

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

Ikonisys

Des solutions « automatisées » pour le diagnostic oncologique

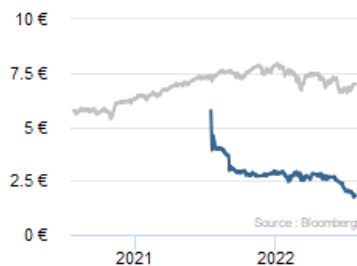
Opinion	Achat
Upside (%)	448
Cours (€)	1,8
Objectif de cours (€)	9,86
Bloomberg Code	ALIKO FP
Capitalisation boursière (M€)	17,1
Enterprise Value (M€)	18,9
Momentum	NÉGATIF
Sustainability	6/10

Analyste financier

Anas Patel

+33 (0) 1 70 61 10 50

health@alphavalue.eu



● Ikonisys, Price (€)
● STOXX 600 (net return), Price(Rebased)

Conflits d'intérêts

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

POUR

- Véritable solution de diagnostic "ambulatoire", les parts de marché d'Ikoniscope20 devraient croître à mesure de l'obsolescence des procédures manuelles; les marchés adressables/sous-pénétrés affichent des taux de croissance proches de 10%.
- A moyen terme, la part récurrente et hautement margée du chiffre d'affaires 'consommables' devrait renforcer la visibilité sur les résultats et favoriser la récurrence des FCF; l'élargissement des tests à d'autres conditions thérapeutiques sera déterminant pour l'avenir du groupe.
- Renforcement des équipes commerciales pour faire d'Ikoniscope-20 un succès commercial dans le domaine de l'oncologie FISH et de la biopsie CTC/liquide; potentiel dans les domaines thérapeutiques de l'immuno-oncologie et des maladies infectieuses.

CONTRE

- La base commerciale doit être renforcée pour accélérer l'adoption de la nouvelle plateforme et doit être préfinancée.
- Le marché de l'oncologie FISH manuelle/semi-automatique est dominé par des poids lourds difficiles à déplacer; Les investissements des hôpitaux sont contraints post Covid et pourraient freiner l'adoption de l'Ikoniscope20.
- Le secteur goûte les produits sophistiqués d'un point de vue technologique, tels que le séquençage de nouvelle génération, qui pourraient être concurrents des plateformes FISH

Chiffres Clés	12/19A	12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
PER ajusté (x)	-40,0	-32,1	ns	-6,03	-31,9
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	ns	ns	ns	-6,72	-54,5
BPA ajusté (€)	-0,14	-0,18	-0,02	-0,30	-0,06
Croissance des BPA (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Chiffre d'affaires (M€)	0,62	0,39	0,35	4,14	7,99
Autre marge (%)	94,7	97,9	75,0	47,1	57,3
Résultat net pdg (M€)	-1,26	-1,57	-0,18	-2,83	-0,54
ROE (après impôts) (%)	-21,2	-27,7	-2,40	-36,3	-8,76
Taux d'endettement (%)		16,1	-2,75	2,17	44,1

Comptes détaillés à la fin de ce rapport

Ratios clés

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
PER ajusté	x	-32,1	ns	-6,03	-31,9
VE/EBITDA	x	ns	ns	-6,72	-54,5
P/ANC	x	9,37	3,27	2,67	2,92
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Rendement du cash flow libre	%	-8,08	-4,21	-20,6	-8,00
Rendement des fonds propres (ROE)	%	-27,7	-2,40	-36,3	-8,76
Rendement des capitaux investis	%	1,07	-2,02	-22,7	-2,79
Dette nette/EBITDA	x	6,43	7,06	-0,68	-8,78

Compte d'exploitation consolidé

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Chiffre d'affaires	M€	0,39	0,35	4,14	7,99
EBITDA	M€	0,17	-0,23	-2,81	-0,37
Résultat opérationnel courant	M€	0,10	-0,23	-2,81	-0,38
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	0,20	-0,13	-2,81	-0,38
Résultat financier net	M€	-1,77	-0,04	-0,01	-0,15
Profits avant impôts et exceptionnels	M€	-1,57	-0,17	-2,82	-0,53
Impôts sur les sociétés	M€	-0,01	0,00	-0,01	0,00
Résultat net pdg	M€	-1,57	-0,18	-2,83	-0,54
Résultat net ajusté, pdg	M€	-1,57	-0,18	-2,83	-0,54

Tableau de financement

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Cash flows d'exploitation total	M€	-2,31	-1,22	-3,45	-1,11
Investissements matériels	M€	0,00	-0,01	-0,06	-0,10
Flux d'investissement net	M€	0,00	-0,01	-0,06	-0,10
Dividendes (maison mère)	M€				
Augmentation de capital	M€	0,09	4,00	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	2,03	3,01	3,69	-0,25
Variation de la dette nette	M€	-2,17	2,73	-3,51	-1,36
Cash flow disponible (avant div)	M€	-4,08	-1,27	-3,51	-1,36

Bilan

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Survaleurs	M€	4,42	4,42	4,42	4,42
Total actif incorporel	M€	7,92	7,92	7,92	7,92
Immobilisations corporelles	M€	0,00	0,01	0,07	0,16
Droits de tirage	M€	0,08	0,08	0,08	0,08
BFR	M€	-1,03	0,05	0,68	1,41
Actif total (net des engagements CT)	M€	7,01	8,10	8,79	9,62
Capitaux propres part du groupe	M€	5,39	9,21	6,38	5,85
Provisions pour retraite	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Endettement net / (trésorerie)	M€	1,11	-1,62	1,90	3,26
Passifs totaux	M€	7,01	8,10	8,79	9,62

Données par action

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	€	-0,18	-0,02	-0,30	-0,06
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash flow libre par action	€	-0,46	-0,14	-0,37	-0,14
Actif net comptable par action	€	0,61	0,97	0,67	0,62
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	8,78	9,13	9,48	9,48

Table des matières

Activités et tendances.....	4
Mécanismes de profit.....	10
Valorisation.....	13
DCF.....	15
Actif net	16
Dette.....	17
A Savoir.....	18
Durabilité.....	19
Gouvernance & Management.....	20
Environnement.....	22
Social.....	23
Effectifs et retraites.....	24
Mises à jour.....	25
Objectif de cours & Opinion.....	29
Graphiques.....	30
Comptes.....	33
Méthodologie.....	41

Activités et tendances

Présentation de la société

Fondée en 1999, Ikonisys est un groupe spécialisé dans le diagnostic développant des instruments et des logiciels liés aux tests oncologiques et au dépistage prénatal. Il opère sur le marché mondial très concentré du diagnostic in vitro (DIV), représentant environ 69md\$ (dominé par des poids lourds tels que Roche Diagnostics, Abbot Laboratories et Siemens) et tente de s'imposer sur deux niches au sein du marché – FISH (hybridation in situ par fluorescence ; un marché d'une taille de 1,2md\$) et CTC (cellules tumorales circulantes ; marché d'une taille de 0,5md\$).

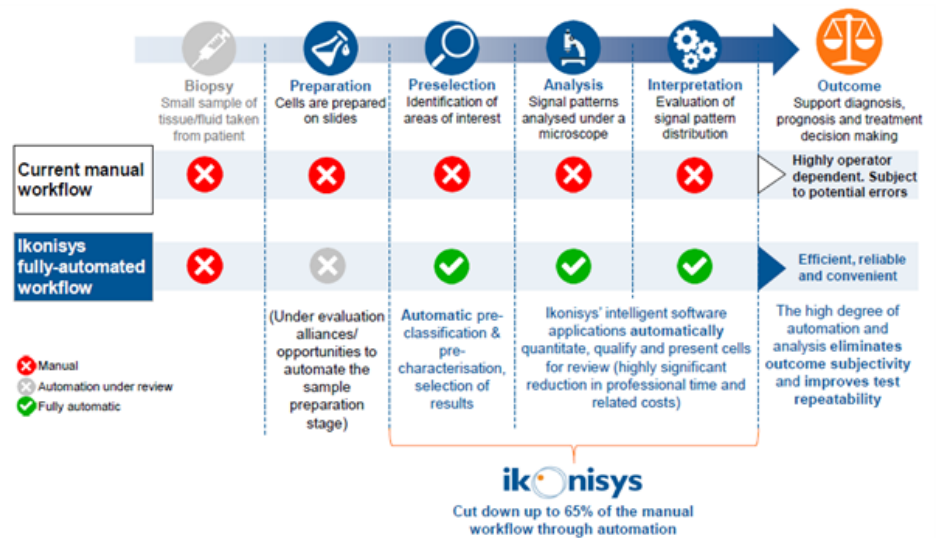
Durant ses 15 premières années d'existence, Ikonisys a opéré deux revirements stratégiques (pour plus de détails sur l'histoire du groupe, voir la section « A savoir »), même si, depuis cinq ans, priorité a été largement donnée à la recherche et au développement. Il convient de noter qu'Ikonisys est parvenu à mettre au point un produit susceptible de changer la donne, l'Ikoniscope20, et que l'accent est donc mis désormais sur la commercialisation. Comme les autres intervenants sur le marché du diagnostic, Ikonisys fonctionne sur un modèle économique de type « lame de rasoir », reposant sur le placement d'instruments/solutions permettant de réaliser les tests auprès des laboratoires/hôpitaux dans le cadre de contrats de fourniture de logiciels et de vente de consommables. Par conséquent, à moyen terme, les applications logicielles, les kits de réactifs/consommables et les services de maintenance – que des activités récurrentes par nature – devraient constituer la principale source de chiffre d'affaires.

Le microscope numérique robotisé Ikoniscope (mis sur le marché en 2006) a été jusqu'à présent la plateforme stratégique au sein de la gamme de produits du groupe, générant un chiffre d'affaires de 385k€ en 2020 principalement à partir de contrats de service/maintenance (contre 617k€ en 2019 ; 2020 ayant été pénalisé par l'arrêt de l'activité chez un client). La majeure partie du chiffre d'affaires (environ 90%) a été générée aux États-Unis, le solde provenant de l'Europe, et principalement de l'Italie.

Ikoniscope – le produit automatisé de première génération

Alors que dans le secteur, la majorité des plateformes commercialisées imposent une séquence d'interventions manuelles, l'Ikoniscope se démarquait par son USP en offrant de fait un écosystème intégré automatisé (prévoyant la manipulation des lames, la saisie et le stockage des données et l'examen à distance) pour une détection, une analyse et un diagnostic précoce et précis sur des cellules rares. Il convient de noter que l'Ikoniscope a réduit d'environ 65% le nombre des interventions manuelles grâce à l'automatisation, améliorant ainsi la productivité et l'efficacité du laboratoire.

Amélioration du travail des laboratoires



_Source : Présentation d'Ikonisys _

La plateforme Ikoniscope fonctionne avec le logiciel Ikonisoft offrant une gamme d'applications spécifiques. Après avoir rencontré un certain succès dans le diagnostic prénatal non invasif pour lequel elles ont été initialement conçues, ces applications tests ont été généralisées pour couvrir différents types de cancer (l'un des domaines thérapeutiques affichant la plus forte croissance) – vessie, sein, prostate, poumon, etc. Les tests de diagnostic de l'Ikoniscope reposent sur la technique FISH permettant l'identification rapide de cellules rares au sein des tissus solides ainsi que dans le sang.

Jusqu'à présent, Ikonisys a installé en tout 46 Ikoniscopes aux États-Unis et en Europe (la base installée faisant l'objet de facturation de maintenance est toutefois inférieure) et ces cinq dernières années, l'accent a été mis sur le perfectionnement technique et l'amélioration de la plateforme. Au terme de cette période prolongée de recherche et de forte mobilisation de l'équipe R&D, Ikonisys est désormais prêt avec son produit de nouvelle génération, Ikoniscope20 (dont la commercialisation a débuté au T2 2021).

Ikoniscope20 – la prochaine génération de produits automatisés

Partant de sa plateforme éprouvée, Ikonisys a récemment lancé un nouvel instrument, l'Ikoniscope20 – offrant de meilleures performances en termes d'imagerie haute résolution (garantissant une analyse plus fine) et de débit, et ce pour une taille nettement plus réduite (facilitant grandement la manipulation et la maintenance). Fait notable, l'automatisation a également progressé d'un cran: amélioration en termes de manipulation des lames, de logiciels, d'accès à distance et d'analyse et d'interprétation. L'Ikoniscope20 est positionné comme une solution permanente et définitive entièrement automatisée ne nécessitant aucune intervention extérieure sur l'ensemble du processus. Ces caractéristiques permettent de supprimer le risque d'erreur humaine dans les tests et de garantir une plus grande cohérence, tout en réduisant la charge de travail des pathologistes aux emplois du temps généralement surchargés. Comme son prédécesseur, l'Ikoniscope20 peut être appliqué dans un grand nombre de tests centrés sur la technique FISH pour les tissus solides. Il est également adapté aux biopsies CTC/liquides. Il est à noter que quatre

applications logicielles sont d'ores et déjà compatibles avec le nouvel appareil pour un certain nombre de types de cancer et que deux autres devraient être intégrées prochainement.

La proposition de valeur

Actuellement, Leica (parts de marché d'environ 18%), Thermo Fisher (environ 15%) et PerkinElmer (environ 13%) se partagent le marché de la FISH avec leurs produits manuels ou semi-automatiques. Ces solutions varient en fonction des pathologistes et demandent de fait beaucoup de temps, rendant difficile le traitement de volumes plus importants sans dégradation de la précision. Compte tenu de la pénurie de pathologistes, il s'agit là d'un goulot d'étranglement majeur pour la croissance du secteur, expliquant pourquoi le besoin de solutions entièrement automatisées est évident. L'Ikoniscope20 répond à ce dernier – en tant qu'application véritablement permanente et définitive permettant aux pathologistes d'accéder à des résultats plus précis en moins de temps. Compte tenu de la faible présence des solutions entièrement automatisées reposant sur la technique FISH, nous estimons que les gains de parts de marché d'Ikonisys devrait être d'autant plus conséquents que l'automatisation permet de mettre fin à un grand nombre d'interventions manuelles.

En termes de concurrence sur le marché des solutions entièrement automatisées, Applied Spectral Imaging (parts de marché d'environ 4%), BioView (parts d'environ 1%) et MetaSystems (parts d'environ 1%) sont présents, avec toutefois des écarts de niveaux en termes d'interprétation des données. En outre, ils ont besoin d'une chambre noire, à l'inverse de l'Ikoniscope20 (cet avantage permettant une optimisation de l'espace au sein des laboratoires). Selon nous, Ikonisys bénéficie donc d'un avantage concurrentiel. Concernant la concurrence des plus grands acteurs, nous estimons que ces derniers sont moins enclins à investir pour concevoir de solutions reposant sur la technique FISH entièrement automatisées, la taille de ce marché n'étant pas suffisante à leurs yeux, et qu'ils préféreront donner la priorité à d'autres segments se développant plus rapidement dans le domaine des diagnostics moléculaires. La mise au point d'une solution entièrement automatisée nécessitant plusieurs années, à moyen terme, Ikonisys ne devrait être exposée à aucune menace notable sur le plan concurrentiel.

La technique FISH – un marché établi

FISH est une technique de laboratoire permettant de détecter une séquence spécifique d'ADN et d'identifier les changements génétiques mineurs généralement invisibles au microscope à partir de la technique traditionnelle reposant sur le gène cellulaire. Compte tenu de cet avantage, la technique FISH est largement appliquée dans le domaine de l'oncologie – elle facilite le diagnostic du cancer, apporte des informations concernant le pronostic et contribue à déterminer la réponse aux différents traitements. Le marché mondial de la technique FISH a affiché un taux de croissance annuel moyen (TMVA) de 7% entre 2014 et 2019 (pour atteindre 1,2md\$) et compte tenu de l'augmentation du nombre de cancers et de la progression de la demande pour de meilleurs instruments de diagnostic, la tendance devrait s'accélérer – avec

un TMVA de 8%, le marché devrait représenter 1,8md\$ d'ici 2024. Par région, l'Amérique du Nord (avec une part d'au moins 44%) restera le principal marché, suivie de l'Europe (part d'au moins 28%). L'Asie-Pacifique (part d'au moins 18%) devrait quant à elle se démarquer par la plus forte croissance.

CTC – un marché à fort potentiel de croissance

Tandis que les essais reposant sur la technique FISH pour les tissus solides devraient constituer le principal débouché pour l'Ikonisys 20, la plateforme pourrait aussi être employée pour l'analyse CTC du sang des patients. Rappelons que les biopsies CTC sont à la fois non invasives et rentables (par rapport aux biopsies chirurgicales douloureuses et invalidantes). Compte tenu de ces avantages, le potentiel de croissance de ce marché est considérable – avec un TMVA de 25% jusqu'à 1,6md\$ à l'horizon de 2024.

Pour exploiter une telle opportunité, Ikonisys a signé un accord avec le Sheba Medical Center, situé en Israël, prévoyant le développement conjoint de tests CTC spécifiques au cancer pour une utilisation clinique, apportant également un suivi du traitement et une aide au diagnostic. Il convient de noter que l'Ikoniscope20 permet de résoudre les principaux problèmes posés par les plateformes de biopsie liquide actuellement sur le marché – il scrute un grand nombre de cellules (pour détecter les anomalies) et ne nécessite aucun enrichissement (marqueur cellulaire spécifique) – et pourrait donc bénéficier d'un avantage concurrentiel. Une réussite d'Ikonisys dans ce domaine est susceptible de changer la donne et d'entraîner un potentiel de croissance important à long terme.

Plan de commercialisation mis en place.

Avec le lancement de l'Ikoniscope20, la direction met désormais l'accent sur la commercialisation – l'objectif sur le moyen terme étant d'équiper 1 450 laboratoires de taille moyenne à grande. Sur les plus de 7 000 laboratoires présents aux États-Unis, Ikonisys ciblera les 800 (480 laboratoires hospitaliers et 320 commerciaux), le déploiement programmé atteignant son rythme le plus rapide entre 2022 et 2025. En Europe, le marché ciblé comprend 650 laboratoires (sur environ 4 000), dont 400 hospitaliers. Notons que la direction se concentrera également sur les laboratoires qui effectuent déjà manuellement les tests FISH et qui chercheraient à améliorer leur productivité.

Pour renforcer la présence commerciale de l'Ikoniscope20, le groupe passera à la fois par des revendeurs et de la vente directe. Lors de la phase initiale (2021 et 2023), l'accent sera mis sur la commercialisation directe dans les États du Nord-Est et du Sud-Est des États-Unis et en Allemagne, en Italie et en France – priorité sera donnée à la transition des utilisateurs existants de l'Ikoniscope vers l'Ikoniscope20 et sur la coopération avec les grands leaders d'opinion pour développer 2 ou 3 comptes de référence par pays. Dans un second temps, la commercialisation directe devrait être introduite dans huit régions des États-Unis ainsi qu'au Royaume-Uni et en Espagne. Ikonisys montera un réseau de distribution au Canada, en Amérique du Sud et dans les autres pays de l'UE. À moyen terme, l'accent sera mis sur la pénétration des marchés à fort potentiel de croissance d'Asie-Pacifique, du Moyen-Orient et

d'Amérique latine par l'intermédiaire de distributeurs. Les marchés mal étant desservis, les opportunités en termes de développement sont considérables et compte tenu du prix unitaire de l'Ikoniscope20, nous tablons sur une adoption de plus en plus rapide de la plateforme à moyen terme.

Ikoniscope AI – une nouvelle plateforme en devenir

Bien que l'Ikoniscope20 ne soit commercialisé que depuis peu, le travail de développement de la plateforme Ikoniscope de troisième génération a d'ores et déjà débuté. Ikoniscope AI s'appuiera sur la plateforme Ikoniscope20 et inclura un grand nombre de procédés liés à l'intelligence artificielle (IA) – elle fera appel à l'analyse big data et à des algorithmes d'IA à auto-apprentissage améliorant l'interprétation des données. Notons que le Trentino Innovation Hub (Université de Trente, Italie) et la Fondation Bruno Kessler (institut de recherche italien en mécanique et en IA) travaillent à concevoir le logiciel d'Ikoniscope AI et que la plateforme devrait être mise sur le marché en 2023. Dans la mesure où Ikonisys n'aura qu'à démontrer l'équivalence entre l'Ikoniscope AI et son modèle précédent, l'obtention des autorisations réglementaires (marquage CE et approbation de la FDA) ne devrait pas poser problème.

Indications sur les objectifs futurs

Si l'oncologie devrait encore constituer la principale activité de l'Ikoniscope20/AI, à moyen et à long terme, la plateforme pourrait présenter un potentiel supplémentaire dans les domaines thérapeutiques de l'immuno—oncologie et des maladies infectieuses. Rappelons que la technique FISH est une méthode sensible/rapide de détection des bactéries/virus susceptible de servir également au dépistage de maladies infectieuses – l'évaluation de l'efficacité de la plateforme pour la lèpre, la tuberculose et la légionellose est déjà en cours. La détection virale peut également être utile en oncologie, notamment pour les cancers associés à la présence de virus (comme les HPV pour le cancer du col de l'utérus).

Pour explorer ces domaines thérapeutiques, Ikonisys s'est associée au Neag Comprehensive Cancer Center (Université du Connecticut). Récemment, le groupe a également signé un protocole d'accord avec Ehsan Ghorani, chercheur de l'Imperial College de Londres, pour une étude de l'utilisation de la plateforme pour des pathologies courantes (telles que les maladies infectieuses, les maladies cardiovasculaires et les troubles du tissu conjonctif) et le suivi des CTC. Cependant, compte tenu de la forte concurrence dans le domaine des maladies infectieuses – au sein duquel Roche Diagnostics, bioMérieux et DiaSorin se sont imposés – il ne sera pas facile pour Ikonisys de s'y implanter.

Principaux risques

Si les ventes de l'Ikoniscope20 ne parvenaient pas à décoller, Ikonisys serait en difficulté. Bien que la stratégie de commercialisation paraisse bonne, la direction a besoin de fonds pour mettre à l'échelle ses outils. Un retard sur le front du financement conduirait à faire de l'Ikoniscope20 une bonne idée sur le papier. En outre, même après la mise sur le marché, empiéter sur la

concurrence pourrait s'avérer une tâche herculéenne. Enfin, les budgets d'investissement des hôpitaux étant limités en raison de la COVID-19, le déploiement de l'Ikoniscope20 pourrait être plus lent que prévu. Il existe également un risque technologique pour les tests FISH, notamment lié aux technologies de diagnostic moléculaire qui se développent plus rapidement, telles que le séquençage de nouvelle génération. Sans compter que l'équipe de direction est assez récente et doit faire ses preuves quant à l'exécution du plan de développement. En un mot, Ikonisys est un pari à haut risque et à haut rendement.

Chiffre d'affaires par division

Secteur	12/20A (1)	12/21E	12/22E	12/23E	Chgt 21E/20		Chgt 22E/21E		
					M€	% du total	M€	% du total	
Chiffre d'affaires	0,39	0,35	4,14 (2)	7,99 (2)	0 +	100 %	4 +	100 %	
Equipment/ instrument sales	Technologies médicales	0,00	0,09	2,61	3,40	0 +	-225 %	3 +	66 %
Consumables/ Reagents	Technologies médicales	0,00	0,00	1,09	2,79	0 +	0 %	1 +	29 %
Service/ Maintenance	Technologies médicales	0,39	0,25	0,02	0,60	0 +	350 %	0 +	-6 %
Software Applications	Technologies médicales	0,00	0,01	0,42	1,20	0 +	-25 %	0 +	11 %
Other		0,00	0,00	0,00	0,00	0 +	0 %	0 +	0 %

1. Chiffres consolidés pro-forma

2. Selon nos discussions avec la direction, des remises appropriées ont été appliquées, le cas échéant.

Principales expositions

	Revenus	Coûts	Fonds propres
Devises "émergentes"	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Dollar	60,0 %	100,0 %	100,0 %
Risque climatique à long term	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Géographie du chiffre d'affaires

North America	100,0 %
---------------	---------

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

Mécanismes de profit

Encore non-rentable

Compte tenu de sa petite taille et de ses investissements continus dans la R&D, Ikonisys n'a jusqu'à présent publié que des résultats d'exploitation en perte depuis sa création. La situation s'est aggravée en 2020. Le chiffre d'affaires s'est alors effondré (un client ayant fermé boutique) tandis que les développements ont été maintenus. De fait, les pertes d'exploitation du groupe se sont creusées à 776k€ (contre une perte de 595k€ en 2019 ; les chiffres pro-forma laissent apparaître un résultat positif en raison de la capitalisation de la R&D ; pour plus de détails sur la restructuration du groupe, voir la section 'à savoir'). Son produit phare, l'Ikoniscope20, devant nécessiter d'importantes dépenses commerciales à court terme, le groupe ne devrait pas être rentable avant plusieurs années. En outre, compte tenu de la hausse de la R&D autour de l'IA et des applications logicielles de l'Ikoniscope, Ikonisys ne devrait pas dégager de rentabilité significative et/ou générer de trésorerie avant deux ans.

Besoin de financement

Le succès d'Ikonisys dépend de sa capacité à lever des fonds. Pour libérer tout le potentiel commercial de l'Ikoniscope20, le groupe doit progressivement mettre en place une organisation de vente et de marketing aux États-Unis et en Europe et, dans cette optique, lever des capitaux frais (nous retenons l'hypothèse d'une entrée de 7,3m€ dans notre modèle). Le produit de l'introduction en bourse devrait être consacré à hauteur de 75% aux efforts de commercialisation, tandis que le solde devrait être utilisé soit pour la R&D (pour le développement de nouvelles applications et l'Ikoniscope AI), soit pour le fonds de roulement (pour constituer un stock d'Ikoniscope20). Rappelons qu'Ikonisys fonctionne à partir d'un « modèle d'actifs légers » – seules les applications logicielles, en tant qu'éléments les plus critiques, sont développées en interne tandis que la production de la plateforme et des réactifs est externalisée. Par conséquent, l'activité du groupe est intrinsèquement scalable à très faible coût marginal.

Mécanisme de génération de revenus

Compte tenu de la faible présence des solutions entièrement automatisées dans le secteur, l'Ikoniscope20 devrait être rapidement adopté. De fait, à court et moyen terme, la vente d'équipements/instruments devrait représenter la principale source de chiffre d'affaires pour Ikonisys – la plateforme sera accessible via soit un achat direct soit un contrat flexible de location/leasing. Nous prévoyons qu'environ 90% des laboratoires pénétrés feront l'acquisition d'une seule plateforme (au prix de 90k€) dans un premier temps et qu'environ 25% auront acheté plus d'un équipement d'ici 2025. Nous tablons sur des taux de pénétration à fin 2025 de respectivement 20%, 15% et 4% dans les comptes ciblés aux États-Unis, en Europe et dans le reste du monde, se traduisant en tout par une base installée avoisinant 350 unités en fin de période.

Il convient de noter que les instruments placés devraient générer d'importants revenus récurrents à moyen terme. La majeure partie de ces derniers devrait provenir des réactifs (au prix de 60€ ; kits standardisés fabriqués par des sous-

traitants, mais vendus sous la marque Ikonisys) nécessaires pour réaliser les tests – nous supposons que dans un premier temps, le nombre de tests par machine atteindra 2 000 par an, avec un taux de pénétration de 25% des kits Ikonisys. Par ailleurs, le groupe facturera ses services/la maintenance des équipements au travers d'une redevance annuelle de 18k€. Les applications logicielles devraient également constituer une source récurrente/rentable de chiffre d'affaires – la direction prévoit dans un premier temps de commercialiser une seule application logicielle par équipement (chiffre qui devrait augmenter progressivement) et de facturer l'usage de chaque application via une redevance annuelle (de 7k€). Par ailleurs, le groupe prévoit d'élargir sa gamme de produits avec deux nouvelles applications par an pour des nouveaux types de cancer – la R&D concernant un petit nombre de tests FISH (comme le cancer oropharyngé et anal) et CTC (cancer du poumon, du pancréas et du sein) a d'ores et déjà commencé – ce qui est de bon augure à moyen/long terme.

Hypothèses retenues

KPI's	2021	2022	2023	2024	2025
Total installed base	1	30	64	155	355
No. of applications per equipment	1.5	2.0	2.5	3.0	3.0
Tests per machine p.a.	2,000	2,200	2,420	2,541	2,668
Ikonisys' kits penetration	25.0%	27.5%	30.0%	32.5%	35.0%

Unit prices (€)	2021	2022	2023	2024	2025
Equipment price	90,000	90,000	1,00,000	1,00,000	1,00,000
Software Application price	7,000	7,000	7,500	7,500	7,500
Service contract/AMC	18,000	18,000	20,000	20,000	20,000
Consumables/ Reagents/ Kit price	60	60	60	60	60

Revenue (€m)	2021	2022	2023	2024	2025
Equipment/ Instrument sales	0.1	2.6	3.4	9.1	20.0
Recurring revenue	0.3	1.5	4.6	12.4	31.0
Total revenue	0.4	4.1	8.0	21.5	51.0

Source: prévisions AlphaValue

Ikonisys devrait être rentable à partir de 2024

Les ventes d'instruments combinées aux revenus récurrents devraient porter le chiffre d'affaires total à environ 51m€ en 2025. À court terme, les premières devraient représenter le principal moteur du chiffre d'affaires. Comme pour toute autre entreprise de DIV, la part des revenus récurrents à marge élevée ne devraient croître que dans un second temps, au fur et à mesure que la base installée s'agrandira. Concernant les marges sectorielles, les applications logicielles et la maintenance se distinguent par nature par une marge brute très élevée (de l'ordre de 90% à 100%). Les réactifs/consommables génèrent une marge d'environ 60% (dans le haut de la fourchette de prévision du groupe) tandis que les équipements devraient afficher une marge brute d'environ 38%.

Selon nos estimations, après prise en compte des fortes dépenses en marketing, l'EBITDA du groupe devrait passer en territoire positif en 2024. La part croissante de revenus récurrents à marge élevée dans le mix devrait entraîner une bonne visibilité sur les résultats et conduire à des flux de trésorerie plus stables/moins incertains.

Une cible d'acquisition ?

Compte tenu de l'afflux de liquidités lié à l'impact de la pandémie de COVID-19, les entreprises de DIV connaissent actuellement une véritable frénésie d'achats – Roche Diagnostics a acquis GenMark pour 1,8md\$, Thermo Fisher a racheté Mesa Biotech pour environ 550m\$, PerkinElmer a acheté Oxford Immunotec pour environ 591m\$ et DiaSorin a récemment fait l'acquisition de Luminex pour 1,8md\$. Selon nous, le succès de l'Ikoniscope20 pourrait permettre à Ikonisys de s'associer à l'un des acteurs de plus grande taille, ces derniers faisant preuve d'un appétit plus important pour la croissance externe depuis quelques années alors qu'ils continuent de s'appuyer sur des groupes plus petits et davantage spécialisés pour innover. Lorsque les petits intervenants ont du mal à se financer, les grands viennent à leur secours par le biais de prises de participation ou d'un rachat pur et simple. Il est donc possible qu'Ikonisys apparaisse comme une cible potentielle aux yeux d'un acteur plus important, et ce bien avant que son produit ne se diffuse et que le groupe ne devienne rentable.

Analyse de la répartition des autres bénéfices par division

	12/20A	12/21E	12/22E	12/23E	Chgt 21E/20		Chgt 22E/21E	
	(3)	(4)	(4)	(4)	M€	% du total	M€	% du total
Total	0,38	0,26	1,95	4,58	0 ↓	100 %	2 ↑	100 %
Equipment/ instrument sales	0,00	0,03	0,89	1,22	0 ↑	-25 %	1 ↑	51 %
Consumables/ Reagents	0,00	0,00	0,63	1,62	0 ↑	0 %	1 ↑	37 %
Service/ Maintenance	0,38	0,23	0,02	0,54	0 ↓	125 %	0 ↓	-12 %
Software Applications	0,00	0,01	0,42	1,20	0 ↑	-8 %	0 ↑	24 %
Other/cancellations	0,00	0,00	0,00	0,00	0 ↑	0 %	0 ↑	0 %

3. Marge brute

4. Marge brute sectorielle déduite des discussions avec la direction, des remises appropriées ayant été appliquées, le cas échéant.

Marge d'Analyse de la répartition des autres bénéfices par division

	12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Total	97,9 %	75,0 %	47,1 %	57,3 %
Equipment/ instrument sales		30,0 %	34,0 %	36,0 %
Consumables/ Reagents			57,5 %	58,0 %
Service/ Maintenance	97,9 %	90,0 %	90,0 %	90,0 %
Software Applications		100 %	100 %	100 %

Valorisation

Compte tenu des capacités du groupe à générer de la trésorerie, le DCF semble approprié pour valoriser Ikonisys. Nous avons intégré la réussite commerciale de l'Ikoniscope20 au travers d'une croissance exponentielle du chiffre d'affaires et de l'EBITDA sur l'horizon de la prévision. Il convient de noter que, grâce à la contribution croissante des revenus récurrents à forte marge dans le mix total et aux besoins limités en termes d'investissement, le cash-flow libre d'Ikonisys devrait passer en territoire positif en 2024. Pour les exercices suivants, nous tablons sur une progression du chiffre d'affaires et de l'EBITDA de respectivement 13% et 16%, les ventes de l'Ikoniscope20 accélérant et générant un effet de levier opérationnel.

Concernant la valorisation par l'ANR, nous avons retenu un multiple VE/CA propre à chaque flux de revenus. L'activité d'équipement/instrument a été valorisée à 7x, un niveau correspondant à la moyenne historique (de 2016 à 2020) des pairs du secteur du diagnostic. Les revenus récurrents et à marge élevée liés aux services/à la maintenance et aux applications logicielles sont valorisés à 9x, correspondant à une prime de 20% par rapport aux pairs. L'activité consommables/réactifs est valorisée à 8x.

Pour la valorisation par la méthode des comparables, nous avons tenu compte de l'ensemble des acteurs opérant sur le marché mondial du diagnostic sans discrimination de taille.

La combinaison de l'ensemble de ces méthodes conduit à une valorisation intrinsèque d'Ikonisys à environ 115m€.

Valorisation

Méthodes		Valeurs (€)	Potentiel	Poids
DCF		8,22	357 %	40 %
Somme des parties		16,1	795 %	40 %
P/E	Comparables	0,90	-50 %	5 %
VE/Ebitda	Comparables	0,00	-100 %	5 %
Cours/Actif net comptable	Comparables	1,66	-8 %	5 %
Rendement	Comparables	0,00	-100 %	5 %
Objectif de cours		9,86	448 %	

Valorisation basée sur les comparables

Calculé sur 18 mois de prévisions	P/E (x)	VE/Ebitda (x)	Cours/Actif net comptable (x)	Rendement (%)
Ratios des pairs	ns	63,8	2,59	0,09
Ratios Ikonisys	-11,0	-13,5	2,80	0,00
Prime	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Cours objectifs (€)	0,90	0,00	1,66	0,00
PerkinElmer	19,6	15,8	2,25	0,20
Qiagen	24,8	13,5	2,93	0,00
Guardant Health, Inc.	-10,8	-11,5	9,57	0,00
Natera, Inc.	-7,10	-6,93	19,9	n/a
Quanterix Corporation	-7,78	-5,35	1,69	n/a
Invitae	-1,09	-2,61	0,29	n/a
Biocartis Group NV	-2,11	-9,11	-0,94	n/a

DCF par action

Coût moyen pondéré du capital (CMPC) %	16,0	Dettes (trésorerie) nette moyenne	M€	0,14	
Valeur actuelle des cash flow des années 1 à 11	M€	36,3	Provisions	M€	0,00
Free cash flow de l'année 11	M€	25,8	Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00
Taux de croissance à l'infini "g"	%	2,00	Immobilisations financières (juste valeur)	M€	0,01
"g" de Durabilité	%	2,00	Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	0,00
Valeur terminale	M€	184	Valeur des fonds propres	M€	77,9
Valeur actuelle de la valeur terminale	M€	41,7	Nombre d'actions	Mio	9,48
en % de la valeur totale	%	53,5	DCF par action	€	8,22
Valeur totale actuelle	M€	78,1	Impact de la Durabilité sur le DCF	%	0,00

Evaluer le coût du capital

Taux sans risque synthétique	%	3,50	Spread de crédit	bp	550 ⁽⁶⁾
Prime de risque normative	%	5,00	Coût marginal de la dette	%	9,00
Taux d'impôt normalisé	%	30,0	Bêta de la société (endettée)	x	2,33
Échéance moyenne de la dette	Année	5	Ratio d'endettement à valeur de marché	%	-9,48
Bêta sectoriel	x	2,50 ⁽⁵⁾	Dettes/VE	%	-10,5
Bêta de la dette	x	1,10	Taux de rentabilité exigé par les actionnaires	%	15,2
Capitalisation boursière	M€	17,1	Coût de la dette	%	6,30
Dettes nettes (trésorerie) à valeur comptable	M€	-1,62	Coût des fonds propres desendettés	%	16,0
Dettes nettes (trésorerie) à valeur de marché (Est.)	M€	-1,62	Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	%	16,0

5. Bêta moyen sur 5 ans des pairs apuré de l'endettement ; une décote a été appliquée pour tenir compte des risques commerciaux.

6. Sur la base du taux d'intérêt moyen observé en 2019 et en 2020.

Calcul du DCF

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E	12/24E	12/25E	Croissance	12/26E
Chiffres d'affaires	M€	0,39	0,35	4,14	7,99	21,5	51,0	13,0 %	57,6
EBITDA	M€	0,17	-0,23	-2,81	-0,37	2,32	12,3	16,0 %	14,2
Marge d'EBITDA	%	44,9	-65,0	-67,9	-4,65	10,8	24,0		24,7
Variation du BFR	M€	0,15	-1,09	-0,62	-0,74	-0,61	-0,53	13,0 %	-0,60
Cash flow d'exploitation total	M€	-2,30	-1,22	-3,43	-1,11	1,71	11,7		13,6
Impôts sur les sociétés	M€	-0,01	0,00	-0,01	0,00	-0,22	-1,21	13,0 %	-1,37
Bouclier fiscal	M€	-0,53	-0,01	0,00	-0,05	-0,05	-0,04	13,0 %	-0,04
Investissements matériels	M€	0,00	-0,01	-0,06	-0,10	-0,22	-0,43	13,0 %	-0,49
Investissements matériels/CA	%	-0,26	-2,00	-1,50	-1,25	-1,00	-0,85		-0,85
Cash flows libres avant coût du financement	M€	-2,84	-1,24	-3,51	-1,26	1,24	10,0		11,7
Divers ajustements (incl R&D, etc.) pour les besoins...	M€								
Free cash flow ajustés	M€	-2,84	-1,24	-3,51	-1,26	1,24	10,0		11,7
Free cash flow actualisés	M€	-2,84	-1,24	-3,03	-0,93	0,79	5,55		5,58
Capitaux investis	€	6,89	7,98	8,67	9,49	10,3	11,2		12,7

Somme des parties

	% déte... détenu	Technique d'évaluation	Multiple utilisé	Participation à 100% (M€)	Valorisation participation (M€)	En devise par action (€)	% des actifs bruts
Consumables/ Reage...	100 %	EV/Sales	8	62,9	62,9	6,63	41,1 %
Equipment/ Instrument	100 %	EV/Sales	7	49,3	49,3	5,20	32,2 %
Software Applications	100 %	EV/Sales	9	29,5	29,5	3,11	19,3 %
Service/ Maintenance	100 %	EV/Sales	9	11,3	11,3	1,19	7,36 %
Autre					0,01	0,00	0,01 %
Actif brut					153	16,1	100 %
Trésorerie/(dette) nette fin d'année					-0,14	-0,01	-0,09 %
Engagements donnés					0,01	0,00	0,01 %
Engagements reçus							
Somme des parties					153	16,1	99,9 %
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)					9,48		
Somme des parties par action (€)					16,1		
Décote du cours actuel par rapport à la somme des parties (%)						88,8	



Dettes

Depuis quelques années, Ikonisys se finance via l'émission de prêts convertibles achetés par l'actionnaire majoritaire, Cambria Co-Investment Fund LP. À fin 2020 (avant la restructuration du groupe), la dette brute d'Ikonisys Inc. atteignait 22,7m\$, comprenant principalement un prêt convertible (21,3m\$) et des emprunts auprès de parties liées, notamment les administrateurs de la société. Le groupe avait également un prêt en cours de 0,15m\$ (taux d'intérêt : 4 % ; échéance : mai 2025) contracté auprès de l'État du Connecticut.

Devant fortement investir pour la commercialisation de sa nouvelle plateforme ces prochains trimestres, le groupe souhaite lever des capitaux frais via une introduction en bourse (nous avons intégré un produit de 7,3m€ dans notre modèle). Rappelons que l'ensemble des prêts convertibles ont été convertis en actions au cours du processus de restructuration du groupe.

Notons que la note de crédit de 2021 (DDD) reflète l'augmentation des dépenses liée à la commercialisation, à l'origine des FCF négatifs. Cependant, à mesure que les ventes d'Ikoniscope20 accéléreront et que la part des revenus récurrents à marge élevée augmentera, les flux de trésorerie devraient se stabiliser et la notation de crédit devrait s'améliorer à moyen terme.

Detailed financials at the end of this report

Financement et liquidité

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
EBITDA	M€	0,17	-0,23	-2,81	-0,37
Cash flow des opérations	M€	-2,46	-0,17	-2,83	-0,53
Fonds propres	M€	5,39	9,21 ⁽⁷⁾	6,38	5,85
Dette brute	M€	1,11	0,17	3,87	3,77
+ Trésorerie brute	M€	0,00	1,79 ⁽⁷⁾	1,97	0,51
= Dette nette / (trésorerie)	M€	1,11	-1,62 ⁽⁷⁾	1,90	3,26
Ratio d'endettement	%	16,1	-2,75	2,17	44,1
Fonds propres/Actif total (%)	%	76,9	114	72,6	60,8
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	6,43	7,06	-0,68	-8,78
Dette brute ajustée/EBITDA(R)	x	6,43	-0,74	-1,38	-10,1
Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds ...	%	17,1	1,81	37,7	39,2
Ebit cover	x	0,06	-5,17	-414	-2,44
CF des opérations/dette brute	%	-221	-103	-73,1	-14,0
CF des opérations/dette nette	%	-221	10,8	-149	-16,2
FCF/Dette brute ajustée	%	-367	-749	-90,8	-36,2
(Trésor. brute + FCF + Découverts)/Dette CT	x	-4,45			
FCF/Dette CT	x	-2,53			

7. Y compris produit de l'IPO

A Savoir

Ikonisys a été fondé en 1999 avec pour objectif de développer un microscope numérique automatisé capable de détecter, d'analyser et d'interpréter avec précision les cellules rares. L'équipe de R&D parvenant à développer un tel produit, le microscope numérique robotisé Ikoniscope est commercialisé depuis 2006. Entre 2007 et 2010, le groupe a vendu 40 instruments. La direction s'est ensuite dispersée dans ses priorités. Entre 2010 et 2015, sa priorité a été de mettre en place un laboratoire clinique interne, plutôt que d'insister sur la commercialisation de l'Ikoniscope.

Cette stratégie se soldant par un échec, les anciens actionnaires se sont retirés et Cambria Co-Investment Fund est alors entré en scène – depuis 2015, le fonds a progressivement augmenté son emprise sur le groupe pour devenir aujourd'hui le principal actionnaire d'Ikonisys SA avec une participation d'environ 96%. Il convient de noter qu'avec l'arrivée de Cambria, l'attention s'est de nouveau portée sur l'Ikoniscope et, au terme des efforts importants en R&D déployés ces dernières années, la plateforme de nouvelle génération est commercialisée. L'Ikoniscope20 devrait être à l'origine du succès du groupe.

Si Ikonisys a mis en place un système « une action, un vote », au terme de l'introduction en bourse, la participation dans le groupe de Cambria excédera 50%. A partir de la deuxième date anniversaire de l'introduction en bourse, ce dernier pourra donc bénéficier de droits de vote doubles.

En ce qui concerne la structure de l'organisation, l'entité française Ikonisys SA est cotée sur Euronext Growth. Ikonisys SA détient 100% de la société américaine Ikonisys Inc. via l'entité italienne Ikonisys Srl. Les chiffres pro-forma de notre modèle tiennent compte rétroactivement des retombées de cette restructuration interne.

Actionnaires

Nom	% détenu	Dont droits de votes	Dont flottant
Cambria Funds	88,9 %	88,9 %	0,00 %
Mario CROVETTO	3,71 %	3,71 %	0,00 %
Flottant			7,38 %

Sustainability

Score de durabilité

La durabilité est constituée d'éléments analytiques contribuant au E, au S et au G, qui peuvent être mis en évidence comme précurseurs de la durabilité et peuvent être combinés de manière satisfaisante.

	Score	Poids
Gouvernance		
Taux de membres indépendants du Conseil d'Administration	7/10	25 %
Diversité géographique du Conseil d'Administration	10/10	20 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif	✓	5 %
Environnement		
Emissions CO ²	2/10	25 %
Prélèvement d'eau	2/10	10 %
Social		
Évolution de la dispersion des salaires	0/10	5 %
Satisfaction au travail	7/10	5 %
Communication interne	10/10	5 %
Score de durabilité	5,7/10	100%

Gouvernance & Management

Le conseil d'administration d'Ikonisys comprend six membres (aucune femme), dont quatre considérés comme indépendants. Le conseil est présidé par Mario Mauri, par ailleurs président-directeur général du principal actionnaire d'Ikonisys, Cambria Funds (qui détenait environ 96% des actions d'Ikonisys SA à la veille de l'introduction en bourse). Il convient de noter que Mario Mauri a plus de 25 ans d'expérience dans le capital-investissement et l'investissement de capital-risque.

Vice-président du groupe, Robert Rettani est également président d'une société de conseil, Syneresis Srl.

Rappelons que le PDG d'Ikonisys, Mario Crovetto, siège également au conseil d'administration tout en possédant dans le même temps une participation d'environ 4% dans le groupe. Également administrateur, Pramod Srivastava (directeur du Carole and Ray Neag Comprehensive Cancer Center, Université du Connecticut) préside le conseil consultatif scientifique d'Ikonisys dont le rôle est d'aider le groupe à développer ses produits.

Solidité de l'équipe de direction actuelle

Ces dernières années, Ikonisys a renforcé son équipe de direction. Mario Crovetto – un vétéran dans le secteur de la santé, connaissant bien également les marchés financiers (en tant que directeur financier, il a joué un rôle clé dans l'introduction d'Eurand NV au NASDAQ en 2007) – s'est vu confier le rôle de PDG en 2018. Ensuite, Juergen Schipper a été nommé CCO pour renforcer l'équipe. Associé au lancement réussi d'un certain nombre de produits de diagnostic ces 20 dernières années (précédemment associé à Luminex et Omega Diagnostics), son objectif est d'assurer la réussite commerciale de l'Ikoniscope20.

Sans oublier que Michael Kilpatrick, l'un des fondateurs, est le CSO du groupe. Rappelons que cet éminent chercheur a joué un rôle déterminant dans le développement d'un grand nombre de produits d'Ikonisys. De même, Alessandro Mauri, le directeur financier, est par ailleurs salarié de Cambria Funds, détenu par Mario Mauri.

Score de gouvernance

Société (Secteur)

6,8^(4,7)

Independent board

Oui

Paramètres	Société	Secteur	Score	Poids
Nombre de membres du Conseil d'Administration	6	9	9/10	5,0 %
Féminisation du Conseil d'Administration (%)	0	37	1/10	5,0 %
Diversité géographique du Conseil d'Administration (%)	0	64	10/10	10,0 %
Age moyen des membres du CA	65	58	2/10	5,0 %
Type de société : Small cap, contrôlée			4/10	10,0 %
Taux de membres indépendants du Conseil d'Administration	66	35	7/10	20,0 %
Une Action, un droit de vote			✓	10,0 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif			✓	0,0 %
Le Chairman n'est pas un ancien membre du comité de direction			✓	5,0 %
Transparence totale des rémunérations du comité de direction			✗	5,0 %
Transparence des seuils à atteindre avant attribution de bonus			✗	5,0 %
Le comité des rémunérations rapporte au Conseil d'Administration			✓	5,0 %
Statuts intelligibles et simples			✓	15,0 %
Score de gouvernance			6,8/10	100,0 %

Management

Nom		Fonction	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Salaire, in k€ (year)	
						Trésorerie	Rémunération en titres
Mario CROVETTO	M	DG	1953	2018			
Alessandro MAURI	M	DAF	1986	2019			
Jurgen SCHIPPER	M	Dir. Ventes	1967	2019			
Bill KOCHISS	M	Responsable des systemes	1974	2016			
Michael W KILPATRICK	M	Member of the management board	1957	1999			

Conseil d'administration

Nom		Indep.	Fonction	Fin du mandat actuel	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Jetons de présence, en k€ (année)	
									Valeur des titres, en k€ (année)
Mario MAURI	M	✗	Président		1950	2015			
Roberto RETTANI	M	✓	Deputy Chairman		1953	2015			
Alberto CALVO	M	✓	Membre		1971	2018			
Mario CROVETTO	M	✗	Membre		1953	2020			
Vittorio GRAZIOLI	M	✓	Membre		1956	2015			
Pramod SRIVASTAVA	M	✓	Membre		1955	2021			

Score d'Environnement

Ensembles de données évalués en tant que tendances sur un calendrier glissant, en fonction du secteur

Paramètres	Score	Secteur	Poids
Emissions CO ²	2/10	4/10	30 %
Prélèvement d'eau	2/10	5/10	30 %
Energie	2/10	4/10	25 %
Déchets	3/10	5/10	15 %
Score d'Environnement	2,15		100%
























Société (Secteur)

2,15

(4,30)

Paramètres environnementaux

Données sectorielles

Société	Pays	Score d'Environnement	Energie (totale, GJ)	Emissions CO ₂ (tonnes)	Prélèvement d'eau (m ³)	Déchets (total, tonnes)
Siemens Healthineers		6/10	2 491 000	312 000	1 160 000	25 300
Ikonisys		2/10				
Royal Philips		8/10	1 892 000	204 000	703 000	22 204
Smith & Nephew		6/10	835 200	76 222	633 000	11 034
EssilorLuxottica		5/10	6 173 280	727 207	8 220 930	108 996
Fresenius Medical Care		2/10	9 360 000	765 500	41 400 000	
Alcon		5/10	2 867 375	327 746	4 640 000	45 307
Fresenius		2/10	21 024 000	1 524 000	56 400 000	
Qiagen		7/10	276 340	19 699	113 736	1 183
Getinge		9/10	335 398	14 780	202 505	2 769
Sonova Holding		6/10	431 910	26 144	139 707	2 179
Demant		6/10	335 195	30 588		
Coloplast		8/10	603 734	23 100	266 521	14 678
bioMérieux		3/10	784 800	58 000	603 000	9 900
Elekta		5/10		2 176		401
Orpea		4/10	3 040 851	150 348	5 230 689	32 376
Gn Store Nord		9/10	29 187	22 720	42 069	130
Carl Zeiss Meditec		5/10	498 432	8 281	416 672	4 511
DiaSorin		7/10	165 835	14 142	130 884	3 076
Korian		3/10	2 915 237	153 888	4 782 129	39 500
Bastide Le Confort Medical		2/10		7 793		
Sartorius		5/10	584 424	42 506	692 670	11 295
Sartorius Stedim Biotech		4/10	489 195	35 580	579 800	9 455

Social score

Société (Secteur)

4,1 (5,8)**Paramètres Quantitatifs (67 %)**

Ensemble de mesures numériques liées au personnel, disponibles dans le modèle propriétaire AlphaValue, visant à établir un classement sur les questions sociales et de ressources humaines.

Paramètres	Score	Poids
Evolution du personnel total	10/10	20 %
Evolution du salaire moyen	1/10	35 %
Part de la valeur ajoutée absorbée par les frais de personnel	1/10	25 %
Part de la valeur ajoutée absorbée par les impôts	1/10	20 %
Évolution de la dispersion des salaires	0/10	0 %
Bonus Effectif et Retraites (0 ou 1)	0	
Quantitative score	2,8/10	100%

Paramètres Qualitatifs (33 %)

Ensemble de critères qualitatifs, à cocher par l'analyste

Paramètres	Score	Poids
Accidents du travail	4/10	25 %
Developpement des ressources humaines	6/10	35 %
Paye	10/10	20 %
Satisfaction au travail	7/10	10 %
Communication interne	10/10	10 %
Score Qualitatif	6,8/10	100%

Les analystes d'AlphaValue cochent des cases sur les composantes essentielles de la vie sociale et des ressources humaines de l'entreprise.

La décision de cocher Oui ou Non est en grande partie une évaluation qui combine la communication de l'entreprise sur la question pertinente et le meilleur jugement de l'analyste à partir de son expérience.

Score Qualitatif

Paramètres	Oui ✓ / Non ✗	Poids
Accidents du travail		25 %
Des objectifs ont-ils été fixés sur tous les sites du groupe?	✓	10,0 %
Les accidents du travail sont-ils en diminution?	✗	15,0 %
Developpement des ressources humaines		35 %
Les compétences nécessaires pour atteindre les objectif du groupe sont-elles identifiées	✓	3,5 %
Existe-t-il un plan de recrutement à moyen terme (2 à 5 ans)	✓	3,5 %
Existe-t-il une stratégie de formation pour atteindre les objectifs fixés par la société?	✗	3,5 %
Les salariés sont-ils formés aux objectifs de demain?	✗	3,5 %
Tous les salariés ont-ils accès à la formation?	✗	3,5 %
Le groupe n'a pas fait de plan social ou tout autre forme licenciement économique sur l'année?	✓	3,5 %
Les talents sont-ils restés?	✓	3,5 %
Les managers ont-ils des objectifs de management?	✓	3,5 %
Si oui, les résultats sont-ils pris en compte pour la réévaluation salariale?	✓	3,5 %
La mobilité interne entre les différentes unités du groupe est-elle encouragée?	✗	3,5 %
Paye		20 %
Existe-t-il un comité de rémunération ?	✓	6,0 %
La rémunération variable prend-t-elle en compte la performance du groupe et celle du salarié?	✓	14,0 %
Satisfaction au travail		10 %
Existe-t-il une mesure de la satisfaction des salariés?	✓	3,3 %
Chacun peut-il y participer?	✗	3,4 %
Y a-t-il un plan d'action pour améliorer le moral des salariés?	✓	3,3 %
Communication interne		10 %
La stratégie et les objectifs du groupe sont-ils disponibles pour tous les salariés?	✓	10,0 %
Score Qualitatif	6,8/10	100.0%

Effectifs et retraites

Ikonisys Inc. offre un plan 401K financé par les salariés américains. Le groupe n'est financièrement responsable que des frais de maintenance.

Recent updates

27/07/2022

S'ils sont globalement mitigés, dans le détail, les résultats 2021 sont encourageants

Publication Res./CA

Les résultats 2021 publiés par Ikonisys sont mitigés. La première installation réussie d'un Ikoniscope20 constitue la bonne nouvelle et représente une avancée importante. Compte tenu de ses différentes initiatives sur le front de la commercialisation, le groupe est désormais bien positionné pour exploiter (la reprise observée sur) les différents marchés de l'oncologie. Si nous maintenons notre recommandation positive sur le titre, nous préconisons une certaine prudence en raison des difficultés rencontrées au niveau de la chaîne d'approvisionnement et à la réapparition des risques liés à la COVID-19.

Actualité

Ikonisys a publié des résultats 2021 mitigés. A 464k€, le chiffre d'affaires a baissé de 4,3%, et ce malgré une forte contraction observée au S1 2021 (-24%). De fait, les ventes ont fortement accéléré au S2 (+32%), en grande partie grâce aux contrats de maintenance sur l'instrument de première génération. Le groupe a toutefois publié un résultat d'exploitation en pertes de 412k€ (contre +205k€ en 2020).

A 571k€, les pertes nettes se sont néanmoins réduites (vs. 1,6m€ en 2020) – les charges d'intérêts devenant négligeables (5,1k€ contre 1,8m€ en 2020) grâce aux restructurations découlant de l'introduction en bourse.

Les prochains résultats du groupe seront publiés le 26 octobre 2022.

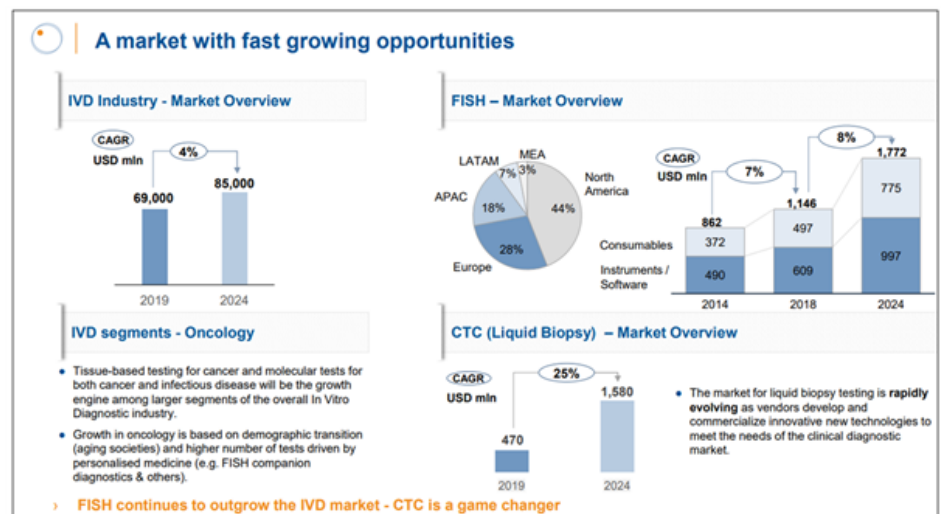
Analyse

La commercialisation de l'Ikoniscope20 commence enfin

Si l'exercice se résume à des performances commerciales mitigées – se répercutant dans les résultats évoqués plus haut –, il convient de noter que 2021 aura également été marqué par la toute première installation d'un Ikoniscope20 (produit le plus innovant) en février 2022, chez Toma Advanced Biomedical Assays Spa en Italie – l'un des plus importants laboratoires génétiques, sur le point de devenir également référentiel pour les possibles futurs clients en termes de fonctionnement et de capacités en matière de tests de la machine. En outre, grâce aux différentes mesures qu'il a adoptées, le groupe a pu mettre en place une stratégie de commercialisation sur deux plans à l'échelle mondiale. Si Ikonisys cherche à convertir les utilisateurs existants aux États-Unis, en Europe, l'accent est mis sur la commercialisation directe, notamment en Allemagne, en Italie et en France. Pour atteindre ses objectifs, le groupe a recruté deux directeurs commerciaux, implantés l'un aux États-Unis et l'autre en France.

Le marché de l'oncologie connaît à la fois une augmentation du taux d'incidence de cancer et une grave pénurie de pathologistes dans le secteur

du diagnostic, le nombre de pathologistes actifs ayant baissé de 18% du entre 2007 et 2017 aux États-Unis où 63% des professionnels du secteur encore en activité ont par ailleurs plus de 55 ans. En outre, au Royaume-Uni, environ 44% des pathologistes actifs font des heures supplémentaires. Dans ce contexte, Ikoniscope20, en tant que produit, est bien positionné pour tirer parti des dynamiques changeantes du marché (cf. illustration ci-dessous), entraînant une réduction d'environ 65% de la charge de travail manuel via l'automatisation des procédures dans les laboratoires, ce qui permet des économies substantielles en termes de coûts et de temps.



Source: Ikonisys Management Presentation February 2022, Kalorama 2016 and 2020, Siemens Healthineers 2017, Grandview Research 2018, Brandessence 2018 and Angle PLC Annual report 2019 – Frost & Sullivan 2018

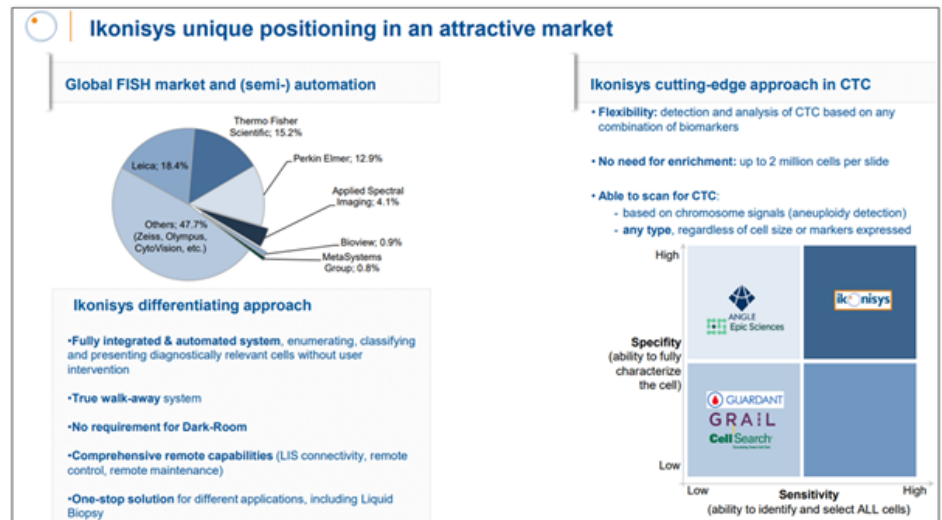
Et maintenant ?

Compte tenu du positionnement à la pointe du marché de l'Ikoniscope20, la direction anticipe de meilleures possibilités en matière de fixation des prix. Cependant, sur le front des réactifs, la firme n'a pas terminé l'optimisation de son offre. De fait, ses ventes pourraient être reportées au S2 2022. Par conséquent, nous allons ajuster nos prévisions en termes de prix de vente des instruments et de chiffre d'affaires sur les réactifs. En outre, compte tenu de l'aggravation des difficultés rencontrées au niveau de la chaîne d'approvisionnement à l'échelle de l'ensemble du secteur, les installations pourraient être affectées en 2022. Par conséquent, la progression du volume des ventes d'instruments devrait être freinée.

Une cible d'acquisition possible

De par son caractère actuellement innovant, l'offre d'Ikonisys se démarque de celle de certains de ses (grands) concurrents sur le plan technologique – comme le confirme l'illustration ci-dessous. Bien qu'encore dans les premières phases de la commercialisation, le groupe pourrait attirer les convoitises lors des prochains trimestres compte tenu de son positionnement différencié. Il pourrait par conséquent devenir une cible d'acquisition pour les géants de la MedTech susceptibles de vouloir tirer parti de ses produits plus sophistiqués d'un point de vue technologique. Si un tel scénario paraît crédible, tout devrait largement dépendre de la rapidité avec laquelle la firme française peut gagner des parts de marché. Il convient de noter que le groupe prévoit également

d'accroître son avance technologique via le lancement de son Ikoniscope AI (programmé en 2023) – l'introduction de l'intelligence artificielle dans la routine des pathologistes permettant une interprétation plus rapide et plus précise des données.



Source: Ikonisys Management Presentation February 2022, Brandessence 2018 and DLS Consulting 2018

Enseignements pour le secteur

Le nombre des contaminations par la COVID-19 ayant reflué depuis les pics observés mi-janvier 2022, la reprise des marchés de l'oncologie devrait reprendre au cours des prochains trimestres. Cependant, les derniers résultats (pour le T1 2022) des majors de l'oncologie (tels que Roche et Novartis) suggèrent que la véritable reprise n'a pas encore débuté. Par ailleurs, certains géants de la medtech, tels que Philips et GE Healthcare, ont fait savoir au travers de leurs derniers résultats que les difficultés rencontrées au niveau de la chaîne d'approvisionnement s'étaient aggravées, et ce notamment en raison de la situation sanitaire en Chine et des incertitudes liées à la guerre opposant la Russie à l'Ukraine. A court terme, des groupes comme Ikonisys pourraient ne pas restés totalement épargnés par de telles difficultés/perturbations.

Impact

Après un exercice 2021 mitigé, 2022 a commencé sur de bonnes bases, la première installation d'un Ikonisys changeant la donne. En outre, compte tenu de la stratégie de commercialisation qui a été dévoilée, les résultats d'exploitation devraient fortement s'améliorer à partir de 2022. Alors que nous maintenons notre recommandation positive sur le titre, les difficultés rencontrées au niveau de la chaîne d'approvisionnement à l'échelle du secteur et/ou la résurgence de la pandémie de COVID-19 représentent les principaux risques sur nos prévisions.

22/10/2021

Prise en compte de l'ajustement des programmes de commercialisation

Changement d'EPS	2021 : € -0,02 vs -0,03	ns
	2022 : € -0,30 vs -0,40	ns

Compte tenu du report des ventes d'équipements, du chiffre d'affaires récurrent qui leur est associé, ainsi que de l'augmentation des dépenses de R&D, nos prévisions en termes de pertes à moyen terme ont été maintenues.

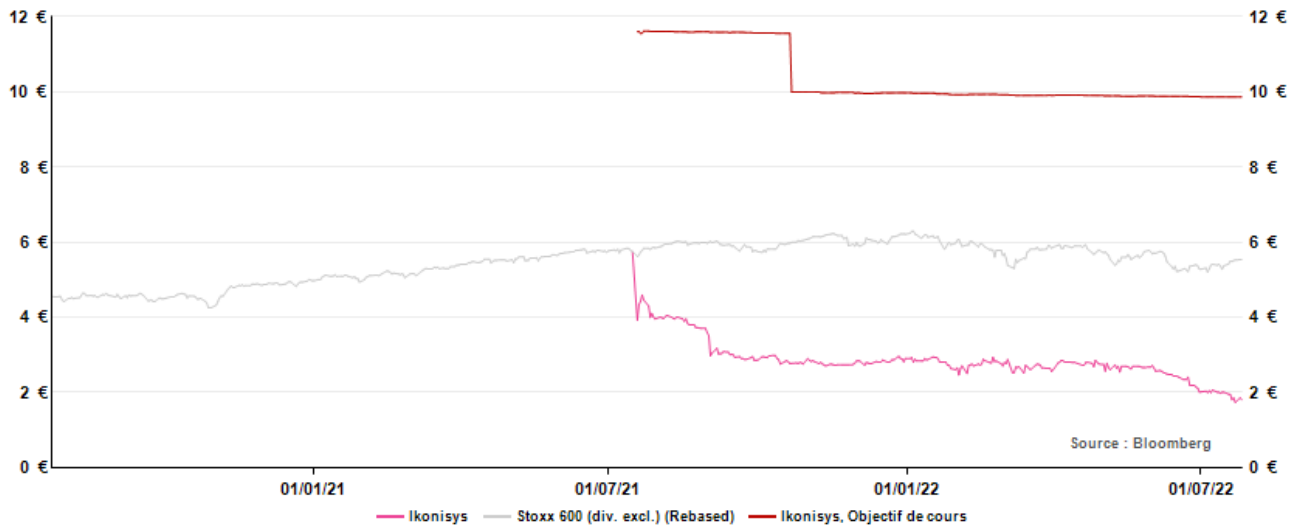
Changement de NAV	€ 16,1 vs 18,5	-13,0 %
--------------------------	----------------	---------

Alors que les multiples associés aux différentes divisions restent inchangés, la révision à la baisse de l'ANR s'explique en grande partie par les retards sur le front de la commercialisation. L'ANR reste toutefois l'indicateur le plus intéressant pour refléter le potentiel à long terme du groupe, en supposant un retour progressif à la stratégie initialement adoptée en termes de développement.

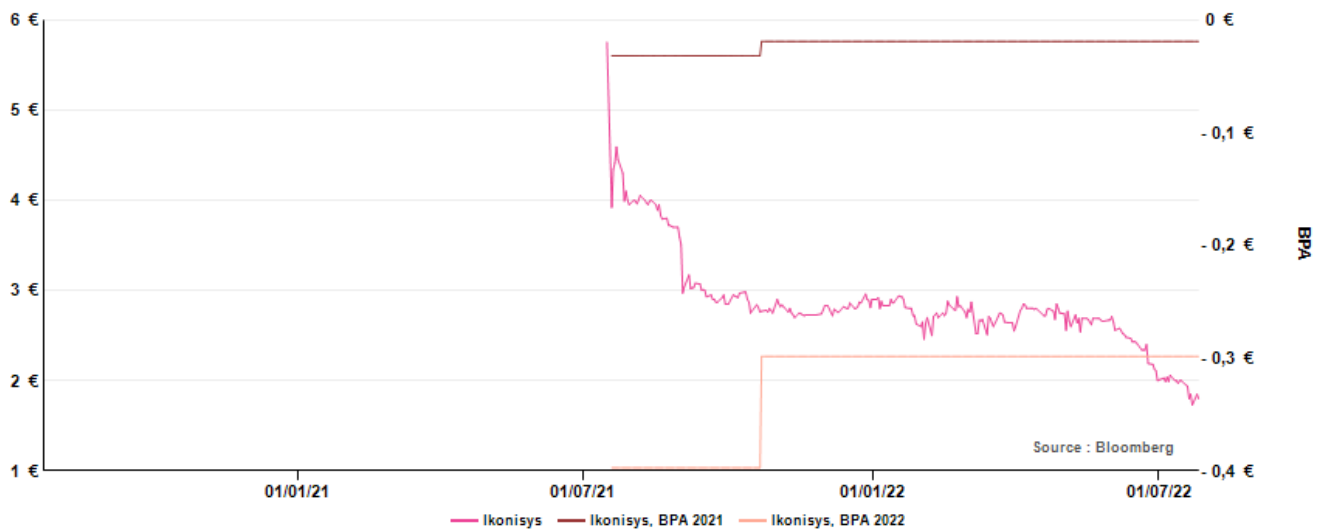
Changement de DCF	€ 8,23 vs 9,77	-15,7 %
--------------------------	----------------	---------

Tenant compte des difficultés à venir sur le front de la commercialisation, la valorisation par le DCF est revue à la baisse. Les flux de trésorerie à moyen terme expliquent également la plus forte sensibilité de l'indicateur (par rapport à l'ANR). De fait, l'exécution des plans dépendra de l'accès aux marchés des capitaux, du moins tant que le groupe ne générera pas durablement des résultats/flux de trésorerie corrects. Néanmoins, mettant l'accent sur le potentiel que représente le marché et la spécificité de l'offre d'Ikonisys, les prévisions tablant sur une solidité de la croissance pour les exercices plus éloignés ont été maintenues.

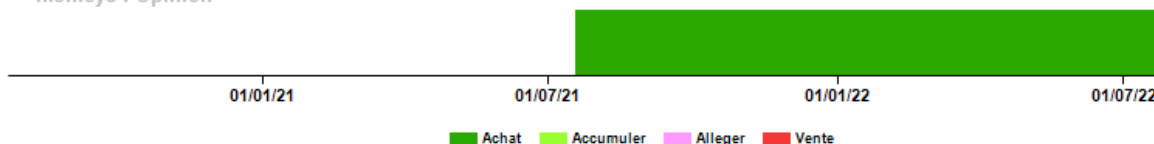
Cours & Objectif de cours



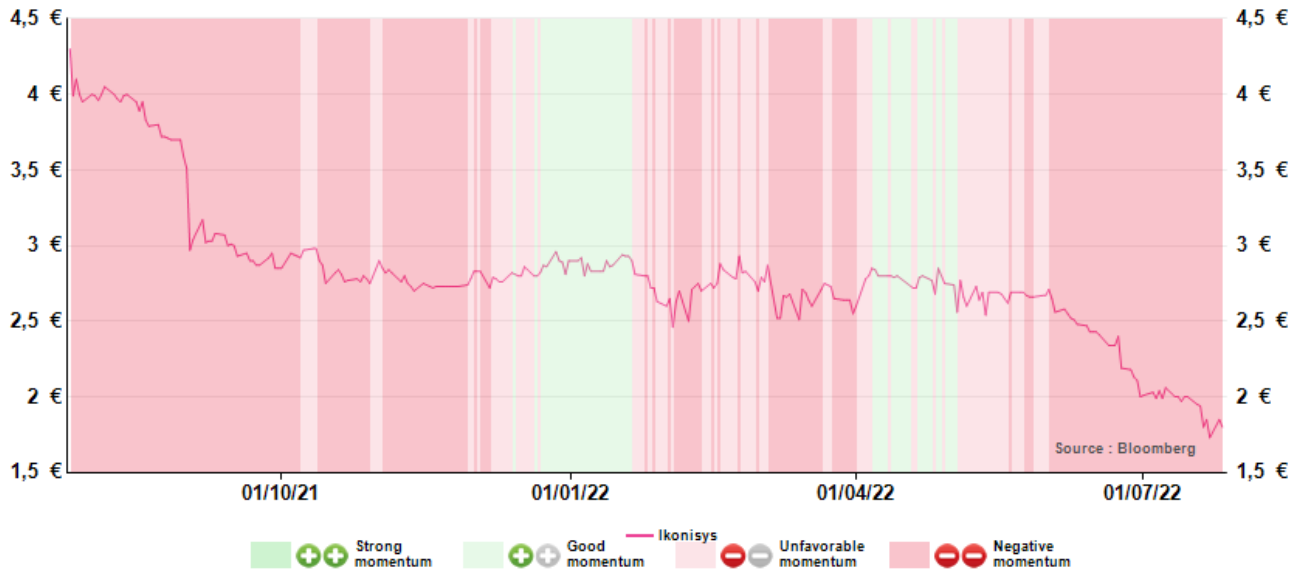
Bénéfices par action et Opinion



Ikonisys : Opinion



Momentum





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


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


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

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

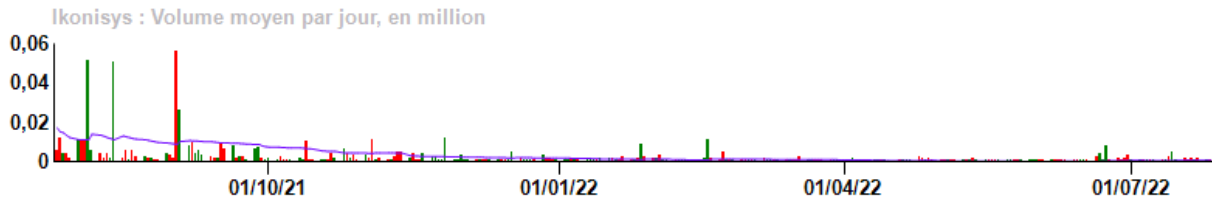
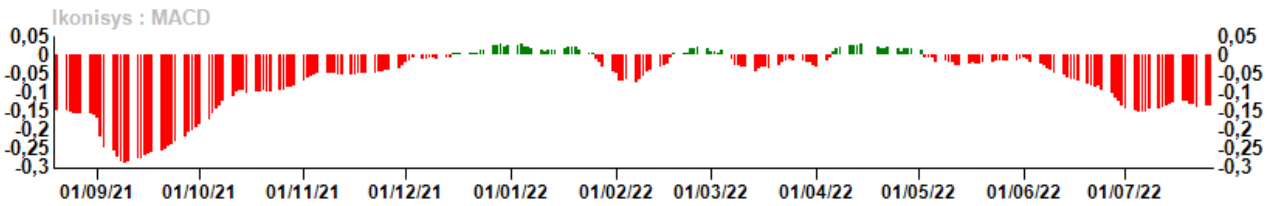
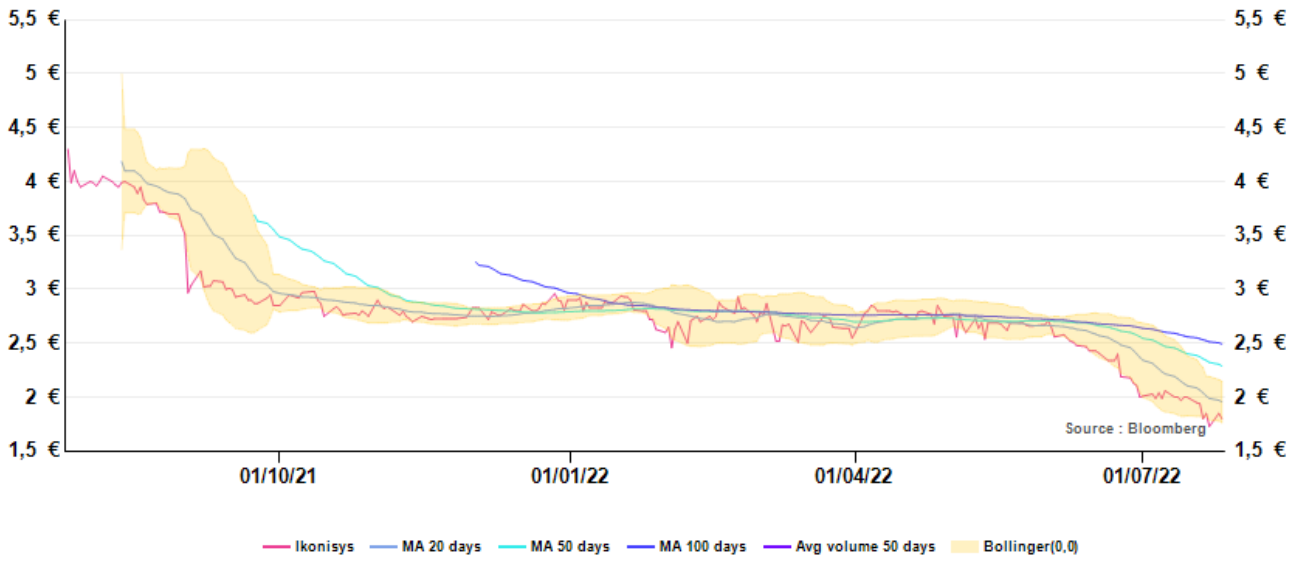
 : Momentum fortement positif correspondant a une tendance haussière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

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

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

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

Moyenne mobile MACD & Volume



€/\$ sensibilité



Secteur Santé



Données financières

Clefs de valorisation		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
PER ajusté	x	-32,1	ns	-6,03	-31,9
PER publié	x	-32,1	-172	-6,03	-31,9
VE/EBITDA(R)	x	ns	ns	-6,72	-54,5
EV/EBIT	x	ns	ns	-6,72	-53,5
EV/Sales	x	ns	80,7	4,56	2,53
P/ANC	x	9,37	3,27	2,67	2,92
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Rendement du cash flow disponible</i>	%	<i>-8,08</i>	<i>-4,21</i>	<i>-20,6</i>	<i>-8,00</i>
Cours moyen	€	5,75	3,18	1,80	1,80

Compte d'exploitation consolidé

		12/20A ⁽¹⁾	12/21E	12/22E	12/23E
Chiffre d'affaires	M€	0,39	0,35 ⁽²⁾	4,14 ⁽²⁾	7,99 ⁽²⁾
<i>Croissance du CA</i>	%	-37,6	-8,52	1 074	93,1
<i>CA par employé</i>	k€	42,8	23,5	138	133
R&D Costs	M€	0,00	-0,32	-2,28	-2,56
R&D costs as % of sales	%	0,00	-90,0	-55,0	-32,0
Coûts de personnel	M€	-0,75	-1,12	-2,13	-4,34
Loyers de location opérationnelle	M€				
Coût des ventes (indicatif)	M€	-0,01	-0,09	-2,19	-3,41
EBITDA	M€	0,17	-0,23	-2,81	-0,37
EBITDA(R)	M€	0,17	-0,23	-2,81	-0,37
<i>Marge d'EBITDA(R)</i>	%	44,9	-65,0	-67,9	-4,65
<i>EBITDA(R) par employé</i>	k€	19,2	-15,3	-93,6	-6,19
Dotations aux amortissements	M€	-0,07	0,00	0,00	-0,01
<i>Dotations aux amortissements/CA</i>	%	17,7	0,24	0,02	0,08
Dépréciations	M€				
Résultat opérationnel courant	M€	0,10 ⁽⁸⁾	-0,23	-2,81	-0,38
<i>Marge opérationnelle courante</i>	%	27,2	-65,3	-67,9	-4,73
Autres revenus/dépenses (cash)	M€	0,10	0,10	0,00	0,00
Dépréciation des survaleurs	M€				
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	0,20	-0,13	-2,81	-0,38
Charges financières	M€	-1,77	-0,04	-0,01	-0,15
<i>dont effectivement décaissé</i>	M€	-0,01	-0,04	-0,01	-0,15
Produits financiers	M€				
Autres produits (charges) financiers	M€				
Résultat financier net	M€	-1,77	-0,04	-0,01	-0,15
<i>dont services des engagements de retraites</i>	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Profits avant impôts et exceptionnels	M€	-1,57	-0,17	-2,82	-0,53
Eléments exceptionnels et autres (avant impôts)	M€				
Impôt courant	M€	-0,01	0,00	-0,01	0,00
Impôts différés	M€				
Impôts sur les sociétés	M€	-0,01	0,00	-0,01	0,00
<i>Taux d'imposition</i>	%	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50
<i>Marge nette</i>	%	-408	-49,8	-68,4	-6,71
Mises en équivalence	M€				
<i>Dividendes reçus des mises en équivalences</i>	M€				
Intérêts minoritaires	M€				
Résultat des activités destinées à être cédées	M€				
Résultat net pdg	M€	-1,57	-0,18	-2,83	-0,54
Dépréciation des survaleurs	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres ajustements	M€				
Résultat net ajusté, pdg	M€	-1,57	-0,18	-2,83	-0,54
Résultat corrigé et dilué	M€	-1,57	-0,18	-2,83	-0,54
NOPAT	M€	0,07	-0,16	-1,97	-0,26

1. Chiffres consolidés pro-forma

2. Selon nos discussions avec la direction, des remises appropriées ont été appliquées, le cas échéant.

8. Si les chiffres publiés font état d'une perte d'exploitation, ceux pro-forma laissent apparaître un résultat positif en raison de la capitalisation de la R&D.

Tableau de financement

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
EBITDA	M€	0,17	-0,23	-2,81	-0,37
Variation du BFR	M€	0,15	-1,09	-0,62	-0,74
<i>dont (augm./dimin.) des créances clients</i>	M€	0,00	-0,04	-0,38	-0,39
<i>dont (augm./dimin.) des stocks</i>	M€	0,00	-0,07	-0,92	-0,55
<i>dont augm./dimin.) des dettes fournisseurs</i>	M€	0,05	-0,69	0,61	0,20
<i>dont augm./dimin.) autres dettes</i>	M€	0,09	-0,30	0,06	0,00
Dividendes reçus des mises en équivalence	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€	-0,01	0,00	-0,01	0,00
Eléments exceptionnels	M€				
Autres cash flows d'exploitation	M€	-2,62	0,10	0,00	0,00
Cash flows d'exploitation total	M€	-2,31	-1,22	-3,45	-1,11
Investissements matériels	M€	0,00	-0,01	-0,06	-0,10
<i>Investissements / dotations aux amortissements</i>	%	1,47	851	8 039	1 499
Acquisitions de titres	M€				
Autres flux d'investissement	M€				
Flux d'investissement net	M€	0,00	-0,01	-0,06	-0,10
Charges financières nettes	M€	-1,77	-0,04	-0,01	-0,15
<i>dont compasante cash</i>	M€	-0,01	-0,04	-0,01	-0,15
Dividendes (maison mère)	M€				
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€	0,09	4,00⁽⁹⁾	0,00	0,00
<i>dont (achat)/vente d'actions d'autocontrôle</i>	M€				
(Aug.)réduction de la dette nette	M€	2,03	-0,94	3,70	-0,10
Autres flux financiers	M€	-0,09	0,00	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	2,03	3,01	3,69	-0,25
Variations de périmètre	M€	0,15	0,00	0,00	0,00
Variation de la trésorerie	M€	-0,14	1,79	0,19	-1,46
Variation de la dette nette	M€	-2,17	2,73	-3,51	-1,36
Cash flow disponible (avant div)	M€	-4,08	-1,27	-3,51	-1,36
Cash flow opérationnel	M€	-2,31	-1,22	-3,45	-1,11
Taux de réinvestissement (invest./Immo. corporelles)	%	90,5	91,3	93,2	62,4

9. Produit de l'IPO

Bilan		12/20A ⁽¹⁾	12/21E	12/22E	12/23E
R&D immobilisée	M€	3,45	3,45	3,45	3,44
Survaleurs	M€	4,42	4,42	4,42	4,42
Autres immobilisations incorporelles	M€	0,06	0,06	0,06	0,06
Total actif incorporel	M€	7,92	7,92	7,92	7,92
Immobilisations corporelles	M€	0,00	0,01	0,07	0,16
Droits de tirage	M€	0,08	0,08	0,08	0,08
Immobilisations financières (invest. LT dans des sociétés)	M€				
Autres immo. financières (optique de placement)	M€	0,01	0,01	0,01	0,01
BFR	M€	-1,03	0,05	0,68	1,41
<i>dont clients (+)</i>	M€	0,00	0,04	0,41	0,80
<i>dont stocks (+)</i>	M€	0,00	0,07	0,98	1,53
<i>dont fournisseurs (+)</i>	M€	0,73	0,04	0,66	0,85
<i>dont engagements courants (+)</i>	M€	0,30	0,00	0,07	0,07
Autres actifs courants	M€	0,03	0,03	0,03	0,03
<i>dont actifs d'impôts</i>	M€				
Actif total (net des engagements CT)	M€	7,01	8,10	8,79	9,62
Capitaux propres part du groupe	M€	5,39	9,21 ⁽⁷⁾	6,38	5,85
Quasi-fonds propres et actions de préférence	M€	0,27	0,27	0,27	0,27
Intérêts minoritaires	M€				
Provisions pour retraite	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres provisions pour risques et charges	M€				
Charges d'IS	M€				
Autres charges	M€	0,23	0,23	0,23	0,23
Endettement net / (trésorerie)	M€	1,11	-1,62 ⁽⁷⁾	1,90	3,26
Passifs totaux	M€	7,01	8,10	8,79	9,62
Endettement net moyen / (trésorerie)	M€	0,86	-0,25	0,14	2,58

1. Chiffres consolidés pro-forma

7. Y compris produit de l'IPO

Valeur d'entreprise		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
VE/EBITDA(R)	x	ns	ns	-6,72	-54,5
VE/EBIT	x	ns	ns	-6,72	-53,5
VE/CA	x	ns	80,7	4,56	2,53
EV/Capital investi	x	7,48	3,56	2,18	2,13
Capitalisation boursière	M€	50,5	30,1	17,1	17,1
+ Provisions (incluant les retraites)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	1,04	-1,70	1,82	3,18
+ Droits d'utilisation (depuis 2019) / Dette implicite aux immo. en ...	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
- Immobilisations financières (juste valeur) et autres	M€	0,01	0,01	0,01	0,01
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€				
= Valeur d'entreprise	M€	51,5	28,4	18,9	20,2

Données par action

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	€	-0,18	-0,02	-0,30	-0,06
<i>Croissance des BPA</i>	%	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>
BPA publié	€	-0,18	-0,02	-0,30	-0,06
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash flow libre par action	€	-0,46	-0,14	-0,37	-0,14
Cash flow opérationnel par action	€	-0,26	-0,13	-0,36	-0,12
Actif net comptable par action	€	0,61	0,97	0,67	0,62
Nombre d'actions ordinaires	Mio	8,78	9,48	9,48	9,48
Equivalent nombre d'actions ordinaires (fin d'année)	Mio	8,78	9,48	9,48	9,48
Nombre d'actions pour Capi.	Mio	8,78	9,48	9,48	9,48
Autocontrôle (fin d'année)	Mio				
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)	Mio	8,78	9,48	9,48	9,48
Nombre d'actions ordinaires moyen	Mio	8,78	9,13	9,48	9,48
Conversion d'instruments de dette en actions	Mio				
Règlement de stock-options exerçables	Mio				
Règlement probable de stock-options non exerçables	Mio				
Autres engagements d'émettre des titres	Mio				
Dilution (moyenne)	Mio	0,00	0,00	0,00	0,00
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	8,78	9,13	9,48	9,48
Survaleur par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
BNA après amort. des survaleurs (dilué)	€	-0,18	-0,02	-0,30	-0,06
BNA avant amort. des survaleurs (non dilué)	€	-0,18	-0,02	-0,30	-0,06
Taux de distribution	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Ratio de "pay out" (div. + rachat / résultat)	%	0,00	0,00	0,00	0,00

Financement et liquidité

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
EBITDA	M€	0,17	-0,23	-2,81	-0,37
Cash flow des opérations	M€	-2,46	-0,17	-2,83	-0,53
Fonds propres	M€	5,39	9,21 ⁽⁷⁾	6,38	5,85
Dette brute	M€	1,11	0,17	3,87	3,77
dont échéance moins d'un an	M€	0,92	0,00	0,00	0,00
dont échéance entre 1 et 5 ans	M€	0,12	0,12	0,12	0,12
dont échéance moins de 2 ans	M€	0,00	0,00	0,00	0,12
dont échéance moins de 3 ans	M€	0,00	0,00	0,12	0,00
dont échéance moins de 4 ans	M€	0,00	0,12	0,00	0,00
dont échéance moins de 5 ans	M€	0,12	0,00	0,00	0,00
dont échéance à plus de 5 ans	M€	0,08	0,05	3,75	3,65
+ Trésorerie brute	M€	0,00	1,79 ⁽⁷⁾	1,97	0,51
= Dette nette / (trésorerie)	M€	1,11	-1,62 ⁽⁷⁾	1,90	3,26
Emprunts bancaires	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligations émises	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Leasing	M€	0,08	0,08	0,08	0,08
Emprunts hypothécaires	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres financements	M€	1,04	0,09	3,79	3,69
Ratio d'endettement	%	16,1	-2,75	2,17	44,1
Fonds propres/Actif total (%)	%	76,9	114	72,6	60,8
<i>Dette nette ajustée/EBITDA(R)</i>	x	6,43	7,06	-0,68	-8,78
<i>Dette brute ajustée/EBITDA(R)</i>	x	6,43	-0,74	-1,38	-10,1
<i>Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds propres)</i>	%	17,1	1,81	37,7	39,2
<i>Ebit cover</i>	x	0,06	-5,17	-414	-2,44
<i>CF des opérations/dette brute</i>	%	-221	-103	-73,1	-14,0
<i>CF des opérations/dette nette</i>	%	-221	10,8	-149	-16,2
<i>FCF/Dette brute ajustée</i>	%	-367	-749	-90,8	-36,2
<i>(Trés. brute + FCF + Découverts)/Dette CT</i>	x	-4,45			
<i>FCF/Dette CT</i>	x	-2,53			

7. Y compris produit de l'IPO

Analyse du ROE par la méthode de Dupont

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Charge d'IS (Net/Pretax pre-except.)	x	1,00	1,01	1,01	1,01
Marge opérationnelle (EBIT/CA)	%	53,1	-36,9	-67,9	-4,73
Rotation des actifs(CA/actifs moyens)	%	5,52	4,67	49,0	86,8
Levier (Actifs moyens/Fonds propres moyens)	x	1,23	1,03	1,08	1,50
Rendement des fonds propres (ROE)	%	-27,7	-2,40	-36,3	-8,76
ROA	%	2,97	-1,63	-32,4	-3,98

Réconciliation des capitaux propres

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Fonds propres année N-1	M€	5,96	5,39	9,21	6,38
+ Profits nets de l'année	M€	-1,57	-0,18	-2,83	-0,54
- Dividendes (maison mère)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Augmentation de capital	M€	0,09	4,00	0,00	0,00
dont diminution (augmentation) de l'autocontrôle	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
- Gains (pertes) actuariels non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Autres éléments de résultat ("comprehensive")	M€	0,92	0,00	0,00	0,00
= Fonds propres fin d'année	M€	5,39	9,21	6,38	5,85

Personnel		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Chiffre d'affaires par employé	k€	42,8	23,5	138	133
Coûts de personnel unitaire	k€	-82,9	-74,6	-70,9	-72,3
Variation des coûts de personnel	%	1,01	50,0	90,0	104
Variation des coût de personnel unitaire	%	1,01	-10,0	-5,00	2,00
Coûts de pers./(Ebitda+Coûts de pers.)	%	81,2	126	-312	109

Nombre d'employés moyen	utp	9,00 ⁽¹⁰⁾	15,0	30,0	60,0
Europe	utp	2,00	4,00	9,00	18,0
Amérique du Nord	utp	7,00	10,0	21,0	32,0
Amérique du Sud	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Asie	utp	0,00	0,00	0,00	5,00
Autres pays clés	utp	0,00	0,00	0,00	5,00
Coûts totaux de personnel	M€	-0,75	-1,12	-2,13	-4,34
Salaires	M€	-0,75	-1,12	-2,13	-4,34
Coûts relatfs aux retraites	M€		0,00	0,00	0,00

Chiffre d'affaires par division		12/20A ⁽¹⁾	12/21E	12/22E	12/23E
Chiffre d'affaires	M€	0,39	0,35	4,14 ⁽²⁾	7,99 ⁽²⁾
Equipment/ instrument sales	M€	0,00	0,09	2,61	3,40
Consumables/ Reagents	M€	0,00	0,00	1,09	2,79
Service/ Maintenance	M€	0,39	0,25	0,02	0,60
Software Applications	M€	0,00	0,01	0,42	1,20
Other	M€	0,00	0,00	0,00	0,00

Résultat par division		12/20A ⁽³⁾	12/21E ⁽⁴⁾	12/22E ⁽⁴⁾	12/23E ⁽⁴⁾
Analyse de la répartition des autres bénéfices Analysis					
Equipment/ instrument sales	M€	0,00	0,03	0,89	1,22
Consumables/ Reagents	M€	0,00	0,00	0,63	1,62
Service/ Maintenance	M€	0,38	0,23	0,02	0,54
Software Applications	M€	0,00	0,01	0,42	1,20
Other/cancellations	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Total	M€	0,38	0,26	1,95	4,58
Analyse de la répartition des autres bénéfices margin	%	97,9 ⁽¹¹⁾	75,0 ⁽³⁾	47,1 ⁽³⁾	57,3 ⁽³⁾

Géographie du chiffre d'affaires		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
North America	%	89,4	100		
Europe	%	9,60	0,00		
Other	%	0,00	0,00		

10. Le groupe présente actuellement un effectif de 9 personnes et s'est fixé pour objectif de compter environ 100 salariés d'ici 2025.

1. Chiffres consolidés pro-forma

2. Selon nos discussions avec la direction, des remises appropriées ont été appliquées, le cas échéant.

3. Marge brute

4. Marge brute sectorielle déduite des discussions avec la direction, des remises appropriées ayant été appliquées, le cas échéant.

11. La majeure partie du chiffre d'affaires provenant des contrats de service/maintenance, la marge brute était élevée.

ROCE		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Rendement des capitaux investis	%	1,07	-2,02	-22,7	-2,79
CFROI/C	%	-59,2	-15,9	-40,5	-14,4
Survaleur	M€	4,42	4,42	4,42	4,42
<i>Dépréciation cumulée des survaleurs</i>	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	M€	0,06	0,06	0,06	0,06
<i>Dépréciation cumulée des immo. incorporelles</i>	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Couvertures à LT	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
R&D mmobilisée	M€	3,45	3,45	3,45	3,44
Droits d'utilisation / Valeur actuelle des engagements de leasing	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres actifs immobilisés	M€	0,00	0,01	0,07	0,16
<i>Amortissements cumulés</i>	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
BFR	M€	-1,03	0,05	0,68	1,41
Autres actifs	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Capitaux employés après amortissement (Capitaux investis)	M€	6,89	7,98	8,67	9,49
Capitaux employés avant amortissement	M€	6,89	7,98	8,67	9,49

Capitaux employés par division		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Equipment/ instrument sales	M€	1,38	1,60	1,73	1,90
Consumables/ Reagents	M€	0,34	0,40	0,43	0,47
Service/ Maintenance	M€	1,03	1,20	1,30	1,42
Software Applications	M€	3,45	4,79	5,20	5,69
Other	M€	0,69	0,00	0,00	0,00
Total capital employed	M€	6,89	7,98	8,67	9,49

Opinion fondamentale

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

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

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

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

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

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

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

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

Valorisation

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

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

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

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

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

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