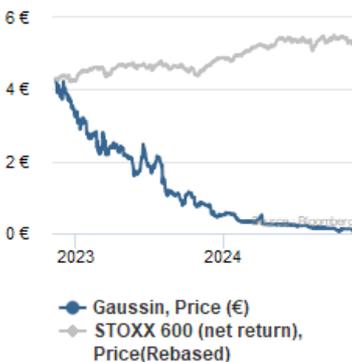


Cette analyse a été commandée et financée par l'entreprise concernée et constitue donc un avantage non-monnaire mineur tel que défini par MIFID2

Opinion	Achat
Upside (%)	1 404
Cours (€)	0,06
Objectif de cours (€)	0,93
Bloomberg Code	ALGAU FP
Capitalisation boursière (M€)	2,72
Enterprise Value (M€)	44,2
Momentum	NÉGATIF
Sustainability	3/10
Credit Risk	BB

Analyste financier

Kulwinder Rajpal
+33 (0) 1 70 61 10 50
capitalgoods@alphavalue.eu



Conflits d'intérêts

Contrat de liquidité	Non
Activité de placement (actions/obligations)	Non
Intérêt personnel de l'analyste	Non
Conseil auprès de l'émetteur	Non
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

Gaussin

Le pionnier de la mobilité durable en espaces clos en difficulté sur le front de l'opérationnel

POUR

- Premier arrivé sur le segment des véhicules évoluant en espaces clos, durables (batterie ou hydrogène), autonomes ou habités, Gaussin propose aujourd'hui une vaste gamme d'engins plus fiables et plus autonomes que ceux de la concurrence.
- Le potentiel de valeur est significatif, le modèle de licence devant permettre à Gaussin à la fois de se développer à moindres coûts et d'améliorer sa rentabilité.
- Niveau très élevé de la demande sur les marchés finaux de la logistique et des ports, essentiels à la décarbonation du secteur des transports d'une part, et à l'amélioration de la productivité et de la sécurité d'autre part.

CONTRE

- À court terme, la montée en puissance de l'activité et donc l'augmentation des besoins en fonds de roulement et en Capex devrait entraîner au moins une levée de fonds.
- L'exécution de la montée en puissance des opérations va déterminer le respect des délais des livraisons.
- Les concurrents devraient rattraper leur retard technique, avec un risque de pression sur les prix.

Chiffres Clés	12/21A	12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
PER ajusté (x)	-28,6	-4,28	ns	1,23	0,60
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	67,4	-11,6	7,82	2,38	1,70
BPA ajusté (€)	-0,29	-1,09	-0,02	0,05	0,10
Croissance des BPA (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	104
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Chiffre d'affaires (M€)	74,5	73,4	84,7	118	148
Marge d'EBIT (%)	-9,49	-42,0	1,00	3,30	5,10
Résultat net pdg (M€)	-7,31	-29,7	-0,86	2,29	6,16
ROE (après impôts) (%)	-33,4	-205	-27,9	49,6	48,1
Taux d'endettement (%)	51,9	425	1 906	421	199

Comptes détaillés à la fin de ce rapport

Ratios clés		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
PER ajusté	x	-4,28	ns	1,23	0,60
VE/EBITDA	x	-11,6	7,82	2,38	1,70
P/ANC	x	28,0	44,7	0,49	0,22
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Rendement du cash flow libre	%	-21,6	-7,69	-134	-3,82
Rendement des fonds propres (ROE)	%	-205	-27,9	49,6	48,1
Rendement des capitaux investis	%	-80,4	2,34	7,74	11,4
Dette nette/EBITDA	x	-2,20	2,78	2,18	1,55

Compte d'exploitation consolidé		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Chiffre d'affaires	M€	73,4	84,7	118	148
EBITDA	M€	-14,1	12,7	18,6	26,1
Résultat opérationnel courant	M€	-30,7	0,85	3,88	7,57
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	-30,9	0,65	3,68	7,37
Résultat financier net	M€	-1,56	-1,50	-1,50	-1,50
Profits avant impôts et exceptionnels	M€	-32,4	-0,85	2,18	5,87
Impôts sur les sociétés	M€	0,00	-0,01	0,11	0,29
Résultat net pdg	M€	-29,7	-0,86	2,29	6,16
Résultat net ajusté, pdg	M€	-29,5	-0,66	2,49	6,36

Tableau de financement		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Cash flows d'exploitation total	M€	-16,8	4,19	5,75	11,7
Investissements matériels	M€	-10,4	-7,62	-9,41	-10,4
Flux d'investissement net	M€	-10,4	-8,62	-9,41	-10,4
Dividendes (maison mère)	M€				
Augmentation de capital	M€	8,96	0,00	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	22,7	24,0	-3,50	-6,50
Variation de la dette nette	M€	-18,1	-5,93	-5,16	-0,15
Cash flow disponible (avant div)	M€	-28,7	-4,93	-5,16	-0,15

Bilan		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Survaleurs	M€	7,07	7,07	7,07	7,07
Total actif incorporel	M€	7,07	7,07	7,07	7,07
Immobilisations corporelles	M€	17,7	12,7	15,3	17,8
BFR	M€	2,12	5,62	13,6	23,2
Actif total (net des engagements CT)	M€	36,4	37,1	48,6	58,8
Capitaux propres part du groupe	M€	4,75	1,43	7,80	17,8
Provisions pour retraite	M€		0,00	0,00	0,00
Endettement net / (trésorerie)	M€	24,3	30,3	35,4	35,6
Passifs totaux	M€	36,4	37,1	48,6	58,8
Gross Cash	M€	10,2	29,7	22,6	17,4

Données par action		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	€	-1,09	-0,02	0,05	0,10
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash flow libre par action	€	-1,06	-0,15	-0,10	0,00
Actif net comptable par action	€	0,17	0,04	0,13	0,29
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	27,2	32,8	49,6	62,1

Table des matières

Activités et tendances.....	4
Mécanismes de profit.....	9
Valorisation.....	13
DCF.....	14
Actif net	15
Dette.....	16
A Savoir.....	17
Durabilité.....	18
Gouvernance & Management.....	19
Environnement.....	20
Social.....	22
Effectifs et retraites.....	23
Mises à jour.....	24
Objectif de cours & Opinion.....	25
Graphiques.....	26
Comptes.....	27
Méthodologie.....	35

Activités et tendances

Gaussin est une entreprise familiale vieille de plus d'un siècle. Fondée en 1880 par Eugène Gaussin, elle est aujourd'hui dirigée par Christophe Gaussin. Il s'agit essentiellement d'une société d'ingénierie qui conçoit, assemble et vend des produits et services innovants dans les secteurs du transport et de la logistique. Le savoir-faire de l'entreprise s'étend aux véhicules routiers évoluant en espaces clos, pilotés ou autonomes, avec une expertise précieuse dans l'intégration de tous les types de d'énergie, notamment électriques et à hydrogène. Avec plus de 50 000 véhicules dans le monde, Gaussin jouit d'une solide réputation dans quatre domaines en pleine expansion : Les terminaux portuaires, les aéroports, la logistique et la mobilité des personnes. L'entreprise possède également une importante filiale, Metalliance, spécialisée dans la conception et la construction d'équipements industriels et mobiles utilisés dans les infrastructures du secteur des transports (route, rail, métro) et du secteur de l'énergie (pétrole et gaz, gaz et vapeur, etc.). Au fil des ans, l'entreprise s'est bien positionnée pour s'attaquer à l'espace du transport durable et ouvre la voie grâce à son innovation, à sa clientèle diversifiée et à un réseau de partenaires bien établi.

Répondre à un besoin important

Étant dans le secteur depuis longtemps, le PDG de l'entreprise, M. Christophe Gaussin, a eu la clairvoyance d'anticiper très tôt la demande de transport durable pour les véhicules évoluant en espaces clos. Par conséquent, depuis 2018, l'entreprise s'est entièrement tournée vers la production et la vente de véhicules électriques. L'offre de produits de l'entreprise repose sur divers différentiateurs clés, tels que :

- la conception de plateforme modulaire propriétaire avec ou sans cabine ; pilotée ou autonome.
- Plate-forme agnostique sur le plan énergétique, avec la possibilité d'être électrique à batterie ou électrique à hydrogène.
- Diversité en matière de recharge: échange de batteries et/ou charge rapide.
- offre de bout en bout comprenant des solutions clés en main telles que la conduite autonome et la robotique.

Grâce à ces atouts, la société propose à ses clients des offres holistiques couvrant la production d'énergie, le stockage, la recharge, le ravitaillement et les logiciels de conduite autonome/gestion de flotte. De plus, la plateforme modulaire de Gaussin adapte les véhicules à une variété d'applications dans différents marchés finaux tels que la logistique (industrielle et traditionnelle), les ports maritimes, les aéroports, la mobilité et la marine. Dans une perspective court terme, la société estime que les marchés de la logistique et des ports maritimes sont ceux où la transition vers des véhicules sans émission (autonomes ou habités) connaît la croissance la plus rapide. Les secteurs du transport et de la logistique représentant environ un cinquième des émissions mondiales de carbone, les acteurs de ces secteurs investissent massivement vers des véhicules à zéro émission afin de satisfaire leurs objectifs ESG et de respecter les engagements nets zéro à différents niveaux.

En outre, les gouvernements du monde entier font également pression pour atteindre des objectifs similaires. Ainsi, Gaussin est idéalement placée pour capitaliser sur le besoin crucial de ces secteurs de se décarboniser complètement au plus tard en 2050.

Avec de grands marchés adressables

Selon diverses études, le marché mondial des tracteurs de terminaux s'élevait à environ 700 millions de dollars en 2020 et devrait atteindre 1,05 milliard de dollars d'ici 2027, avec un TCAC de 6 %. Les principaux marchés de l'entreprise sont la logistique, les ports maritimes, les aéroports et la mobilité, les deux premiers marchés étant les principaux marchés adressables à court terme. Dans le secteur de la logistique, il existe environ 150 000 entrepôts dans le monde, dont un tiers est situé dans l'Union européenne et aux États-Unis. Un entrepôt moyen utilise 2 à 10 véhicules pour se déplacer à l'intérieur des locaux et, en supposant un taux de conversion de 10 % des véhicules diesel aux véhicules électriques, la demande est solide. Le deuxième marché clé, les ports, est également un marché lucratif car le nombre de conteneurs devrait augmenter. Des capacités supplémentaires seront également ajoutées à partir de divers projets greenfield. Par ailleurs étant donné que ce marché particulier a souffert d'une pénurie de conducteurs, il existe un environnement propice au transport autonome durable. Les deux autres marchés offrent des opportunités similaires, mais il faudra peut-être attendre un certain temps avant que la demande ne se concrétise. Enfin, étant donné l'importance accrue accordée à la durabilité par les entreprises et les gouvernements du monde entier, nous postulons que le taux de conversion sera plus élevé que prévu. En supposant que cela soit vrai, le sous-segment des véhicules électriques au sein de ce marché connaîtra une croissance plus rapide, tandis que la croissance des véhicules diesel souffrira.

L'innovation au cœur de l'entreprise

Gaussin est l'une de ces organisations où l'innovation est placée au cœur de l'activité. L'entreprise investit de manière constante dans la R&D depuis nombre d'années et a dépensé environ 22 millions d'euros dans ce domaine entre 2017 et 2022. Elle utilise ce budget R&D non seulement pour innover mais aussi pour montrer à ses clients son large éventail de capacités. Par conséquent, en raison de cette énergie pour l'innovation, Gaussin dispose d'environ 100 brevets sur des technologies stratégiques clés qui sont encore protégés par des brevets. En moyenne, la société dépose 10 brevets par an. Ces brevets portent sur des domaines essentiels tels que la robotique, la conception modulaire, les logiciels de gestion d'énergie pour les véhicules électriques et à hydrogène, etc. Enfin, compte tenu de l'engagement constant de Gaussin en faveur de l'innovation, nous pensons que la société continuera à investir dans la R&D, ce qui lui donnera davantage de leviers de croissance.

Une clientèle large et en plein essor

Après un développement soutenu en R&D et en tests, Gaussin est en passe de changer d'échelle. Avant même de conclure des contrats avec Amazon et UPS, la clientèle de Gaussin se compose de clients mondiaux, régionaux et nationaux. À ce jour, Gaussin a signé des contrats avec plus de 60 clients

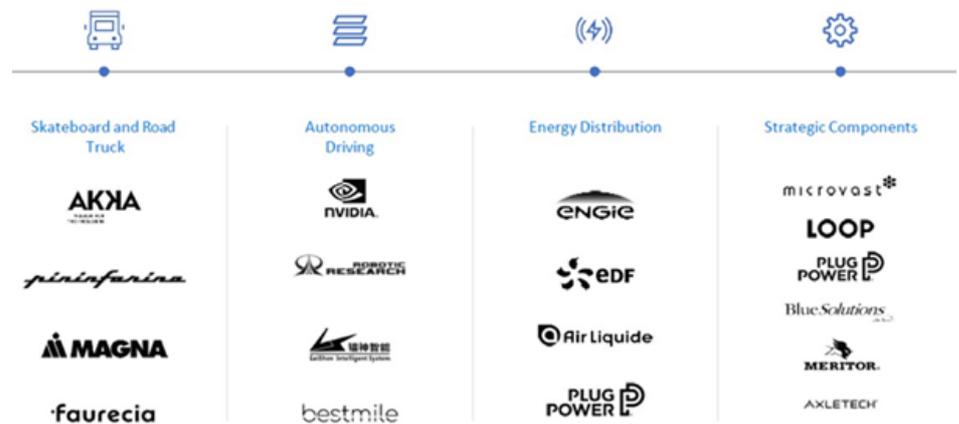
dans divers secteurs, notamment la logistique, les ports maritimes et les aéroports. Une telle base diversifiée avec un flux de commandes régulières minimise le risque de concentration de la clientèle et assure un flux stable de revenus. En outre, cette base de clients diversifiée offre une certaine résilience dans des environnements de demande volatile. L'image ci-dessous met en évidence certains des clients de Gaussin. (lire par ailleurs “Mécanismes de profit” pour plus de détails sur le modèle économique de la licence).



Un réseau de partenaires à la fois solide et diversifié

Au cours de ses nombreuses années d'activité, Gaussin a développé un certain nombre de collaborations, y compris pour son écosystème, auprès de fournisseurs et des parties prenantes stratégiques. Avec l'aide de ses partenaires, Gaussin peut répondre à la majorité des exigences de ses clients et faciliter la transition, ces derniers optant de plus en plus pour des solutions durables. Ces partenaires comprennent des sociétés telles que Plug Power, McPhy, Lhyfe, HRS, etc., pour les solutions s'appuyant sur l'hydrogène, ainsi que des noms tels que ABB et EDN pour les solutions de recharge. Gaussin s'appuie également sur plusieurs partenaires pour assurer l'approvisionnement en composants et technologies critiques. Il s'agit notamment de NVIDIA, Meritor, Plastic Omnium, Faurecia, Bosch, etc. En d'autres termes, Gaussin affiche un minimum de deux ou trois fournisseurs pour la plupart de ses intrants, de sorte que le risque de la chaîne d'approvisionnement est bien diversifié. Cette stratégie de double ou triple approvisionnement permet

également de renforcer le pouvoir de négociation et l'assurance de livraison. Dans l'ensemble, ces partenaires permettent non seulement à Gaussin d'accéder aux dernières technologies, ressources et expertises pour améliorer ses offres et établir une plateforme solide pour une croissance future sur le marché mondial, mais ils aident également la société à devenir un guichet unique pour ces mêmes clients.



Une longueur d'avance sur la concurrence

Grâce à son portefeuille bien équilibré, son large réseau de partenaires (fournisseurs et partenaires stratégiques) et ses investissements dans l'innovation, Gaussin a un avantage sur ses pairs. À l'heure où Gaussin propose des solutions modulaires de bout en bout pour des systèmes de transport durables, ses pairs vendent encore principalement des systèmes animés par des moteurs diesel et n'en sont qu'aux premiers stades du développement d'alternatives durables. De plus, avec plus de 50 000 véhicules (principalement diesel) et équipements déjà en service, ses produits ont été validés par ses clients et peuvent fonctionner même dans des conditions difficiles. Parmi ses pairs, Gaussin compte Terberg, Kalmar, Sany, etc.

Mais le risque d'exécution demeure

Gaussin prévoit d'augmenter considérablement ses livraisons en 2023 et la plupart de ces livraisons sont effectuées aux États-Unis pour Amazon. L'entreprise a la capacité de production nécessaire pour répondre à cette commande en France, mais cela nécessiterait des investissements accrus en fonds de roulement et en main-d'œuvre. Alors que la société vise à étendre l'empreinte commerciale et de production de Gaussin en Amérique du Nord, il n'y a pas encore d'indications définitives sur un licencié potentiel. Sans un tel arrangement, nous voyons un risque potentiel d'exécution, ce qui pourrait rendre les choses délicates pour les futures grosses commandes.

Chiffre d'affaires par division

Secteur	12/22A	12/23E	12/24E	12/25E	Chgt 23E/22		Chgt 24E/23E	
					M€	% du total	M€	% du total
Chiffre d'affaires	73,4	84,7	118	148	11 ↑	100 %	33 ↑	100 %
Product Sales								
Ingénierie lourde	51,3	53,8	76,2	96,5	3	22 %	22	67 %
Services								
Ingénierie lourde	0,95	0,86	1,39	1,85	0	-1 %	1	2 %
Services / Licences / Autres								
Ingénierie lourde	0,32	10,0	20,0	30,0	10	86 %	10	30 %
Other	20,8	20,0	20,0	20,0	-1	-7 %	0	0 %

Principales expositions

	Revenus	Coûts	Fonds propres
Devises "émergentes"	15,0 %	0,0 %	0,0 %
Dollar	90,0 %	5,0 %	0,0 %
Risque climatique à long term	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Géographie du chiffre d'affaires

Other	75,0 %
France	25,0 %

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

Modèle économique

Le modèle économique de Gaussin est centré sur la conception, la fabrication et la vente de véhicules électriques (pilotés et autonomes) pour une variété d'industries, y compris la logistique, les ports maritimes, les aéroports et la mobilité des personnes. La société dispose d'une approche de conception modulaire exclusive qui permet le développement et la fabrication efficaces d'une large gamme de véhicules avec un nombre réduit de variantes. Cette approche permet également une formation rapide pour les programmes de licence et de localisation, des courbes d'apprentissage plus courtes pour les processus d'assemblage, et une intégration plus rapide des fournisseurs ou des technologies alternatives. Le département d'ingénierie de Gaussin conçoit plusieurs composants de véhicules et logiciels propriétaires, tels que les carrosseries de véhicules, les harnais et les systèmes de contrôle. Ces composants sont soit fabriqués en interne, soit achetés auprès des meilleurs fournisseurs qualifiés, garant d'une production de qualité et profitable.

Outre la vente de véhicules, Gaussin génère également des revenus récurrents par le biais de services après-vente, d'améliorations produit et de droits de licence. La société a une stratégie de licence robuste qui cible des zones géographiques clés telles que l'Amérique du Nord et le Moyen-Orient, avec l'objectif de nouveaux licenciés exclusifs pour accélérer la distribution de ses produits.

Le flux de revenus de Gaussin émane de trois sources principales, la vente de produits, les licences et les services. Dans la catégorie des produits, la société tire ses revenus de la vente de ses véhicules modulaires innovants et de ses travaux en souterrains (Metalliance). La deuxième catégorie, à savoir les licences, est la plus récemment développée. Elle est devenue un pilier essentiel de la croissance de l'entreprise au cours des quatre dernières années. Cette catégorie capitalise sur les forces de l'entreprise et tire la croissance future (voir ci-dessous pour une description détaillée). Enfin, il y a les services dont le champ d'application couvre l'après-vente de la flotte déployée. Actuellement de petite taille, cette catégorie présente un potentiel d'expansion.

Les véhicules vont dominer

Historiquement, les revenus de Metalliance ont, en moyenne, représenté plus de la moitié des revenus de Gaussin avec une contribution plus faible provenant des ventes de véhicules. Cependant, l'entreprise s'attend à ce que cette tendance s'inverse. En fait, cela se produira en 2023. Jusqu'à présent, Gaussin se concentrait principalement sur la R&D et les tests de son portefeuille de véhicules, mais la société est désormais prête à passer à l'échelle supérieure. Si l'on tient compte de la commande de plus de 300 véhicules par Amazon aux États-Unis, l'entreprise s'oriente déjà vers la livraison de plus de 400 véhicules cette année et prévoit de franchir la barre des 100 millions d'euros de chiffre d'affaires. En d'autres termes, plus de 70 % du chiffre d'affaires total de 2023 proviendra des ventes de véhicules. Au-delà de 2023, la société estime que ses livraisons dépasseront celles de 2023 et

voit les ventes de véhicules contribuer régulièrement à hauteur de 90 % environ au chiffre d'affaires total.

un modèle de licence profitable

La stratégie de Gaussin en matière de licences est actuellement dans sa phase initiale et a été initialement motivée par les opportunités qui se sont présentées à l'époque. Par exemple, ST Engineering Singapore a approché Gaussin pour acquérir sa licence d'AGV électrique autonome Performance pour participer à un grand appel d'offres avec PSA Singapore. De même, AMTC au Qatar et Nexport en Australie ont décidé de choisir la technologie Gaussin pour compléter leurs activités avec des véhicules à émission zéro et aborder de nouveaux marchés. L'entreprise procède actuellement à une évaluation rigoureuse des potentiels titulaires de licences exclusives pour les marchés de la région MENA, des États-Unis et de l'Asie afin d'accélérer son expansion mondiale. En effet, ces zones clés sont à fort potentiel et le succès du déploiement dans ces territoires dépendra d'un partenaire régional bien établi et connecté qui partage la même vision et ambition de devenir un leader régional dans le domaine. A cette fin, Gaussin est en discussion avec des entités souveraines, des partenaires industriels et des investisseurs dans ces géographies. En même temps, ces partenariats sont soigneusement sélectionnés et examinés pour s'assurer qu'ils s'alignent sur la vision et les objectifs de Gaussin et qu'ils ont la capacité de devenir des champions régionaux dans le domaine des véhicules électriques et autonomes.

Financièrement, il s'agit de la source de revenus la plus précieuse pour l'entreprise, car la conversion des revenus en bénéfices est substantielle. En général, la durée moyenne d'une licence est de 20 ans, et elle implique un paiement initial (droit d'entrée), des redevances et une participation aux bénéfices (dans le cas d'une coentreprise avec le titulaire de la licence, les redevances sont alors éliminées). La valeur de la licence dépend des produits, du territoire, de l'exclusivité et de la durée du contrat. À partir de 2023, Gaussin vise à générer au moins 30 millions d'euros de revenus de licences par an. À terme, au fur et à mesure que la société octroie des licences, les revenus des ventes directes de Gaussin sur le territoire diminueront. À ce moment-là, la grande capacité de production de la société en France permettra une transition en douceur vers un nouveau modèle dans lequel Gaussin recevra des revenus substantiels provenant d'activités qui ne nécessitent pas de financement du fonds de roulement (puisqu'il sera géré par le licencié). Ce futur modèle permettra à Gaussin d'autofinancer sa R&D et d'ouvrir un nouveau cycle de licences pour les technologies futures.

Croissance future grâce à l'après-vente

Un autre aspect qui mérite d'être souligné est le potentiel de l'après-vente. Gaussin a accès à une télémétrie étendue de chaque véhicule qu'elle vend. L'entreprise peut surveiller à distance l'état de divers paramètres tels que l'autonomie de la batterie, les niveaux d'huile, l'usure des composants, etc. En exploitant ces données, l'entreprise peut proposer à ses clients une maintenance et une réparation prédictives, générant ainsi des revenus récurrents. En termes de chiffres, ce secteur peut croître au même rythme que

les ventes de véhicules, car les services après-vente représentent environ 3 % du prix de vente d'un véhicule chaque année.

Focalisation sur l'amélioration de la rentabilité

Malgré une augmentation des revenus de licence dans un passé récent et leur forte conversion en résultat, Gaussin n'a pas été en mesure d'atteindre le seuil de rentabilité de manière récurrente au niveau de l'EBIT. Pour l'avenir, Gaussin est déterminée à changer cette situation en actionnant plusieurs leviers. Tout d'abord, comme les marchés finaux deviennent plus favorables, Gaussin vendra beaucoup plus d'unités par an qu'elle ne l'a fait dans un passé récent. Très récemment, la société a indiqué qu'en 2023, elle vendrait plus de 400 unités contre seulement 30 unités en 2022. Cela améliorera le prix de revient unitaire car l'entreprise disposera d'une meilleure capacité de négociation grâce à un volume accru. Deuxièmement, en tant que pionnier sur ses marchés, la société peut, et va appliquer les augmentations de prix prévues pour générer une plus forte croissance des revenus. Enfin, elle s'est engagée à améliorer ses marges en limitant les dépenses discrétionnaires (certaines dépenses de marketing, de prototypage, etc.) d'environ 3 millions d'euros par an. A l'avenir, sous réserve d'une exécution adéquate, ces leviers aideront Gaussin à devenir une société tout le temps rentable.

Une montée en puissance nécessitant peu d'actifs

Pour éviter le besoin d'un financement excessif, la stratégie de distribution actuelle de Gaussin est conçue pour minimiser le risque de concentration de clients, en utilisant son réseau actuel et futur de licenciés pour des opportunités de distribution à grande échelle, provenant de commandes de clients potentiels. Cette approche permet à la société de disposer d'une base de clients diversifiée à travers différentes régions et territoires sans engager de grandes masses de capital et d'autres ressources. Pour les zones non couvertes par ses licenciés, la société peut servir directement ses clients par le biais de sa base d'approvisionnement en France, assurant ainsi une présence sur les marchés clés tout en gérant sa base de clients mondiale. En outre, cette approche lui permet de fournir des produits et des services de qualité à un large éventail de clients, tout en s'adaptant plus facilement à l'évolution des conditions du marché et des besoins des clients, ce qui lui permet de poursuivre la croissance et l'expansion de ses activités au fil du temps.

Pouvoir de fixation des prix et coûts de commutation

En raison de leurs nombreux avantages, les véhicules électriques et à hydrogène de Gaussin offrent à leurs clients un coût total sur toute la durée de vie du véhicule en forte baisse notamment du fait des économies significatives en termes de carburant et de maintenance, ce qui en fait une option attrayante pour les clients par rapport aux véhicules diesel. En raison de ce payback supérieur, Gaussin a un pouvoir de fixation des prix sur l'ensemble de son portefeuille de produits. De plus, les prix de la société sont également inférieurs de 15% à ceux de ses concurrents en phase de démarrage, qui offrent des caractéristiques plus limitées pour l'heure.

Les solutions de la société offrent des bénéfices significatifs de réduction des temps d'arrêt et d'augmentation de la productivité, rendant difficile et coûteux pour les clients d'arbitrer en faveur d'autres solutions. En outre, les solutions de bout en bout de Gaussin avec la production d'énergie, le stockage, la recharge et la gestion de flotte créent un niveau élevé d'intégration et de dépendance pour ses clients, qui sont autant d'obstacles au changement de fournisseurs.

EBIT par division

	12/22A	12/23E	12/24E	12/25E	Chgt 23E/22		Chgt 24E/23E	
					M€	% du total	M€	% du total
Total	-30,9	0,85	3,88	7,57	32 ↑	100 %	3 ↑	100 %
Group EBIT	-30,9	0,85	3,88	7,57	32 ↑	100 %	3 ↑	100 %
Other/cancellations	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0 %	0	0 %

Marge d'EBIT par division

	12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Total	-42,0 %	1,00 %	3,30 %	5,10 %

Valorisation

Après des années d'investissements dans l'innovation, Gaussin est maintenant sur le point de développer son activité. L'entreprise est désormais idéalement positionnée pour répondre à la demande de solutions durables dans le transport en espaces clos. Avec la commande Amazon de plus de 300 véhicules dont la livraison est prévue en 2023, l'entreprise dispose d'une bonne marge de manœuvre à court terme. De plus, avec la stratégie de la société visant à tirer parti de son modèle de licence, à étendre sa présence géographique et à exécuter des améliorations opérationnelles, nous pensons que Gaussin sera en mesure d'accélérer la croissance des revenus et d'élargir ses marges d'EBITDA.

Notre évaluation DCF suppose une croissance des ventes et de l'EBITDA de 8% correspondant à l'augmentation du nombre de livraisons à l'avenir. Pour la NAV, nous considérons trois segments, Ventes de véhicules pour espaces clos & Metalliance, Services et Licences. Nous évaluons chaque segment sur des multiples VE/ventes et appliquons différents multiples pour tenir compte de leur contribution à la rentabilité. Nous évaluons le premier segment à 1 fois les ventes car cette division n'a pas encore atteint le seuil de rentabilité. Pour le deuxième segment, nous appliquons un multiple de 4x car nous pensons que l'activité de service peut être un bon moteur de profit grâce à des marges attractives. Enfin, nous évaluons l'activité de licence à 6x car la plupart des revenus se traduisent par des bénéfices. Gaussin en connaît pas de comparable coté aussi nous sommes nous appuyés sur des pairs au business model proche (logistique d'entrepôt) sans toutefois associer de prime dans l'attente de la bonne réalisation de la montée en puissance de la production.

Valorisation

Méthodes		Valeurs (€)	Potentiel	Poids
DCF		1,71	2 660 %	35 %
Somme des parties		1,45	2 239 %	20 %
VE/Ebitda	Comparables	0,12	100 %	20 %
P/E	Comparables	0,12	100 %	10 %
Rendement	Comparables	0,00	-100 %	10 %
Cours/Actif net comptable	Comparables	0,12	100 %	5 %
Objectif de cours		0,93	1 404 %	

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	8,99	2,71	0,80	2,89
Ratios Gaussin	0,68	1,83	0,25	0,00
Prime	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Cours objectifs (€)	0,12	0,12	0,12	0,00
KION Group	9,87	2,01	0,74	2,68
Jungheinrich Pref.	7,77	4,75	0,96	3,25

DCF par action

Coût moyen pondéré du capital (CMPC) %	8,31	Dettes (trésorerie) nette moyenne	M€	32,8	
Valeur actuelle des cash flow des années 1 à 11	M€	44,6	Provisions	M€	5,00
Free cash flow de l'année 11	M€	14,8	Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00
Taux de croissance à l'infini "g"	%	2,00	Immobilisations financières (juste valeur)	M€	0,00
"g" de Durabilité	%	1,60	Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	0,00
Valeur terminale	M€	220	Valeur des fonds propres	M€	106
Valeur actuelle de la valeur terminale	M€	99,2	Nombre d'actions	Mio	62,1
en % de la valeur totale	%	69,0	DCF par action	€	1,71
Valeur totale actuelle	M€	144	Impact de la Durabilité sur le DCF	%	-5,60

Evaluer le coût du capital

Taux sans risque synthétique	%	3,50	Spread de crédit	bp	500
Prime de risque normative	%	5,00	Coût marginal de la dette	%	8,50
Taux d'impôt normalisé	%	25,0	Bêta de la société (endettée)	x	3,00
Échéance moyenne de la dette	Année	5	Ratio d'endettement à valeur de marché	%	789
Bêta sectoriel	x	1,19	Dettes/VE	%	88,7
Bêta de la dette	x	1,00	Taux de rentabilité exigé par les actionnaires	%	18,5
Capitalisation boursière	M€	3,84	Coût de la dette	%	6,38
Dettes nettes (trésorerie) à valeur comptable	M€	30,3	Coût des fonds propres desendettés	%	9,45
Dettes nettes (trésorerie) à valeur de marché (Est.)	M€	20,2	Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	%	8,31

Calcul du DCF

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E	Croissance	12/26E	12/33E
Chiffres d'affaires	M€	73,4	84,7	118	148	7,50 %	160	265
EBITDA	M€	-14,1	12,7	18,6	26,1	7,50 %	28,1	46,6
Marge d'EBITDA	%	-19,3	15,0	15,8	17,6		17,6	17,6
Variation du BFR	M€	3,40	-3,50	-7,94	-9,67	6,00 %	-10,2	-15,4
Cash flow d'exploitation total	M€	-16,8	4,20	5,64	11,4		17,8	31,2
Impôts sur les sociétés	M€	0,00	-0,01	0,11	0,29	5,00 %	0,31	0,43
Bouclier fiscal	M€	-0,39	-0,38	-0,38	-0,38	5,00 %	-0,39	-0,55
Investissements matériels	M€	-10,4	-7,62	-9,41	-10,4	6,00 %	-11,0	-16,6
Investissements matériels/CA	%	-14,1	-9,00	-8,00	-7,00		-6,90	-6,26
Cash flows libres avant coût du financement	M€	-27,6	-3,80	-4,03	0,98		6,73	14,5
Divers ajustements (incl R&D, etc.) pour les besoins...	M€							
Free cash flow ajustés	M€	-27,6	-3,80	-4,03	0,98		6,73	14,5
Free cash flow actualisés	M€	-27,6	-3,80	-3,72	0,83		5,30	6,52
Capitaux investis	€	28,6	27,1	37,6	49,8		52,8	79,4

Somme des parties

	% détenu	Technique d'évaluation	Multiple utilisé	Participation à 100% (M€)	Valorisation participation (M€)	En devise par action (€)	% des actifs bruts
Off Road Vehicles & ...	100 %	EV/Sales	1	75,0	75,0	1,21	60,0 %
Licensing	100 %	EV/Sales	2	40,0	40,0	0,64	32,0 %
Services	100 %	EV/Sales	2	10,0	10,0	0,16	8,00 %
Autre					(1)		
Actif brut					125	2,01	100 %
Trésorerie/(dette) nette fin d'année					-30,3	-0,49	-24,2 %
Engagements donnés					-5,00	-0,08	-4,00 %
Engagements reçus							
Somme des parties					89,7	1,45	71,8 %
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)					62,1		
Somme des parties par action (€)					1,45		
Décote du cours actuel par rapport à la somme des parties (%)						95,7	

1. Actifs d'impôts différés

Dettes

À la fin de 2021, Gaussin avait environ 30 millions d'euros de dette brute et 16 millions d'euros de dette nette. Sur ces 30 millions d'euros, 13 millions d'euros étaient dus à moins d'un an, 17 millions d'euros entre 2 et 5 ans et le reste après 5 ans. Par type d'emprunt, 22 millions d'euros provenaient d'emprunts bancaires, 2 millions d'euros de dettes de location et le reste d'autres dettes. La société a également levé environ 12 millions d'euros en émettant de nouvelles actions en juin 2022.

À l'avenir, nous nous attendons à ce que la société lève davantage de fonds pour intensifier sa croissance. Ce financement est crucial pour que l'entreprise poursuive son développement et devrait provenir à la fois d'instruments de dette et de capitaux propres. Nous retenons à cet effet et de façon indicative une émission de €40m soit 11.5 million d'actions à €2.7

Detailed financials at the end of this report

Financement et liquidité

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
EBITDA	M€	-14,1	12,7	18,6	26,1
Cash flow des opérations	M€	-20,9	6,19	12,2	19,9
Fonds propres	M€	4,75	1,43	7,80	17,8
Dette brute	M€	34,5	60,0	58,0	53,0
+ Trésorerie brute	M€	10,2	29,7	22,6	17,4
= Dette nette / (trésorerie)	M€	24,3	30,3	35,4	35,6
Ratio d'endettement	%	425	1 906	421	199
Fonds propres/Actif total (%)	%	13,1	3,86	16,0	30,3
<i>Dette nette ajustée/EBITDA(R)</i>	x	-2,20	2,78	2,18	1,55
<i>Dette brute ajustée/EBITDA(R)</i>	x	-2,92	5,12	3,39	2,22
<i>Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds ...)</i>	%	89,7	97,8	89,0	76,5
<i>Ebit cover</i>	x	-19,7	0,56	2,59	5,05
<i>CF des opérations/dette brute</i>	%	-50,5	9,52	19,3	34,3
<i>CF des opérations/dette nette</i>	%	-85,8	20,5	34,4	56,0
<i>FCF/Dette brute ajustée</i>	%	-69,5	-7,58	-8,19	-0,25
<i>(Trésor. brute + FCF + Découverts)/Dette CT</i>	x	-2,44	2,26	1,74	1,44
<i>FCF/Dette CT</i>	x	-3,65	-0,45	-0,52	-0,01

A Savoir

Gaussin possède actuellement trois usines en France (une à Héricourt et deux à Saint-Vallier) avec une capacité de production totale de 2.000 véhicules par an. En outre, la société dispose de capacités supplémentaires à Singapour, en Australie et au Qatar grâce à ses accords de licence. L'usine d'Héricourt est principalement utilisée pour travailler sur des prototypes et des simulations d'assemblage, tandis que les deux usines de Saint-Vallier répondent à la demande européenne, avec la possibilité de soutenir temporairement d'autres régions au fur et à mesure de l'arrivée de nouveaux licenciés. L'entreprise est également en train de localiser sa production en Amérique du Nord et en Asie grâce à de nouveaux licenciés principaux en 2023.

Le PDG de Gaussin, M. Christophe Gaussin, a été élu personnalité hydrogène de 2022 par le parlement français.

Gaussin SA est cotée sur Euronext Growth à Paris depuis le 16 juin 2010. Les actions de Gaussin SA sont cotées dans le groupe de négociation E2 (offre publique) depuis le 20 juillet 2012.

Catalogue des produits



Actionnaires

Nom	% détenu	Dont droits de votes	Dont flottant
Christophe Gaussin	6,25 %	6,25 %	0,00 %
Volker Berl	0,88 %	0,88 %	0,00 %
Flottant			92,9 %

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	3/10	25 %
Diversité géographique du Conseil d'Administration	5/10	20 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif	✗	5 %
Environnement		
Emissions CO ²	1/10	25 %
Prélèvement d'eau	1/10	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	2,8/10	100%

Gouvernance & Management

Gardant à l'esprit ses ambitions de croissance, Gaussin a renforcé sa gouvernance avec des changements dans son comité exécutif. La société a nommé un nouveau directeur administratif et financier, un directeur des ressources humaines et un directeur de projet afin de ciseler l'organisation, notamment en améliorant la planification et la gestion financière.

Score de gouvernance

Société (Secteur)

4,6_(7,3)

Independent board

Non

Paramètres	Société	Secteur	Score	Poids
Nombre de membres du Conseil d'Administration	4	8	10/10	5,0 %
Féminisation du Conseil d'Administration (%)	0	31	1/10	5,0 %
Diversité géographique du Conseil d'Administration (%)	75	64	5/10	5,0 %
Age moyen des membres du CA	60	59	5/10	5,0 %
Type de société : Petite capitalisation, non contrôlée			10/10	25,0 %
Taux de membres indépendants du Conseil d'Administration	25	50	3/10	20,0 %
Une Action, un droit de vote			✗	5,0 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif			✗	5,0 %
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			✓	5,0 %
Score de gouvernance			4,6/10	100,0 %

Management

Nom	Fonction	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Salaire, in k€ (year)	
					Trésorerie	Rémunération en titres
Christophe GAUSSIN	M  DG		1994		(2016)	(2016)
Jean-François STURMEL	M  DAF					
Tariq OUAGUENOUNI	M Directeur des op.					
Olivier MERMILLOD	M Head of Human Resources					
Simon KLEIN	M Responsable des systemes					
Aziz AZOUGAGH	M Executive Officer					
Jean-Claude BAILLY	M Executive Officer					
Olivier CRAMATTE	M Executive Officer					
Patrick DUBREUILLE	M Executive Officer					
William LEE	M Executive Officer					
Gary PATTERSON	M Executive Officer					

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)
Volcker BERL	M  ✗	Membre	2017		2006		(2016)	(2016)
Christophe GAUSSIN	M  ✗	Membre	2018		1995		(2016)	(2016)
Martial PERNICENI	M  ✓	Membre		1964			(2016)	(2016)
Damien PERSONENI	M  ✗	Membre			2008		(2016)	(2016)

Environnement

Le score environnemental de Gaussin est grevé par le manque de données alimentant notre méthodologie de notation. Il ne s'agit pas d'un commentaire négatif car toutes les entreprises de petite taille entrent dans la même catégorie. En fait, nous pensons que le portefeuille de Gaussin est bien aligné pour aider ses clients à décarboniser et le rapport sur ce domaine s'améliorera à l'avenir.

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	1/10	6/10	30 %
Prélèvement d'eau	1/10	5/10	30 %
Energie	1/10	5/10	25 %
Déchets	1/10	5/10	15 %
Analyst's Joker View	50 %		
Score d'Environnement	1,5		100%

Société (Secteur)

1,5_(5,4)

Paramètres environnementaux

	Société 2023	2024
	1,5	1,5

Données sectorielles

Société	Pays	Score d'Environnement	Energie (totale, GJ)	Emissions CO ₂ (tonnes)	Prélèvement d'eau (m ³)	Déchets (total, tonnes)
Datwyler		5/10	1 145 210	90 116	1 782 699	21 488
Dürr		8/10	485 377	21 269	177 373	13 208
KION Group		8/10	2 212 046	183 286	553 000	101 934
NORMA Group		8/10	453 852	5 064	171 943	11 456
SFS Group		5/10	1 218 740	95 000		21 249
VAT Group		8/10	161 713	14 456	114 081	4 876
Siemens Energy		8/10	5 186 000	181 000	6 520 000	154 000
Nel		9/10	60 224	6 579	20 614	2 561 089
Landis+Gyr Group AG		10/10	134 999	13 107	95 836	3 809
AutoStore		4/10		2 478		
Siemens		9/10	9 115 000	550 000	14 260 000	261 200
ABB		8/10	4 672 800	151 000	2 545 000	167 000
Schneider Electric		9/10	4 047 577	202 232	1 899 190	124 139
Alstom		8/10	3 056 400	139 000	1 514 000	77 480
Atlas Copco		10/10	1 911 600	254 000	403 000	57 600
Sandvik		10/10	3 816 000	268 000	3 950 000	336 000
Vestas Wind Systems		9/10	2 368 800	109 000	279 000	44 400
Schindler		6/10	2 474 942	145 726	651 100	55 491
Kone		8/10	1 933 560	116 700	295 200	40 000
GEA Group		9/10	827 528	31 725	316 618	13 089
Metso Corporation		8/10	1 447 000	32 181	371 000	77 238
Alfa Laval		10/10	1 086 023	21 364	788 000	28 926
Wärtsilä		6/10	977 144	56 003	23 451 000	11 756
Prysmian		4/10	9 631 104	616 059	7 040 079	235 162
IMI		8/10	523 997	38 604	186 171	321 000

FLSmidth & Co		6/10		38 022	167 610	
Sulzer		1/10	878 109	81 339	987 576	19 546
Legrand		9/10	1 382 400	84 524	686 000	51 000
Bilfinger		8/10	720 112	45 317	173 564	4 776
Quadient		10/10	51 098	7 287	16 082	954
Nexans		4/10	4 060 242	242 728	1 446 937	71 345
OC Oerlikon		7/10	1 547 640	145 000	769 300	22 974
Nordex SE		6/10	899 511	54 460	151 700	29 340
Georg Fischer		4/10	3 394 000	214 000	2 105 000	91 000
Elecnor		3/10		83 833		94 312
ANDRITZ		5/10	2 194 175	134 229	1 678 832	54 905
Heidelberger Druck		7/10	795 600	65 717	165 224	35 264
Aalberts		6/10	3 872 460	251 000	1 509 096	44 825
Rieter		6/10	448 000	50 000	287 000	12 750
Danieli & Co		2/10	7 314 724	762 507	2 135 000	165 758
Bekaert		3/10	16 362 000	1 471 912	7 097 000	98 278
Bucher Industries		4/10	1 366 776	81 962	0	
Vossloh		6/10	678 293	42 332	182 988	
Krones		7/10	422 157	24 298	189 878	1 963
Jungheinrich Pref.		8/10	1 062 407	85 700	293 000	24 014
Burckhardt Compression		7/10	212 785	20 070	78 687	3 530
HUBER+SUHNER		7/10	190 314	7 735	677 027	4 221
RATIONAL		9/10	48 802	2 397	19 846	1 762
Semperit		5/10	2 652 746	225 796	4 800 000	17 820
Koenig & Bauer		9/10	121 995	20 752	52 366	9 371
Komax		9/10	96 872	5 686	42 060	1 042
Schweiter Technologies		4/10	1 201 568	93 030		18 678
Jenoptik		9/10	242 917	5 032	92 444	1 312
Bossard		7/10	81 202	5 692		1 548
Interroll		6/10	11 178 000	9 531	43 000	4 286
Rosenbauer		8/10	206 661	11 942	80 858	3 963
ITM Power		5/10	15 723	184	0	129
CNH		2/10	3 532 441	240 347	1 348 000	148 038
Gaussin		2/10				
Ocado Group PLC		5/10	9 315	114 438		

Social score

Société (Secteur)

5,5 (6,5)**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	7/10	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	4,3/10	100%

Paramètres Qualitatifs (33 %)

Ensemble de critères qualitatifs, à cocher par l'analyste

Paramètres	Score	Poids
Accidents du travail	10/10	25 %
Developpement des ressources humaines	7/10	35 %
Paye	7/10	20 %
Satisfaction au travail	7/10	10 %
Communication interne	10/10	10 %
Score Qualitatif	8,0/10	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 <input checked="" type="checkbox"/> / Non <input checked="" type="checkbox"/>	Poids
Accidents du travail		25 %
Des objectifs ont-ils été fixés sur tous les sites du groupe?	<input checked="" type="checkbox"/>	10,0 %
Les accidents du travail sont-ils en diminution?	<input checked="" type="checkbox"/>	15,0 %
Developpement des ressources humaines		35 %
Les compétences nécessaires pour atteindre les objectif du groupe sont-elles identifiées	<input checked="" type="checkbox"/>	3,5 %
Existe-t-il un plan de recrutement à moyen terme (2 à 5 ans)	<input checked="" type="checkbox"/>	3,5 %
Existe-t-il une stratégie de formation pour atteindre les objectifs fixés par la société?	<input checked="" type="checkbox"/>	3,5 %
Les salariés sont-ils formés aux objectifs de demain?	<input checked="" type="checkbox"/>	3,5 %
Tous les salariés ont-ils accès à la formation?	<input checked="" type="checkbox"/>	3,5 %
Le groupe n'a pas fait de plan social ou tout autre forme licenciement économique sur l'année?	<input checked="" type="checkbox"/>	3,5 %
Les talents sont-ils restés?	<input checked="" type="checkbox"/>	3,5 %
Les managers ont-ils des objectifs de management?	<input checked="" type="checkbox"/>	3,5 %
Si oui, les résultats sont-ils pris en compte pour la réévaluation salariale?	<input checked="" type="checkbox"/>	3,5 %
La mobilité interne entre les différentes unités du groupe est-elle encouragée?	<input checked="" type="checkbox"/>	3,5 %
Paye		20 %
Existe-t-il un comité de rémunération ?	<input checked="" type="checkbox"/>	6,0 %
La rémunération variable prend-t-elle en compte la performance du groupe et celle du salarié?	<input checked="" type="checkbox"/>	14,0 %
Satisfaction au travail		10 %
Existe-t-il une mesure de la satisfaction des salariés?	<input checked="" type="checkbox"/>	3,3 %
Chacun peut-il y participer?	<input checked="" type="checkbox"/>	3,4 %
Y a-t-il un plan d'action pour améliorer le moral des salariés?	<input checked="" type="checkbox"/>	3,3 %
Communication interne		10 %
La stratégie et les objectifs du groupe sont-ils disponibles pour tous les salariés?	<input checked="" type="checkbox"/>	10,0 %
Score Qualitatif	8,0/10	100.0%

Effectifs et retraites

À la fin de 2021, Gaussin employait en moyenne 274 personnes sur ses sites d'Héricourt et de Saint-Vallier. Le premier employait 86 personnes, dont environ 50 étaient déployées dans la R&D dédiée aux énergies renouvelables, à la conduite autonome et à la robotique. Le reste de l'effectif a été déployé à Saint-Vallier, qui se concentre sur la fabrication et l'approvisionnement. Au cours de l'année, la société a dépensé environ 15 millions d'euros en frais de personnel, dont 4 millions d'euros en prestations salariales. En ce qui concerne les charges de retraite, la société n'est pas exposée à des obligations découlant de régimes à prestations définies.

À l'avenir, étant donné la demande croissante pour les produits de Gaussin, la société a un plan d'embauche pour augmenter de manière significative ses effectifs dans le domaine de la fabrication et de l'assemblage, ce qui pourrait conduire au doublement de ses effectifs actuels. Ainsi, l'entreprise se prépare à la croissance et à l'expansion dans le domaine du transport et de la mobilité durables.

Recent updates

01/12/2023

Changement d'opinion, lié aux mouvements sur les marchés, de Accumuler à Achat

03/11/2023

Prise en compte de la dilution liée à CSG et de la dégradation des performances en 2023

Changement d'Opinion

Alléger vs Achat

Changement d'EPS

2023 : € -0,02 vs 0,03 ns

2024 : € 0,05 vs 0,11 -55,4 %

Le groupe ayant renoncé à son objectif de chiffre d'affaires, nous avons revu à la baisse nos BPA. Compte tenu de ventes devant désormais être inférieures à 100m€, nous estimons qu'il existe un risque sur les revenus de licences dont dépendent directement les résultats. En outre, les ventes de véhicules pourraient également être pénalisées, ce qui pourrait entraîner une sous-absorption des coûts et une aggravation de la contraction des résultats. Enfin, nous intégrons la possible dilution des actions existantes découlant de l'émission de 25m d'actions nouvelles dans le cadre du prêt accordé au groupe par CSG, portant le nombre d'actions à 62m (contre 37m précédemment).

Changement de NAV

€ 1,45 vs 5,30 -72,7 %

Dans le calcul de l'ANR, nous avons revu à la baisse nos multiples sur les licences et les services. En outre, nous avons également abaissé nos anticipations en termes de ventes dans la valorisation des activités liées aux véhicules et aux licences. Enfin, notre ANR tient également compte de l'impact de la possible dilution des actionnaires actuels.

Changement de DCF

€ 1,23 vs 4,45 -72,4 %

La révision en baisse de notre valorisation par le DCF s'explique tant par la progression du nombre d'actions que par la détérioration des perspectives à court terme pour le groupe. Alors que nous tablons désormais sur une baisse de la rentabilité en 2024 et 2025, selon nous, le groupe ne pourra devenir durablement rentable qu'à la condition de revoir sa stratégie.

Cours & Objectif de cours

Bénéfices par action et 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 baissières 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 Biens d'investissement

Données financières

Clefs de valorisation		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
PER ajusté	x	-4,28	ns	1,23	0,60
PER publié	x	-4,47	-74,3	1,68	0,62
VE/EBITDA(R)	x	-11,6	7,82	2,38	1,70
EV/EBIT	x	-5,35	ns	11,4	5,87
EV/Sales	x	2,24	1,17	0,38	0,30
P/ANC	x	28,0	44,7	0,49	0,22
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Rendement du cash flow disponible</i>	%	-21,6	-7,69	-134	-3,82
Cours moyen	€	4,66	1,73	0,06	0,06

Compte d'exploitation consolidé

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Chiffre d'affaires	M€	73,4	84,7	118	148
<i>Croissance du CA</i>	%	-1,46	15,3	38,9	26,2
<i>CA par employé</i>	k€	227	238	254	246
R&D costs as % of sales	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Coûts de personnel	M€	-17,6	-19,6	-25,5	-33,1
Loyers de location opérationnelle	M€				
Coût des ventes (indicatif)	M€	-69,1	-59,3	-76,4	-89,0
EBITDA	M€	-14,1	12,7	18,6	26,1
EBITDA(R)	M€	-14,1	12,7	18,6	26,1
<i>Marge d'EBITDA(R)</i>	%	-19,3	15,0	15,8	17,6
<i>EBITDA(R) par employé</i>	k€	-43,6	35,6	40,1	43,4
Dotations aux amortissements	M€	-10,1	-7,20	-8,82	-11,1
<i>Dotations aux amortissements/CA</i>	%	13,8	8,50	7,50	7,50
Dépréciations	M€	-6,44	-4,66	-5,88	-7,42
Résultat opérationnel courant	M€	-30,7	0,85	3,88	7,57
<i>Marge opérationnelle courante</i>	%	-41,8	1,00	3,30	5,10
Autres revenus/dépenses (cash)	M€				
Dépréciation des survaleurs	M€	-0,18	-0,20	-0,20	-0,20
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	-30,9	0,65	3,68	7,37
Charges financières	M€	-0,66	-0,70	-0,70	-0,70
<i>dont effectivement décaissé</i>	M€	-0,66			
Produits financiers	M€	0,28	0,20	0,20	0,20
Autres produits (charges) financiers	M€	-1,18	-1,00	-1,00	-1,00
Résultat financier net	M€	-1,56	-1,50	-1,50	-1,50
<i>dont services des engagements de retraites</i>	M€		0,00	0,00	0,00
Profits avant impôts et exceptionnels	M€	-32,4	-0,85	2,18	5,87
Eléments exceptionnels et autres (avant impôts)	M€	2,70	0,00	0,00	0,00
Impôt courant	M€	0,00	-0,01	0,11	0,29
Impôts différés	M€				
Impôts sur les sociétés	M€	0,00	-0,01	0,11	0,29
<i>Taux d'imposition</i>	%	0,00	-1,31	-4,58	-4,84
<i>Marge nette</i>	%	-44,2	-1,02	1,95	4,15
Mises en équivalence	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendes reçus des mises en équivalences</i>	M€				
Intérêts minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat des activités destinées à être cédées	M€				
Résultat net pdg	M€	-29,7	-0,86	2,29	6,16
Dépréciation des survaleurs	M€	0,18	0,20	0,20	0,20
Autres ajustements	M€				
Résultat net ajusté, pdg	M€	-29,5	-0,66	2,49	6,36
Résultat corrigé et dilué	M€	-29,5	-0,66	2,49	6,36
NOPAT	M€	-23,0	0,63	2,91	5,68

Tableau de financement

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
EBITDA	M€	-14,1	12,7	18,6	26,1
Variation du BFR	M€	3,40	-3,50	-7,94	-9,67
<i>dont (augm.)/dimin. des créances clients</i>	M€	4,99	-5,49	-8,12	-7,60
<i>dont (augm.)/dimin. des stocks</i>	M€	-0,98	-2,86	-8,46	-6,22
<i>dont augm./dimin. des dettes fournisseurs</i>	M€	4,56	-2,73	5,64	4,14
<i>dont augm./dimin. autres dettes</i>	M€	-5,18	7,59	3,00	0,00
Dividendes reçus des mises en équivalence	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€		-0,01	0,11	0,29
Eléments exceptionnels	M€				
Autres cash flows d'exploitation	M€	-6,07	-5,00	-5,00	-5,00
Cash flows d'exploitation total	M€	-16,8	4,19	5,75	11,7
Investissements matériels	M€	-10,4	-7,62	-9,41	-10,4
<i>Investissements / dotations aux amortissements</i>	%	62,7	64,3	64,0	56,0
Acquisitions de titres	M€		-1,00		
Autres flux d'investissement	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Flux d'investissement net	M€	-10,4	-8,62	-9,41	-10,4
Charges financières nettes	M€	-1,56	-1,50	-1,50	-1,50
<i>dont compasante cash</i>	M€	-0,66	-1,50	-1,50	-1,50
Dividendes (maison mère)	M€				
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€	8,96	0,00	0,00	0,00
<i>dont (achat)/vente d'actions d'autocontrôle</i>	M€	-0,03	0,00	0,00	0,00
(Aug.)/réduction de la dette nette	M€	13,7	25,5	-2,00	-5,00
Autres flux financiers	M€	0,66	0,00	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	22,7	24,0	-3,50	-6,50
Variations de périmètre	M€	0,08	0,00	0,00	0,00
Variation de la trésorerie	M€	-4,44	19,6	-7,16	-5,15
Variation de la dette nette	M€	-18,1	-5,93	-5,16	-0,15
Cash flow disponible (avant div)	M€	-28,7	-4,93	-5,16	-0,15
Cash flow opérationnel	M€	-16,8	4,19	5,75	11,7
<i>Taux de réinvestissement (invest./Immo. corporelles)</i>	%	58,6	60,0	61,5	58,3

Bilan		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Survaleurs	M€	7,07	7,07	7,07	7,07
Total actif incorporel	M€	7,07	7,07	7,07	7,07
Immobilisations corporelles	M€	17,7	12,7	15,3	17,8
Immobilisations financières (invest. LT dans des sociétés)	M€	1,73	1,70	1,70	1,70
Autres immo. financières (optique de placement)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
BFR	M€	2,12	5,62	13,6	23,2
<i>dont clients (+)</i>	<i>M€</i>	<i>15,4</i>	<i>20,9</i>	<i>29,0</i>	<i>36,6</i>
<i>dont stocks (+)</i>	<i>M€</i>	<i>26,4</i>	<i>29,2</i>	<i>37,7</i>	<i>43,9</i>
<i>dont fournisseurs (+)</i>	<i>M€</i>	<i>22,2</i>	<i>19,5</i>	<i>25,1</i>	<i>29,3</i>
<i>dont engagements courants (+)</i>	<i>M€</i>	<i>17,4</i>	<i>25,0</i>	<i>28,0</i>	<i>28,0</i>
Autres actifs courants	M€	7,74	10,0	11,0	9,00
<i>dont actifs d'impôts</i>	<i>M€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
Actif total (net des engagements CT)	M€	36,4	37,1	48,6	58,8
Capitaux propres part du groupe	M€	4,75	1,43	7,80	17,8
Intérêts minoritaires	M€	0,44	0,40	0,40	0,40
Provisions pour retraite	M€		0,00	0,00	0,00
Autres provisions pour risques et charges	M€	6,86	5,00	5,00	5,00
Charges d'IS	M€				
Autres charges	M€				
Endettement net / (trésorerie)	M€	24,3	30,3	35,4	35,6
Passifs totaux	M€	36,4	37,1	48,6	58,8
Gross Cash	M€	10,2	29,7	22,6	17,4
Endettement net moyen / (trésorerie)	M€	20,2	27,3	32,8	35,5
Endettement net ajusté	M€	31,2	35,3	40,4	40,6

Valeur d'entreprise		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
VE/EBITDA(R)	x	-11,6	7,82	2,38	1,70
VE/EBIT	x	-5,35	ns	11,4	5,87
VE/CA	x	2,24	1,17	0,38	0,30
EV/Capital investi	x	5,73	3,67	1,18	0,89
Capitalisation boursière	M€	133	64,0	3,84	3,84
+ Provisions (incluant les retraites)	M€	6,86	5,00	5,00	5,00
+ Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	24,3	30,3	35,4	35,6
+ 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€				
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€				
= Valeur d'entreprise	M€	164	99,3	44,2	44,4

Données par action

		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	€	-1,09	-0,02	0,05	0,10
<i>Croissance des BPA</i>	%	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>104</i>
BPA publié	€	-1,04	-0,02	0,04	0,10
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash flow libre par action	€	-1,06	-0,15	-0,10	0,00
Cash flow opérationnel par action	€	-0,62	0,13	0,12	0,19
Actif net comptable par action	€	0,17	0,04	0,13	0,29
Nombre d'actions ordinaires	Mio	28,5	37,1	62,1	62,1
Equivalent nombre d'actions ordinaires (fin d'année)	Mio	28,5	37,1	62,1	62,1
Nombre d'actions pour Capi.	Mio	28,5	37,1	44,0	44,0
Autocontrôle (fin d'année)	Mio	0,00	0,00	0,00	0,00
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)	Mio	28,5	37,1	62,1	62,1
Nombre d'actions ordinaires moyen	Mio	27,2	32,8	49,6	62,1
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	27,2	32,8	49,6	62,1
Survaleur par action	€	0,01	0,01	0,00	0,00
BNA après amort. des survaleurs (dilué)	€	-1,09	-0,03	0,05	0,10
BNA avant amort. des survaleurs (non dilué)	€	-1,09	-0,03	0,05	0,10
Taux de distribution	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Ratio de "pay out" (div. + rachat / résultat)	%	-0,09	0,00	0,00	

Financement et liquidité		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
EBITDA	M€	-14,1	12,7	18,6	26,1
Cash flow des opérations	M€	-20,9	6,19	12,2	19,9
Fonds propres	M€	4,75	1,43	7,80	17,8
Dette brute	M€	34,5	60,0	58,0	53,0
dont échéance moins d'un an	M€	7,62	11,0	10,0	12,0
dont échéance entre 1 et 5 ans	M€	19,9	24,0	25,0	21,0
dont échéance à plus de 5 ans	M€	6,98	25,0	23,0	20,0
+ Trésorerie brute	M€	10,2	29,7	22,6	17,4
= Dette nette / (trésorerie)	M€	24,3	30,3	35,4	35,6
Emprunts bancaires	M€	17,8	20,0	20,0	20,0
Obligations émises	M€	5,78	22,0	21,0	19,0
Leasing	M€	9,26	8,00	8,00	8,00
Autres financements	M€	1,64	10,0	9,00	6,00
Ratio d'endettement	%	425	1 906	421	199
Fonds propres/Actif total (%)	%	13,1	3,86	16,0	30,3
<i>Dette nette ajustée/EBITDA(R)</i>	x	-2,20	2,78	2,18	1,55
<i>Dette brute ajustée/EBITDA(R)</i>	x	-2,92	5,12	3,39	2,22
<i>Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds propres)</i>	%	89,7	97,8	89,0	76,5
<i>Ebit cover</i>	x	-19,7	0,56	2,59	5,05
<i>CF des opérations/dette brute</i>	%	-50,5	9,52	19,3	34,3
<i>CF des opérations/dette nette</i>	%	-85,8	20,5	34,4	56,0
<i>FCF/Dette brute ajustée</i>	%	-69,5	-7,58	-8,19	-0,25
<i>(Trésor. brute + FCF + Découverts)/Dette CT</i>	x	-2,44	2,26	1,74	1,44
<i>FCF/Dette CT</i>	x	-3,65	-0,45	-0,52	-0,01

Analyse du ROE par la méthode de Dupont		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Charge d'IS (Net/Pretax pre-except.)	x	0,92	1,01	1,05	1,05
Marge opérationnelle (EBIT/CA)	%	-42,0	0,76	3,13	4,97
Rotation des actifs(CA/actifs moyens)	%	181	231	274	276
Levier (Actifs moyens/Fonds propres moyens)	x	2,79	11,9	9,28	4,19
Rendement des fonds propres (ROE)	%	-205	-27,9	49,6	48,1
ROA	%	-115	2,55	10,2	15,3

Réconciliation des capitaux propres		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Fonds propres année N-1	M€	-1,97	-22,7	1,43	7,80
+ Profits nets de l'année	M€	-29,7	-0,86	2,29	6,16
- Dividendes (maison mère)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Augmentation de capital	M€	8,96	0,00	0,00	0,00
<i>dont diminution (augmentation) de l'autocontrôle</i>	M€	-0,03	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€		25,0	4,08	3,88
= Fonds propres fin d'année	M€	-22,7	1,43	7,80	17,8

Personnel		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Chiffre d'affaires par employé	k€	227	238	254	246
Coûts de personnel unitaire	k€	-54,3	-55,0	-55,0	-55,0
<i>Variation des coûts de personnel</i>	%	15,5	11,5	30,0	30,0
<i>Variation des coût de personnel unitaire</i>	%	-2,33	1,37	0,00	0,00
<i>Coûts de pers./(Ebitda+Coûts de pers.)</i>	%	511	60,7	57,8	55,9

Nombre d'employés moyen	utp	324	356	463	602
Europe	utp	324	356	463	602
Amérique du Nord	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Amérique du Sud	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Asie	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres pays clés	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Coûts totaux de personnel	M€	-17,6	-19,6	-25,5	-33,1
Salaires	M€	-17,6	-19,6	-25,5	-33,1
<i>dont contributions sociales</i>	M€	-4,53	-5,88	-7,64	-9,94
Coûts relatfs aux retraites	M€		0,00	0,00	0,00

Chiffre d'affaires par division		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Chiffre d'affaires	M€	73,4	84,7	118	148
Product Sales	M€	51,3	53,8	76,2	96,5
Services	M€	0,95	0,86	1,39	1,85
Services / Licences / Autres	M€	0,32	10,0	20,0	30,0
Other	M€	20,8	20,0	20,0	20,0

Résultat par division		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
EBIT Analysis					
Group EBIT	M€	-30,9	0,85	3,88	7,57
Other/cancellations	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Total	M€	-30,9	0,85	3,88	7,57
EBIT margin	%	-42,0	1,00	3,30	5,10

Géographie du chiffre d'affaires		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
EMEA	%	0,00	0,00		
Asia	%	0,00	0,00		
Americas	%	0,00	0,00		
Europe	%	0,00	0,00		
France	%	28,0	25,0		
Other	%	72,0	75,0		

ROCE		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Rendement des capitaux investis	%	-80,4	2,34	7,74	11,4
CFROI	%	-100	-18,2	-13,7	-0,29
Survaleur	M€	7,07	7,07	7,07	7,07
<i>Dépréciation cumulée des survaleurs</i>	<i>M€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
Immobilisations incorporelles	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dépréciation cumulée des immo. incorporelles</i>	<i>M€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
Couvertures à LT	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
R&D mmobilisée	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Droits d'utilisation / Valeur actuelle des engagements de leasing	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres actifs immobilisés	M€	17,7	12,7	15,3	17,8
<i>Amortissements cumulés</i>	<i>M€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
BFR	M€	2,12	5,62	13,6	23,2
Autres actifs	M€	1,73	1,70	1,70	1,70
Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Capitaux employés après amortissement (Capitaux investis)	M€	28,6	27,1	37,6	49,8
Capitaux employés avant amortissement	M€	28,6	27,1	37,6	49,8

Capitaux employés par division		12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
Group EBIT	M€				
Other	M€	28,6	27,1	37,6	49,8
Total capital employed	M€	28,6	27,1	37,6	49,8

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%