

Un changement de dimension porté par la consolidation

Fondé en 1934, Altheora est un leader européen de la conception et la fabrication de pièces en matériaux composites destinées à tous les secteurs de l'industrie (mobilité terrestre, énergie, aéronautique, médical,...). Les matériaux composites sont constitués d'au moins deux matières différentes. Le résultat obtenu est plus performant, puisqu'il possède les propriétés des éléments utilisés, et présente donc de nombreux avantages comparés aux autres alternatives (acier, métal...) qui peuvent être utilisées pour une même application. Fort d'un outil industriel de premier plan, la société bénéficie de capacités de production conséquentes (jusqu'à 43 millions de pièces produites par an) en France et à l'international (Roumanie).

Historiquement spécialisée dans l'équipement de réseaux électriques, Altheora est aujourd'hui un leader de la conception et la transformation de matériaux composites. La société est organisée autour de trois pôles de compétences : 1/ la transformation de matériaux composites (95% du CA en 2022), 2/ le parachèvement de pièces industrielles (5% du CA en 2022) et 3/ l'accélération de projets industriels par l'innovation (depuis 2020), pour un chiffre d'affaires total de 35,0 M€ en 2022, en hausse de 9,5%.

Introduite en bourse depuis 1988 et cotée depuis 2016 sur Euronext Growth, Altheora s'est développée de manière organique et externe (2 acquisitions depuis 2020), enregistrant un TCAM de CA de +8,2% pour atteindre 35,0 M€ de CA en 2022. Cette croissance est le fruit d'une stratégie basée sur un savoir-faire industriel solide, un repositionnement sur des secteurs porteurs et des efforts soutenus sur l'innovation.

Depuis 2017, Altheora s'est engagé dans une mutation majeure qui lui permet d'afficher une activité dynamique. Dans la même lignée que l'exercice 2022, nous attendons au titre de 2023 un CA de 49,5 M€ (+41,4%) et un EBE de 2,8 M€ (5,6%). A partir de 2024, la société affichera un RN positif qui lui permettra de renforcer son bilan.

Avec une équipe 10 personnes dédiée à la R&D et des acquisitions stratégiques (Chris-France Plastiques en décembre 2022), Altheora s'est doté de moyens pour accélérer encore sa croissance en répondant aux nouveaux besoins en matière d'innovation composites. Nous attendons un chiffre d'affaires en hausse annuelle moyenne de 18,2 % entre 2022 et 2026 (incluant Chris-France Plastiques).

Grâce à son offre large et innovante de solutions composites, Altheora s'est constituée un portefeuille important (600 clients) avec de belles références (Enedis, Schneider Electric, Alstom, Thales, JCDecaux...) lui permettant de viser un objectif de CA de 100 M€ à horizon 2026 (de façon organique et externe).

Sur un marché français de la production plastiques et composites estimé à 8,0 Mds € en 2019 et attendu en croissance de 11,0% en 2023, l'ambition du groupe est de poursuivre sa dynamique de croissance, tout en atteignant les standards de rentabilité du secteur (10% de marge d'EBITDA).

Notre valorisation d'Altheora fait ressortir un objectif de cours à 1,35 € issu de de notre valorisation par DCF (WACC 8,69%). Nous initions la couverture d'Altheora avec une opinion à Achat.

Achat

Objectif de cours	1,35 €
Cours au 12/04/2023	0,78 €
Potentiel	72%

Données valeur

ALORA.PA / ALORA.FP	
Euronext Growth	
Capitalisation (M€)	10,6
Nb de titres (en millions)	13,53
Volume moyen 12 mois (titres)	4 334
Extrêmes 12 mois	0,74 € 190 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-15,1%	-12,2%	-13,5%	-47,9%
Perf CAC Small	2,0%	-3,5%	-2,4%	-9,1%

Données financières (en M€)

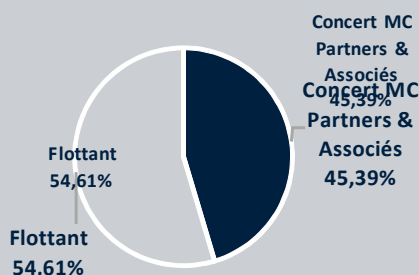
au 31/12	2022	2023e	2024e	2025e
CA	35,0	49,5	53,5	57,7
var %	9,5%	41,4%	8,0%	8,0%
EBE	1,1	2,8	3,4	4,1
% CA	3,2%	5,6%	6,3%	7,1%
ROC	-1,3	0,3	1,0	1,7
% CA	-3,6%	0,7%	1,8%	3,0%
RN	-1,7	-0,5	0,3	1,1
% CA	-4,8%	-1,0%	0,6%	1,8%
Bnpa (€)	-0,11	-0,03	0,02	0,07
ROCE (%)	-3%	1%	3%	4%
ROE (%)	-12%	-4%	2%	7%
Gearing (%)	90%	106%	105%	100%
Dette nette	12,7	14,4	14,6	15,0
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)				

Ratios

	2022	2023	2024e	2025e
VE/CA (x)	0,7x	0,5x	0,5x	0,5x
VE/EBE (x)	22,1x	9,7x	7,9x	6,6x
VE/ROC (x)	ns	78,1x	27,3x	15,9x
PE (x)	ns	ns	36,9x	12,0x

Actionnariat

Actionnariat



Préambule

Acteur historique avec 90 ans d'expérience, Altheora a développé un savoir-faire important et est aujourd'hui un leader de la conception et de la transformation de matériaux composites. Alors que le Groupe a terminé en 2022 sa mutation vers les secteurs industriels les plus porteurs et a annoncé l'inauguration d'une nouvelle usine de peinture, le Groupe entend poursuivre le développement de son activité sur les prochains exercices. Cette stratégie ambitieuse tant sur le plan organique qu'externe devrait permettre à Altheora d'atteindre les 100 M€ de chiffre d'affaires d'ici 2026 (contre 35 M€ en 2022) pour une marge d'EBITDA de 10%. Compte tenu des objectifs du Groupe, la dynamique d'investissement devrait rester soutenue sur les prochains exercices afin d'accompagner la croissance.

Pourquoi investir dans Altheora

Plan stratégique ambitieux



100 M€ de CA à horizon 2026

Une politique RSE ambitieuse



Des solutions **écoresponsables**

Une offre diversifiée



Mobilité terrestre, énergie, aéronautique, médical

Une capacité d'innovation reconnue



Une équipe de **10 experts**

Un outil industriel de 1^{er} plan



43 M de pièces produites par an

Un potentiel d'upside important



+70% de potentiel d'upside du cours

Sommaire

ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT	4
SWOT	5
PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ	6
HISTORIQUE DE LA SOCIÉTÉ	7
UNE POLITIQUE DE CROISSANCE EXTERNE FORTE	8
UNE MUTATION VERS DES MARCHÉS PORTEURS	10
LES COMPOSITES, UNE SOLUTION COMPÉTITIVE	10
POSITIONNEMENT D'ALTHEORA	14
UN ENGAGEMENT FORT EN MATIÈRE DE RSE	15
UN MARCHÉ RÉSILIENT ET ATOMISÉ	16
PERSPECTIVES STRATÉGIQUES ET FINANCIÈRES	17
L'INNOVATION, PRINCIPAL AXE DE CROISSANCE	17
UN LEVIER SUR LA MARGE OPÉRATIONNELLE	19
UNE STRUCTURE BILANCIELLE QUI PEUT ÊTRE OPTIMISÉE	21
VALORISATION D'ALTHEORA	22

SWOT

Forces

- Une offre de solutions multisectorielle (mobilité terrestre, énergie, aéronautique, médical)
- Des références clients de premier plan
- Un outil industriel important (capacité de production de 43 M de pièces/an)
- Fortes capacités d'innovation
- Présent sur toute la chaîne de production
- Expertise pour répondre à des appels d'offres variés
- Forte barrières à l'entrée

Faiblesses

- Intensité capitalistique
- Corrélation à l'évolution du prix des matières premières
- Augmentation des coûts de main-d'œuvre en France
- Structure financière

Opportunités

- Marché fragmenté avec beaucoup de petites entités fragilisées par la crise
- Internationalisation
- Nouvelles acquisitions
- Poursuite des démarches RSE
- R&D poussée (collaboration avec des start-ups)
- Nouveaux segments industriels à explorer

Menaces

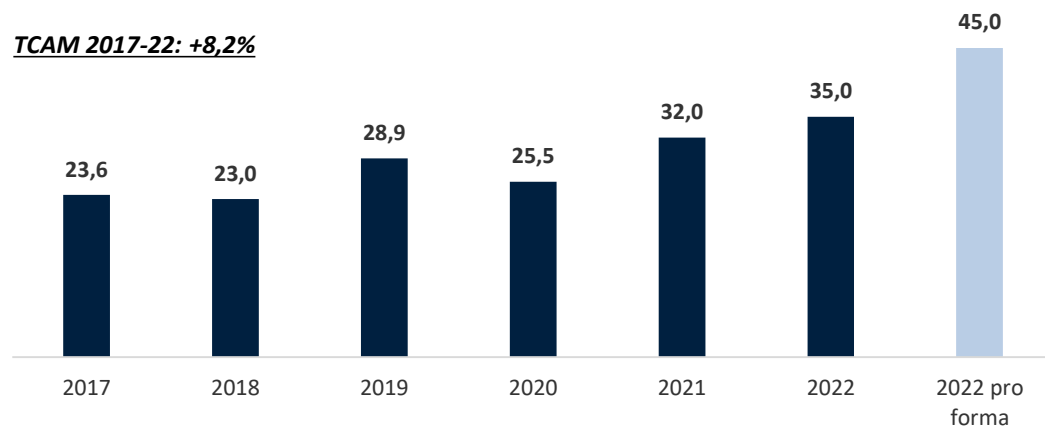
- Hausse des prix de l'énergie
- Reprise difficile de certains secteurs industriels post-covid

Présentation de la société

Historiquement spécialisée dans l'équipement de réseaux électriques, Altheora est aujourd'hui un leader de la conception et la transformation de matériaux composites. La société est organisée autour de trois pôles de compétences : 1/ la transformation de matériaux composites (95% du CA en 2022), 2/ le parachèvement de pièces industrielles (5% du CA en 2022) et 3/ l'accélération de projets industriels par l'innovation (depuis 2020), pour un chiffre d'affaires total de 35,0 M€ en 2022, en hausse de 9,5%.

Introduite depuis 1988 et cotée depuis 2016 sur Euronext Growth, Altheora s'est développée de manière organique et externe (2 acquisitions depuis 2020), enregistrant un TCAM de CA de +8,2% pour atteindre 35,0 M€ de CA en 2022. Cette croissance est le fruit d'une stratégie basée sur un savoir-faire industriel solide, un repositionnement sur des secteurs porteurs et des efforts soutenus sur l'innovation.

Evolution du CA depuis 2017



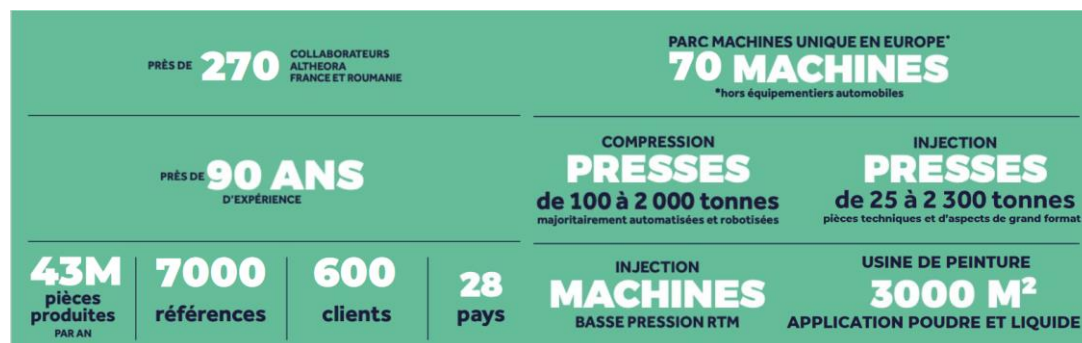
Sources : Société, EuroLand Corporate

Acteur historique avec 90 ans d'expérience, Altheora a développé un savoir-faire important, lui permettant de s'imposer dans des secteurs industriels exigeants tels que la mobilité (aéronautique, les transports terrestre et le ferroviaire), l'énergie (électricité et gaz) ou encore les loisirs. La société offre à ses clients (utilisateurs finaux) des solutions complètes, de la R&D et conception jusqu'à la production.

Largement engagée dans la réindustrialisation de la région Auvergne-Rhône-Alpes (AURA), Altheora réalise 90% de son chiffre d'affaires en France et entend poursuivre son développement commercial. Pour ce faire, le Groupe peut s'appuyer sur un outil de production essentiellement basé en France (5 usines basées en AURA) et en Roumanie, employant 270 collaborateurs.

Le Groupe déploie également une politique d'innovation et RSE ambitieuse, pour améliorer la technologie des matériaux composites et développer de nouveaux produits pour répondre aux besoins du marché. Portée par une équipe R&D de premier plan (12 personnes) la société a investi 7,5% du CA dans l'innovation et son outil de production.

Chiffres clés Altheora

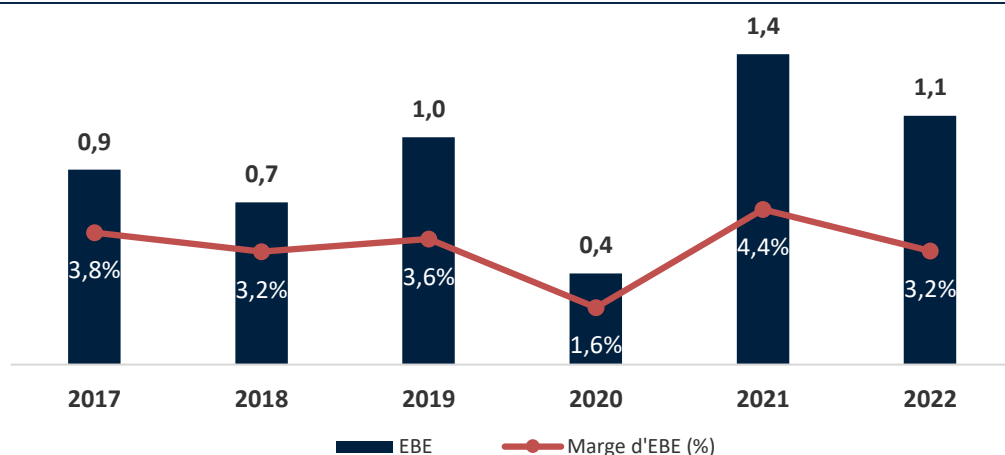


Sources : Société, EuroLand Corporate

Capitalisant sur ses 6 000 références et son portefeuille de 500 clients, Altheora a annoncé un chiffre d'affaires de 35,0 M€, en croissance organique de 9,5% en 2022. En proforma (y.c Chris France Plastiques sur 12 mois), le CA ressort à 45,8 M€ soit une hausse de 31%. Dans un contexte perturbé, marqué par des difficultés d'approvisionnement et une forte inflation de l'énergie, le Groupe a affiché une forte résilience de son activité tout au long de 2022, traduisant les efforts réalisés par le management afin de repositionner Altheora vers des marchés porteurs. A titre d'exemple, le Groupe a remporté en 2022 3 appels d'offre pour un montant total de 34,8 M€ sur 5 ans offrant ainsi une bonne visibilité sur l'activité à moyen terme.

Dans ce contexte, Altheora publie des résultats en retrait au titre de 2022. Sur l'exercice, la marge brute pâtit de la hausse du coût des matières premières et ressort à 56% à comparer à 59,5% en 2021. Enfin, l'EBITDA ressort à 1,1 M€ (vs 1,7 M€ en 2021) soit une marge de 3,1%. Après impact des DAP, du résultat financier et des impôts, le RN s'affiche à -1,7 M€ (vs -0,2 M€). Alors que le Groupe vient de clôturer un exercice clé marquant une mutation majeure avec l'acquisition de Chris-France Plastiques, le management est confiant dans sa capacité atteindre son plan stratégique à horizon 2026 dont l'objectif est un chiffre d'affaires de 100 M€ pour une marge d'EBITDA de 10%.

Evolution de la rentabilité depuis 2017

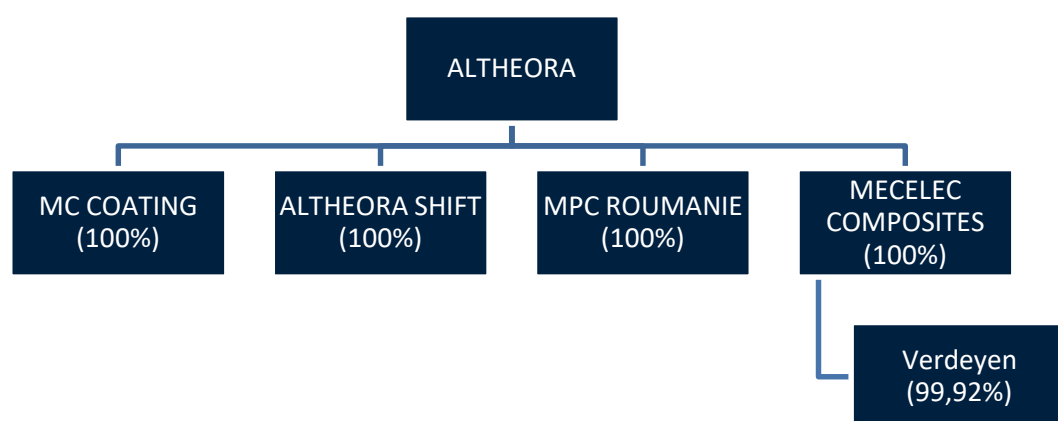


Sources : Société, EuroLand Corporate

Historique de la société

- 1934** : Création de Mecerlec avec pour but le déploiement national des réseaux électriques
- 1958** : Introduction des matériaux plastiques et composites, remplaçant le métal utilisé pour la fabrication de matériels de raccordement électriques, afin d'améliorer la résistance des pièces
- 1970** : Automatisation des presses pour accompagner la croissance des industries automobile, ferroviaire et aéronautique
- 1976** : Création des premiers processus de recyclage avec MCR (Mecerlec Composites et Recyclage)
- 1984** : Création du site de Saint-Agrève dédié à l'injection thermoplastique
- 1997** : 1^{er} partenariat clé Nexans pour la production de coffrets électriques
- 2003** : Ouverture du site de Cluj-Napoca (Roumanie)
- 2011** : Acquisition de l'activité de Sadac, un expert de la transformation des matériaux composites
- 2013** : Construction d'une 2^{ème} usine à Mauves
- 2017** : Nomination de Bénédicte Durand au poste de DG ; Lancement du Plan Stratégique : « Accélérer la transformation » ; Début sur Euronext Growth
- 2019** : Début de la transformation de composites bio-sourcés à échelle industrielle avec la création de MCI
- 2020** : Création de MC Coating avec le rachat de la société Biousse
- 2021** : Création d'un écosystème industriel innovant et respectueux : Altheora ; Création de l'accélérateur d'innovation : Altheora Shift ; Lancement du plan stratégique « Inspirer et mener la reconquête industrielle »
- 2022** : Acquisition stratégique de Chris-France Plastiques

Organigramme



Une politique de croissance externe forte

Complémentaire à sa stratégie de croissance organique, la croissance externe a permis à Altheora d'accroître significativement son expertise et de prendre des positions fortes sur les segments de la transformation de composites et du parachèvement. Outre cette logique technologique, l'objectif du Groupe est d'atteindre rapidement une taille critique (100 M€ de CA à horizon 2026). En 10 ans, la société a ainsi procédé à 4 acquisitions.

Historique des acquisitions

Date acquisition	Nom	Activité	CA (en M€)
2022	CHRIS-FRANCE PLASTIQUE	Développement et production de pièces en injection thermoplastique de grand format	11,0 M€
2020	Société Biousse	Peintures industrielles	2,2 M€
2010	SADAC	Transformation matériaux composites	3 M€
2010	Actifs de Sotra Seperef	Fabrication de coffrets et de regards pour compteurs d'eau	nc

Sources : EuroLand Corporate

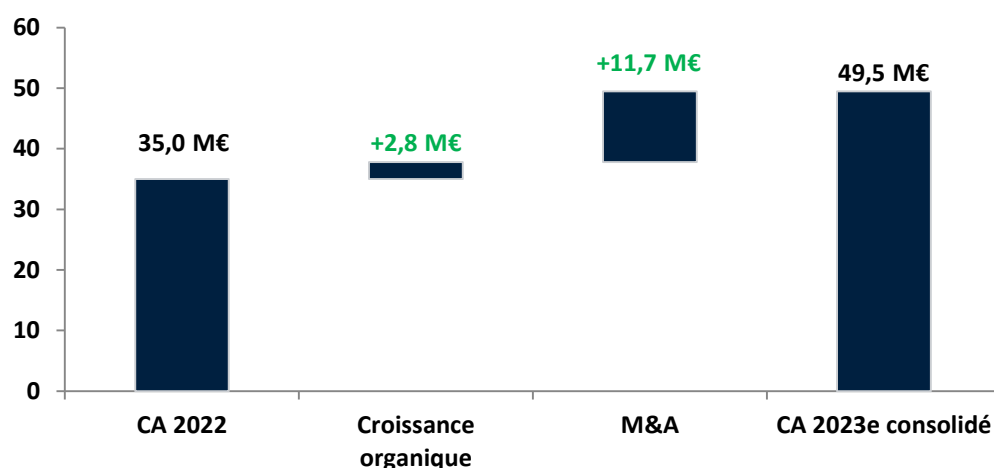
Altheora est aujourd'hui un acteur non-négligeable du secteur, lui permettant de racheter des cibles stratégiques et significatives. Les dernières en date sont :

- **Chris-France Plastiques** : annoncée en décembre 2022 et consolidée depuis le 1er janvier 2023, Chris-France plastiques est une société française basée à Oyonnax spécialisée dans le développement et la production de pièces en injection thermoplastique grand format. Cette société, implantée en région Auvergne-Rhône-Alpes, compte une cinquantaine de collaborateurs et a réalisé un chiffre d'affaires supérieur à 10 M€.
- **Société Biousse** : spécialiste dans l'application de peinture industrielle. Avec cette acquisition, Altheora renforce son offre dans le secteur du parachèvement de pièces industrielles et créé Altheora Coating.

Afin de renforcer son expertise et d'accélérer sa croissance, le groupe devra continuer de poursuivre sa stratégie de croissance externe avec de nouvelles opérations de M&A. Altheora cherche à acquérir : 1/ des entreprises de décolletage de petites pièces de moyenne série (>15 000 pièces par an), 2/ des entreprises spécialisées dans la fabrication de moules, 3/ des entreprises d'injection thermoplastique avec des presses de plus de 500 tonnes, permettant de fabriquer des pièces de plus en plus techniques, et 4/ des ingénieries de nouveaux matériaux polymères biosourcés.

Altheora cible donc des compagnies qui apporteraient des services, produits ou compétences complémentaires en amont et aval de la chaîne de valeur, et qui lui permettraient ainsi d'accélérer sa croissance.

Bridge croissance organique et externe entre 2022 et 2023



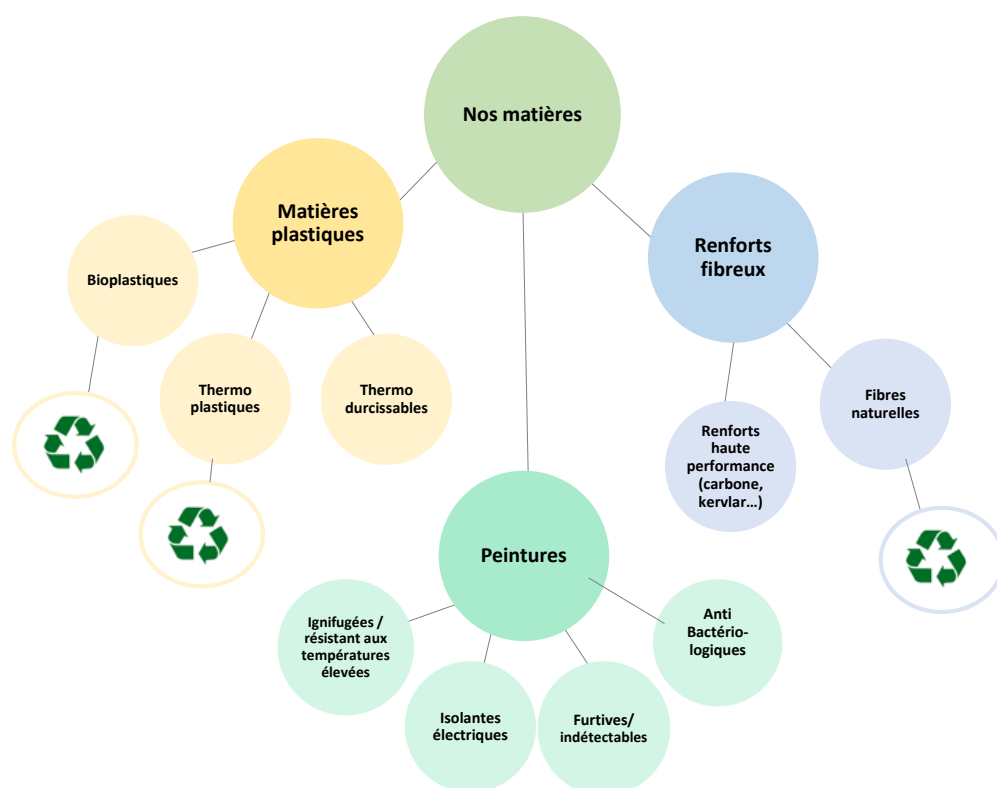
Sources : EuroLand Corporate

Si la croissance externe devrait principalement contribuer à la progression du CA en 2023e (+10,8 M€), la croissance organique devrait également être soutenue (+8,0%). Cette performance met en évidence la capacité de Altheora à intégrer de nouvelles cibles sans pour autant sacrifier la croissance organique. Ainsi, le Groupe devrait poursuivre cette stratégie, et ce, pour l'ensemble de ses segments avec le rachat de concurrents afin d'acquérir de nouvelles briques complémentaires.

Une mutation vers des marchés porteurs

Le business model d'Altheora repose sur la conception et la fabrication de pièces en matériaux composites qui sont utilisées dans divers secteurs industriels. Ces secteurs comprennent la mobilité terrestre, l'énergie, l'aéronautique et la médecine. Altheora consacre une partie importante de ses ressources à la recherche et au développement afin de proposer des solutions innovantes et plus respectueuses de l'environnement pour répondre aux besoins du marché. Les produits innovants d'Altheora sont à la pointe de la technologie et sont reconnus pour leur qualité supérieure. Altheora investit également dans la recherche et le développement pour améliorer continuellement ses produits et services et rester à la pointe de son secteur.

Produits d'Altheora



Source : Société

Les composites, une solution compétitive

Les matériaux composites présentent de nombreux avantages comparés à d'autres matériaux qui peuvent être utilisés pour une même application. Par exemple, par rapport à l'acier ou l'aluminium, ils ont :

Un meilleur ratio performance / densité : Cela les rend particulièrement adaptés pour les applications où le poids est un facteur important, comme dans l'aéronautique ou la construction de véhicules.

Une résistance supérieure dans les environnements exigeants : les matériaux composites sont résistants à la corrosion, à l'humidité, aux produits chimiques et à la chaleur. Cela les rend adaptés pour les applications où les conditions environnementales sont difficiles, comme dans l'industrie pétrolière et gazière, la marine ou l'aérospatiale.

Une meilleure résistance électrique : les matériaux composites peuvent être isolants électriques, ce qui les rend utiles pour les applications électriques et électroniques.

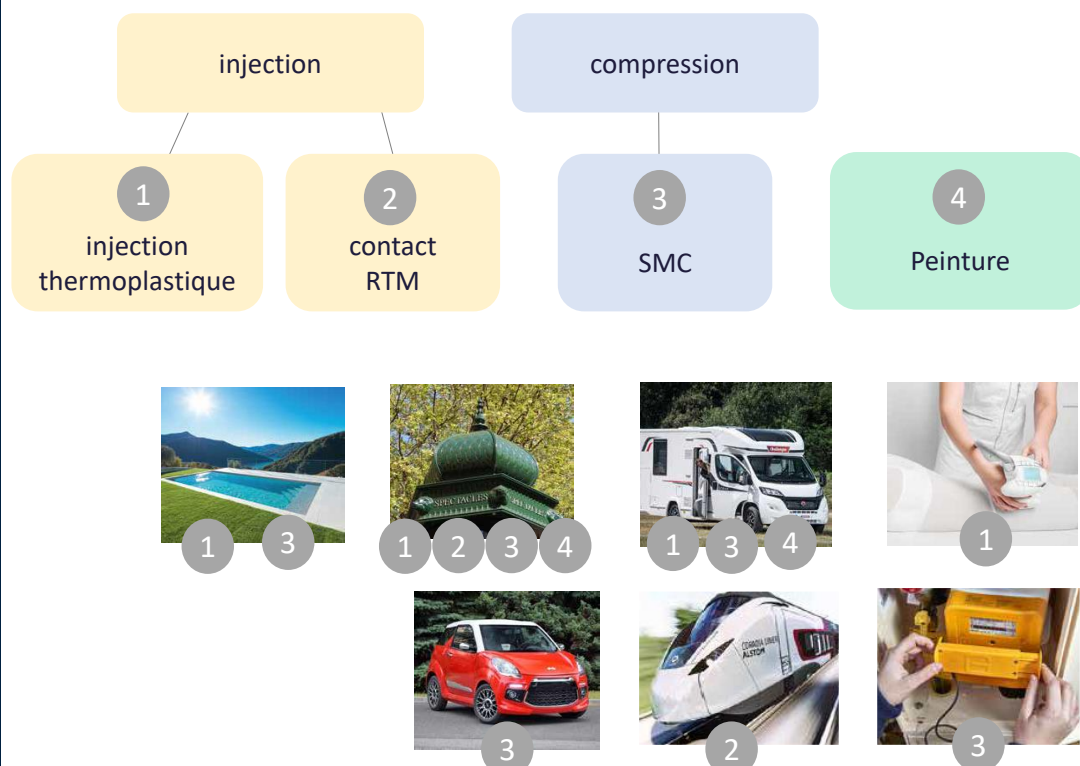
Plus de possibilités de personnalisation et de design : les matériaux composites peuvent être façonnés dans une grande variété de formes et de tailles, offrant ainsi plus de possibilités de design que les autres matériaux.

Plus techniques (étanchéité, isolation, anti-corrosion, etc.) : les matériaux composites peuvent être fabriqués avec des propriétés techniques spécifiques pour répondre à des besoins particuliers, comme l'étanchéité, l'isolation thermique ou acoustique, ou la résistance à la corrosion.

Plus respectueux de l'environnement et éco-responsables : les matériaux composites peuvent être fabriqués à partir de sources renouvelables, comme le lin, et sont recyclables. Ils peuvent ainsi contribuer à réduire l'impact environnemental des industries utilisant des matériaux de construction.

Avec sa grande expérience dans les technologies d'injection et de compression de matériaux, Altheora a récemment ajouté la compétence en peinture à sa gamme de solutions. Cela lui permet de répondre à différents appels d'offres pour de grands clients, pour lesquels ils peuvent réaliser de petites ou grandes séries, même avec des exigences complexes qui nécessitent plusieurs compétences.

Technologies Altheora



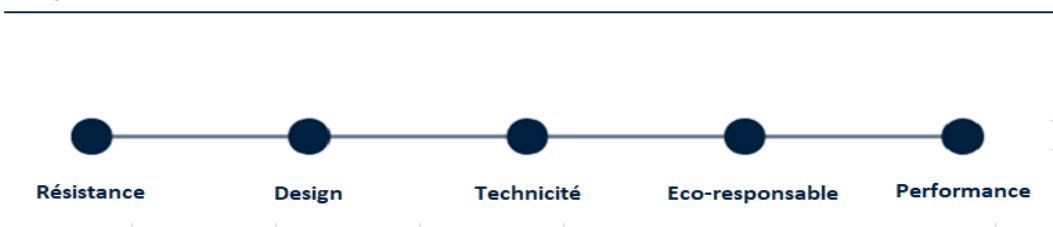
Sources : Société, EuroLand Corporate

Grâce à ses 4 sites de production (Mauves, St-Agrève, St-Etienne-de-St-Geoirs et Oyonnax), une équipe R&D de 12 experts et une expertise dans trois processus de fabrication, Altheora accompagne les projets de ses clients et respecte des cahiers des charges souvent stricts et exigeants:

1. L'injection thermoplastique : l'entreprise est équipée de 15 presses allant de 50 à 550 tonnes qui lui permettent de produire des pièces techniques ou d'aspect (80% du marché mondial),
2. La compression thermodurcissable : Mecelc Composites est équipé de 32 presses allant de 100 à 2 000 tonnes pour produire des pièces résistantes aux températures extrêmes et à forte isolation électrique, de façon automatisée et robotisée (20% du marché mondial),
3. Contact, RTM et infusion pour la réalisation de pièces uniques : l'entreprise est équipée de 2 machines d'injection basse pression RTM permettant la réalisation de pièces structurales et de grands formats, pour de petites et moyennes séries

Altheora Composites comprend aussi MPC Roumanie, un expert dans la fabrication de coffrets en matériaux de composites, qui sont utilisés en Europe de l'Est dans, le gaz MPC possède un site de production en Roumanie, lui permettant d'adapter sa production pour que celle-ci soit conforme aux réglementations de chaque pays où elle sera vendue.

Propriétés des solutions Altheora



Sources : EuroLand Corporate

Altheora se place comme un expert de la transformation de composites, grâce à son équipe R&D qui cherche constamment à fournir des produits toujours plus innovants. Le groupe a récemment breveté Gendzo Process®, une alternative aux pièces de forme aux propriétés structurales de grandes dimensions (carrosserie, capotage...). Le procédé est utilisé pour le toit et carrosserie de véhicules et pour des postes de pilotage et équipements pour des ponts de bateaux, permettant à Altheora d'offrir une meilleure alternative que ses concurrents dans ces secteurs.

- La mobilité (aéronautique, transports terrestres) : les pressions à compression du groupe permettent de réaliser, en grandes séries, des pièces aérodynamiques, des éléments de carrosserie et des pièces d'intérieur.
- L'industrie ferroviaire : Mecelc Composites travaille avec les leaders du marché pour la fourniture de matériel à la voie et matériel embarqué, répondant aux différentes contraintes de ses clients.
- L'énergie : Altheora est une des 4 sociétés mandatées pour concevoir des gammes complètes de coffrets pour tous les acteurs des secteurs du gaz, de l'électricité, de l'eau et des télécoms.
- Les sports, loisirs, nautisme (parois de piscine, mobilier nautique) et médical (bornes de stérilisation, blocs sanitaires...) ou équipements urbains (colonnes Morris).

Altheora Coating

Altheora Coating est le pôle expert en peinture et revêtements industriels du groupe. Il développe et propose des peintures en poudre et liquides, résistantes sur le long-terme, y compris dans des environnements difficiles. En plus de ses propres projets, Altheora Coating complète l'offre d'Altheora Composites en appliquant des revêtements industriels sur ses produits finaux.

Altheora Coating se place comme un acteur grandissant sur le marché. Grâce à ses 12 cabines de peinture en surpression et sa cabine de peinture poudre thermodurcissable dans son nouveau site français de 3 000m², Altheora Coating a les compétences et la technique pour travailler sur différents types de support. Son expertise de longue date et l'acquisition de la société Biousse lui permet de répondre aux besoins des secteurs les plus exigeants (aéronautique, défense, ferroviaire, médical...).

Altheora Shift

Altheora Shift est le pôle R&D du groupe, ayant pour objectif de répondre aux besoins des clients en développant des projets sur-mesure. Dans le cadre de sa stratégie RSE, Altheora Shift a pour mission de développer, jusqu'en 2026, plusieurs projets innovants et durables par an. Altheora Shift a également pour mission de participer à la réalisation de projets de start-ups ou d'entreprises déjà établies. Son ambition est de bâtir les fondations de l'industrie 4.0 de façon innovante et durable. Elle met ses équipes de R&D, ses ressources technologiques, commerciales, marketing et juridiques à disposition de start-ups en phase de pré-industrialisation ou à des projets en phase d'études. Intervenant dans tous les secteurs industriels, la Société propose une récompense financière de 50 000€ à 100 000€ pour permettre le lancement du projet, qui est choisi en fonction de son ambition industrielle, son degré d'innovation et son impact positif.

En mettant en place une démarche commerciale réussie dans le ferroviaire, mais aussi dans la mobilité et les loisirs, le groupe a réussi à s'affranchir d'une trop grande dépendance à la distribution de coffrets destinés au BTP, où les marges sont souvent plus faibles. Actuellement, les ventes du groupe sont principalement générées par la mobilité et les activités industrielles telles que le sport, l'aéronautique et les loisirs, qui représentent 60% des ventes totales en 2022.

Exemples de clients Altheora



Positionnement d'ALTHEORA

Altheora a su profiter de la pandémie pour se restructurer et se repositionner en tant qu'équipementier et non plus en tant que sous-traitant. La société profite aujourd'hui d'une forte réputation grâce à la maîtrise de la technologie et son innovation permanente. Son expertise lui permet de travailler avec de nombreux clients dont JCDecaux, General Electrics ou encore la SNCF. La société a notamment réussi à créer des relations long terme avec de nombreux clients (70% des clients le sont depuis plus de 5 ans) pour des missions variées :

JCDecaux : Altheora a été sélectionnée pour concevoir et produire la toiture des colonnes Morris, un projet ambitieux qui exige à la fois le respect du design et une production respectueuse de l'environnement. L'entreprise assure la fourniture, l'installation, l'entretien, la maintenance et l'exploitation des 550 colonnes de ce mobilier emblématique de Paris.

Trigano : L'un des principaux leaders européens des camping-cars a choisi Altheora pour la fabrication d'une avancée de toit pour un de leurs modèles. Le choix des composites garantit un gain de qualité et une plus grande facilité d'installation.

Renault tech : la société s'est vu confier la fabrication de planchers pour personnes à mobilité réduite pour les modèles Renault Kangoo. Le choix des composites permet un gain de poids par rapport à d'autres matériaux, tout en conservant des propriétés structurelles élevées.

GRDF : Altheora est responsable de la production des portes des compteurs de gaz GRDF, garantissant leur isolation et leur résistance aux températures extrêmes.

Alstom : le Groupe produit entre autre, des coffres de puissance pour le train Smart Coradia produit par Alstom, qui doivent assurer une protection et une isolation maximale.

Europiscine : Altheora fabrique des panneaux de structure de piscine qui forment un squelette plus durable et robuste pour les piscines enterrées, remplaçant les structures traditionnelles en maçonnerie ou en métal.

Altheora profite de : 1/ de barrières à l'entrée en raison des coûts d'outillages et de logistique importants, 2/ une tendance pro-composites qui est en train d'émerger, liée aux avantages des matériaux composites par rapport aux aciers, 3/ d'une prise de conscience écoresponsable de la part des clients, et 4/ un centre de R&D développé et des nombreuses cibles pour des acquisitions qui permettront d'étendre ses compétences. Compte tenu de ses différents avantages et de cette tendance pro-composite, l'évolution devrait rester positive.

Un engagement fort en matière de RSE

Altheora a dévoilé en 2020 son plan stratégique pour les 5 prochaines années : « Inspirer et mener la reconquête industrielle ». Parmi les principaux axes, Altheora a annoncé qu'un volet se concentrerait sur les enjeux RSE et qu'il s'articule autour de quatre priorités :

- Réduction de l'empreinte environnementale
- Améliorer le bien-être de tous
- Agir et communiquer en toute transparence
- S'impliquer dans l'animation de l'écosystème

RÉDUIRE NOTRE EMPREINTE ENVIRONNEMENTALE

ENJEUX

MENER UNE POLITIQUE D'ACHATS RESPONSABLES

OBJECTIFS 2026

- 100% fournisseurs signataires de charte achats responsables
- 100% fournisseurs évalués cotation RSE
- 70% projets avec propositions alternative d'éco-conception
- 10 projets innovants et responsables soutenus par le Groupe, issus Les BOOSTERS
- Sourcer +50% d'énergie verte
- Revaloriser 100% de nos rebuts de production
- 50% d'achats en AURA et +80% d'achats en France
- 0% flotte de véhicules thermiques (hors engin de manutention)
- Réduire de 10% notre impact carbone
- 0 émission polluante liée à notre process industriel

RÉDUIRE L'IMPACT ÉCOLOGIQUE DE NOTRE ACTIVITÉ

LUTTER CONTRE LE CHANGEMENT CLIMATIQUE

AMÉLIORER LE BIEN-ÊTRE DE TOUS

ENJEUX

GARANTIR LA SANTÉ ET SÉCURITÉ DE NOS COLLABORATEURS

VEILLER AU BIEN-ÊTRE DE NOS COLLABORATEURS ET LES FIDÉLISER

ATTIRER LES TALENTS ET LES NOUVELLES GÉNÉRATIONS

FAVORISER LA DIVERSITÉ ET L'INCLUSION AU SEIN DES ÉQUIPES

OBJECTIFS 2026

- 100% des ateliers au standard Groupe (inspiré du Lean Six Sigma)
- 0 accident avec arrêt de travail
- 100% de l'effectif ayant suivi au moins une formation tous les 2 ans
- 100% des entretiens annuels d'évaluation réalisés tous les ans
- Organisations de portes ouvertes tous les ans sur chaque site. Intervention au sein d'écoles, d'organismes pour promouvoir l'industrie. Mini 5 par an au total.
- 10% d'alternants dans les effectifs
- 40% de femmes dans les effectifs à tous les niveaux du Groupe
- 100% des effectifs formés à la tolérance et à la diversité

AGIR ET COMMUNIQUER EN TOUTE TRANSPARENCE

ENJEUX

DÉVELOPPER LA CONFIANCE ET LA SATISFACTION DE NOS CLIENTS

RESPECTER L'ETHIQUE, LA TRANSPARENCE ET LA CONFORMITÉ

FAVORISER LE DIALOGUE SOCIAL

OBJECTIFS 2026

- 95 % de satisfaction client
- 0 non-conformités audit ISO 9001
- Avoir déployé et certifié un Système de Management Intégré (SMI)
- Création de commissions thématiques groupe (santé, épargne salariale, diversité ...) : mini 5 réunions par an au total

S'IMPLIQUER DANS L'ECOSYSTÈME LOCAL

ENJEUX

S'ENGAGER AUPRÈS DES COMMUNAUTÉS LOCALES ET PROFESSIONNELLES

PRIVILÉGIER L'EMPLOI LOCAL (BASSIN D'EMPLOI DES SITES)

OBJECTIFS 2026

- Création d'une commission « vie locale »
- 80% de résidents locaux / recrutements

Le Groupe estime que d'ici 2026, l'impact environnemental de ses produits (notamment son effet carbone) aura diminué de 10%.

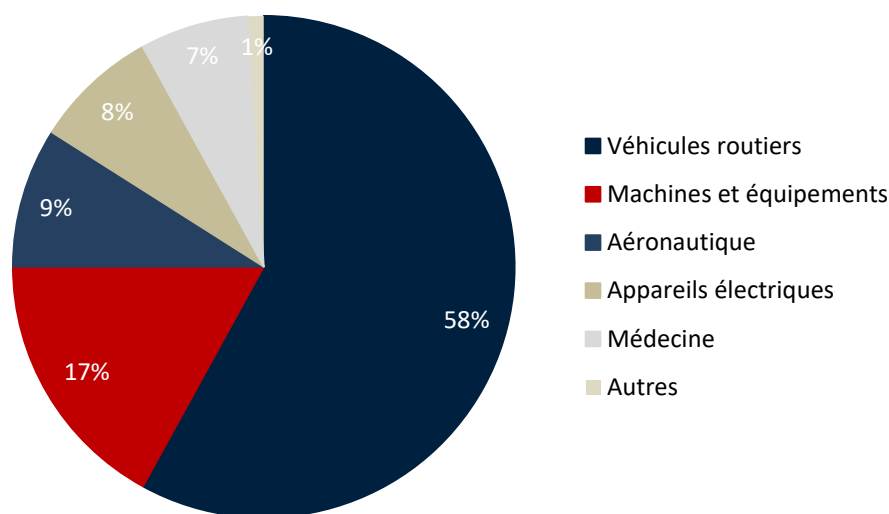
Un marché résilient et atomisé

L'industrie du plastique a été fortement impactée par la pandémie compte tenu de la fermeture obligatoire des usines et l'incompatibilité avec le télétravail. Malgré les nombreux défis auxquels sont confrontés les TPE et PME, l'industrie du plastique a retrouvé aujourd'hui ses niveaux d'avant-crise, et ce malgré la baisse de demande du secteur automobile. La principale raison est la hausse des prix des fournisseurs (en moyenne +6% - 7%) afin de limiter l'érosion de la marge brute avec l'inflation des prix du pétrole.

Le secteur présente aussi de nombreuses opportunités futures, en partie grâce aux évolutions de l'automobile qui représentait 57,6% de la valeur du secteur en 2019. Cette industrie occupe une place dominante, du fait de la part croissante du plastique dans les véhicules (représentant aujourd'hui plus de 20% de leur poids) et la montée en gamme des pièces. Cette croissance va s'accélérer en raison des normes environnementales qui poussent les constructeurs à produire des voitures plus légères. Un autre levier de croissance est l'intérêt grandissant des gouvernements pour le développement de véhicules à hydrogène, ce qui incite l'industrie automobile à accroître ses investissements et les appels d'offre.

L'industrie du plastique française, valorisée à 8.0 Mds€ en 2019, est très fragmentée, composée majoritairement d'acteurs de petites tailles, en particulier de TPE qui représentent 50% du secteur. La plupart d'entre elles sont spécialisées dans l'injection plastique de produits spécifiques ou sont des sous-traitants, principalement pour des équipementiers automobiles, mais aussi dans l'aéronautique, dans les machines et équipements, ou encore dans les matériels électriques.

Répartition de la production française de pièces plastique/composites en 2019



Sources : Xerfi

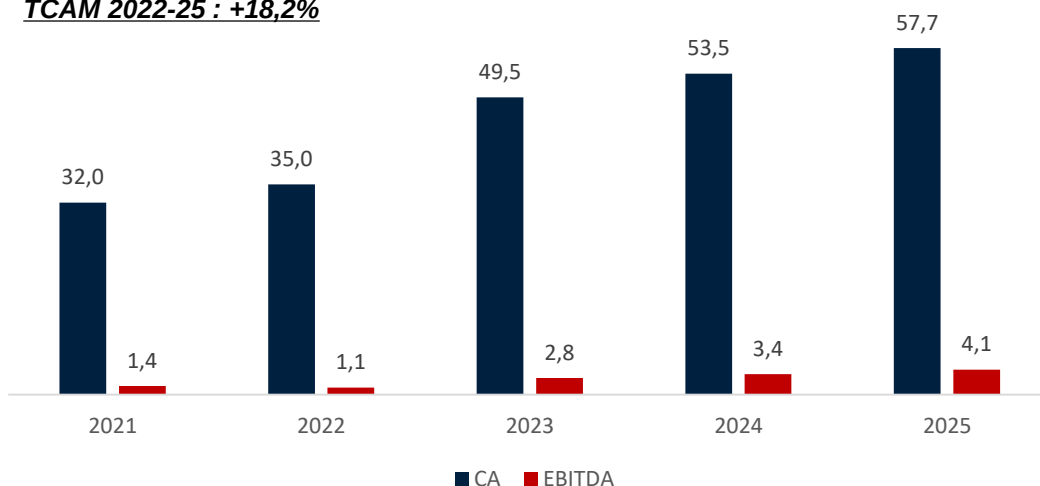
Après une forte croissance en 2021 dans un contexte de reprise de la production post-pandémie, l'activité des fabricants de pièces plastique pour l'industrie est restée très bien orientée en 2022, en progression de près de 10%. L'activité des fabricants de pièces techniques en plastique pour l'industrie restera très bien orientée en 2023 (+11,0%), principalement en raison du redressement plus franc de la production automobile française et de la bonne dynamique dans l'aéronautique et dans les autres grands marchés clients. L'effet prix restera lui aussi soutenu alors que la visibilité n'a pas encore été entièrement retrouvé sur les matières premières.

Perspectives stratégiques et financières

Alors qu'Altheora a terminé en 2022 sa mutation vers les secteurs industriels les plus porteurs et a annoncé l'inauguration d'une nouvelle usine de peinture, le Groupe entend poursuivre le développement de son activité sur les prochains exercices. Pour ce faire, la société s'appuiera sur une stratégie dont les leviers sont : 1/ l'innovation afin de capter la croissance sur les marchés industriels les plus dynamiques dont la demande pour des solutions composites décarbonées et écoresponsables est forte, 2/ constituer avec ALTHEORA Coating, un pôle d'expertise à haute valeur ajoutée du parachèvement de pièces industrielles et 3/ la réalisation d'acquisitions stratégiques lui permettant d'enrichir son expertise et d'atteindre une taille critique. Cette stratégie ambitieuse tant sur le plan organique qu'externe devrait permettre à Altheora d'atteindre les 100 M€ de chiffre d'affaires d'ici 2026 (contre 35 M€ en 2022) pour une marge d'EBITDA de 10%. Compte tenu des objectifs ambitieux du Groupe, la dynamique d'investissement devrait rester soutenue sur les prochains exercices afin d'accompagner la croissance. Sur la période 2022-25e nous anticipons un TCAM de CA de +18,2% (intégrant l'acquisition de Chris-France Plastiques).

Prévisions de CA et d'EBITDA pour la période 2022-25e (en M€)

TCAM 2022-25 : +18,2%



source : Euroland Corporate

L'innovation, principal axe de croissance

La stratégie d'Altheora s'appuie sur une croissance organique dynamique ainsi que sur la poursuite d'une politique d'acquisitions opportuniste.

Sur le volet organique Altheora entend :

Poursuivre l'expansion de ses pôles Altheora Composites et Altheora Coating. De façon générale, la société devrait profiter du recours croissant des industries aux matériaux composites qui se veulent de plus en plus écoresponsables. Fort de son expertise, le Groupe bénéficie d'un pricing power important qui devrait lui permettre de poursuivre la revalorisation tarifaire de ses solutions qui a été engagée dès le S2 2022. De plus, le groupe bénéficie d'une bonne visibilité sur son activité à la faveur d'un carnet de commande bien orienté. A titre d'exemple, le Groupe a remporté en 2022 3 appels d'offre pour un montant total de 34,8 M€ sur 5 ans offrant ainsi une bonne visibilité sur l'activité à court terme. La diversification du Groupe vers de nouveaux produits (pièces de grande tailles à la suite de l'acquisition de Chris-France Plastiques) et le récent déploiement commercial vers les acteurs de la mobilité (ferroviaire) devraient également permettre à l'activité de demeurer dynamique.

Sur ce point, Altheora affiche déjà une longueur d'avance, à la faveur de ses récentes innovations à l'image du récent brevet Gendzo process, une alternative aux pièces de forme aux propriétés structurelles de grandes dimensions (carrosserie, capotage...) qui peut utiliser des fibres biosourcés. Ce procédé composite permet de produire des pièces à la résistance augmentée, sans renforts métalliques ou peinture. Gendzo Process sera utilisable pour le toit et carrosserie de véhicules et pour des postes de pilotage et équipements pour des ponts de bateaux.

Continuer de se développer à l'international, notamment en Europe de l'Est, où Altheora a lancé son activité MPC. Son site de production situé en Roumanie permettra l'accélération de son implantation à l'international, en rapprochant le site de production de ses clients et en lui permettant de répondre aux besoins spécifiques des acteurs locaux.

Transformer son pôle Altheora Shift en un acteur incontournable de la R&D. Ayant pour ambition d'accélérer le développement de start-ups et de projets, Altheora a lancé son premier appel à projets en 2021.

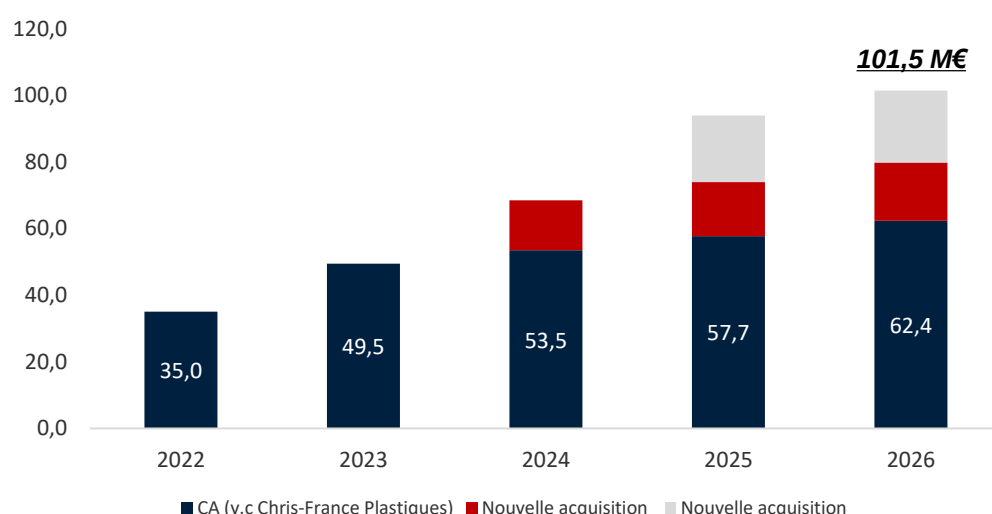
Au-delà de l'innovation, Altheora a également réalisé de nombreux efforts afin d'améliorer sa performance industrielle. Le Groupe a investi 3,1 M€ en 2022 pour la modernisation du parc machine, ainsi que la robotisation de ses lignes de production. Le groupe a également investi dans 2 nouvelles presses 300 T ainsi que la mise en service de sa nouvelle usine d'application peinture (inaugurée 2022). Au total, sur 5 ans, ce sont 9,5 M€ (7,5% du CA en moyenne) qui ont été alloués à l'innovation et à son outil de production.

Sur le plan externe Altheora entend :

- Acquérir des briques technologiques complémentaires qui viendront enrichir son offre, à l'image de l'acquisition de Chris-France Plastiques;
- Renforcer ses expertises existantes sur l'ensemble de ses business unit. Altheora cherche : 1/ à acquérir des entreprises de décolletage de petites pièces de moyenne série (>15 000 pièces par an), 2/ à acquérir des entreprises spécialisées dans la fabrication de moules, 3/ à acquérir des entreprises d'injection thermoplastique avec des presses de plus de 500 tonnes, permettant de fabriquer des pièces de plus en plus techniques, et 4/ à acquérir des ingénieries de nouveaux matériaux polymères biosourcés.

Sur ce point, et compte tenu du track-record de la société en la matière, nous sommes confiants dans sa capacité à réaliser des acquisitions structurantes et relatives.

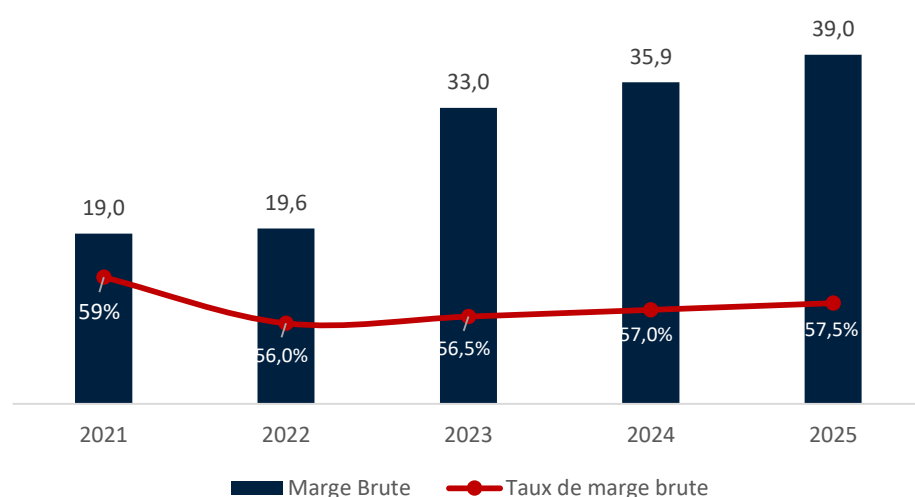
Evolution du CA (y.c croissance externe)



Un levier sur la marge opérationnelle

Nous anticipons une amélioration du taux de marge brute sur les prochains exercices compte tenu de l'intégration de Chris-France Plastiques (taux de marge brute proforma de 57,5% vs 56,0% pour Altheora stand alone) mais également de la revalorisation tarifaire de ses solutions entamée au S2 2022. Dans le même temps, l'EBE lui va bénéficier: 1/ de la croissance du chiffre d'affaires permettant d'absorber les coûts fixes ($\approx 35\%$ du CA 2022) 2/ de l'amélioration de la performance opérationnelle entamée depuis 2022 et de 3/ de la maîtrise des coûts engagés par la société. A terme, la société devrait afficher une croissance de sa rentabilité avec un EBE de 4,1 M€ sur l'exercice 2025e (hausse de +3,9 pts de la marge d'EBE).

Prévision de marge brute et du taux de marge sur la période 2021-25e (en M€ et %)



source : Euroland Corporate

Objectif 10% de marge d'EBITDA

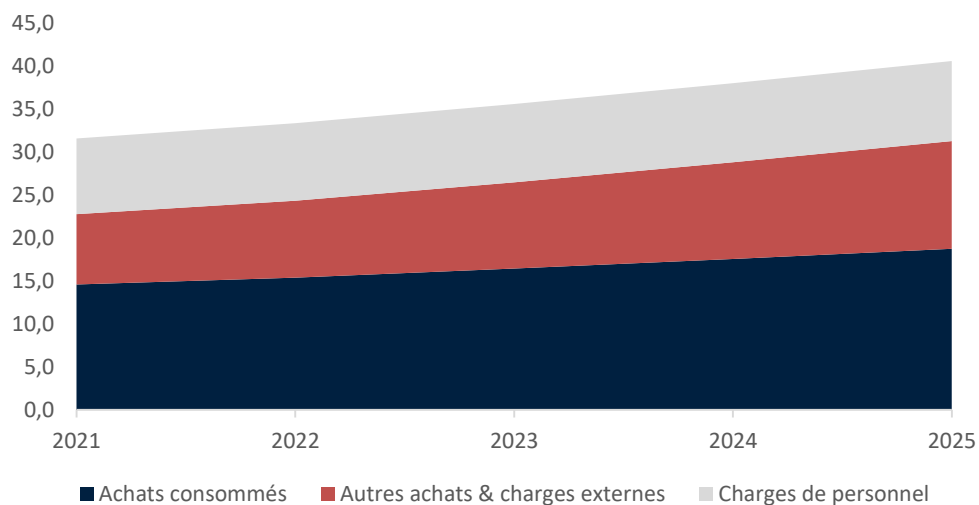
Au-delà de l'objectif des 100 M€ de chiffres d'affaires, le plan stratégique « *Inspirer et mener la reconquête industrielle* » vise une forte amélioration de la profitabilité du Groupe avec en ligne de mire une marge d'EBITDA de 10% (vs 3,2% en 2022). Pour cela, le management a mis en place une stratégie avec deux leviers complémentaires : 1/ la revalorisation tarifaire des solutions du Groupe et 2/ l'amélioration de la performance opérationnelle.

Au cours des prochains exercices, le Groupe devrait profiter pleinement des hausses tarifaires engagées au S2 2022. Dans un premier temps, ces dernières devraient limiter l'impact de la hausse des matières premières puis progressivement améliorer le taux de marge brute à la faveur des négociations avec les clients. De plus, les efforts sur la consommation de matières première devraient également jouer favorablement sur la marge brute.

La société devrait également bénéficier des investissements réalisés au cours des dernières années parmi les lesquels les nouveaux équipements industriels (robotisations, nouvelles presses...). L'objectif, une meilleure performance industrielle permettant d'améliorer la rentabilité. Ces investissements devraient notamment faire baisser les charges opérationnelles et permettre de limiter le recours à l'intérim.

Nous attendons ainsi un rebond de la rentabilité du Groupe dès 2025 avec un EBE de 4,1 M€ pour une marge opérationnelle de 7,1% (vs 1,1 M€ en 2022e).

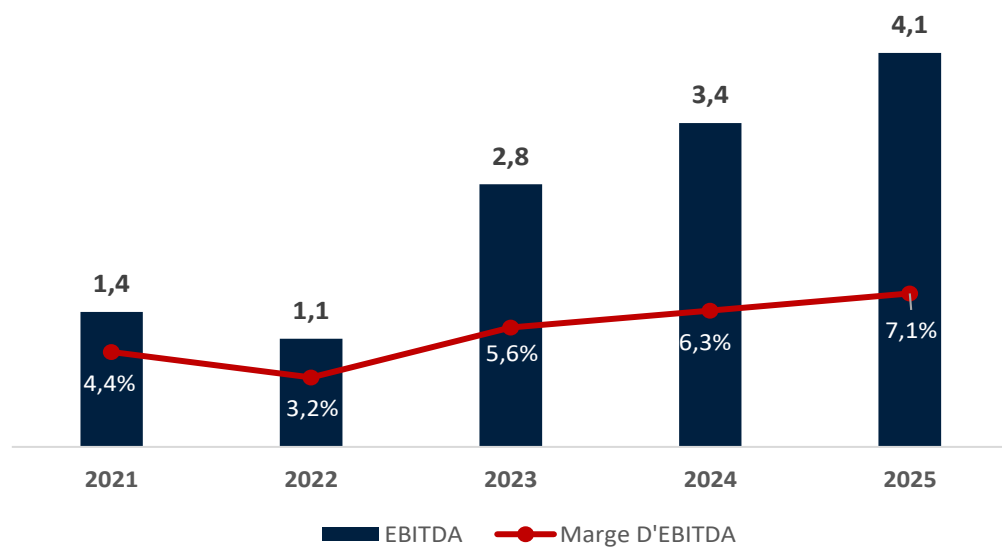
Evolution des postes de charges sur la période 2022-25e



source : Euroland Corporate

La rentabilité de l'entreprise devrait ainsi aller en s'améliorant sur la période. Nous tablons sur une marge opérationnelle normative de 7,1% à horizon 2025 grâce au levier opérationnel et hors nouvelle acquisition.

Evolution de l'EBITDA et de la Marge d'EBITDA entre 2022-25e



source : Euroland Corporate

Une structure bilancielle qui peut être optimisée

En décembre 2022, Altheora Group a procédé à une opération de financement de 13,6 M€. Cette opération, a permis à la société de lever 6,7 M€ en augmentation de capital, 3,6 M€ en obligations convertibles et 3,0 M€ en dette bancaire. Avec une trésorerie brute à 5,8 M€ pour des fonds propres de 14,2 M€ au 31/12/2022, Altheora présente une situation bilancielle lourde (gearing de 90%). Compte-tenu de son modèle capitalistique et de son plan de croissance externe, la société devra à nouveau faire appel au marché afin de financer sa croissance. La société devra fournir des efforts en matière de gestion du BFR (postes clients, stocks, choix des fournisseurs), ce dernier étant le principal poste qui pourrait grever la génération de cash. De plus, les CAPEX devraient rester soutenus afin d'accompagner la croissance (robotisation et modernisation du parc machine).

Structure financière prévisionnelle (2021-25e)

En M€	2022	2023	2024	2025
Trésorerie	5,8	4,1	3,9	3,5
Endettement net	12,7	14,4	14,6	15,0
Capitaux propres	14,1	13,6	13,9	15,0
Gearing	90%	106%	105%	100%

source : Euroland Corporate

Compte de résultat prévisionnel

En M€	2022	2023	2024	2025
CA	35,0	49,5	53,5	57,7
var (%)	9,5%	41,4%	8,0%	8,0%
EBE	1,1	2,8	3,4	4,1
Marge d'EBE (%)	3,2%	5,6%	6,3%	7,1%
ROC	-1,3	0,3	1,0	1,7
MOC (%)	-3,6%	0,7%	1,8%	3,0%
RN	-1,7	-0,5	0,3	1,1
Marge nette (%)	-4,8%	-1,0%	0,6%	1,8%

source : Euroland Corporate

Valorisation d'Altheora

Pour valoriser la société, nous avons retenu la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF).

Valorisation par les DCF

Les principales hypothèses de notre valorisation par les DCF sont les suivantes :

- **Croissance du chiffre d'affaires** : nous retenons un TCAM de +18,2% entre 2022 et 2025 qui prend en compte l'intégration de la société Chris-France Plastiques (consolidée depuis le 31/12/2022).
- **Rentabilité opérationnelle** : Nous prenons l'hypothèse d'une marge normative de 4,5% à partir de 2026.
- **Investissements** : nous faisons l'hypothèse d'un niveau d'investissement moyen de l'ordre de 3,0 M€ par an sur la période
- **Besoin en fonds de roulement** : nous retenons un BFR à 10% du CA à terme.
- **Impôts**: compte tenu des 15,8 M€ de déficits reportables à la fin décembre 2021, nous estimons qu'Altheora devrait bénéficier d'un taux d'imposition favorable pendant la période.
- **Un taux d'actualisation (WACC) de 8,69% basé sur :**
 - un taux sans risque de 2,70% (OAT 10 ans au 11/04/2023) ;
 - une dette financière nette de 12,7 M€ en 2022
 - une prime de risque de 4,88%
 - un bêta de 2,25
 - un taux de croissance à l'infini de 1,50%

Hypothèses retenues pour le calcul du WACC

Calcul du WACC	
Taux sans risque (OAT 10 ans)	2,70%
Prime de risque	4,88%
Bêta endetté	2,25
Coût des capitaux propres	13,7%
Coût moyen pondéré du capital	8,69%
Taux de croissance à l'infini	1,50%

Source : EuroLand Corporate

Tableau des DCF

En K€	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Chiffre d'affaires	49,5	53,5	57,7	62,4	66,8	70,9	74,6	77,8	80,4	81,6
<i>variation (%)</i>	41,4%	8,0%	8,0%	8,0%	7,1%	6,1%	5,2%	4,3%	3,4%	1,5%
Résultat opérationnel courant	0,3	1,0	1,7	2,8	3,0	3,2	3,3	3,5	3,6	3,7
<i>Taux de marge opérationnelle courante</i>	0,7%	1,8%	3,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
- Impôts	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
<i>Taux d'IS (%)</i>	0,0%	0,0%	-0,7%	-6,7%	-7,2%	-7,6%	-7,9%	-8,2%	-8,3%	-8,4%
+ DAP nettes	2,4	2,4	2,4	2,6	2,8	3,0	3,1	3,2	3,4	3,4
en % du CA	4,9%	4,5%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Cash Flow opérationnel	2,8	3,4	4,1	5,3	5,6	5,9	6,2	6,5	6,7	6,8
BFR	4,8	5,1	6,0	6,5	7,0	7,4	7,8	8,1	8,4	8,5
- Variation du BFR	-1,1	-0,3	-0,9	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,1
- Investissements opérationnels	-2,5	-2,7	-2,9	-2,6	-2,8	-3,0	-3,1	-3,2	-3,4	-3,4
en % du CA	5,0%	5,0%	5,0%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Free Cash flow	-0,8	0,4	0,3	2,2	2,4	2,6	2,7	2,9	3,1	3,3
Free Cash flow actualisé	-0,8	0,3	0,2	1,6	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5	1,4
Somme des FCF actualisés	10,4									
Valeur terminale actualisée	20,1									
Valeur d'entreprise	30,5									
Dette nette	12,7									
Actifs financiers	0,5									
Valeur des capitaux propres	18,3									
Valeur par action	1,35									

source : Euroland Corporate

Matrice de sensibilité

		Taux de marge opérationnelle courante				
		3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%
C	7,69%	1,37	1,59	1,81	2,03	2,25
M	8,19%	1,17	1,37	1,56	1,76	1,95
P	8,69%	1,00	1,18	1,35	1,52	1,69
C	9,19%	0,86	1,01	1,17	1,32	1,48
	9,69%	0,73	0,87	1,00	1,14	1,28

source : Euroland Corporate

Notre valorisation d'Altheora par DCF ressort à 1,35€ par action avec un WACC de 8,69%.

Compte de résultat (M€)	2022	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	35,0	49,5	53,5	57,7
Excédent brut d'exploitation	1,1	2,8	3,4	4,1
Résultat opérationnel courant	-1,3	0,3	1,0	1,7
Résultat opérationnel	-1,3	0,3	1,0	1,7
Résultat financier	0,1	-0,8	-0,6	-0,7
Impôts	-0,3	0,0	0,0	0,0
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-1,7	-0,5	0,3	1,1
Bilan (M€)	2022	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	23,3	23,3	23,6	24,1
<i>dont goodwill</i>	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	3,7	4,8	5,1	6,0
Disponibilités + VMP	5,8	4,1	3,9	3,5
Capitaux propres	14,1	13,6	13,9	15,0
Emprunts et dettes financières	18,5	18,5	18,5	18,5
Total Bilan	45,9	48,4	50,1	52,6
Tableau de flux (M€)	2022	2023e	2024e	2025e
Marge Brute d'autofinancement	1,2	1,9	2,8	3,5
Variation de BFR	-1,4	-1,1	-0,3	-0,9
Flux net de trésorerie généré par l'activité	-0,3	0,8	2,4	2,5
Investissements opérationnels nets	-5,3	-2,5	-2,7	-2,9
Investissements financiers nets	-3,7	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-9,0	-2,5	-2,7	-2,9
Augmentation de capital	4,7	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	6,7	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	11,4	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie	2,1	-1,7	-0,2	-0,4
Ratios (%)	2022	2023e	2024e	2025e
Variation chiffre d'affaires	9,5%	41,4%	8,0%	8,0%
Marge EBE	3%	6%	6%	7%
Marge opérationnelle courante	-4%	1%	2%	3%
Marge opérationnelle	-4%	1%	2%	3%
Marge nette	-5%	-1%	1%	2%
Investissements opérationnels nets/CA	15%	5%	5%	5%
BFR/CA	10%	10%	10%	10%
ROCE	-3%	1%	3%	4%
ROCE hors GW	-3%	1%	3%	4%
ROE	-12%	-4%	2%	7%
Payout	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2022	2023e	2024e	2025e
Gearing (%)	90%	106%	105%	100%
Dettes nette/EBE	11,2	5,2	4,3	3,6
EBE/charges financières	17,0	3,3	5,3	6,2
Valorisation	2022	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	13,5	13,5	13,5	13,5
Nombre d'actions moyen (en millions)	13,5	13,5	13,5	13,5
Cours (moyenne annuelle en euros)	0,9	0,9	0,9	0,9
(1) Capitalisation boursière moyenne	12,6	12,6	12,6	12,6
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	12,7	14,4	14,6	15,0
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	-487,0	-487,0	-487,0	-487,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	512,4	514,0	514,3	514,6
PER	ns	ns	36,9	12,0
VE / EBE	22,1	9,7	7,9	6,6
VE / ROC	ns	78,1	27,3	15,9
VE / CA	0,7	0,5	0,5	0,5
P/B	0,9	0,9	0,9	0,8
Données par action (€)	2022	2023	2024	2025
Bnpa	-0,11	-0,03	0,02	0,07
Book value/action	1,0	1,0	1,0	1,1
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00

Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations :

Achat: depuis le 13/04/2023

Accumuler: (-)

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Non	Non	Oui

« Disclaimer / Avertissement »

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment d'Altheora (la « Société ») et est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la Société, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la Société, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude.

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate.

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient.

Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus."

EuroLand Corporate
17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80