

# PLANT ADVANCED TECHNOLOGIES

## Un décollage des ventes qui devrait se confirmer en 2022

23 novembre 2021

### 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
- Confirmation du décollage des ventes d'ingrédients
- Relais dans les 3 à 5 ans des programmes de recherche pharma. et nutra.
- 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 plus de 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.

### Décollage du CA au S1 2021 et perspectives prometteuses

Après une année 2020 marquée par la crise sanitaire (CA à -6%), l'activité du groupe a connu un rattrapage au S1 2021 avec un CA à près de 1 M€ (1,7 M€ sur l'ensemble de l'année 2020) grâce à l'activité ingrédients cosmétiques de PAT SA et du dynamisme des filiales Couleurs de Plantes et Straticell. Dans les mois à venir, le groupe devrait bénéficier de la montée en puissance du partenariat avec Clariant, mais également de produits lancés par Dermophil et un géant du luxe, ce qui devrait alimenter les ventes d'ingrédients à destination de la cosmétique (confirmation de la dynamique attendue pour 2022 et 2023). Par ailleurs, une molécule a donné des résultats prometteurs en phase préclinique pour le traitement du psoriasis (segment pharma), une autre molécule qui présente des effets sur les capacités cognitives est également en phase de développement (segment nutraceutique), et des projets sont en cours dans l'agrochimie ce qui devait fournir des relais de croissance à 3 à 5 ans. La croissance attendue de l'activité devrait permettre d'atteindre l'équilibre opérationnel à horizon 2023.

### Accélération des ventes attendue, objectif de cours de 27,7 €

Le titre est sous pression depuis quelques mois (plus haut début mai à 25 €), ce qui n'est pas justifié selon nous par les performances opérationnelles avec le rebond des ventes illustré par la performance du S1 2021, rebond qui devrait se confirmer compte tenu du pipeline de produits. D'une société de R&D, PAT va progressivement passer à un statut de producteur de molécules d'intérêts (capacités de production à Nancy et à la Réunion). Nous estimons que le cours pourrait reprendre un parcours haussier dès la confirmation de l'accélération des ventes de produits. Nous conseillons ainsi d'Acheter le titre, notre objectif de cours étant de 27,7 €.

# ACHAT

Objectif : **27,7€**

Potentiel : **+44%**

#### Infos marché

Secteur	Biotech. Végétales
Cours (€)	19,2
Capitalisation (M€)	20,8
Marché	Euronext Growth
Bloomberg	ALPAT FP

#### Actionariat

Jean-Paul Fèvre	28,4%
Frédéric Bourgaud	6,3%
Eric Gontier	3,0%
Clariant	10,1%
Vetoquinol	2,1%
Industriels	6,0%
Autres	50,2%

M€ (31/12)	2020	2021e	2022e	2023e
<b>CA</b>	1,7	2,3	3,0	4,0
Var	-6,0%	83,1%	30,4%	33,3%
<b>ROC</b>	-2,8	-2,9	-2,7	-1,8
Marge op.	-165,6%	-128,0%	-90,0%	-45,0%
RNpg	-0,5	-1,0	-0,2	0,8
<b>BNPA publié (€)</b>	-0,50	-0,95	-0,17	0,76
Var. BNPA (%)	ns	ns	ns	ns
Dividende (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Rendement net (%)	ns	ns	ns	ns
<b>FCF</b>	-0,5	-1,5	-0,9	0,0
<b>ROCE</b>	ns	ns	ns	ns
VE/CA	13,3	10,8	8,6	6,4
VE/ROC	ns	ns	ns	ns
PER	-37,5	-20,3	-112,5	25,3
Dette fin. nette	2,5	3,9	4,7	4,8
<b>Gearing</b>	28%	52%	65%	59%

Estimations Midcap Partners

Prochain évènement : 01/03/2022 : CA 2021

Analyste : Claire DERAY  
 Email : cd@sponsor-finance.com  
 Tel : +33 (0)6 18 49 29 35



## Table des matières

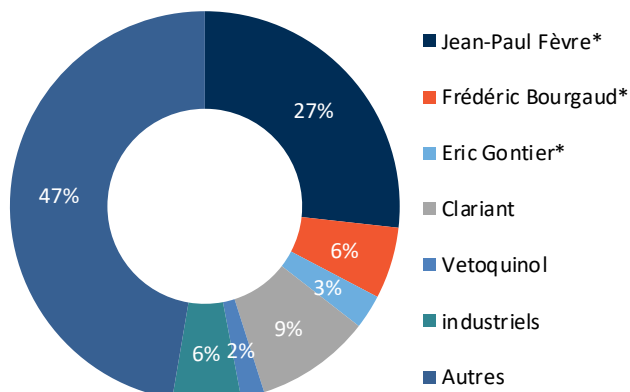
I.	I.	PRESENTATION DE PLANT ADVANCED TECHNOLOGIES	3
II.	II.	UN SAVOIR-FAIRE CENTRE SUR LES PLANTES	4
	A.	Une technologie de pointe.....	4
	B.	Les projets collaboratifs actuels.....	4
	C.	Les marchés ciblés .....	5
	D.	Une société et 5 filiales.....	6
III.	III.	PERFORMANCES OPERATIONNELLES	8
	A.	Des premiers succès commerciaux.....	8
	B.	Poursuite des investissements.....	12
	C.	Une capacité à attirer des investisseurs .....	13
IV.	IV.	VALORISATION	16
	A.	Approche de valorisation par comparaisons boursières.....	16
	B.	Approche de valorisation par DCF .....	17
	C.	Synthèse de valorisation.....	18
V.	V.	DONNEES BOURSIERES	19
VI.	VI.	DONNEES FINANCIERES	20
VII.		DISCLAIMER	22

# I. Présentation de Plant Advanced Technologies

## Description

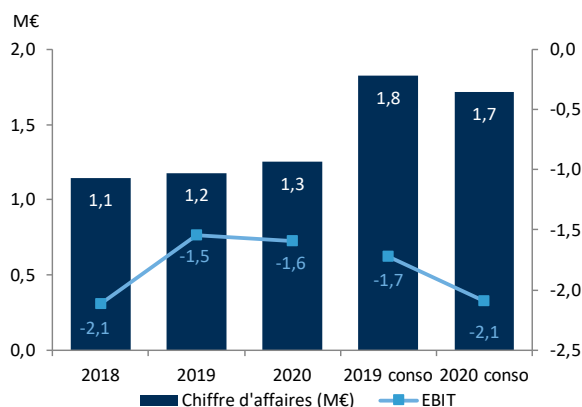
Plant Advanced Technologies, ou PAT, est spécialisé dans l'identification, l'optimisation et la production de biomolécules végétales rares, jusqu'à présent inaccessibles, à destination des industries cosmétiques, nutraceutiques, pharmaceutiques et de la chimie fine.

## Structure actionnariale

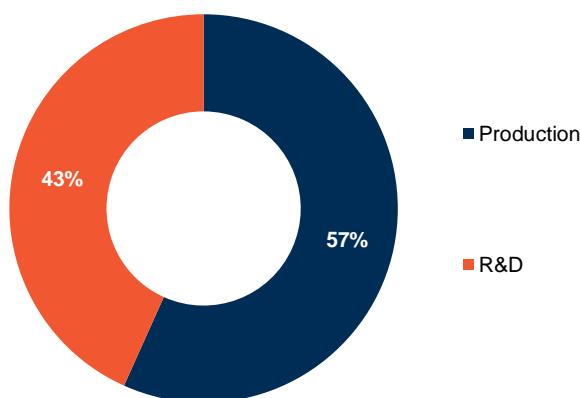


\*Co-fondateurs

## 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 grâce aux produits à base de plantes

### Opportunités

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

### Faiblesses

- Un CA encore limité, temps de mise sur le marché long
- Partage de la propriété de certains produits (co-développement)
- Consommation de cash pour assurer les développements des produits propres

### Menaces

- Difficultés à commercialiser les produits ou retard dans le lancement de produit
- Difficultés à générer des résultats / FCF positifs
- Difficultés à trouver des financements extérieurs pour accompagner les développements en phase précliniques et cliniques

## 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 56 salariés à fin 2020, filiales incluses. 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 13 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.

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® (production et récolte des principes actifs par exsudation racinaire), Ingénierie métabolique (reprogrammation des microorganismes et production de molécules rares par fermentation) et PAT Target Binding® (Trouver les ligands qui se lient aux protéines cibles d'intérêt).

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€.

- **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).

- **InnCoCells : 17 partenaires de divers pays**

Projet de recherche collaborative qui devrait s'étaler sur une période de 4 ans (démarrage en mai 2021), et qui implique 17 partenaires variés (Instituts de recherche académique PME, industriels, ONG, etc.), dont la société PAT et sa filiale Straticell, pilotés par un institut finlandais et repartis dans 11 pays. L'objectif est de découvrir, développer et produire des ingrédients à destination du secteur de la cosmétique dans une optique développement durable : protection de l'environnement et économie des ressources. Le projet de recherche est financé par la communauté Européenne dans le cadre du programme Horizon 2020, à hauteur de 7,9 M€ dont 750 K€ pour le groupe PAT.

## 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 »).

Depuis plusieurs années, le groupe travaille avec Seppic dans le domaine des actifs cosmétiques (filiale du groupe Air Liquide Healthcare). Par ailleurs, 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 2020 (Prenylium à base d'extrait de mûriers blancs permettant une réduction des rides, récompensé par le Fountain Award dans la catégorie anti-âge lors du PCHI 2020) complété par le lancement d'un deuxième produit en mai 2020 : Rootness Energize (extrait des racines de Luffa pour apaiser certaines inflammations qui a remporté le prix de bronze des BSB Innovation Awards dans la catégorie « skin benefits »).

- **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. Forts de la mise au point d'un ingrédient actif d'origine, 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 2022, les développements relatifs à ce principe actif ont été apportés à la filiale Cellengo créée en 2019 (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**

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 98%). 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 2022.

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.

Le groupe mène seul ou en collaboration avec des sociétés du secteur de la pharma des recherches dans des applications à destination de l'homme mais également à destination des animaux avec Vétoquinol (actionnaire du groupe depuis 2017 à hauteur de 2% du capital, levée de 0,5 M€ à 25 € par action).

## D. Une société et 5 filiales

Jean-Paul Fèvre et Frédéric Bourgaud, à l'origine de la création de la société, sont toujours aux commandes en matière managériale en tant que Président Directeur Général et Vice-Président Recherche, 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 34% du capital de la société, devant Clariant avec seulement 10%.

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.

- 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 590 K€ de CA en 2020 ;
- 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 ;

- 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 358 K€ de CA en 2020 ;
- Temisis ; Créée en 2017, développement de molécules actives à destination des maladies inflammatoires (apport d'actif d'une valeur de 2,5 M€). Renforcement des équipes en 2021 avec l'arrivée de Mathieu Losguardi en tant que Directeur Général de la société (expérience en M&A dans le domaine de pharma et d'évaluation des projets Biotech au sein de fonds d'investissement), nomination d'une nouvelle CSO et d'un spécialiste en immunologie et inflammation ;
- 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).

## Organigramme juridique



Source : PAT

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 mis sur le marché, dès 2020, 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 les prochaines années.

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 (subventions et co-financement) 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 ou un peu plus de 1 M€ en base consolidée).

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.

### III. Performances opérationnelles

A noter que depuis fin 2020, le groupe publie des données consolidées, ce qui permet de mieux se rendre compte de l'activité globale mais surtout de la valeur des actifs développés, des apports d'actifs ayant été réalisés auprès de certaines filiales : Temisis (2,5 M€ comptabilisé en 2018) et Cellengo (1,5 M€ réalisé 2020), ou encore ses investissements importants ayant été consentis à la Réunion par exemple (filiale PAT Zerbaz, plus d'1 M€).

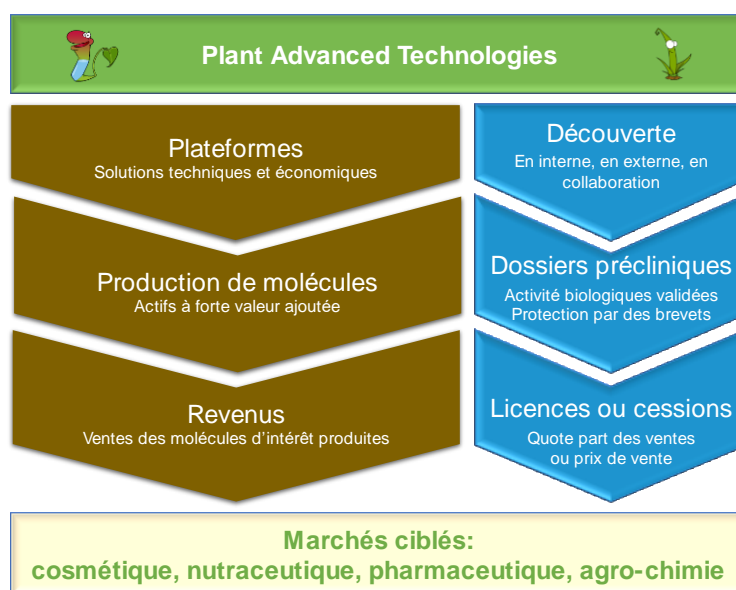
#### A. Des premiers succès commerciaux

- **Des sources de revenus diversifiées**

Le chiffre d'affaires du groupe qui s'est élevé à 1,7 M€ en 2020, est issu à près de 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 (près de 800 K€ en 2020) ou encore des aides de l'Etat de type CIR (un peu plus de 1,0 M€).

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 produits et parfois commerciaux avec des sociétés de premier plan dans la plupart des domaines ciblés.

- Dans la cosmétique : Chanel (2012), Expanscience (2016), Seppic (2017), Clariant (2019), Dermophil et un géant du luxe (2021);
- 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. Les dirigeants privilégient en effet la distribution indirecte. La conquête commerciale qui a tardé à se concrétiser, a commencé à s'accélérer, avec l'entrée au capital de Clariant en 2019, mais également pour ses filiales, avec des accords de distribution en Asie de produits colorants naturels à destination de l'industrie textile conclus par Couleurs de Plantes.

- **(...) visible sur le CA de 2021 après une année 2020 pénalisée par la crise sanitaire**

Pour étudier l'évolution de l'activité du groupe en historique, nous avons reconstitué une approche consolidée du CA. Retraité des intra-groupe, depuis 2016, le groupe a généré en moyenne selon nos estimations de l'ordre de 1,8 M€ de CA chaque année.

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

K€	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Vente de produits	610	726	487	635	667	751
% CA	60%	63%	60%	56%	57%	60%
R&D	403	428	320	506	506	506
% CA	40%	37%	40%	44%	43%	40%
<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>1 256</b>
<b>Variation</b>	<b>12,3%</b>	<b>13,9%</b>	<b>-30,1%</b>	<b>41,5%</b>	<b>2,7%</b>	<b>7,1%</b>
Straticell	-	685	815	717	704	590
Couleurs de plantes	-	315	150	348	412	357
Temisis	-	-	-	-	-	-
Zerbaz	-	-	-	-	21	300
Cellengo	-	-	-	-	-	-
Total CA	1 013	2 154	1 772	2 207	2 310	2 504
Intra-group (estimé)	-	0	223	315	481	785
<b>CA consolidé groupe (estimé)</b>	<b>1 013</b>	<b>2 154</b>	<b>1 549</b>	<b>1 892</b>	<b>1 829</b>	<b>1 719</b>
<b>Variation</b>	<b>12,3%</b>	<b>112,6%</b>	<b>-28,1%</b>	<b>22,1%</b>	<b>-3,3%</b>	<b>-6,0%</b>

Sources : PAT, Midcap Partners

A noter qu'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 repartie 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 et Couleurs de Plantes (détenue à 66%), l'activité de PAT Zerbaz étant neutralisée en intra-groupe.

Les effets de la crise sanitaire (report deancements et arrêt de développement de nouveaux produits) ont légèrement pénalisé l'activité du groupe en 2020, le CA s'est inscrit en baisse de -6% à 1,7 M€, mais ont surtout retardé le décollage des ventes de molécules dans le segment de la cosmétique qui s'est concrétisé depuis le début de l'exercice 2021.

En effet au premier semestre 2021, les ventes de produits ont atteint plus de 600 K€ comparé à 975 K€ sur l'ensemble de l'année 2020 (pas de donnée consolidée comparable pour le S1 2020). Les dirigeants ont par ailleurs communiqué sur des bonnes tendances en termes de ventes côté clients, ce qui devrait s'accompagner de réassort en matière d'ingrédients PAT d'ici la fin de l'année dans le domaine de la cosmétique (Clariant, Seppic). Au-delà de l'activité de la maison mère, le groupe bénéficie également du dynamisme de ses filiales. Grâce à une forte hausse des ventes de sa gamme colorants capillaires (deux clients importants), le CA de Couleurs de Plantes s'est élevé à 349 K€ au S1 2021 comparé à 357 K€ sur l'ensemble de l'année 2020. StratiCell (tests cutanés *in vitro*) a dégagé un CA de 417 K€ sur le S1 comparé à 590 K€ en 2020, bénéficiant d'investissements dans les équipements, qui devraient permettre à la filiale de retrouver son niveau historique (au-delà de 800 K€).

Sur l'ensemble de l'année, nous sommes ainsi confiants dans les capacités du groupe à rebondir dès 2021 et de dépasser le niveau d'activité pré-Covid. Nous prévoyons un CA de 2,3 M€ pour l'exercice en cours soit une croissance de près de +34% uniquement grâce à la croissance de la vente d'ingrédients, nous avons en effet intégré une stabilité globale des revenus issus des travaux de R&D.

### Performance de CA au S1 2021 et prévisions sur l'ensemble de l'année

K€	2019 conso	2020 conso	S1-21	S2-21E	2021E
Vente de produits	1 072	975	609	991	1 600
% CA	59%	57%	62%	75%	70%
R&D	757	744	371	329	700
% CA	41%	43%	38%	25%	30%
<b>Total CA publié</b>	<b>1 829</b>	<b>1 719</b>	<b>980</b>	<b>1 320</b>	<b>2 300</b>
<b>Variation</b>	<b>0,0%</b>	<b>-6,0%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>33,8%</b>

Sources : PAT, Midcap Partners

- **Accélération des ventes à partir de 2022**

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 catalogue comme Prenylium® et Rootness Energize (depuis mai 2020) issus du partenariat signé avec Clariant, et ;
- ou en devenir, 7 nouveaux produits en phase avancée de développement (commercialisation prévue dans les 1 à 3 ans).

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.

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 molécule 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.).

Enfin dans le domaine de l'agrochimie, les programmes en cours sont encore dans des phases amonts en matière de recherche. Deux produits prometteurs ont d'ores et déjà été identifiés, mais ne devraient pas être commercialisés avant 2025.

### Pipeline des principaux produits

Marché	Produit/avancée	Domaine d'application	Client / Partenaire	Horizon de ventes
	Edulis	Anti-âge	Chanel	Déjà commercialisé
	Spireae®	hydratation cutanée	Clariant	Déjà commercialisé
	Equibiome®	hydratation cutanée	Seppic	Déjà commercialisé
	Prenylium®	Anti-âge	Clariant	Déjà commercialisé
	Rootness Energize®	Inflamations cutanées	Clariant	Déjà commercialisé
	Neurovity®	Régénération cutanée	Expanscience	Déjà commercialisé
Cosmétique	Produit 6			
	Produit 7			
	Produit 8			
	Produit 9			2022-2024
	Produit 10			
	Produit 11			
Produit 12				
Pharmaceutique	Phases cliniques	Psoriasis		2023
Nutraceutique	Phase de R&D	Protection de la mémoire		2023
Agrochimie	Produit 1			2025
	Produit 2			

Sources : PAT, Midcap Partners

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 accélérer à partir 2022.

Pour les autres filiales, les activités de Temisis, PAT 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.

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 devrait lui permettre de générer, selon nous, de l'ordre de 700 K€ de CA chaque année.

Au global notre prévision de CA groupe ressort à 3,0 M€ pour 2022 et 4,0 M€ pour 2023, confirmant la croissance attendue pour 2021.

### Synthèse des prévisions de CA

K€	2019 conso	2020 conso	2021E	2022E	2023E
Vente de produits	1 072	975	1 600	2 300	3 300
% CA	59%	57%	70%	77%	83%
R&D	757	744	700	700	700
% CA	41%	43%	30%	23%	18%
<b>Total CA publié</b>	<b>1 829</b>	<b>1 719</b>	<b>2 300</b>	<b>3 000</b>	<b>4 000</b>
<b>Variation</b>	<b>0,0%</b>	<b>-6,0%</b>	<b>33,8%</b>	<b>30,4%</b>	<b>33,3%</b>

Sources : PAT, Midcap Partners

A noter que si les activités de Temisis et Cellengo ont, jusqu'à ce jour, été financées quasi exclusivement par la société, la situation pourrait évoluer. En effet le coût des études cliniques vont être conséquents, de l'ordre de 10 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, une levée de fonds de 1,6 M€ (sur la base d'une valorisation pré-money de 40 M€), a été réalisée fin 2020. Au global la société vise une levée de fonds de 3 à 5 M€ pour la première tranche, ce qui devrait probablement être accéléré avec le recrutement de Mathieu Losguardi en tant que Directeur Général de par son expérience en M&A dans le domaine de pharma et d'évaluation des projets Biotech au sein de fonds d'investissement).

## 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 recherche 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 dernières années (au niveau de PAT SA).

De plus la société bénéficie de subventions (comptabilisées en exceptionnel dans la présentation comptable dans la version historique c'est-à-dire les comptes sociaux, 170 K€ en 2020) et du CIR (classé en impôts, 800 K€ en moyenne dans les comptes sociaux), permettant de réduire la perte nette moyenne à environ 500 K€ en moyenne au cours des dernières années, ou 1 M€ hors exceptionnels.

En approche consolidée, communiquée depuis 2021, la perte opérationnelle s'est élevée à -2,1 M€ en 2020 comparée à -1,7 M€, et le résultat net à -0,5 M€ comparé à -0,9 M€ en 2019, ce résultat inclut un produit exceptionnel de 635 K€ lié à la plus-value de cession générée par la cession de 1,53% du capital de Temisis. Retraité de cet élément positif le résultat 2020 a atteint -1,2 M€.

## Performance historique en matière de résultats

K€ (31/12)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>CA</b>	<b>1 013</b>	<b>1 154</b>	<b>807</b>	<b>1 142</b>	<b>1 173</b>	<b>1 256</b>
Prod. immobilisée, var. stocks et achats mat.	887	439	673	523	564	477
Autres achats et charges externes	-1 233	-1 425	-962	-1 127	-808	-1 150
Frais de personnel	-1 473	-1 719	-1 896	-1 831	-1 889	-1 833
Dotation aux amortissements et provisions	-807	-291	-489	-822	-588	-347
<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>	<b>-1 596</b>
RCAI	-1 684	-1 906	-1 909	-2 213	-1 605	-1 653
Résultat exceptionnel	92	-10	351	2 227	262	169
Impôts (dont CIR)	697	791	884	850	803	820
<b>Résultat net publié</b>	<b>-895</b>	<b>-1 125</b>	<b>-675</b>	<b>865</b>	<b>-541</b>	<b>-664</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>-833</b>
<b>RN des filiales</b>						
Couleurs de Plantes	-	15	-32	55	55	54
Quote part groupe	-	51%	51%	57%	66%	66%
Soit en consolidé part du groupe	-	8	-16	31	37	35
Cellengo	-	-	-	-	-	-276
Straticell	-	70	90	60	-46	-207
Temisis	-	-	-32	0	-66	-11
PAT Zerbaz	-	-19	-61	240	240	12
<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>	<b>-1 281</b>

Sources : PAT, Midcap Partners

- **Résultats positifs visés pour 2023**

Même si le groupe devrait poursuivre ses dépenses en matière de R&D et très probablement devoir investir dans des moyens de production (essentiellement outils et équipes) ou encore renforcer certaines fonctions support (RH, suivi clients, grâce au décollage attendu de l'activité, et au subventions obtenues (4 M€ à enregistrer dans les 3 à 4 ans) nous estimons que 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 CIR inclus (en ligne avec l'objectif affiché par les dirigeants).

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).

À noter les dépréciations d'actifs opérés au S1 2021 (453 K€ dont 50% liés à des dépréciations de stocks) que nous avons retraité de notre analyse du résultat net, soit une perte nette retraitée attendue à -579 K€ comparée à -1 170 K€ en 2020 retraité.

### Synthèse des prévisions de résultats

K€ (31/12)	2019 conso	2020 conso	2021E	2022E	2023E
<b>CA</b>	<b>1 829</b>	<b>1 719</b>	<b>2 300</b>	<b>3 000</b>	<b>4 000</b>
Prod. immobilisée, var. stocks et achats mat.	803	782	700	900	1 000
Autres achats et charges externes	-1 508	-1 602	-1 793	-2 100	-2 180
Subventions	795	752	1 500	1 500	1 500
Frais de personnel	-2 910	-3 210	-3 450	-3 600	-3 720
Dotation aux amortissements et provisions	-731	-535	-1 150	-900	-900
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>-1 722</b>	<b>-2 094</b>	<b>-1 893</b>	<b>-1 200</b>	<b>-300</b>
RCAI	-1 822	-2 201	-1 982	-1 281	-357
Résultat exceptionnel	48	635	0	0	0
Impôts (dont CIR)	915	1 046	950	1 100	1 200
<b>Résultat net publié</b>	<b>-879</b>	<b>-543</b>	<b>-1 032</b>	<b>-181</b>	<b>843</b>
<b>Résultat net hors exceptionnel</b>	<b>-922</b>	<b>-1 170</b>	<b>-579</b>	<b>-181</b>	<b>843</b>

Sources : PAT, Midcap Partners

## 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 dernières années PAT a dégagé un besoin de financement annuel de 2 M€ en moyenne.

### Tableau de flux de trésorerie synthétique de PAT SA

en K€	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Capacité d'autofinancement	-86	-813	-186	-500	-220	-454
Capex	-1 208	-1 838	-1 665	-976	-766	-635
Variation du BFR	-1 224	60	128	394	348	-217
Investissements financiers	-446	-90	-518	-3 215	-704	-1 575
<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>	<b>-2 740</b>
Augmentation de la dette	-272	159	264	1 104	-301	1 490
Augmentation de capital	6 254	0	488	1 078	2 177	0
Variation de la trésorerie	3 102	-1 708	-1 235	642	875	-1 250

Sources : PAT, Midcap Partners

Ce besoin de financement a très majoritairement été comblé par la réalisation de levées de fonds régulières.

- (...) 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 : Vétoquinol 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 Vetoquinol 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% du capital (données au 30 juin 2021, via sa holding), Frédéric Bourgaud, actuel VP de la recherche, 6% du capital, et Eric Gontier qui n'est pas dans la société 3%, soit plus de 37% du capital à eux trois.

- **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€ pour 2021 et 2022, et une génération de cash positive à partir de 2023.

### Prévisions de consommation/génération de cash

en K€	2020 conso	2021E	2022E	2023E
Capacité d'autofinancement	-512	118	714	1 728
Capex	-577	-1 150	-1 200	-1 200
Variation du BFR	590	-491	-400	-500
Investissements financiers	-1 305	0	0	0
<b>Total des besoins/ressources de financement</b>	<b>-860</b>	<b>-1 503</b>	<b>-856</b>	<b>68</b>
Augmentation de la dette	2 109	500	0	-500
Augmentation de capital	24	0	0	0
Variation de la trésorerie	1 276	-1 003	-856	-568

Sources : PAT, Midcap Partners

Avec une trésorerie de 3,3 M€ à fin 2020 et 2,1 M€ à fin juin 2021, 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 producteurs (pour les plantes cultivées) ni collecteurs (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 2020 (M€)	EBIT 2020 (M€)	EBIT/CA 20
Sensient Technologies	90,1	3 787	1 168	148	12,7%
Chr Hansen Holding	71,3	9 404	970	323	33,2%
International Flavors	132,2	33 656	4 460	635	14,2%
Robertet	957,0	2 080	538	71	13,2%
Givaudan	4 346,6	40 135	5 908	939	15,9%
Symrise	130,3	18 212	3 539	464	13,1%
Kerry Group A	113,4	20 054	6 953	711	10,2%
Tate & Lyle	8,0	3 761	3 146	341	10,8%
<b>PAT</b>	<b>19,2</b>	<b>20,9</b>	<b>1,7</b>	<b>-2,1</b>	<b>Ns</b>

\*Cours au 18 nov. 2021

Source : Facset, Midcap Partners

La médiane des multiples de valorisation de notre échantillon ressort à 3,9x en termes de multiple de CA 2021, 20,3x l'EBITDA et 29,5x 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	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Sensient Technologies	32,5	29,4	3,5	3,3	20,4	18,6	26,4	23,5
Chr Hansen Holding	40,1	35,9	8,9	8,3	24,1	22,2	32,2	29,0
International Flavors	26,6	24,1	4,2	3,8	20,2	17,3	38,9	30,0
Robertet	33,1	28,8	3,5	3,1	16,7	14,5	23,2	20,2
Givaudan	44,7	41,4	6,9	6,5	30,0	28,4	40,1	36,7
Symrise	48,6	45,9	5,1	4,7	23,7	22,2	34,5	32,0
Kerry Group A	29,9	27,2	3,0	3,0	20,3	18,7	26,8	24,2
Tate & Lyle	15,9	14,6	2,6	2,3	10,9	10,9	16,9	15,2
<b>Médiane</b>	<b>32,8</b>	<b>29,1</b>	<b>3,9</b>	<b>3,6</b>	<b>20,3</b>	<b>18,7</b>	<b>29,5</b>	<b>26,6</b>
PAT	Ns	Ns	10,8	8,6	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 13 M€ à fin 2020) ;
- Un BFR qui évoluera en parallèle de l'activité ;
- Un taux d'actualisation de 11,0% ;
- Une croissance des flux à l'infini à 1,5%.

### Scénario de DCF

EURm	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>3,0</b>	<b>4,0</b>	<b>5,4</b>	<b>7,6</b>	<b>10,2</b>	<b>12,8</b>	<b>15,3</b>	<b>16,8</b>	<b>17,7</b>	<b>18,2</b>
<i>Evolution</i>	30%	33%	35%	40%	35%	25%	20%	10%	5%	3%
EBITDA	-0,3	0,6	1,3	2,0	2,7	3,6	4,9	5,2	5,3	5,5
Marge	-10,0%	15,0%	24,0%	27,0%	26,0%	28,0%	32,0%	31,0%	30,0%	30,0%
% CA	30,0%	22,5%	18,0%	-93,0%	7,0%	6,0%	5,0%	4,5%	4,3%	4,1%
<b>ROC</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>	<b>2,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,2</b>	<b>4,4</b>	<b>4,6</b>
Marge	-90,0%	-45,0%	6,0%	12,0%	15,0%	20,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Croissance	Ns	Ns	Ns	180,0%	68,8%	66,7%	50,0%	10,0%	5,0%	3,0%
Impôts/CIR	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
<b>NOPAT</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>	<b>3,8</b>	<b>5,0</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>5,8</b>
Amortissement	0,9	0,9	1,0	1,1	1,1	1,0	1,1	1,0	0,9	0,9
D&A % du CA	30,0%	22,5%	18,0%	15,0%	11,0%	8,0%	7,0%	6,0%	5,0%	5,0%
Variation du BFR	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,9	-0,5	-0,3	-0,2
BFR	2,7	3,2	3,5	3,8	4,1	4,5	5,4	5,9	6,2	6,4
% CA	90,0%	80,0%	65,0%	50,0%	40,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
<b>flux de trésorerie opérationnel</b>	<b>0,4</b>	<b>1,3</b>	<b>2,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,6</b>	<b>4,4</b>	<b>5,2</b>	<b>5,9</b>	<b>6,2</b>	<b>6,5</b>
Investissements	-1,2	-1,2	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9	-0,8	-0,9	-0,9
% CA	40,0%	30,0%	18,0%	13,0%	10,0%	7,5%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>Flux de trésorerie disponible</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>1,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>3,4</b>	<b>4,3</b>	<b>5,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,6</b>
Flux de trésorerie disponible actualisés	-0,7	0,1	0,9	1,4	1,5	1,8	2,1	2,2	2,1	2,0
Somme des FCF	13,3									
Valeur terminale	20,6									
Croissance à l'infini	1,5%									
<b>Taux d'actualisation</b>	<b>11,0%</b>									
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>33,9</b>									
Dette nette	3,9									
Valeur des participations	0,2									
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>30,2</b>									
Nombre de titre (millions)	1,1									
<b>Valeur implicite par action (€)</b>	<b>27,7</b>									

Source : Midcap Partners

Au global, notre approche de valorisation par la méthode des DCF fait ressortir une valorisation de 31,4 € par action.

### Tableau de sensibilité

	27,7	Taux d'actualisation				
		9,0%	10,0%	11,0%	12,0%	13,0%
Crois. à l'infini	1,0%	37,5	31,5	26,8	23,0	19,9
	<b>1,5%</b>	39,3	32,8	<b>27,7</b>	23,7	20,4
	2,0%	41,3	34,2	28,8	24,5	21,0

Source : Midcap Partners

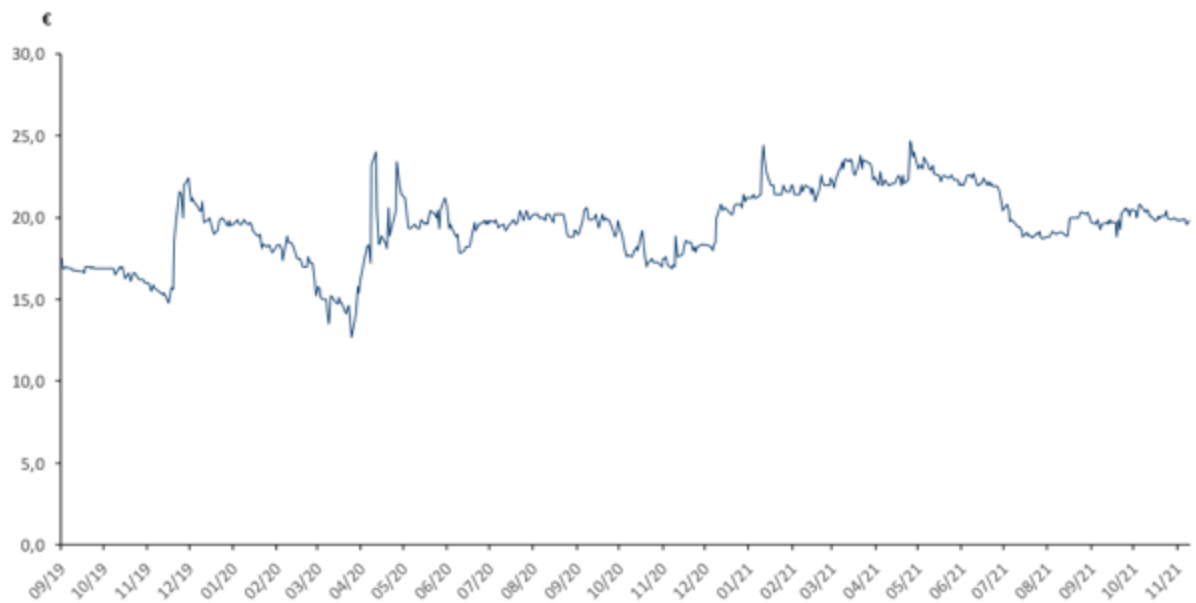
## C. Synthèse de valorisation

Ayant écarté la méthode par comparaison boursière, notre objectif de cours est aligné sur la valorisation via DCF, soit 27,7 € par action, qui offre un potentiel de plus de 40% par rapport au cours actuel. L'avancée des études cliniques de Temisis ou encore les travaux réalisés au sein de Cellengo pourraient offrir un potentiel de revalorisation conséquent du groupe.

Le titre est sous pression depuis quelques mois (plus haut début mai à 25 €), ce qui n'est pas justifié selon nous par les performances opérationnelles avec le rebond des ventes illustré par la performance du S1 2021, rebond qui devrait selon nous se confirmer compte tenu du pipeline de produits. 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 la confirmation de l'accélération 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>	482
<b>6 mois</b>	481
<b>1 an</b>	995
<b>3 ans</b>	825

#### Performance du titre

<b>Plus haut 12 mois</b>	25,0
<b>Plus bas 12 mois</b>	16,9
<b>Perf YTD</b>	-5%

## VI. Données Financières

Compte de résultat (M€)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Chiffre d'affaires consolidé</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>2,3</b>	<b>3,0</b>	<b>4,0</b>
<i>Evolution</i>	12,3%	13,9%	-30,1%	41,5%	2,7%	7,1%	83,1%	30,4%	33,3%
<b>Marge brute</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>3,1</b>
<i>% du CA</i>	89,4%	87,0%	83,9%	89,5%	89,2%	87,3%	73,9%	76,7%	77,5%
Charges externes	-1,2	-0,9	-0,9	-1,1	-0,7	-1,0	-1,6	-1,9	-2,0
Personnel	-1,5	-1,7	-1,9	-1,8	-1,9	-1,8	-3,5	-3,6	-3,7
Autres produits et charges courants	0,0	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	1,3	1,3	1,3
<b>EBITDA</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,6</b>
<i>% du CA</i>	-79,6%	-134,4%	-170,7%	-113,2%	-81,9%	-99,5%	-32,3%	-10,0%	15,0%
Dotations nettes aux amortissements & aux provisions	-0,8	-0,3	-0,5	-0,8	-0,6	-0,3	-1,2	-0,9	-0,9
<b>ROC</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,3</b>
<i>% de CA</i>	-159,3%	-159,6%	-231,4%	-185,2%	-132,0%	-127,1%	-82,3%	-40,0%	-7,5%
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	0,1	0,0	0,4	2,2	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0
Résultat financier	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Impôt sur les bénéfices	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	1,0	1,1	1,2
<i>Taux d'IS</i>	Ns	Ns	Ns	Ns	Ns	Ns	Ns	Ns	Ns
RN	-0,9	-1,1	-0,7	0,9	-0,5	-0,7	-1,0	-0,2	0,8
Intérêts minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>RNPG</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,8</b>
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Immobilisations corp. et incorp.	3,3	4,4	5,5	5,2	5,5	4,4	9,3	9,6	9,9
Immobilisations financières	0,1	0,3	0,3	2,8	2,8	5,2	0,2	0,2	0,2
Impôts différés	0,3	0,3	0,8	1,2	1,6	2,0	0,0	0,0	0,0
Actifs circulants	3,4	3,6	3,2	2,8	2,4	2,9	5,4	6,4	7,6
Trésorerie	3,2	1,2	0,1	0,7	1,5	0,3	2,3	1,4	0,8
Autres actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
<b>Actifs</b>	<b>10,4</b>	<b>9,8</b>	<b>9,8</b>	<b>12,7</b>	<b>13,9</b>	<b>14,8</b>	<b>17,1</b>	<b>17,5</b>	<b>18,4</b>
Capitaux propres pdg	7,7	6,6	6,4	8,4	10,0	9,5	7,5	7,3	8,2
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	-0,2
Dettes financières	2,1	1,9	2,2	3,2	2,9	4,3	6,1	6,1	5,6
Passifs circulants	0,7	1,3	1,2	1,0	0,9	1,0	3,5	4,1	4,9
Autres passifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
<b>Passifs</b>	<b>10,4</b>	<b>9,8</b>	<b>9,8</b>	<b>12,7</b>	<b>13,9</b>	<b>14,8</b>	<b>17,1</b>	<b>17,5</b>	<b>18,4</b>
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Marge brute d'autofinancement	-0,1	-0,8	-0,2	-0,5	-0,2	-0,5	0,1	0,7	1,7
ΔBFR	-1,2	0,1	0,1	0,4	0,3	-0,2	-0,5	-0,4	-0,5
<b>Cash flow généré par l'activité</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>1,2</b>
Acquisition d'immo incorporelles et corporelles	-1,2	-1,8	-1,7	-1,0	-0,8	-0,6	-1,2	-1,2	-1,2
<b>FCF</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,0</b>
Cession d'immobilisations corp et incorp.	0,0	0,5	0,1	2,8	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0
Acquisition d'immo fin. et acquisitions de filiales	-0,4	-0,1	-0,5	-3,2	-0,7	-1,6	0,0	0,0	0,0
Dividendes recus des stés MEE	1,0	2,0	3,0	4,0	7,0	8,0	9,0	10,0	11,0
<b>Cash flow liés aux investissements</b>	<b>0,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>6,6</b>	<b>6,6</b>	<b>9,0</b>	<b>10,0</b>	<b>11,0</b>
Variation d'emprunts	-0,3	0,2	0,3	1,1	-0,3	1,5	0,5	0,0	-0,5
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	6,3	0,0	0,5	1,1	2,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash flow liés aux opé de financement</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,5</b>
Variation de change et autres	0,1	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Variation de cash sur l'année</b>	<b>-3,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,3</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>

Source : Société - Midcap Partners

## Données Financières

RATIOS CLES									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Evolution du CA	12%	14%	-30%	42%	3%	7%	83%	30%	33%
Marge brute	89%	87%	84%	89%	89%	87%	74%	77%	78%
Marge EBITDA	-80%	-134%	-171%	-113%	-82%	-99%	-32%	-10%	15%
Marge EBIT	-159%	-160%	-231%	-185%	-132%	-127%	-82%	-40%	-8%
Marge Nette	-88%	-98%	-84%	76%	-46%	-53%	-45%	-6%	21%
Bénéfice net par action	-1,00	-1,25	-0,73	0,89	-0,50	-0,61	-0,95	-0,17	0,76
Bénéfice net par action retraité	-1,29	-1,24	-1,13	-1,44	-0,78	-0,76	-0,52	-0,17	0,74
Dividende par action	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
BFR en % du CA	-74%	-48%	-52%	-63%	-75%	-65%	-55%	-50%	#REF!
DIO	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na
DSO	187	226	221	74	96	164	94	84	75
DPO	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na
FCF	-2,52	-2,59	-1,72	-1,08	-0,64	-1,31	-1,52	-0,89	0,03
FCF yield	-10%	-14%	-8%	-5%	-3%	-6%	-7%	-4%	0%
Taux de conversion (FCF/EBITDA)	312%	167%	125%	84%	66%	104%	205%	295%	5%
CAPEX/CA	-119%	-159%	-206%	-85%	-65%	-51%	-50%	-40%	-30%
ROE	-12%	-17%	-11%	10%	-5%	-7%	-14%	-3%	10%
ROA									
ROCE (après impot)	-14%	-15%	-10%	-1142%	-5%	-5%	-13%	-3%	31%
Gearing	-15%	10%	34%	31%	14%	42%	52%	65%	59%
Levier	1,5x	-0,4x	-1,6x	-2,0x	-1,5x	-3,2x	-5,2x	-15,8x	8,0x
EV/CA	21,0	16,1	27,6	20,4	16,5	19,4	10,8	8,6	6,4
EV/EBITDA	-26,3	-12,0	-16,2	-18,0	-20,1	-19,5	-33,4	-85,6	42,9
EV/EBIT	0,0	0,0	-18,8	-13,2	-11,0	0,0	0,0	-12,5	0,0
PE retraité	0,0	0,0	-31,1	-29,3	24,7	0,0	0,0	-34,8	0,0

## Disclaimer

### Certifications d'analyste

Ce Rapport de recherche (le " Rapport ") a été approuvé par Midcap, une division commerciale de TP ICAP (Europe) SA (" Midcap "), un Prestataire de Services d'Investissement autorisé et régulé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (" ACPR "). En publiant ce Rapport, chaque analyste de recherche ou associé de Midcap dont le nom apparaît dans ce Rapport certifie par la présente que (i) les recommandations et les opinions exprimées dans le Rapport reflètent exactement les opinions personnelles de l'analyste de recherche ou de l'associé sur tous les titres ou Emetteurs sujets discutés ici et (ii) aucune partie de la rémunération de l'analyste de recherche ou de l'associé n'était, n'est ou ne sera directement ou indirectement liée aux recommandations ou opinions spécifiques exprimées par l'analyste de recherche ou l'associé dans le Rapport.

### Méthodologie

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

1. Méthode DCF : actualisation des flux de trésorerie futurs générés par les activités de l'Emetteur. Les flux de trésorerie sont déterminés par les prévisions et les modèles financiers de l'analyste. Le taux d'actualisation utilisé correspond au coût moyen pondéré du capital, qui est défini comme le coût moyen pondéré de la dette de l'Emetteur et le coût théorique de ses fonds propres tels qu'estimés par l'analyste.
2. Méthode des comparables : application des multiples de valorisation boursière ou de ceux observés dans des transactions récentes. Ces multiples peuvent servir de référence et être appliqués aux agrégats financiers de l'Emetteur pour en déduire sa valorisation. L'échantillon est sélectionné par l'analyste en fonction des caractéristiques de l'Emetteur (taille, croissance, rentabilité, etc.). L'analyste peut également appliquer une prime/décote en fonction de sa perception des caractéristiques de l'Emetteur.
3. Méthode de l'actif et du passif : estimation de la valeur des fonds propres sur la base des actifs réévalués et ajustés de la valeur de la dette.
4. Méthode du dividende actualisé : actualisation des flux de dividendes futurs estimés. Le taux d'actualisation utilisé 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 à en réaliser la somme.

### Conflit d'intérêts

Emetteur	Type de conflit
PLANT ADVANCED TECHNOLOGIES	D,F,G

- A. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, détient plus de 5% du capital social de l'Émetteur ;
- B. L'Émetteur détient plus de 5% du total du capital social de Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée;
- C. Midcap, seule ou avec d'autres entités juridiques, est liée à l'Emetteur par d'autres intérêts financiers importants ;
- D. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, est un teneur de marché ou un fournisseur de liquidité avec lequel un contrat de liquidité a été conclu concernant les instruments financiers de l'Émetteur ;
- E. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, a agi, au cours des douze derniers mois, en tant que chef de file ou co-chef de file dans une offre publique d'instruments financiers de l'Émetteur ;
- F. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, est partie à tout autre accord avec l'Émetteur relatif à la fourniture de services d'investissement dans le cadre de l'activité corporate de Midcap
- G. Midcap et l'Emetteur ont convenu de la fourniture par la première à la seconde d'un service de production et de distribution de la recommandation d'investissement sur ledit Emetteur ;

### Distribution des recommandations d'investissement

Midcap utilise un système de recommandation basé sur les éléments suivants :

**Acheter** : Devrait surperformer les marchés de 15% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

**Conserver** : performance attendue entre -10% et +10% par Rapport au marché, sur un horizon de 6 à 12 mois.

**Vendre** : l'action devrait sous-performer les marchés de 15% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

L'historique des recommandations d'investissements et le prix cible pour les Emetteurs couverts dans le présent Rapport sont disponibles à la demande à l'adresse email suivante : [marketing@midcapp.com](mailto:marketing@midcapp.com).



### **Avis de non-responsabilité générale**

Ce Rapport est publié à titre d'information uniquement et ne constitue pas une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente des titres qui y sont mentionnés. Les informations contenues dans ce Rapport ont été obtenues de sources jugées fiables, Midcap ne fait aucune déclaration quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. Les prix de référence utilisés dans ce Rapport sont des prix de clôture. Toutes les opinions exprimées dans ce Rapport reflètent notre jugement à la date des documents et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les titres abordés dans ce Rapport peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs et ne sont pas destinés à recommander des titres, des instruments financiers ou des stratégies spécifiques à des clients particuliers. Les investisseurs doivent prendre leurs propres décisions d'investissement en fonction de leur situation financière et de leurs objectifs d'investissement. La valeur du revenu de votre investissement peut varier en raison de l'évolution des taux d'intérêt, de l'évolution des conditions financières et opérationnelles des entreprises et d'autres facteurs. Les investisseurs doivent être conscients que le prix du marché des titres dont il est question dans ce Rapport peut être volatil. En raison du risque et de la volatilité du secteur, de l'Emetteur et du marché en général, au prix actuel des titres, notre note d'investissement peut ne pas correspondre à l'objectif de prix indiqué. Des informations supplémentaires concernant les titres mentionnés dans ce Rapport sont disponibles sur demande.

Ce Rapport n'est pas destiné à être distribué ou utilisé par une entité citoyenne ou résidente, ou une entité située dans une localité, un territoire, un état, un pays ou une autre juridiction où une telle distribution, publication, mise à disposition ou utilisation serait contraire ou limitée par la loi ou la réglementation. L'entité ou les entités en possession de ce Rapport doivent s'informer et se conformer à de telles restrictions, y compris MIFID II. Midcap a adopté des dispositions administratives et organisationnelles efficaces, y compris des " barrières d'information ", afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts en matière de 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.

