet de 3 ans, lancé en janvier 2020 d'un budget total de 1,5 M€, financé à hauteur de 661 K€ par le Programme d'Investissements d'Avenir (Caisse des Dépôts).

- **Chaire Bio4Solution : ENSAIA, BASF Agro, LORCA, Agrauxine**

Participation à la transition agro-écologique du monde agricole via la formation des professionnels de l'agriculture ainsi que les futures générations d'ingénieurs et le soutien à la recherche agronomique. Projet lancé début 2020. Budget annuel de 281 K€.

- **Bioprolor2 : 2 laboratoires publics, 4 PME et BASF Beauty Care**

Objectif : découverte de nouvelles molécules actives végétales, développement de produits innovants et mise sur le marché dans les domaines pharmaceutiques, cosmétiques et nutraceutiques.

Déjà membre du consortium Bioprolor (2010-2014), PAT fait partie de la deuxième étape du projet en tant que chef de file (2017-2020, budget de 3,1 M€), financé en partie par la région Grand-Est et le Fonds Européen de Développement REgional (FEDER). Les autres partenaires sont : ETAP-Lab (services en recherche préclinique), StaniPharm (formulation pharmaceutique), Biolie (extraction végétale), BASF (division ingrédients cosmétiques), l'Université de Lorraine (faculté de pharmacie), et le LAE (INRA, laboratoire spécialisé dans la physiologie et la phytochimie végétale).

- **TerpFactory : CNRS, Institut de Biologique Moléculaire des Plantes de Strasbourg**

Laboratoire commun de recherche qui déploie une stratégie de biologie de synthèse pour produire des molécules à haute valeur ajoutée dont la ressource naturelle est limitée (projet transféré à la filiale Cellengo). Cette unité de recherche mixte publique-privée bénéficie de la capacité des équipes de l'IBMP à résoudre des questions de recherche complexes, et a vocation à déboucher sur la production de nouveaux principes actifs en cosmétique, pour la pharmaceutique et l'agrochimie. Projet financé par l'Agence National de la Recherche, débuté en 2014 pour 3 ans, et renouvelé en 2018.

- **Improve : StratiCELL, Neuron Experts, Neuroservice**

Conception et développement de modèles in vitro de peau 3D de complexité accrue dédiés à l'évaluation de produits à visée cosmétique, neuro-sensorielle et dermo-pharmaceutique. Le projet a été lancé courant 2017 pour une durée de 3 ans, en partie financé par la région Wallonne (Belgique) à hauteur de 760 K€.

- **PATZerbaz : Université de la Réunion, ARMEFLOR, SHBP**

Programme d'innovation public-privé qui vise à valoriser la biodiversité végétale de l'île de la Réunion avec le soutien de la Région Réunion. Projet 2017-2020 financé en partie par le Fonds Européen (1,1 M€) de Développement Régional (FEDER).

## C. Les marchés ciblés

- **En cosmétique**

Les ingrédients naturels, quasi absents de la plupart des produits cosmétiques à échelle industrielle il y a encore quelques années, pour des contraintes de qualité, de stabilité des produits ou de coûts de production, sont de plus en plus souvent intégrés dans les formulations des produits, portés notamment par l'engouement des consommateurs qui sont demandeurs de produits plus naturels, authentiques, transparents, bioactifs, traçables et propres.

Le marché des ingrédients actifs s'élevait à plus de 4 Mds\$ en 2019, et il pourrait atteindre près de 6 Mds\$ à horizon 2027, soit une croissance annuelle moyenne de 6,6% (source : communiqué de presse Reports and Data de juillet 2020 : « Active cosmetic ingredients market analysis »).

Pour développer, mais également distribuer les produits mis au point avec les technologies PAT, les dirigeants ont signé fin 2019 un partenariat avec Clariant, qui a pris à cette occasion une participation de 10% du capital (levée de fonds de 2,2 M€, soit une valorisation à 20 € par action). Un premier produit réalisé en co-développement a été lancé en janvier dernier (Prenylium à base d'extrait de mûriers blancs permettant une réduction des rides) complété par le lancement d'un deuxième produit en mai 2020 : Rootness Energize (extrait des racines de Luffa pour apaiser certaines inflammations).

- **En agro-chimie-phytoprotection**

Si l'on a conscience depuis de nombreuses années de la nécessité de mettre au point des produits à la fois efficaces mais surtout moins nocifs pour l'Homme et l'environnement, en proposant des solutions abordables et opérationnelles au monde agricole, le marché n'en est qu'à ses débuts. La transition s'est accélérée au cours des dernières années avec des politiques/règlementations plus restrictives, en particulier en Europe. Le marché mondial des biopesticides (insecticides et fongicides essentiellement) est estimé à 4,3 Mds\$ en 2020 et devrait atteindre 8,5 Mds\$ en 2025, soit une croissance annuelle de près de 15% au cours de la période (source : marketsandmarkets).

Grâce à sa technologie qui permet d'identifier de nouvelles substances naturelles, PAT a lancé plusieurs programmes de recherche dans ce domaine, en partenariat avec BASF Agro depuis 2016 dans le but de mettre au point de nouveaux fongicides, et avec l'INRAe (Institut National de Recherche pour l'agriculture, l'alimentation et l'environnement) depuis 2020 dans le but de mettre au point de nouveaux bio-herbicides.

- **En nutraceutique**

Le marché mondial de la nutraceutique est estimé à plus de 267 Mds\$ en 2019 et est attendu à près de 405 Mds\$ en 2025 (source : reportlinker), soit une croissance annuelle moyenne de plus de 7% au cours de la période. Le marché est porté par le vieillissement de la population, la croissance des pathologies chroniques, et les aspirations santé de nombreux individus.

Au sein de ce marché, les produits à destination de la santé cérébrale (premier domaine ciblé par la société) sont en plein essor portés par la crainte de perdre ses capacités cognitives. Ce sous-segment de marché était estimé à 6,2 Mds\$ en 2018, il est attendu en croissance de plus de 8% par an d'ici 2025 (source : grandviewresearch), et pourtant parmi les produits actuellement sur le marché peu ont une réelle efficacité.

Forts de la mise au point d'un ingrédient actif d'origine végétal (dérivé de plants de café), les dirigeants ambitionnent de se positionner sur ce segment. Un principe actif innovant a pu être produit par fermentation et a prouvé ses effets en matière de protection des neurones, et de la mémoire à court et long terme sur des animaux. Les tests cliniques sur l'Homme sont prévus à horizon fin 2021, les développements relatifs à ce principe actif ont été apportés à la filiale nouvellement créée Cellengo (détenue à 100%, apport d'actifs valorisé 1,5 M€). Les dirigeants sont désormais à la recherche d'un partenaire industriel qui assurerait le co-développement et la distribution du produit une fois celui-ci finalisé. PAT serait à terme le fournisseur de la matière active qui sera intégrée dans un produit fini.

- **Dans le domaine pharmaceutique**

Que ce soit sous forme de principe actif pur ou recombiné, parfois toujours tirées de la plante même ou obtenues en hémisynthèse, les substances naturelles (plantes, organismes marins, micro-organismes) sont à l'origine de nombreux médicaments. Les plantes sont en effet depuis toujours une source de remède et de bien-être. Parmi les applications médicales les plus connues on peut citer : l'aspirine (origine : saule ou reine des prés), la codéine ou la morphine (origine : le pavot) dans la catégorie des analgésiques ; le taxol, le taxotère ou la vinblastine dans la catégorie anticancéreux (origine un arbre : l'if et une plante : la Pervenche de Madagascar) ; la quinine (origine un arbre : le quinquina) ou l'artémisinine (origine : plante chinoise) dans la catégorie antipaludéen, la caféine comme stimulant, ou encore l'atropine pour la dilatation de la pupille (présent dans diverses plantes).

Conscientes du potentiel, en grande partie encore inexploré du monde végétal, les équipes du groupe mènent des programmes de recherche dans le domaine pharmaceutique. Ces recherches ont permis dès 2015 de détecter une molécule aux propriétés anti-inflammatoires remarquables, ce qui a conduit au dépôt d'un brevet dès 2016, la création d'une filiale dédiée (Temisis en 2017, détenue à 100%). Depuis lors la molécule a prouvé son efficacité dans le traitement du psoriasis avec un mode d'action « first-in-class » innovant (étude préclinique), aussi efficace que les corticoïdes en topique, deux fois plus efficace que l'Otezla (traitement de référence par voie orale), sans effet secondaire connu à ce jour, et avec un coût moins élevé que les traitements injectables biologiques. La molécule est en phase préclinique, la fabrication de lots à plus grande échelle et les études toxicologiques sont en cours (modes d'administration par voie topique c'est à dire sur la peau et par voie orale étudiés). L'étude clinique relative à l'indication du psoriasis pourrait ainsi débuter courant 2021.

Les dirigeants envisagent en parallèle d'étendre leur champ de recherche à d'autres pathologies inflammatoires telles que la maladie de Crohn, l'asthme ou encore l'arthrite.

## D. Une société qui se structure

- Une société dirigée et contrôlée par ses fondateurs

### Présentation de l'équipe dirigeante

---

**Jean-Paul Fèvre (66 ans)**, Co-fondateur, Président Directeur Général



Ingénieur en agriculture, ex-Directeur de Recherche en semences de maïs du groupe Pau Euralis (1994-2003). Il s'est occupé plus particulièrement des recherches maïs en Europe et à l'étranger (direction de filiales aux USA et en Argentine), responsable recherche chez Rustica en France et King au Canada (filiales de Sanofi de 1981 à 1994). Au cours de sa carrière, il a été impliqué dans de nombreuses évaluations et achats de sociétés, notamment avec Sanofi (1981-1994) et Aventis puis Bayer CropScience (filiale commune avec Euralis aux USA), ainsi que de nombreuses négociations internationales de licences (Monsanto, Dow).

**Pr. Frédéric Bourgaud (56 ans)**, Co-fondateur, Vice-Président Recherche, Directeur Général Cellengo



Docteur en biologie végétale. Il a été professeur des Universités à l'ENSAIA où il enseigne les biotechnologies, et a dirigé le Laboratoire Agronomie et Environnement de l'INRA/ENSAIA, qui travaille entre autres sur les substances naturelles végétales à fort pouvoir thérapeutique. Il est l'inventeur de plusieurs brevets notamment celui qui a servi de base à PAT plantes à traire®. Il a également été membre du comité de veille scientifique de l'Institut Technique des Plantes Médicinales et conseiller scientifique de groupes de cosmétique.

**Régis Brun (75 ans)**, Vice-Président Finance



Ancien Président de la société DIATELIC société de télémédecine jusqu'en juin 2013, date à laquelle il a rejoint PAT. Il fut aussi Directeur Fondateur de l'Incubateur Lorrain où il contribua à la création de plus de 30 entreprises innovantes dont PAT. Auparavant il a été Délégué Général de la SAEM Solorex où il a instruit 250 études par an pour le Conseil Régional de Lorraine. Il a créé en 1988 Saar-Lor-Lux Seed Capital SAH, une des premières SCR spécialisée dans l'innovation. Régis BRUN a été également Délégué Régional de la SDR LORDEX, plus particulièrement en charge du financement de la reconversion Sidérurgique et Minière.

**Dr. Paul Hannewald (40 ans)**, Directeur opérationnel de Temisis



Docteur en Pharmacie et Docteur en Chimie, spécialisé en chimie physique et analytique. Il est l'auteur de plusieurs publications et a développé des protocoles innovants de recherche d'activité biologique par spectrométrie de masse. Il a travaillé chez LONZA en Belgique en tant que responsable du développement analytique avant de rejoindre la société PAT en 2010, en tant que Directeur Adjoint de la Recherche puis de Directeur Général Adjoint. Il a depuis pris la direction de la filiale Temisis.

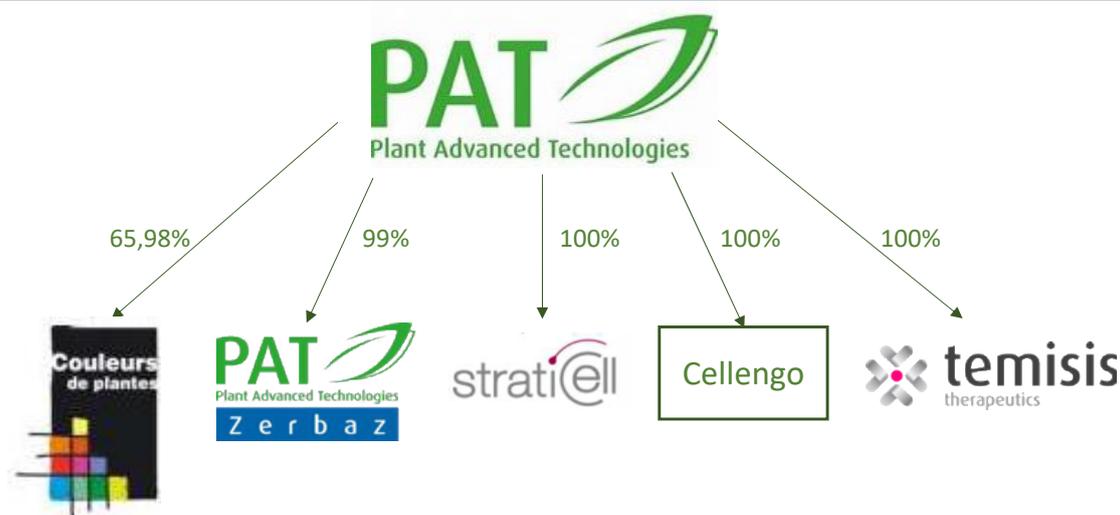
Source : PAT

Jean-Paul Fèvre et Frédéric Bourgaud, à l'origine de la création de la société, sont toujours aux commandes en matière managériale, mais également en matière actionnariale, malgré la succession des levées de fonds au cours de ces dernières années. A eux deux ils détiennent encore plus de 35% du capital de la société, devant Clariant avec seulement 10,1%.

Si la direction et le contrôle de la société ont peu changé ces dernières années, ce n'est pas le cas de la structure elle-même du groupe qui s'est enrichie, au gré des créations de filiales porteuses de projets prometteurs et des acquisitions.

- **Une société mère et 5 filiales**

### Organigramme juridique



Source : PAT

- Temisis ; Créée en 2017, développement de molécules actives à destination des maladies inflammatoires (apport d'actif d'une valeur de 2,5 M€) ;
- PAT Zerbaz : Créée en 2015 sur l'île de la Réunion. Société dédiée à l'exploitation de la biodiversité locale en s'appuyant sur le savoir-faire de la maison mère. Découverte et production grâce à une serre implantée localement ;
- Cellengo : Créée en 2019, spécialisée dans le développement et la production d'actifs végétaux via fermentation microbienne (technologie d'ingénierie métabolique, apport d'actif d'une valeur de 1,5 M€ réalisé en juillet 2020) ;
- StratiCell : société belge acquise en 2015 spécialisée dans les tests d'efficacité *in vitro* et d'innocuité des produits pour l'industrie cosmétique (produits de soins cutanés). Un peu plus de 700 K€ de CA en 2019 ;
- Couleurs de Plantes : prise de participation réalisée en 2016. Société spécialisée dans la production et l'extraction de colorants et de pigments d'origine végétale (cosmétique, textile, matériaux et packaging). Un peu plus de 400 K€ de CA en 2019.

- **Les équipes opérationnelles**

Au stade du développement actuel de la société, les équipes de recherche et développement représentent encore la moitié des effectifs (60 salariés pour le groupe à fin 2019). Avec la montée en puissance attendue de la production réalisée en interne pour PAT plantes à traire® et en matière d'ingénierie métabolique, la constitution d'une offre produit (nécessité de mise en place d'une structure commerciale à terme), ou encore le renforcement des équipes support en parallèle de la croissance de la société, le poids relatif des équipes de recherche dans le total des effectifs devrait se réduire. Cependant de par le positionnement de créateur de molécules de Plant Advanced Technologies, la recherche devrait rester très probablement son cœur de métier.

Au cours des 15 dernières années, les dirigeants ont su, avec les ressources internes mais également à travers des partenariats, déployer des équipes et des outils performants dans le domaine de la recherche et de la découverte, de l'exploitation et de la production de principes actifs à base de plantes.

Si les produits développés par le groupe ont très tôt intéressé des sociétés de renom dans des domaines de compétences très variés (Chanel, BASF, Vetoquinol), le passage à une commercialisation à grande échelle de ces principes actifs s'est avéré plus complexe. Le CA est en effet globalement stable depuis 5 ans (environ 1,8 M€ sur une base consolidée). Cependant avec l'entrée au capital de Clariant (2 produits déjà mis sur le marché depuis le partenariat signé fin 2019) et des premiers contrats prometteurs (CA potentiel pour les années à venir), PAT est selon nous entré dans une nouvelle phase de son développement, qui devrait se traduire par des revenus significatifs pour le groupe dans les mois à venir.

Par ailleurs, malgré les difficultés liées à la commercialisation des produits, grâce aux financements obtenus dans le cadre des programmes de recherche d'une part et à la bonne maîtrise des charges d'autre part, les pertes opérationnelles sont restées sous contrôle (de l'ordre de 2 M€ en historique hors CIR de 0,8 M€ en moyenne par an).

Enfin grâce à l'intérêt des acteurs du secteur, les dirigeants ont su attirer des investisseurs dits « industriels » au tour de table de la société, ce qui a permis la mise en place de partenariats prometteurs : Vetoquinol en 2017, l'Institut Lorrain de participation en 2018, et Clariant en 2019, ce qui devrait permettre au groupe de passer la crise sanitaire sereinement, en poursuivant les investissements.

### III. Performances opérationnelles

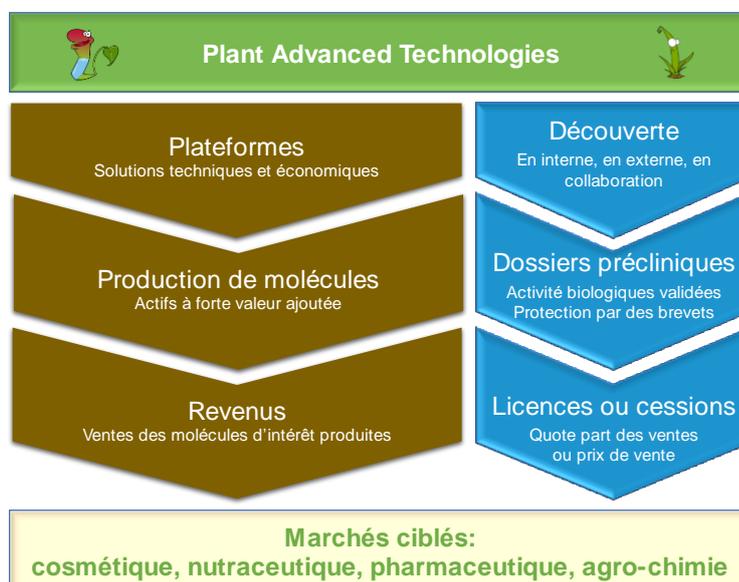
#### A. Des premiers succès commerciaux

- **Des sources de revenus diversifiées**

Historiquement, le chiffre d'affaires de la société PAT SA (activité des filiales non consolidées) qui s'est élevé à 1,2 M€ en 2019, est issu à 60% de la production de principes actifs et à 40% de prestations de recherche sous forme de rémunération par le client final. Ces revenus ont été complétés par des subventions (250 K€ en 2019 pour celles liées aux investissements, comptabilisées en résultat exceptionnel) ou encore des aides de l'Etat de type CIR (800 à 900 K€ par an enregistré en impôts).

La stratégie déployée par le groupe vise à diversifier ses sources de revenus en matière de production de molécules d'intérêts (produits en catalogue ou développés en exclusivité) ou vers des revenus de licence pour l'utilisation par des tiers de la technologie développée.

#### Schéma du business model cible



Source : PAT

Au sein de ses plateformes technologiques, la société souhaite fournir à ses clients des solutions techniques et économiques qui leur permettront d'inclure une molécule d'intérêt produite par PAT dans leurs produits finaux. Dans ce modèle les revenus proviennent de la fourniture de la molécule d'intérêt. Ils dépendent donc du prix contractualisé et des volumes commandés. L'objectif est d'établir des contrats pluriannuels sur la base de l'exclusivité de la molécule développée pour le compte d'un client en particulier ou sur les produits dits catalogue, c'est le cas pour le premier client en cosmétique par exemple (Chanel), ou encore avec Clariant (partenariat de co-développement et distribution).

L'activité de recherche et découverte de molécules devrait se poursuivre. L'objectif n'est pas de procéder en direct à la mise sur le marché de nouveaux produits, processus long et coûteux dans le cas de produits pharmaceutiques, mais de mener des études précliniques, au sein de la société ou d'une filiale dédiée, qui permettront de mettre en lumière le potentiel des molécules et susciter l'intérêt d'autres sociétés de recherche ou des industriels pharmaceutiques. La molécule brevetée sera dans ce cas soit vendue, soit fera l'objet d'un contrat de licence. Dans le premier cas le revenu est immédiat et fixe, et dans le deuxième cas le revenu est différé mais il devrait être récurrent. PAT a pour ambition d'offrir une double solution : découvreur de molécules d'intérêt et producteur de ces molécules.

- **Une stratégie commerciale qui se concrétise (...)**

Fort de la valeur ajoutée de la technologie développée et des produits en cours de développement, le groupe a déjà obtenu de beaux succès en matière de partenariats avec des sociétés de premier plan dans la plupart des domaines ciblés.

- Dans la cosmétique : Chanel (2012), Expanscience (2016), Seppic (2017) et Clariant (2019);
- Dans le domaine pharmaceutique : Vetoquinol (2017), NIH (National Institute for Health, 2020) ;
- En agrochimie : BASF (2016), INRAe (2020).

La prochaine étape est le passage à la phase de commercialisation à grande échelle via les partenaires historiques mais également via de nouveaux accords commerciaux. La conquête commerciale qui a tardé à se concrétiser, a commencé à s'accélérer au cours des derniers mois, avec l'entrée au capital de Clariant et le lancement à date de deux produits clés en main pour les clients finaux, mais également pour ses filiales, avec les accords de distribution en Asie de produits colorants naturels à destination de l'industrie textile conclus par Couleurs de Plantes.

- **(...) encore peu visible sur le niveau de CA publié en historique**

A noter que les chiffres publiés ne sont pas consolidés, ils concernent uniquement la maison mère PAT SA. Or depuis la reprise de Straticell fin 2015 et Couleurs de Plantes en 2016, le groupe génère autant d'activité au sein de ses filiales qu'au sein de la maison mère. Mais surtout, les apports d'actifs réalisés auprès de Temisis (2,5 M€ comptabilisés en 2018) et auprès de Cellengo (première clôture au 31/12/2020, apport d'actifs de près de 1,5 M€ réalisé en juillet 2020), ou encore les investissements réalisés à la Réunion (filiale Zerbaz, près d'1 M€) rendent la lecture directe des comptes de PAT peu représentative de la physionomie du groupe aujourd'hui.

Pour étudier l'évolution de l'activité du groupe, nous avons reconstitué une approche consolidée du CA.

### Performance historique de CA en publié et en notion groupe

K€	2015	2016	2017	2018	2019
Vente de produits	610	726	487	635	667
% CA	60%	63%	60%	56%	57%
R&D	403	428	320	506	506
% CA	40%	37%	40%	44%	43%
<b>Total CA publié PAT SA</b>	<b>1 013</b>	<b>1 154</b>	<b>807</b>	<b>1 142</b>	<b>1 173</b>
<b>Variation</b>	<b>12,3%</b>	<b>13,9%</b>	<b>-30,1%</b>	<b>41,5%</b>	<b>2,7%</b>
Straticell	-	685	815	717	704
Couleurs de plantes	-	315	150	348	412
Temisis	-	-	-	-	-
Zerbaz	-	-	-	-	21
Cellengo	-	-	-	-	-
Total CA	1 013	2 154	1 772	2 207	2 310
Intra-group (estimé)	-	0	223	315	461
<b>CA consolidé groupe (estimé)</b>	<b>1 013</b>	<b>2 154</b>	<b>1 549</b>	<b>1 892</b>	<b>1 849</b>
<b>Variation</b>	<b>12,3%</b>	<b>112,6%</b>	<b>-28,1%</b>	<b>22,1%</b>	<b>-2,3%</b>

Sources : PAT, Midcap Partners

En 2017, le CA de la maison mère a pâti de décalage de commandes de son principal client (activité ventes de produits) et de sa stratégie de recentrage sur les développements internes en matière de R&D. L'activité est ainsi répartie à la hausse dès 2018, pour retrouver le niveau de 1,1 M€ à 1,2 M€ de CA annuel (60% ventes de produits, 40% R&D). A cela s'ajoute l'activité générée par les filiales (essentiellement Straticell détenue à 100% et Couleurs de plantes détenue à seulement 66%). Retraité des intra-groupe, depuis 2016, le groupe a ainsi généré selon nos estimations de l'ordre de 1,8 M€ de CA en moyenne chaque année, une activité globalement stable au cours de la période.

Avec une stratégie de commercialisation désormais davantage centrée sur la mise en place de produits catalogue (vs customisation et exclusivité des molécules) et d'une distribution indirecte, par le biais de partenariats (illustration avec l'accord Clariant), PAT devrait connaître selon nous une accélération de ses ventes, et ce dès 2021, malgré un contexte sanitaire peu favorable, pour se concrétiser les exercices suivants.

- **Accélération des ventes à partir de 2021 dans notre scénario**

Dans le domaine de la recherche, le groupe devrait poursuivre ses travaux pour le compte de tiers, pour préparer le lancement de nouveaux produits ou encore dans le cadre de programmes collaboratifs, ce qui comme par le passé, devrait lui permettre de générer, selon nous, de l'ordre de 500 K€ de CA chaque année.

Pour l'activité ventes de produits, le groupe n'est pas au même niveau d'avancée dans les domaines d'activités ciblés. En cosmétique, le groupe dispose déjà d'un portefeuille de produits étoffé :

- historiques comme Edulis, exclusivité Chanel depuis 2012 (actif anti-ride) ;
- en phase de montée en puissance comme Neurovity® avec Expanscience (extrait issu du Vitex negundo, régénération de la peau) ;
- en cours de lancement comme Prenylium® (en catalogue depuis février) et Rootness Energize (depuis mai) issue du partenariat signé avec Clariant, et qui ont déjà la reconnaissance du secteur avec respectivement le Fountain Award dans la catégorie anti-âge lors du PCHi (Personal Care and Homecare ingredients) en juin 2020, et le prix de bronze des BSB Innovations Awards (société de consulting allemande spécialisée dans le domaine des ingrédients à destination de la cosmétique) dans la catégorie Natural Product Skin Benefits en avril 2020, et ;
- ou en devenir, 3 nouveaux produits étant déjà dans une phase avancée de développement.

Dans le domaine pharmaceutique, si le groupe réalise des travaux de recherche dans plusieurs domaines (anti-inflammatoires, anti-Alzheimer, etc.), le programme le plus avancé concerne le projet sur le traitement du psoriasis logé au sein de la filiale Temisis qui est en phase préclinique. Les études cliniques devraient probablement durer environ deux ans soit jusque fin 2022 (pas de facturation attendue des molécules fournies pendant cette phase de recherche), pour une vente ou un contrat de licence de la molécule à horizon 2023.

Enfin dans la nutraceutique, le développement d'un principe actif permettant de restaurer les capacités cognitives (logé au sein de la filiale Cellengo) est en phase préliminaire, une mise sur le marché n'est pas envisagée avant 2023. Les tests réalisés sur animaux de ce dérivé du café ont été concluants et le cahier des charges pour lancer l'étude clinique sur l'Homme a été élaboré, mais avant de lancer la phase de recrutement des patients (environ 200 personnes ciblées) des étapes techniques sont encore nécessaires en matière de maîtrise de la production de la levure avant de passer à une plus grande échelle (sourcing du café, production en interne de la souche qui sert de base à la fermentation, optimisation des performances de la levure, etc.).

## Pipeline des principaux produits

Marché	Produit/avancée	Domaine d'application	Client / Partenaire	Horizon de ventes
Cosmétique	Edulis	Anti-âge	Chanel	2020
	Spireae®	hydratation cutanée	Clariant	2020
	Equibiome®	hydratation cutanée	Seppic (Air Liquid Healthcare)	2020
	Prenylium®	Anti-âge	Clariant	2020
	Rootness Energize®	Inflamations cutanées	Clariant	2020
	Neurovity®	Régénération cutanée	Expanscience	2021
	Produit 6			2021-2024
	Produit 7			
Produit 8				
Pharmaceutique	Phases cliniques	Psoriasis		2023
Nutraceutique	Phase de R&D	Protection de la mémoire		2023

Sources : PAT, Midcap Partners

A noter que si les activités de Temisis et Cellengo ont, jusqu'à ce jour, été financées à 100% par la société, la situation pourrait évoluer. En effet le coût des études cliniques vont être conséquents, de l'ordre de 10-12 M€ pour Temisis (phase préclinique et essais cliniques), et de 1 à 2 M€ pour la phase technique avant le lancement de l'étude clinique pour Cellengo (probablement plusieurs M€ pour l'étude clinique en elle-même). Les dirigeants ont d'ores et déjà indiqué leur intention de recourir à des investisseurs extérieurs. Pour Temisis, à l'occasion de la réunion d'analystes du 15 septembre dernier, ces derniers ont annoncé une levée de fonds en cours de 0,9 M€ (sur la base d'une valorisation pré-money de 40 M€) avec notamment le concours de BPI, tout en ciblant au global une levée de fonds de 3 à 5 M€ pour la première tranche.

Aux vues du pipeline actuel, l'activité ventes de produits devrait être portée essentiellement par la commercialisation des produits en cosmétique, les autres domaines d'application pourraient prendre le relais à horizon 2 à 3 ans. En cosmétique, compte tenu des accords de commercialisation mis en place, le CA ventes de produits devrait probablement décoller en 2021 et accélérer au cours des années suivantes. Dans un contexte de crise sanitaire, les lancements de nouveaux produits devraient être ralentis en 2020, ne permettant pas de générer un CA significatif avec Clariant pour l'exercice en cours.

Nous prévoyons ainsi un CA de 1,2 M€ en 2020 pour PAT société mère, globalement stable par rapport à 2019, et une accélération de la croissance les années suivantes grâce à l'enrichissement du portefeuille de produits lancés sur le marché de la cosmétique.

## Synthèse des prévisions de CA

K€	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Vente de produits	487	635	667	694	1 194	3 294
% CA	60%	56%	57%	58%	70%	87%
R&D	320	506	506	506	506	506
% CA	40%	44%	43%	42%	30%	13%
<b>Total CA publié PAT SA</b>	<b>807</b>	<b>1 142</b>	<b>1 173</b>	<b>1 200</b>	<b>1 700</b>	<b>3 800</b>
<b>Variation</b>	<b>-30,1%</b>	<b>41,5%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,3%</b>	<b>41,7%</b>	<b>123,5%</b>
Straticell	815	717	704	739	813	895
Couleurs de plantes	150	348	412	330	379	417
Temisis	-	-	-	-	-	-
Zerbaz	-	-	21	100	150	200
Cellengo	-	-	-	-	-	-
Total CA	1 772	2 207	2 310	2 369	3 043	5 312
Intra-group (estimé)	223	315	461	500	500	500
<b>CA consolidé groupe (estimé)</b>	<b>1 549</b>	<b>1 892</b>	<b>1 849</b>	<b>1 869</b>	<b>2 543</b>	<b>4 812</b>
<b>Variation</b>	<b>-28,1%</b>	<b>22,1%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>1,1%</b>	<b>36,0%</b>	<b>89,2%</b>

Sources : PAT, Midcap Partners

Par ailleurs, le groupe devrait bénéficier de la contribution de ses filiales. Couleurs de Plantes, a par exemple signé mi-2019 un accord d'exclusivité réciproque d'une durée de 8 ans avec le chinois Guangdong Yinxiangpai Garments pour la mise au point et la fourniture des colorants naturels qui seront utilisés au sein de deux collections par an et distribuées principalement en Chine grâce à leur réseau de 400 magasins. Sur la base de ce nouveau contrat, et même si la survenance de la crise sanitaire a probablement ralenti le développement de l'activité en Chine, nous estimons que l'activité de la société Couleurs de Plantes pourrait s'accélérer dans les mois et années à venir ; nous avons intégré une hypothèse prudente de croissance du CA de 10% par an pour cette filiale.

Pour Straticell (tests cutanés *in vitro*), qui réalise de l'ordre d'un tiers de son activité avec PAT, si la technologie de cette société est clé pour les projets de développement des nouveaux produits du groupe, l'activité n'a pas vocation à être significativement étendue en dehors des besoins internes. Aucun effort commercial n'est ainsi réalisé. Cependant, grâce à des investissements réalisés dans les équipements, le CA devrait retrouver son niveau historique, au-delà de 800 K€.

Pour les autres filiales, les activités de Temisis, Zerbaz et Cellengo concernent encore essentiellement des phases de recherche, dont il est difficile d'estimer la durée et encore moins leurs résultats. En conséquence et par prudence, nous n'avons pas intégré de revenus significatifs pour ces filiales au cours des prochaines années. A noter qu'en 2020 Zerbaz va bénéficier d'un effet année pleine de l'ouverture de la serre.

Au global notre prévision de CA groupe ressort à près de 1,9 M€ pour 2020, stable par rapport à 2019, et à plus de 4,8 M€ à horizon 2022.

## B. Poursuite des investissements

- Des pertes maîtrisées en historique

Le groupe étant toujours en phase de recherche, et ses revenus ayant été globalement stables, ses résultats sont restés négatifs au cours des dernières années. Malgré la mise en place d'outils et de moyens de production propres (serres à Nancy et à la Réunion) ou encore la diversification des domaines d'applications (pharma, nutraceutique, etc.), les dirigeants ont su contenir la structure de coûts, ce qui a permis de maîtriser les pertes opérationnelles : -1,8 M€ par an en moyenne au cours des 5 dernières années (au niveau de PAT SA).

### Performance historique en matière de résultats

K€ (31/12)	2015	2016	2017	2018	2019
<b>CA</b>	<b>1 013</b>	<b>1 154</b>	<b>807</b>	<b>1 142</b>	<b>1 173</b>
Prod. immobilisée, var. stocks et achats mat.	887	439	673	523	564
Autres achats et charges externes	-1 233	-1 425	-962	-1 127	-808
Frais de personnel	-1 473	-1 719	-1 896	-1 831	-1 889
Dotation aux amortissements et provisions	-807	-291	-489	-822	-588
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>-1 614</b>	<b>-1 842</b>	<b>-1 867</b>	<b>-2 115</b>	<b>-1 548</b>
RCAI	-1 684	-1 906	-1 909	-2 213	-1 605
Résultat exceptionnel	92	-10	351	2 227	262
Impôts (dont CIR)	697	791	884	850	803
<b>Résultat net publié</b>	<b>-895</b>	<b>-1 125</b>	<b>-675</b>	<b>865</b>	<b>-541</b>
<b>Résultat net hors exceptionnel</b>	<b>-987</b>	<b>-1 115</b>	<b>-1 025</b>	<b>-1 363</b>	<b>-803</b>
<b>RN des filiales</b>					
Couleurs de plantes	-	15	-32	55	55
Quote part groupe	-	51%	51%	57%	66%
Soit en consolidé part du groupe		8	-16	31	37
Straticell	-	70	90	60	-46
Temisis	-	-	-32	0	-66
Zerbaz	-	-19	-61	240	240
Cellengo	-	-	-	-	-
<b>Total RNPG estimé hors exceptionnel</b>	<b>-987</b>	<b>-1 056</b>	<b>-1 044</b>	<b>-1 032</b>	<b>-638</b>

Sources : PAT, Midcap Partners

De plus la société bénéficie de subventions (comptabilisées en exceptionnel dans la présentation comptable, 250 K€ en 2019) et du CIR (classé en impôts, 800 K€ en moyenne) généré, que ce soit au niveau de la maison mère qu'au niveau des filiales. Au global, la perte nette (hors exceptionnel, en particulier la plus-value liée à l'apport en actif réalisé au profit de Temisis en 2018) du groupe dans son ensemble est restée contenue, selon nos estimations, à moins de 1 M€ par an en moyenne au cours de la période.

- **Pas de résultats positifs avant quelques années**

Si les dépenses en matière de R&D au niveau de la société devraient, selon nous, peu varier dans les années à venir, pour accompagner la croissance de l'activité, le groupe va très probablement devoir investir dans des moyens de production (essentiellement outils et équipes) ou encore renforcer certaines fonctions support (RH, suivi clients, etc.). Ainsi malgré le décollage attendu de l'activité, nous estimons que, dans un premier temps, les résultats devraient rester négatifs sans pour autant creuser les pertes opérationnelles par rapport aux niveaux historiques (moins de 2 M€ intégré dans notre scénario). Les pertes devraient se réduire en parallèle de la croissance de l'activité, le point mort devant être atteint dans nos prévisions à horizon 2023.

Une fois la taille critique atteinte cependant, compte tenu de la nature des principes actifs produits (niveau de MB/CA très élevé) et des revenus complémentaires obtenus des contrats de licensing de la technologie, les marges dégagées par le groupe devraient être structurellement élevées (marges à deux chiffres attendues).

### Synthèse des prévisions de résultats

K€ (31/12)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>CA</b>	<b>807</b>	<b>1 142</b>	<b>1 173</b>	<b>1 200</b>	<b>1 700</b>	<b>3 800</b>
Prod. immobilisée, var. stocks et achats mat.	673	523	564	491	441	191
Autres achats et charges externes	-962	-1 127	-808	-869	-1 035	-1 615
Frais de personnel	-1 896	-1 831	-1 889	-1 620	-1 870	-2 660
Dotation aux amortissements et provisions	-489	-822	-588	-450	-450	-450
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>-1 867</b>	<b>-2 115</b>	<b>-1 548</b>	<b>-1 248</b>	<b>-1 214</b>	<b>-734</b>
RCAI	-1 909	-2 213	-1 605	-1 334	-1 339	-923
Résultat exceptionnel	351	2 227	262	0	0	0
Impôts (dont CIR)	884	850	803	900	950	950
<b>Résultat net publié</b>	<b>-675</b>	<b>865</b>	<b>-541</b>	<b>-434</b>	<b>-389</b>	<b>27</b>
<b>Résultat net hors exceptionnel</b>	<b>-1 025</b>	<b>-1 363</b>	<b>-803</b>	<b>-434</b>	<b>-389</b>	<b>27</b>

Sources : PAT, Midcap Partners

A noter que la création de la filiale Cellengo va s'accompagner, comme avec le projet autour des anti-inflammatoires logé au sein de Temisis, d'un transfert d'actifs (1,5 M€ réalisé en juillet).

## C. Une capacité à attirer des investisseurs

- **Des besoins de financement réguliers (...)**

Au-delà des pertes opérationnelles, au cours des dernières années le groupe a réalisé plusieurs investissements dans ses outils de recherche (laboratoires, équipements, etc.) et de production avec l'achat de serres et de terrains à Nancy (2013 et 2016), ou encore les investissements réalisés pour mettre en place une serre à la Réunion. Par ailleurs les acquisitions et les créations de filiales ont également mobilisé du cash. Au global au cours des 5 dernières années PAT a dégagé un besoin de financement annuel de 1,8 M€ en moyenne.

## Tableau de flux de trésorerie synthétique

en K€	2015	2016	2017	2018	2019
Capacité d'autofinancement	-86	-813	-186	-500	-220
Capex	-1 208	-1 838	-1 665	-976	-766
Variation du BFR	-1 224	60	128	394	348
Investissements financiers	-446	-90	-518	-3 215	-704
<b>Total des besoins/ressources de financement</b>	<b>-2 880</b>	<b>-1 867</b>	<b>-1 987</b>	<b>-1 540</b>	<b>-1 001</b>
Augmentation de la dette	-272	159	264	1 104	-301
Augmentation de capital	6 254	0	488	1 078	2 177
Variation de la trésorerie	3 102	-1 708	-1 235	642	875

Sources : PAT, Midcap Partners

Ce besoin de financement a très majoritairement été comblé par la réalisation de levées de fonds régulières, permettant au groupe d'afficher une situation financière relativement saine : dette nette à 1,4 M€ à fin 2019 pour des capitaux propres de plus de 10 M€.

- (...) comblés par des augmentations de capital réussies**

Au global, depuis son inscription sur Euronext Access en 2009 (levée de fonds auprès de particuliers dans le cadre du dispositif ISF PME), le groupe a levé plus de 14 M€ par augmentations de capital, pour moitié auprès du public et pour moitié en faisant entrer des industriels du secteur au capital : Vétuquinol en 2017 (spécialiste de la santé animale, actionnaire à hauteur de 2% du capital) ou encore de Clariant en 2019 (chimie de spécialité, actionnaire à hauteur de 10% du capital).

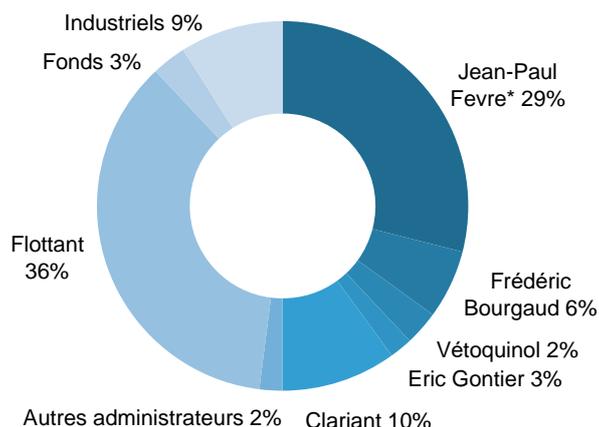
### Historique des levées de fonds depuis la cotation

Année	Montant levé (M€)	Nature de l'opération
2009	0,5	Inscription sur Euronext Access (ISF PME)
2010	1,5	Augmentation de capital dans le cadre du dispositif ISF PME
2014	1,0	Augmentation de capital dans le cadre du dispositif ISF PME
2015	7,3	Transfert sur Alternext (appel public à l'épargne)
2017	0,5	Entrée de Vétuquinol au capital (25 € par action)
2018	1,1	Levée de fonds auprès d'industriels et de l'Institut Lorrain de participation (20 € par action)
2019	2,2	Entrée de Clariant au capital (20 € par action)
<b>Total</b>	<b>14,1</b>	

Source : PAT

Grâce à une consommation de cash maîtrisée et à leur savoir-faire en matière de levée de fonds, les fondateurs demeurent ainsi les principaux actionnaires de la société : Jean-Paul Fèvre, actuel PDG, détient en effet 28,8% du capital (données à fin 2019, via sa holding), Frédéric Bourgaud, actuel VP de la recherche, 6,3% du capital, et Eric Gontier qui n'est pas dans la société 3%, soit plus de 38% du capital à eux trois.

## Répartition détaillée du capital



\* A titre personnel et via la holding Quantatis

Source : PAT

- **Des besoins qui restent sous contrôle**

Du fait de pertes opérationnelles qui devraient rester sous contrôle et grâce à la stratégie de filialisation des projets arrivés en phase de recherche clinique, nous estimons que les besoins de financement dans les années à venir concerneront essentiellement l'accompagnement de la montée en puissance des ventes d'ingrédients via l'investissement dans ces capacités de production et la probable hausse du BFR.

Comme par le passé nous estimons ainsi la consommation de cash à 1 à 2 M€ par an en moyenne au cours des 3 prochaines années, et une génération de cash positive à partir de 2023.

### Prévisions de consommation/génération de cash

en K€	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Capacité d'autofinancement	-186	-500	-220	16	61	477
Capex	-1 665	-976	-766	-900	-1 020	-1 330
Variation du BFR	128	394	348	253	70	-824
Investissements financiers	-518	-3 215	-704	0	0	0
<b>Total des besoins/ressources de financement</b>	<b>-1 987</b>	<b>-1 540</b>	<b>-1 001</b>	<b>-632</b>	<b>-889</b>	<b>-1 677</b>
Augmentation de la dette	264	1 104	-301	600	380	691
Augmentation de capital	488	1 078	2 177	0	0	0
Variation de la trésorerie	-1 235	642	875	-32	-509	-986

Sources : PAT, Midcap Partners

Avec une trésorerie de 1,5 M€ à fin 2019 et l'annonce de financement par dette à hauteur de 1,65 M€ en septembre dernier (PGE de 1,2 M€ et financement BPI pour le solde), nous estimons que le groupe n'a pas de problématique de financement à court terme.

Cependant, l'horizon de génération de FCF positif étant encore un peu éloigné, et compte tenu du possible lancement de nouveaux projets de développement (nouvelles applications pharma, nutraceutique, etc.), nous estimons que les dirigeants, tout en conservant leur souci de limiter la dilution des actionnaires historiques, pourraient choisir de réaliser une ou plusieurs levées de fonds en capital dans les années à venir afin de se donner quelques marges de sécurité.

## IV. Valorisation

### A. Approche de valorisation par comparaisons boursières

Au sein du secteur, la plupart des fournisseurs ne sont ni producteur (pour les plantes cultivées) ni collecteur (pour les plantes sauvages) de la matière première. Le positionnement de PAT, qui va de la recherche à la production de molécules d'intérêt à base de plantes est en ce sens plutôt singulier. Cela lui permet de maîtriser l'ensemble de la chaîne et d'aboutir à la découverte de nouvelles molécules et/ou d'optimiser la production de molécules existantes, et lui offre à terme un potentiel de marges supérieures. Il n'existe ainsi pas de société totalement comparable cotée.

Par ailleurs s'il existe de nombreux acteurs de petite taille dans le segment des ingrédients, que ce soit à destination du secteur de la cosmétique, de la nutraceutique, de l'agroalimentaire ou encore du segment pharma, dès qu'ils atteignent une taille significative ils sont le plus souvent rachetés par les majors du secteur. Notre échantillon est ainsi composé de sociétés cotées de taille conséquente qui évoluent dans le domaine des ingrédients, essentiellement à destination du secteur du parfum et de la cosmétique.

#### Caractéristiques de l'échantillon de comparables

Société	Cours* (€)	Capitalisation boursière (M€)	CA 2019 (M€)	EBIT 2019 (M€)	EBIT/CA 19
Sensient Technologies	51,5	2 181	1 182	151	12,8%
Chr Hansen Holding	90,4	11 915	1 161	341	29,4%
International Flavors	97,8	10 457	4 592	699	15,2%
Robertet	986,0	2 142	554	73	13,2%
Givaudan	3 696,2	34 129	5 577	831	14,9%
Symrise	115,1	15 588	3 415	435	12,7%
Kerry Group A	109,1	19 278	7 241	845	11,7%
Tate & Lyle	7,4	3 487	3 294	362	11,0%
<b>PAT</b>	<b>19,0</b>	<b>20,6</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>Ns</b>

\*Cours au 6 oct. 2020

Source : Facset, Midcap Partners

La médiane des multiples de valorisation de notre échantillon ressort à 3,5x en termes de multiple de CA 2020, 21x l'EBITDA et 28x l'EBIT. Compte tenu du niveau de maturité de la société, au démarrage de la commercialisation de ses produits, avec un CA encore faible et des résultats qui devraient être négatifs encore pendant quelques années, nous jugeons l'approche par comparaison boursière peu pertinente. C'est pourquoi nous avons choisi de ne pas retenir cette méthode dans notre valorisation de la société.

#### Multiples de l'échantillon de comparables

Société	PE		VE/CA		VE/EBITDA		VE/EBIT	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Sensient Technologies	22,6	20,6	2,5	2,4	14,7	13,4	19,8	17,6
Chr Hansen Holding	46,0	43,6	10,9	10,2	31,0	28,0	37,5	34,7
International Flavors	20,0	19,2	3,1	3,0	15,2	13,6	21,7	18,5
Robertet	42,2	39,6	3,9	3,6	-	-	28,1	26,4
Givaudan	42,6	39,3	6,3	6,0	28,6	26,8	39,0	35,4
Symrise	46,6	41,7	4,7	4,4	21,9	20,2	30,9	28,2
Kerry Group A	31,6	27,3	3,0	2,8	21,0	18,5	27,9	24,1
Tate & Lyle	13,6	12,3	1,3	1,2	7,9	7,3	12,3	11,0
<b>Médiane</b>	<b>36,9</b>	<b>33,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>21,0</b>	<b>18,5</b>	<b>28,0</b>	<b>25,2</b>
PAT	Ns	Ns	18,9	13,9	Ns	Ns	Ns	Ns

Source : Facset, Midcap Partners

## B. Approche de valorisation par DCF

Nous avons basé notre modélisation sur les hypothèses suivantes :

- Une croissance durablement soutenue en termes d'activité grâce au pipeline de produits relativement fourni ;
- Une marge opérationnelle qui atteindra les 25% en rythme de croisière ;
- Pas de paiement d'impôts avant plusieurs années, une fois la société devenue profitable (report d'impôts à plus de 11 M€ à fin 2019) ;
- Un BFR qui évoluera en parallèle de l'activité ;
- Valeur inscrite au bilan pour les participations (essentiellement Temisis), hormis pour Cellengo (valorisée à 1 000 € dans les comptes mais apport d'actifs réalisé en juillet à près de 1,5 M€, valeur retenue dans notre approche de valorisation) ;
- Un taux d'actualisation de 12,0% ;
- Une croissance des flux à l'infini à 1,5%.

### Scénario de DCF

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>3,8</b>	<b>6,1</b>	<b>9,5</b>	<b>12,8</b>	<b>16,0</b>	<b>19,2</b>	<b>21,1</b>	<b>22,2</b>
Evolution	2%	42%	124%	60%	55%	35%	25%	20%	10%	5%
<b>ROC</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>2,6</b>	<b>4,0</b>	<b>4,8</b>	<b>5,3</b>	<b>5,6</b>
Marge	-104,0%	-71,4%	-19,3%	5,0%	10,0%	20,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Croissance	Ns	Ns	Ns	Ns	Ns	170,8%	56,3%	20,0%	10,0%	5,0%
Impôts/CIR	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
<b>NOPAT</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,9</b>	<b>3,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,8</b>	<b>6,2</b>	<b>6,5</b>
Amortissement	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9
D&A % du CA	37,5%	26,5%	11,8%	7,4%	4,8%	6,0%	5,0%	4,5%	4,3%	4,1%
Variation du BFR	0,3	0,1	-0,8	-0,7	-1,0	-0,7	-0,8	-0,9	-0,6	-0,3
<b>flux de trésorerie opérationnel</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>3,6</b>	<b>4,9</b>	<b>5,7</b>	<b>6,5</b>	<b>7,1</b>
Investissements	-0,9	-1,0	-1,3	-1,6	-1,9	-1,9	-1,6	-1,0	-1,1	-1,1
% CA	75,0%	60,0%	35,0%	27,0%	20,0%	15,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>Flux de trésorerie disponible</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,7</b>	<b>3,3</b>	<b>4,8</b>	<b>5,5</b>	<b>6,0</b>
Flux de trésorerie disponible actualisés	-0,5	-0,6	-1,1	-0,4	-0,3	0,8	1,5	1,9	2,0	1,9
Somme des FCF	5,3									
Valeur terminale	18,4									
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>23,7</b>									
Dette nette	1,4									
Valeur des participations	4,3									
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>26,6</b>									
Nombre de titre (millions)	1,1									
<b>Valeur implicite par action (€)</b>	<b>24,5</b>									

Source : Midcap Partners

Au global, notre approche de valorisation par la méthode des DCF fait ressortir une valorisation de 24,5 € par action.

### Tableau de sensibilité

	24,5	Taux d'actualisation				
		10,0%	11,0%	12,0%	13,0%	14,0%
Crois. à l'infini	1,0%	32,3	27,5	23,7	20,6	18,1
	1,5%	33,7	28,5	24,5	21,2	18,6
	2,0%	35,2	29,7	25,3	21,9	19,0

Source : Midcap Partners

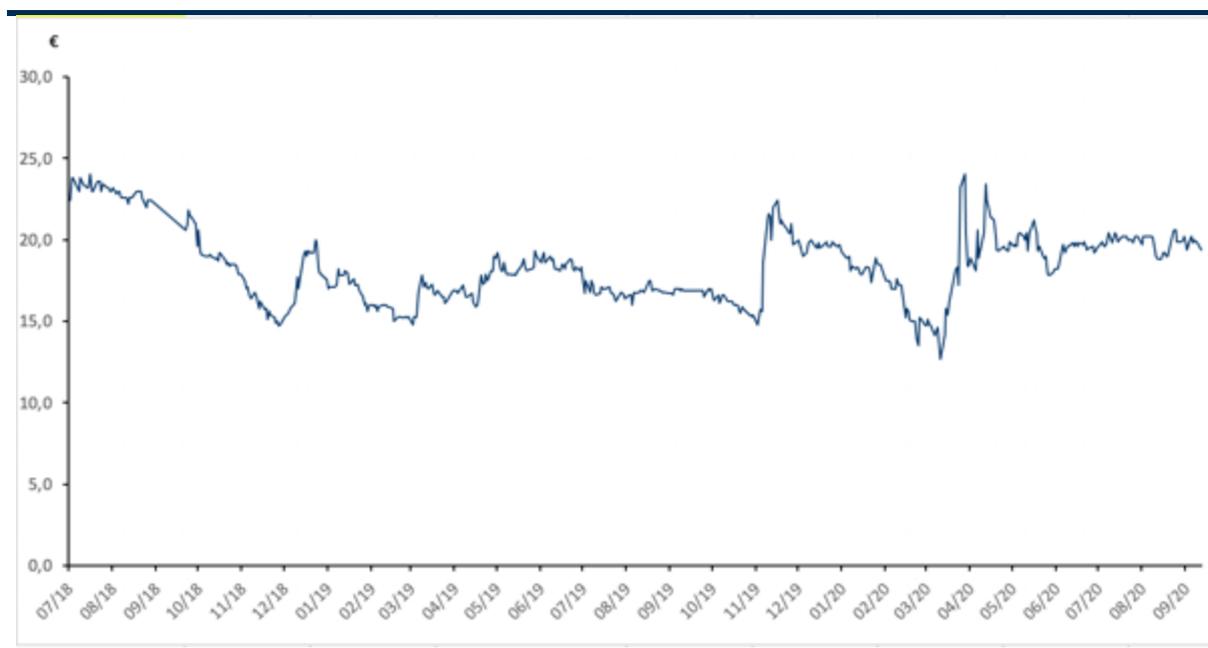
## C. Synthèse de valorisation

Ayant écarté la méthode par comparaison boursière, notre objectif de cours est aligné sur la valorisation via DCF, soit 24,5 € par action, qui offre un potentiel de près de 40% par rapport au cours actuel alors même que nous ne valorisons que l'activité de la maison mère, en ne prenant les filiales qu'à leur valeur comptable. L'avancée des études cliniques de Temisis (valorisée à 2,5 M€ dans les comptes, soit la valeur des actifs apportés) ou encore des travaux réalisés au sein de Cellengo (apport d'actifs valorisé près de 1,5 M€) pourraient offrir un potentiel de revalorisation conséquent du groupe. A titre d'illustration, le 15 septembre dernier les dirigeants ont annoncé une levée de fonds en cours pour Temisis de 0,9 M€ sur la base d'une valorisation pre-money de 40 M€ (montant annoncé pas encore assez significatif et études cliniques pas encore assez avancées pour intégrer ce niveau de valorisation pour la filiale dans notre exercice de valorisation).

Après sa baisse consécutive à la crise sanitaire, le cours du titre a rebondi conduisant à sa quasi-stabilité depuis le 1<sup>er</sup> janvier et par rapport au niveau de valorisation retenu pour l'entrée de Clariant au capital fin 2019 (20 € par action). Si les travaux scientifiques ont un peu tardé à se traduire en termes opérationnels, avec la signature d'un partenariat de distribution avec Clariant dans la cosmétique, et compte tenu du pipeline de produits, l'histoire pourrait s'accélérer avec un décollage des ventes de produits attendu pour 2021. D'une société de R&D, PAT va progressivement passer à un statut de producteur de molécules d'intérêts (capacité de production à Nancy et à la Réunion). Nous estimons que le cours pourrait reprendre un parcours haussier dès l'amorce d'une hausse des ventes de produits. Nous conseillons ainsi d'acheter le titre.

## v. Données boursières

Evolution du cours de bourse (3 ans)



### DONNEES BOURSIERES

#### Volumes moyens journaliers (titres)

<b>3 mois</b>	524
<b>6 mois</b>	1 273
<b>1 an</b>	1 273
<b>3 ans</b>	690

#### Performance du titre

<b>Plus haut 12 mois</b>	24,0
<b>Plus bas 12 mois</b>	12,7
<b>Perf YTD</b>	-2%

## VI. Données Financières

Compte de résultat (M€)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Chiffre d'affaires consolidé</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>3,8</b>
<i>Evolution</i>	-25,2%	12,3%	13,9%	-30,1%	41,5%	2,7%	2,3%	41,7%	123,5%
<b>Marge brute</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>3,3</b>
<i>% du CA</i>	85,6%	89,4%	87,0%	83,9%	89,5%	89,2%	83,3%	85,3%	86,8%
Charges externes	-1,0	-1,2	-0,9	-0,9	-1,1	-0,7	-0,8	-0,9	-1,4
Personnel	-1,2	-1,5	-1,7	-1,9	-1,8	-1,9	-1,6	-1,9	-2,7
Autres produits et charges courants	0,0	0,0	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
<b>EBITDA</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,3</b>
<i>% du CA</i>	-71,8%	-79,6%	-134,4%	-170,7%	-113,2%	-81,9%	-66,5%	-45,0%	-7,5%
Dotations nettes aux amortissements & aux provisions	-0,4	-0,8	-0,3	-0,5	-0,8	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5
<b>ROC</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,7</b>
<i>% de CA</i>	-120,0%	-159,3%	-159,6%	-231,4%	-185,2%	-132,0%	-104,0%	-71,4%	-19,3%
Résultat des sociétés MEE	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépréciation de Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eléments exceptionnels	0,0	0,1	0,0	0,4	2,2	0,3	0,0	0,0	0,0
Résultat financier	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
Impôt sur les bénéfices	0,6	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8	0,9	1,0	1,0
<i>Taux d'IS</i>	Ns	Ns	Ns						
RN	-0,6	-0,9	-1,1	-0,7	0,9	-0,5	-0,4	-0,4	0,0
Intérêts minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>RNPG</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,0</b>
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Immobilisations corp. et incorp.	2,9	3,3	4,4	5,5	5,2	5,5	4,5	5,0	5,9
Immobilisations financières	0,0	0,1	0,3	0,3	2,8	2,8	4,3	4,3	4,3
Impôts différés	0,0	0,3	0,3	0,8	1,2	1,6	1,6	1,6	1,6
Actifs circulants	2,5	3,4	3,6	3,2	2,8	2,4	2,0	1,9	3,2
Trésorerie	0,1	3,2	1,2	0,1	0,7	1,5	1,5	1,0	0,0
Autres actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Actifs</b>	<b>5,5</b>	<b>10,4</b>	<b>9,8</b>	<b>9,8</b>	<b>12,7</b>	<b>13,9</b>	<b>13,9</b>	<b>13,9</b>	<b>15,1</b>
Capitaux propres pdg	2,4	7,7	6,6	6,4	8,4	10,0	9,6	9,2	9,2
Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dettes financières	2,3	2,1	1,9	2,2	3,2	2,9	3,5	3,9	4,6
Passifs circulants	0,9	0,7	1,3	1,2	1,0	0,9	0,7	0,7	1,2
Autres passifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Passifs</b>	<b>5,5</b>	<b>10,4</b>	<b>9,8</b>	<b>9,8</b>	<b>12,7</b>	<b>13,9</b>	<b>13,9</b>	<b>13,9</b>	<b>15,1</b>
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Marge brute d'autofinancement	-0,2	-0,1	-0,8	-0,2	-0,5	-0,2	0,0	0,1	0,5
ΔBFR	-0,4	-1,2	0,1	0,1	0,4	0,3	0,3	0,1	-0,8
<b>Cash flow généré par l'activité</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,3</b>
Acquisition d'immo incorporelles et corporelles	-1,6	-1,2	-1,8	-1,7	-1,0	-0,8	-0,9	-1,0	-1,3
<b>FCF</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,7</b>
Cession d'immobilisations corp et incorp.	0,0	0,0	0,5	0,1	2,8	0,3	0,0	0,0	0,0
Acquisition d'immo fin. et acquisitions de filiales	0,0	-0,4	-0,1	-0,5	-3,2	-0,7	0,0	0,0	0,0
Dividendes recus des stés MEE	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0	7,0	8,0	9,0	10,0
<b>Cash flow liés aux investissements</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>6,6</b>	<b>8,0</b>	<b>9,0</b>	<b>10,0</b>
Variation d'emprunts	1,2	-0,3	0,2	0,3	1,1	-0,3	0,6	0,4	0,7
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	1,0	6,3	0,0	0,5	1,1	2,2	0,0	0,0	0,0
<b>Cash flow liés aux opé de financement</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>
Variation de change et autres	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Variation de cash sur l'année</b>	<b>0,0</b>	<b>-3,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>

Source : Société - Midcap Partners

## Données Financières

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Sales growth	-25%	12%	14%	-30%	42%	3%	2%	42%	124%
Gross margin	86%	89%	87%	84%	89%	89%	83%	85%	87%
EBITDA margin	-72%	-80%	-134%	-171%	-113%	-82%	-66%	-45%	-7%
EBIT margin	-120%	-159%	-160%	-231%	-185%	-132%	-104%	-71%	-19%
Net margin	-66%	-88%	-98%	-84%	76%	-46%	-36%	-23%	1%
EPS	-0,93	-1,00	-1,25	-0,73	0,89	-0,50	-0,40	-0,36	0,03
EPS restated	-0,90	-1,29	-1,24	-1,13	-1,44	-0,78	-0,40	-0,36	0,03
Dividend per share	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividend Yield	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na
WC as % of sales	-90%	-74%	-48%	-52%	-63%	-75%	-65%	-55%	-50%
DIO	6	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na
DSO	176	187	226	221	74	96	78	52	39
DPO	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na
FCF	-2,21	-2,52	-2,59	-1,72	-1,08	-0,64	-0,63	-0,89	-1,68
FCF yield	-12%	-10%	-14%	-8%	-5%	-3%	-3%	-5%	-9%
Conversion rate (FCF/EBITDA)	341%	312%	167%	125%	84%	66%	79%	116%	590%
CAPEX/Sales	-177%	-119%	-159%	-206%	-85%	-65%	-75%	-60%	-35%
ROE	-25%	-12%	-17%	-11%	10%	-5%	-5%	-4%	0%
ROA									
ROCE	-12%	-14%	-15%	-10%	-1142%	-5%	-3%	-3%	0%
Gearing	93%	-15%	10%	34%	31%	14%	21%	32%	50%
Leverage	-3,4x	1,5x	-0,4x	-1,6x	-2,0x	-1,5x	-2,6x	-3,8x	-16,2x
EV/CA	22,6	21,0	16,1	27,6	20,4	16,5	17,6	13,0	6,2
EV/EBITDA	-31,5	-26,3	-12,0	-16,2	-18,0	-20,1	-26,5	-28,8	-83,4
EV/EBIT	-29,7	0,0	0,0	-18,8	-13,2	-11,0	0,0	0,0	-12,5
PE (restated)	-163,5	0,0	0,0	-31,1	-29,3	24,7	0,0	0,0	-34,8

## Disclaimer

### Ce document peut mentionner des méthodes d'évaluation définies comme suit :

1/Méthode des DCF : actualisation des flux de trésorerie futurs dégagés par l'exploitation de l'entreprise. Les flux de trésorerie sont déterminés par les prévisions financières de l'analyste et ses modèles. Le taux d'actualisation utilisé correspond au coût moyen pondéré du capital qui est défini par la moyenne pondérée du coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique de ses capitaux propres tel qu'estimé par l'analyste.

2/Méthode des comparables : application de multiples de valorisation boursière ou observés dans le cadre de transactions récentes. Ces multiples peuvent être utilisés comme références et être appliqués sur les agrégats financiers de l'entreprise pour en déduire sa valorisation. L'échantillon est constitué par l'analyste en fonction des caractéristiques de l'entreprise (taille, croissance, rentabilité...). Celui-ci peut par ailleurs appliquer une prime/escompte en fonction de sa perception des caractéristiques de l'entreprise.

3/Méthode patrimoniale : estimation de la valeur des fonds propres à partir des actifs réévalués et corrigés de la valeur de la dette.

4/Méthode d'actualisation des dividendes : actualisation des flux de dividendes futurs estimés. Le taux d'actualisation retenu est généralement le coût du capital.

5/Somme des parties : cette méthode consiste à estimer les différentes activités d'une entreprise en utilisant la méthode d'évaluation la plus appropriée pour chacune d'entre elles, puis en réaliser la somme.

### Grille de recommandations :

Achat : surperformance attendue supérieure à 10% par rapport au marché dans un horizon 6 – 12 mois

Neutre : performance attendue comprise entre -10% et +10% par rapport au marché dans un horizon 6 – 12 mois

Vente : sous-performance attendue supérieure à 10% par rapport au marché dans un horizon 6 – 12 mois

### Détections des conflits d'intérêts :

Société	Cours de clôture (€)	Recommandation	Avertissement
PAT	17.6€	Achat	D, F, G

A LOUIS CAPITAL MARKETS – MCP ou toute personne morale qui lui est liée détient plus de 5 % de la totalité du capital émis de l'émetteur; B L'émetteur détient plus de 5 % de la totalité du capital émis de LOUIS CAPITAL MARKETS - MCP ou de toute personne morale qui lui est liée;

C LOUIS CAPITAL MARKETS - MCP, seul ou avec d'autres personnes morales, est lié avec l'émetteur par d'autres intérêts financiers significatifs;

D LOUIS CAPITAL MARKETS - MCP ou toute personne morale qui lui est liée est un teneur de marché ou un apporteur de liquidité avec lequel a été conclu un contrat de liquidité en ce qui concerne les instruments financiers de l'émetteur ;

E LOUIS CAPITAL MARKETS – MCP ou toute personne morale qui lui est liée est intervenu, au cours des douze derniers mois, en qualité de chef de file ou de chef de file associé d'une offre portant sur des instruments financiers de l'émetteur rendue publique ;

F LOUIS CAPITAL MARKETS – MCP ou toute personne morale qui lui est liée est partie à tout autre accord avec l'émetteur concernant la prestation de services d'investissement liés à l'activité corporate ;

G LOUIS CAPITAL MARKETS – MCP et l'émetteur sont convenus de la fourniture par le premier au second d'un service de production et de diffusion de la recommandation d'investissement sur ledit émetteur.

### Répartition des recommandations

Au 01/10/2020, les recommandations émises par l'équipe de recherche de Midcap Partners – Louis Capital Markets se répartissent comme suit:

Recommandation	Entreprises suivies	dont Entreprises sponsorisée
Achat	66%	76%
Neutre	27%	22%
Vente	6%	2%
Sous revue	1%	0%

Les prix de référence utilisés dans ce document sont des prix de clôture. Toute opinion émise dans le présent document reflète notre jugement actuel et peut être amené à être modifiée sans avertissement préalable. LOUIS CAPITAL MARKETS - MCP a adopté des modalités administratives et organisationnelles effectives, y compris des « barrières à l'information », afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts eu égard aux recommandations d'investissement. La rémunération des analystes financiers qui participent à l'élaboration de la recommandation n'est pas liée à l'activité de « corporate finance ». Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

### Avertissement MIFID 2

Nous vous rappelons que suite à la directive MIFID 2, il vous appartient, en qualité de destinataire de ce document de recherche, de déterminer si votre société est concernée par la Directive 2014/65/EU du Parlement Européen et du Conseil du 15 mai 2014 relative aux marchés d'instruments financiers (MIFID2) concernant la séparation entre l'activité de recherche et celle d'exécution d'ordres. Pour toute question concernant la fourniture de documents de recherche, merci d'envoyer un email à [cplanade@midcapp.com](mailto:cplanade@midcapp.com).

