

EQUITY RESEARCH

PAT
ETUDE

ACHAT
OC 24.6€
Potentiel: 58%

Un décollage des ventes qui devrait se confirmer

Grâce à la montée en puissance des accords de distribution en cosmétique, l'activité devrait rebondir au second semestre. Par ailleurs le titre pourrait bénéficier d'un newsflow porteur en matière de recherche clinique.

Créée en 2005, Plant Advanced Technologies PAT se positionne sur le marché des extraits de plantes via l'indentification 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.

Après une année 2020 marquée par la crise sanitaire (CA à -6%), l'activité du groupe a connu un rattrapage en 2021 avec un CA à plus de 2,3 M€ (+34 %) grâce aux ventes d'ingrédients cosmétiques au sein de PAT SA et du dynamisme des filiales Couleurs de Plantes et Straticell. Sur le début de l'exercice 2022, les ventes n'ont pas encore bénéficié des commandes liées au partenariat avec Clariant (CA S1 en baisse de -8,6%), mais les dirigeants prévoient un décollage des ventes sur le S2, ce qui devrait permettre de générer un CA comparable à celui de 2021 (2,3 à 2,5 M€ de CA visé).

Dans les mois à venir, le groupe devrait ainsi 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 2023). Le groupe pourrait également annoncer la signature de nouveaux accords de collaboration/distribution dans le secteur de la cosmétique. La croissance attendue de l'activité devrait permettre d'atteindre l'équilibre opérationnel à horizon 2023.

Par ailleurs, une molécule a donné des résultats prometteurs en phase préclinique pour le traitement du psoriasis (segment pharma, filiale Temisis), une autre molécule qui présente des effets sur les capacités cognitives est également en phase de développement (segment nutraceutique, filiale Cellengo), et des projets sont en cours dans l'agrochimie ce qui devait fournir des relais de croissance à 3 à 5 ans.

Nous estimons que le cours pourrait reprendre un parcours haussier dès la confirmation de l'accélération des ventes de produits cosmétiques. Par ailleurs, l'avancée des études cliniques de Temisis, ou encore les travaux réalisés au sein de Cellengo pourraient offrir un potentiel de revalorisation conséquent au groupe. Nous conseillons ainsi d'acheter le titre avec un objectif de cours de 24,6 € (valorisation par la méthode des DCF), soit un potentiel de hausse de plus de 50%.

TP ICAP Midcap Estimates	12/21	12/22e	12/23e	12/24e	Valuation Ratio	12/22e	12/23e	12/24e
Chiffre d'affaires (m €)	2,3	2,4	3,2	5,0	VE/Sales	9,0	6,8	4,3
ROC (m €)	-2,8	-3,1	-2,4	-1,7	VE/EBITDA	na	194,7	19,0
MOC (%)	na	na	na	na	PER	na	71,6	14,5
BPA (publié) (€)	-1,01	-0,81	0,22	1,08				
Dividende (€)	0,00	0,00	0,00	0,00				
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0				
FCF (m €)	-1,6	-1,1	-0,1	0,4				

Recherche partiellement payée par l'Emetteur

Key data

Prix actuel (€)	15,6
Secteur	Healthcare
Ticker	ALPAT-FR
Nb d'actions (M)	1,091
Capitalisation boursière	17,0
Prochain événement	RN S1 2022 : 30/10/2022

Actionnaires (%)

Famille Fèvre	28,4
Famille Bourgaud	6,3
Clariant	10,1
Vetoquinol	2,1
Free float	52,1

BPA (€)

	12/22e	12/23e	12/24e
Estimation	-0,81	0,22	1,08
Changement de nos estimations (%)	na	-41,6	-0,2

Performance (%)

	1D	1M	YTD
Evolution du cours	0,3	-2,8	-16,4
Rel CAC Mid&Small	1,2	-7,9	-2,9



Analyst

Claire Deray - Sponsor Finance for TPICAP Midcap

UN DÉCOLLAGE DES VENTES QUI DEVRAIT SE CONFIRMER	1
DESCRIPTION	3
SWOT ANALYSIS	3
OVERVIEW	4
UN DÉCOLLAGE DES VENTES QUI DEVRAIT SE CONFIRMER	8
POURSUIITE DES INVESTISSEMENTS	11
VALORISATION	14
FINANCIAL DATA	17
DISCLAIMER	18

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.

SWOT Analysis

Strengths

- 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

Weaknesses

- 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

Opportunities

- 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)

Threats

- 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

Overview

Un savoir-faire centré sur les plantes

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 59 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 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.

PAT est aujourd'hui capable de proposer aux industriels des contrats de fourniture de molécules à partir de ses plateformes végétales de production et bientôt 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.

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€.

- InnCoCells : 17 partenaires de divers pays

Projet de recherche collaborative (démarrage en mai 2021 pour 4 ans), 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.

- AKESO : filiale Straticell

Projet de recherche lancé début 2022 qui vise à créer une innovation sur le marché des tests en dermatologie. Financement obtenu auprès de la région Wallone à hauteur de 660 K€ pour un total projet de 1,1 M€. L'objectif consiste à développer un modèle innovant de blessure et de cicatrisation sur explants de peau humaine ou équivalents de peau, adapté aux besoins industriels, avec un panel de biomarqueurs permettant de suivre le processus de cicatrisation aigüe.

- MicroBIOS : filiale StratiCELL

Projet de recherche 2019-2023 ciblé sur le microbiote cutané. Financement obtenu auprès de la région Wallonne à hauteur de 895 K€ pour un total projet de 1,3 M€. L'objectif vise à étudier les interactions entre la peau et son microbiote, et de concevoir des modèles in vitro infectés par différentes souches bactériennes ou fongiques afin de modéliser des pathologies à dysbioses telles que l'acné, la dermatite atopique ou encore la dermite séborrhéique.

- SenSySkin : filiale StratiCELL, Neuron Experts

Projet de recherche 2020-2024 en neuro-dermatologie. Financement Eurostars obtenu auprès de l'Europe et la région Wallonne à hauteur de 605 K€ pour un total projet de 895 K€. Le projet a pour but de développer un modèle de peau in vitro connecté à un réseau de neurones sensitifs humains dérivés de cellules souches. Il devrait à son terme permettre d'évaluer en phase préclinique des composés apaisants ou analgésiques appliqués sur la peau et agissant les terminaisons nerveuses.

- TISSYOU : filiale StratiCELL, Rescoll, Centre hospitalier universitaire de Besançon, Ludwig Boltzman Gesellschaft (AU)

Projet de recherche 2021-2024 en ingénierie tissulaire Financement Eurostars obtenu auprès de l'Europe et la région Wallonne à hauteur de 379 K€ pour un total projet de 542 K€. Il s'agit d'un projet collaboratif de production industrielle d'un biomatériau biomimétique pour la médecine régénérative cutanée et la recherche in vitro.

- N'GINS : Nouvelle Génération d'Ingrédients Naturels Santé, filiale Cellengo

Projet lancé début 2022 qui vise à produire par des technologies d'ingénierie métabolique (fermentation) de nouveaux ingrédients santé actuellement difficilement sourçables. Financement BPI à hauteur de 1,6 M€ dans le cadre du programme France 2030.

- Psoriacure : Temisis, StratiCELL, PharmBioTec et le laboratoire IMoPA-CNRS de l'Université de Lorraine

Projet de recherche de 3 ans lancé en 2020 dans le cadre du programme d'innovation Eurostars de l'Union Européenne. Budget de 3,2 M€ financé à hauteur de 1,5 M€ par des subventions (dont 1,1 M€ pour les filiales du groupe Temisis et Straticell). Sur la base de la molécule logée au sein de la filiale Temisis pour le traitement du psoriasis, l'objectif est de découvrir les champs d'action de cette dernière sur les maladies inflammatoires auto-immunes.

Les marchés ciblés

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.

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 (contrat renouvelé en novembre pour 5 ans), 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 (Prenylum 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 »), et d'un troisième produit en mai 2022 : Rootness® Awake (extrait de patate douce aux propriétés antioxydantes et anti-inflammatoires, en application anti-âge contour des yeux qui a reçu le 1^{er} prix au BSB Award de Berlin en septembre dernier). L'objectif de ce partenariat est de lancer un à deux nouveaux produits chaque année à base des extraits développés par le groupe.

D'autres partenariats de distribution pourraient être conclus pour accélérer le déploiement du groupe dans ce segment d'activité à travers le monde.

Nutraceutique

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 2023, les développements relatifs à ce principe actif ont été apportés, et sont désormais menés, par la filiale Cellengo créée en 2019 (détenue à 100%, apport d'actifs R&D 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.

Pharma

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 2023.

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. Pour mémoire, Vétoquinol (laboratoire pharmaceutique vétérinaires) est actionnaire depuis 2017 à hauteur de 2,2% du capital (levée de 0,5 M€ à 25 € par action).

Agro-chimie

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.

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.

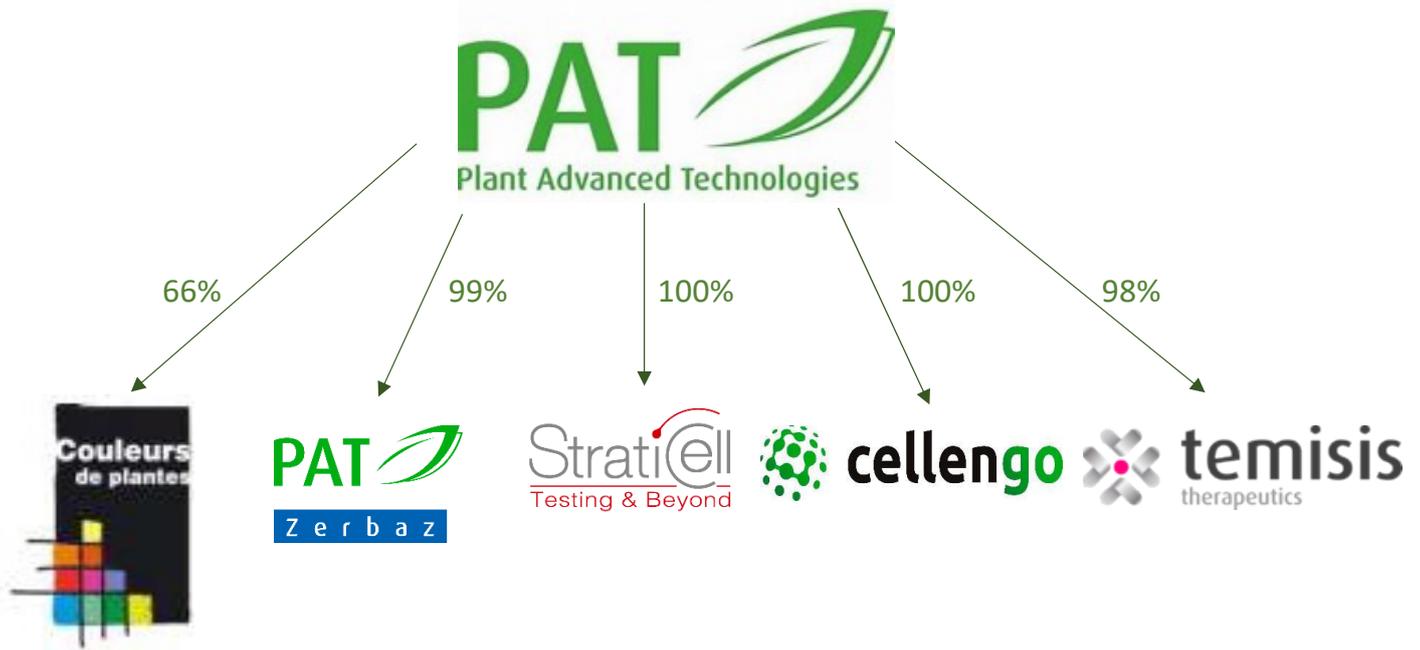
Une société et 5 filiales

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). Près de 819 K€ de CA en 2021 ;
- 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. Près de 413 K€ de CA en 2021 ;
- 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 569 K€ de CA en 2021 ;
- 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 la pharma et l'évaluation de projets Biotech au sein de fonds d'investissement), nomination Directeur du Développement Pharmaceutique 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).

Graphique 1 : 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.

Un décollage des ventes qui devrait se confirmer

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€).

Montée en puissance des ventes de produits

Des sources de revenus diversifiées

Le chiffre d'affaires du groupe qui s'est élevé à 2,3 M€ en 2021, 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 1,2 M€ en 2021) ou encore des aides de l'Etat de type CIR (près de 1,1 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.

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 : Vétoquinol (2017) ;
- 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.

Un rebond des ventes en 2021, consolidation prévue pour 2022

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).

Les effets de la crise sanitaire (report de lancements 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 2021, le CA annuel consolidé ressort à 2,3 M€, en hausse de +34% par rapport à 2020, par société :

- PAT SA : +22% ingrédients cosmétiques (montée en puissance du contrat Clariant et nouveaux contrats) et programmes de recherche ;
- Straticell, +39% à 818 K€ : tests cutanés *in vitro*, porté par le dynamisme du secteur pharmaceutique et des clients américains ;

- Couleurs de Plantes, +59% à 569 K€ : producteur de colorants et pigments végétaux, dynamisme du segment cosmétique (forte demande de produits naturels, hausse des ventes de la gamme produits capillaires) et du segment textile (accords de distribution en Asie de produits colorants naturels à destination de l'industrie textile) ;
- PAT Zerbaz, activité de recherche à La Réunion +38% à 413 K€ (neutralisée en intra-groupe).

Tableau 1 : Performance historique de CA

K€	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	S1-2022
PAT SA	1 013	1 154	807	1 142	1 173	1 256	1 538	188
Variation	12,3%	13,9%	-30,1%	41,5%	2,7%	7,1%	22,4%	-39,9%
Straticell	-	685	815	717	704	590	819	394
Variation	-	-	19,0%	-12,1%	-1,8%	-16,2%	38,7%	-5,5%
Couleurs de Plantes	-	315	150	348	412	357	569	366
Variation	-	-	-52,3%	132,0%	18,4%	-13,3%	59,2%	4,9%
Temisis	-	-	-	-	-	-	-	-
PAT Zerbaz	-	-	-	-	21	300	413	255
Variation	-	-	-	-	-	-	37,6%	-
Cellengo	-	-	-	-	-	-	-	-
Total CA	1 013	2 154	1 772	2 207	2 310	2 504	3 339	1 203
Intra-group (estimé)	-	0	223	315	481	785	1 034	307
CA consolidé (estimé/reporté)	1 013	2 154	1 549	1 892	1 829	1 719	2 305	896
Variation	12,3%	112,6%	-28,1%	22,1%	-3,3%	-6,0%	34,1%	-8,6%

Source : PAT

Au cours du premier semestre 2022, l'activité est ressortie en baisse de -9% à 0,9 M€, du fait d'une moindre contribution des clients historiques et d'un démarrage lent pour les ventes avec Clariant. En effet, si l'activité des filiales Straticell (394 K€ vs 417 K€ au S1 2021) et Couleurs de Plantes (production et extraction de colorants de pigments d'origine végétale, 366 K€ vs 349 K€) confirment les bonnes tendances de 2021, la vente d'ingrédients cosmétiques au sein de PAT SA a pris du retard (CA à seulement 188 K€ vs 313 K€). Au cours du semestre, les commandes issues du partenariat avec Clariant sont restées faibles malgré les 3 produits en catalogue.

Sur la deuxième partie de l'année, l'activité de Couleurs de Plantes devrait bénéficier de l'aboutissement de certains projets notamment dans l'impression textile mais sera pénalisée par des difficultés de sourcing en matières premières (500 K€ de CA visé pour la filiale en 2022 vs 569 K€ en 2021). Grâce au dynamisme des études pour compte de tiers, le CA de Straticell devrait accélérer au S2 permettant d'augmenter le niveau d'activité sur l'ensemble de l'année 2022 : 900 K€ de CA visé comparé à 819 K€ en 2021. Enfin, les ventes d'ingrédients cosmétiques devraient retrouver le chemin de la croissance au niveau de PAT SA avec des volumes plus significatifs côté Clariant. Au global, le retard pris sur le début de l'exercice devrait être rattrapé, les dirigeants prévoient ainsi de générer CA comparable à celui de 2021, soit un CA de l'ordre de 2,3 à 2,5 M€.

Des perspectives prometteuses

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) et Spirae Exudative® (produit développé et commercialisé en interne) ;
- en catalogue comme Prenylium® ; Rootness® Energize ou encore Rootness® Awake issus du partenariat signé avec Clariant, ou encore avec Seppic (Equibiome™) et Expanscience (Neurovity) ;
- ou en devenir, 7 nouveaux produits en phase avancée de développement (commercialisation prévue dans les 1 à 3 ans).

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 2024. Les tests réalisés sur animaux de cette 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 de la matière première, production en interne de la souche qui sert de base à la fermentation, optimisation des performances de la levure, etc.).

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 tests sur animaux devraient se poursuivre en 2023, avant un lancement de la phase I de l'étude prévu pour 2024. Les études cliniques devraient probablement durer environ deux ans soit jusque fin 2025 (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 2025-2026.

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 2026.

Tableau 2 : Pipeline de produits

Marché	Produit/avancée	Domaine d'application	Client / Partenaire	Horizon de ventes
Cosmétique	Edulis	Anti-âge	Chanel	Déjà commercialisé
	Spireae®	hydratation cutanée	Interne	Déjà commercialisé
	Equibiome®	hydratation cutanée	Seppic	Déjà commercialisé
	Prenylium®	Anti-âge	Clariant	Déjà commercialisé
	Rootness® Energize	Inflammations cutanées	Clariant	Déjà commercialisé
	Rootness® Awake	Anti-âge	Clariant	Déjà commercialisé
	Neurovity®	Régénération cutanée	Expanscience	Déjà commercialisé
	Produit 8			
	Produit 9			
	Produit 10			
	Produit 11			
	Produit 12			
Pharmaceutique	Phases cliniques	Psoriasis		2025-26
Nutraceutique	Phase de R&D	Protection de la mémoire		2024
Agrochimie	Produit 1			2026
	Produit 2			

Sources : PAT, TPICAP Midcap

Prévisions d'activité

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 du S2 2022. En effet les premiers produits lancés par Clariant datent de début 2020, ont eu un bon accueil de la part des professionnels du secteur, et peuvent entrer désormais en phase de montée en puissance (18 à 24 mois pour développer un nouveau produit dans ce segment). A noter cependant que la croissance des ventes dépendra du succès des produits qui intègrent les ingrédients du groupe (déterminant pour l'effet volume).

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 2,4 M€ pour 2022, +4%, l'accélération de ventes d'ingrédients cosmétiques au S2 devant compenser le retard du S1, 3,2 M€ pour 2023, +46% avec une accélération des volumes avec Clariant, et une croissance qui devrait être au-delà des 40% en 2024 et 2025 grâce à une portefeuille d'ingrédients cosmétiques qui s'étoffe (lancements avec Clariant, accords avec des nouveaux partenaires, etc.) et aux relais offerts par la nutraceutique et la pharma.

Tableau 3 : Synthèse des prévisions de CA

K€	2019 conso	2020 conso	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Vente de produits	1 072	975	1 356	1 700	2 500	4 300	6 300
% CA	59%	57%	59%	71%	78%	86%	90%
R&D	757	744	949	700	700	700	700
% CA	41%	43%	41%	29%	22%	14%	10%
Total CA publié	1 829	1 719	2 305	2 400	3 200	5 000	7 000
Variation	0,0%	-6,0%	34,1%	4,1%	33,3%	56,3%	40,0%

Sources : PAT, TPICAP Midcap

Poursuite des investissements

Des pertes maîtrisées en historique

Le groupe étant toujours en phase de recherche, et ses revenus ayant été globalement stables, les 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 (-2 M€ au niveau groupe en moyenne au cours des 3 dernières années).

De plus la société bénéficie de subventions (comptabilisées en exceptionnel dans les comptes sociaux, 319 K€ en 2021) et du CIR (classé en impôts, 800 K€ en moyenne dans les comptes sociaux), permettant de réduire la perte nette moyenne à 800-900 K€ au cours des dernières années.

En approche consolidée, communiquée depuis 2021, la perte opérationnelle s'est élevée à -2,1 M€ en 2021 stable par rapport à -2020, et le résultat net à -1,1 M€ comparé à -0,5 M€ en 2020, ce résultat inclut une dépréciation d'actifs pour 453 K€ en 2021 (majorité de dépréciation de stocks) et un produit exceptionnel de 635 K€ en 2020 (plus-value de cession généré par la cession de 1,53% du capital de Temisis). Retraité de ces éléments le résultat net 2021 retraité s'est élevé -743 K€ en 2021, et à -1 170 K€ en 2020.

Tableau 4 : Performances historiques en matière de résultats

K€ (31/12)	2019	2020	2021			2022
	conso	conso	S1	S2	FY	S1
CA	1 829	1 719	980	1 325	2 305	896
Prod. immobilisée, var. stocks et achats mat.	803	782	232	501	733	277
Autres achats et charges externes	-1 508	-1 602	-885	-949	-1 834	-983
Subventions	795	752	503	669	1 172	609
Frais de personnel	-2 910	-3 210	-1 591	-1 696	-3 287	-1 808
Dotation aux amortissements et provisions	-731	-535	-785	-419	-1 204	-526
Résultat d'exploitation	-1 722	-2 094	-1 546	-569	-2 115	-1 535
RCAI	-1 822	-2 201	-1 602	-628	-2 230	-1 593
Résultat exceptionnel	48	635	35	27	62	28
Impôts (dont CIR)	915	1 046	501	555	1 056	523
Résultat net publié	-879	-543	-1 085	-49	-1 134	-1 052
Résultat net hors exceptionnel	-922	-1 170	-667	-76	-743	-1 080

Sources : PAT, TPICAP Midcap

Au cours du premier semestre 2022, la tendance de 2021 a été confirmée avec une perte opérationnelle à -1,5 M€. La hausse des frais de personnel a en effet été compensée par une réduction des dépréciations d'actifs au cours de la période.

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 aux subventions obtenues (6,5 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).

Tableau 5 : Synthèse des prévisions de résultats

K€ (31/12)	2019 conso	2020 conso	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
CA	1 829	1 719	2 305	2 400	3 200	5 000	7 000
Prod. immobilisée, var. stocks et achats mat.	803	782	733	1 000	1 200	850	500
Autres achats et charges externes	-1 508	-1 602	-1 834	-1 968	-2 048	-2 425	-3 185
Subventions	795	752	1 172	1 300	1 600	1 800	1 800
Frais de personnel	-2 910	-3 210	-3 287	-3 648	-3 840	-4 100	-4 256
Dotations aux amortissements et provisions	-731	-535	-1 204	-900	-900	-1 000	-1 000
Résultat d'exploitation	-1 722	-2 094	-2 115	-1 816	-788	125	859
RCAI	-1 822	-2 201	-2 230	-1 984	-932	33	783
Résultat exceptionnel	48	635	62	0	0	0	0
Impôts (dont CIR)	915	1 046	1 056	1 100	1 200	1 200	1 200
Résultat net publié	-879	-543	-1 134	-907	244	1 207	1 956
Résultat net hors exceptionnel	-922	-1 170	-743	-907	244	1 207	1 956

Sources : PAT, TPICAP Midcap

Une capacité à attirer les 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 1 M€ (en moyenne en base consolidée).

Tableau 6 : Tableau de flux synthétique (PAT SA avant 2020)

en K€	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2020 conso	2021
Capacité d'autofinancement	-86	-813	-186	-500	-220	-454	-512	191
Capex	-1 208	-1 838	-1 665	-976	-766	-635	-577	-1 186
Variation du BFR	-1 224	60	128	394	348	-217	590	-578
Investissements financiers	-446	-90	-518	-3 215	-704	-1 575	-1 305	0
Total des besoins/ressources de financement	-2 880	-1 867	-1 987	-1 540	-1 001	-2 740	-860	-1 108
Augmentation de la dette	-272	159	264	1 104	-301	1 490	2 109	392
Augmentation de capital	6 254	0	488	1 078	2 177	0	24	-40
Variation de la trésorerie	3 102	-1 708	-1 235	642	875	-1 250	1 276	-757

Source : PAT

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.

(...) 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).

Tableau 7 : 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)
Total	14	

Sources : PAT, TPICAP Midcap

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 2022, via sa holding et en propre), 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 des capacités de production et la probable hausse du BFR.

Comme par le passé nous estimons ainsi la consommation de cash à un peu plus de 1 M€ pour 2022, une situation quasi à l'équilibre en 2023, et une génération de cash positive à partir de 2024.

Tableau 8 : Prévisions de consommation/génération de cash

en K€	2020	2020 conso	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Capacité d'autofinancement	-454	-512	191	16	1 168	2 233	2 983
Capex	-635	-577	-1 186	-1 200	-1 120	-1 000	-1 050
Variation du BFR	-217	590	-578	57	-192	-792	-850
Investissements financiers	-1 575	-1 305	0	0	0	0	0
Total des besoins/ressources de financement	-2 740	-860	-1 108	-1 097	-104,0	480,8	1122,8
Augmentation de la dette	1 490	2 109	392	0	-500	-500	-500
Augmentation de capital	0	24	-40	0	0	0	0
Variation de la trésorerie	-1 250	1 276	-757	-1 097	-604	-19	623

Sources : PAT, TPICAP Midcap

Avec une trésorerie de 2,5 M€ à fin 2021 et 1,6 M€ à fin juin 2022, et la sécurisation d'enveloppes de subventions (plus de 6,5 M€ à date) 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.

Valorisation

Approche de valorisation par comparaison boursière

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.

Tableau 9 : Caractéristiques de l'échantillon de comparables

Société	Cours* (€)	Capitalisation boursière (M€)	CA 2021 (M€)	EBIT 2021 (M€)	EBIT/CA 21
Sensient Technologies	70,9	2 982	1 168	144	12,3%
Chr Hansen Holding	59,5	7 840	1 077	296	27,4%
International Flavors	96,2	24 517	9 861	755	7,7%
Groupe Berkem	5,3	92	39	2,4	6,2%
Robertet	1 958,5	1 958,5	606	94	15,4%
Givaudan	3 302,4	30 474	6 185	1 005	16,2%
Symrise	110,1	15 389	3 845	499	13,0%
Kerry Group A	92,6	16 395	7 351	804	10,9%
Tate & Lyle	8,6	3 412	1 617	195	12,1%
PAT	15,6	17,0	2,4	-1,8	Ns

*Cours au 28 novembre 2022

Sources : Factset, TPICAP Midcap

La médiane des multiples de valorisation de notre échantillon ressort à 2,9x en termes de multiple de CA 2022, 15,5x l'EBITDA et 23,7x 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.

Tableau 10 : Multiples de l'échantillon de comparables

Société	PE		VE/CA		VE/EBITDA		VE/EBIT	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Sensient Technologies	22,2	21,4	2,6	2,5	14,8	14,0	18,8	17,8
Chr Hansen Holding	31,1	28,1	6,7	6,3	18,7	17,3	24,5	22,2
International Flavors	18,1	17,1	2,9	2,9	14,6	14,0	30,1	23,7
Groupe Berkem	33,0	20,8	1,9	1,7	11,2	8,7	21,9	13,7
Robertet	25,4	23,6	2,9	2,7	15,5	14,5	19,4	17,9
Givaudan	34,1	30,3	4,9	4,7	23,0	21,9	30,7	28,3
Symrise	34,0	31,8	3,6	3,4	17,1	16,2	24,5	22,8
Kerry Group A	21,8	21,5	2,6	2,4	17,5	16,7	23,7	22,4
Tate & Lyle	15,8	14,2	1,8	1,6	10,0	9,2	13,8	12,6
Médiane	25,4	21,5	2,9	2,7	15,5	14,5	23,7	22,2
PAT	Ns	Ns	9,0	6,8	Ns	Ns	Ns	Ns

Sources : Factset, TPICAP Midcap

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 2021) ;
- Un BFR qui évoluera en parallèle de l'activité ;
- Un taux d'actualisation de 13,0% ;
- Une croissance des flux à l'infini à 1,5%.

Tableau 11 : Scénario de DCF

EURm	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Chiffre d'affaires	3,2	5,0	7,0	9,5	12,3	15,4	18,5	20,3	21,4	22,0
Evolution	33%	56%	40%	35%	30%	25%	20%	10%	5%	3%
EBITDA	0,1	1,1	1,9	2,6	3,5	4,3	5,3	5,9	6,2	6,6
Marge	3,5%	22,5%	26,6%	27,0%	28,0%	28,0%	28,5%	29,0%	29,0%	30,0%
% CA	28,1%	20,0%	14,3%	-93,0%	7,0%	6,0%	5,0%	4,5%	4,3%	4,1%
ROC	-0,8	0,1	0,9	1,4	2,2	3,1	4,1	4,7	5,1	5,5
Marge	-24,6%	2,5%	12,3%	15,0%	18,0%	20,0%	22,0%	23,0%	24,0%	25,0%
Croissance	Ns	Ns	Ns	65,0%	56,5%	38,9%	32,0%	15,0%	9,6%	7,3%
Impôts/CIR	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Taux d'impôts	Ns	Ns	Ns	Ns	Ns	Ns	Ns	Ns	Ns	Ns
NOPAT	0,4	1,3	2,1	2,6	3,4	4,3	5,3	5,9	6,3	6,7
Amortissement	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1
D&A % du CA	28,1%	20,0%	14,3%	12,0%	10,0%	8,0%	6,5%	6,0%	5,0%	5,0%
Variation du BFR	-0,2	-0,8	-0,9	-0,9	-1,2	-1,2	-1,0	-0,4	-0,2	0,0
BFR	2,2	3,0	3,9	4,7	5,9	7,1	8,1	8,5	8,8	8,8
% CA	69,0%	60,0%	55,0%	50,0%	48,0%	46,0%	44,0%	42,0%	41,0%	40,0%
flux de trésorerie opérationnel	1,1	1,5	2,2	2,9	3,5	4,3	5,4	6,7	7,2	7,8
Investissements	-1,1	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1
% CA	35,0%	20,0%	15,0%	12,0%	9,0%	7,0%	5,5%	5,0%	5,0%	5,0%
Flux de trésorerie disponible	0,0	0,5	1,2	1,8	2,4	3,3	4,4	5,7	6,1	6,7
Croissance	Ns	Ns	Ns	53%	36%	35%	35%	29%	8%	9%
% CA	0,0%	10,7%	16,6%	18,8%	19,6%	21,2%	23,9%	27,9%	28,7%	30,3%
Flux de trésorerie disponible actualisés	0,0	0,4	0,8	1,1	1,3	1,6	1,9	2,1	2,0	2,0
Somme des FCF	13,2									
Valeur terminale	17,1									
Croissance à l'infini	1,5%									
Taux d'actualisation	13,0%									
Valeur d'entreprise	30,3									
Dette nette	3,7									
Valeur des participations	0,1									
Valeur des capitaux propres	26,8									
Nombre de titre (millions)	1,1									
Valeur implicite par action (€)	24,6									

Source : TPICAP Midcap

Au global, notre approche de valorisation par la méthode des DCF fait ressortir une valorisation de 24,6 € par action.

Tableau 12 : Tableaux de sensibilité

	Crois. à l'infini	Taux d'actualisation					Crois. à l'infini	Marge op. long terme					
		11,0%	12,0%	13,0%	14,0%	15,0%		23,0%	24,0%	25,0%	26,0%	27,0%	
	1,0%	32,1	27,6	23,9	20,9	18,3		1,0%	22,8	23,3	23,9	24,5	25,0
	1,5%	33,2	28,4	24,6	21,4	18,7		1,5%	23,4	24,0	24,6	25,1	25,7
	2,0%	34,5	29,4	25,3	21,9	19,1		2,0%	24,1	24,7	25,3	25,9	26,5

Source : TPICAP Midcap

Synthèse de valorisation

Ayant écarté la méthode par comparaison boursière, notre objectif de cours est aligné sur la valorisation via DCF, soit 24,6 € par action, qui offre un potentiel de plus de 50% 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 au groupe.

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.

FINANCIAL DATA

Compte de résultat	12/19	12/20	12/21	12/22e	12/23e	12/24e
CA total	1,2	1,3	2,3	2,4	3,2	5,0
Variation (%)	2,7	7,1	83,5	4,1	33,3	56,3
Marge brute	1,3	1,4	2,9	3,0	3,9	6,1
% du CA	110,8	112,7	127,0	125,0	121,9	121,0
EBITDA	-1,0	-1,2	-0,9	-0,9	0,1	1,1
% du CA	-81,9	-99,5	-39,5	-38,2	3,5	22,5
ROC	-1,5	-1,6	-2,8	-3,1	-2,4	-1,7
% de CA	-132,1	-127,1	-123,1	-129,8	-74,6	-33,5
Eléments non récurrents	0,0	0,0	1,2	1,3	1,6	1,8
Résultat opérationnel	-1,5	-1,6	-2,1	-1,8	-0,8	0,1
Résultat financier	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1
Impôt sur les résultats	0,8	0,8	1,1	1,1	1,2	1,2
Taux d'impôt (%)	59,7	55,2	48,7	55,4	128,8	-3 659,7
Résultat Net part du groupe	-0,5	-0,7	-1,1	-0,9	0,2	1,2
BPA (publié)	na	na	na	na	0,22	1,08
Bilan financier	12/19	12/20	12/21	12/22e	12/23e	12/24e
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilisations corp. et incorp.	5,5	4,4	9,4	9,7	9,9	9,9
Immobilisations financières	2,8	5,2	0,1	0,1	0,1	0,1
BFR	1,5	1,9	2,1	2,0	2,2	3,0
Autres actifs	1,6	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capitaux propres	10,0	9,5	7,7	6,8	7,0	8,2
Intérêts Minoritaires	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Impôts différés	0,0	0,0	0,1	0,3	0,4	0,4
Dette Nette	1,4	4,0	3,7	4,7	4,9	4,4
Autres passifs	4,0	7,0	12,0	13,0	14,0	15,0
Total Passifs	11,5	13,6	11,6	11,8	12,3	13,1
Dette Nette hors IFRS16	1,4	4,0	3,7	4,7	4,9	4,4
Gearing	0,1	0,4	0,5	0,7	0,7	0,5
Levier	-1,5	-3,2	-4,0	-5,2	43,3	3,9
Tableau de flux	12/19	12/20	12/21	12/22e	12/23e	12/24e
ΔBFR	0,3	-0,2	-0,6	0,1	-0,2	-0,8
Capex net	-1,1	-2,1	-1,1	-1,2	-1,1	-1,0
FCF	-0,6	-1,3	-1,6	-1,1	-0,1	0,4
Acquisition/Cession	-1,5	-2,2	-1,2	-1,2	-1,1	-1,0
Autres investissements	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
Variation d'emprunts	-0,3	1,5	0,4	0,0	-0,5	-0,5
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Remboursement des dettes locatives	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres flux	2,2	0,0	-0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de change et Flux nets liés aux activités abando	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie nette sur l'année	0,9	-1,3	-0,8	-1,1	-0,6	-0,0
ROA (%)	na	na	na	na	2,3%	9,3%
ROE (%)	na	na	na	na	3,8%	15,0%
ROCE (%)	na	na	na	na	5,6%	na

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.

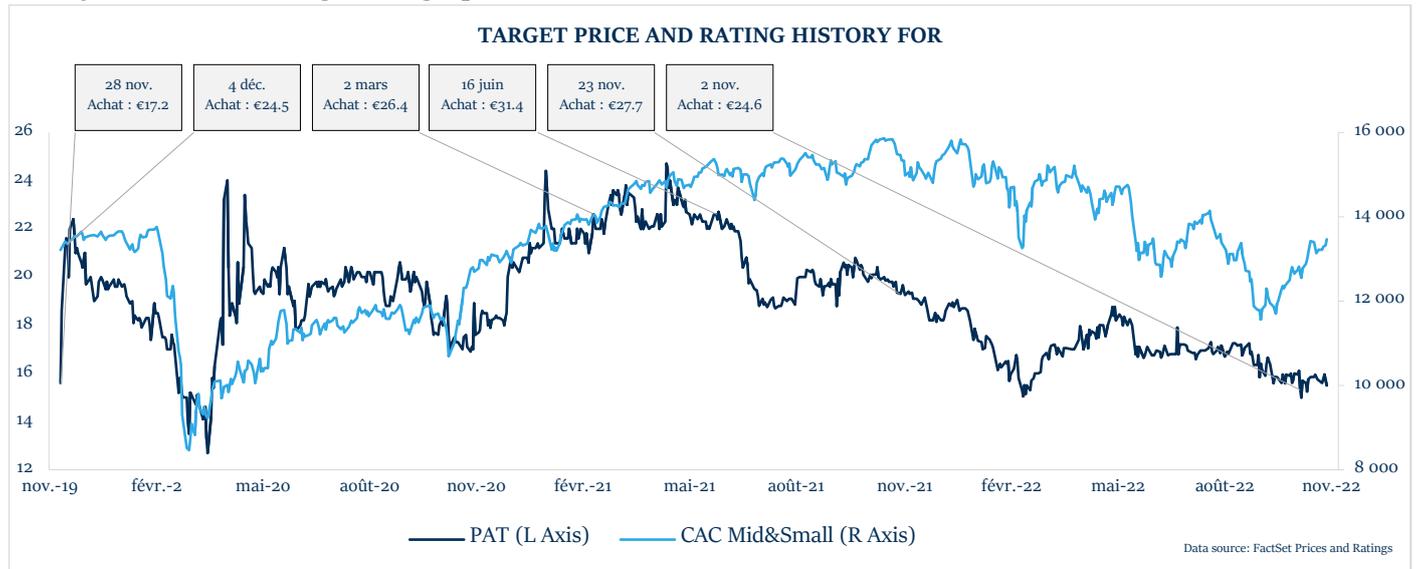
Conflit d'intérêts

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: PAT

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: PAT

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: PAT

History of investment rating and target price – PAT



Distribution des recommandations d'investissement

Rating	Recommendation Universe*	Portion of these provided with investment banking services**
Achat	85%	65%
Conserver	13%	39%
Vente	1%	0%
Sous revue	1%	100%

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

Acheter : Devrait surperformer les marchés de 10% 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 10% 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 suivante : <https://researchtpicap.midcapp.com/en/disclaimer>.

Avis de non-responsabilité générale

Ce Rapport est confidentiel et est destiné à l'usage interne des destinataires sélectionnés uniquement. Aucune partie de ce document ne peut être reproduite, distribuée ou transmise sans le consentement écrit préalable de Midcap.

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 de la veille sauf indication contraire. 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. Ce Rapport est uniquement destiné aux personnes qui sont des Contreparties Eligibles ou des Clients Professionnels au sens de la réglementation MIFID II. Il n'est pas destiné à être distribué ou transmis, directement ou indirectement, à toute autre catégorie de personnes. Le Rapport fait l'objet d'une diffusion réservée. La recherche a été réalisée conformément aux dispositions de la Charte. 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.