

Achat

Objectif de cours	5,80 €
Cours au 21/11/2023	4,10 €
Potentiel	41%

Données valeur

ALGEN:FP / ALGEN.PA	
Euronext Growth	
Capitalisation (M€)	37,3
Nb de titres (en millions)	9,1
Volume moyen 12 mois (titres)	6 274
Extrêmes 12 mois	3,5 € 4,4 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	1,3%	1,5%	12,2%	2,8%
Perf CAC Small	-10,1%	9,9%	-10,0%	-7,6%

Données financières (en M€)

au 31/12	2022	2023e	2024e	2025e
CA	17,1	20,0	23,4	27,8
var %	21,6%	17,4%	17,0%	18,7%
EBE	3,1	4,5	5,1	6,3
% CA	18,5%	22,4%	21,7%	22,6%
ROC	0,63	1,99	2,61	3,81
% CA	3,7%	9,9%	11,1%	13,7%
RN	0,78	2,37	3,12	4,45
% CA	4,6%	11,9%	13,3%	16,0%
Bnpa (€)	0,09	0,26	0,34	0,49
ROCE (%)	2,3%	7,8%	9,9%	13,9%
ROE (%)	5,1%	13,3%	14,9%	17,6%
Gearing (%)	27,1%	-0,3%	-12,6%	-24,3%
Dette nette	4,2	-0,1	-2,6	-6,2
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation

	2022	2023e	2024e	2025e
VE/CA (x)	2,1	1,8	1,5	1,1
VE/EBE (x)	11,6	8,2	6,7	4,9
VE/ROC (x)	58,0	18,4	13,1	8,0
P/E (x)	42,4	15,7	11,9	8,4

Actionnariat

Nextstage AM

Alexandre

Fraichard

Investisseurs

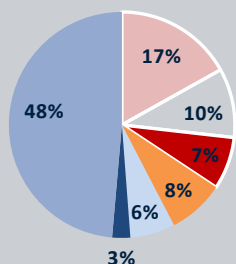
lyonnais

Salariés

Eximium

Auto-contrôle

Flottant



Accélérer la mise sur le marché des thérapies innovantes

Longtemps présentée comme une société de biotechnologie, genOway est en réalité un fournisseur de solutions innovantes au service des sociétés biopharmaceutiques et de leur recherche préclinique. En effet, la société conçoit et développe des modèles de recherche génétiquement modifiés permettant de mieux prédire la réponse des patients aux futurs traitements. Cela permet à ses clients d'accélérer et de fiabiliser les processus d'accès au marché des thérapies innovantes. La transformation de son business model depuis 2018 lui a permis d'accélérer sa croissance avec une forte amélioration de ses marges. Nous initions genOway avec une recommandation **Achat**, et un objectif de cours de **5,8 € (+41%)**.

D'un modèle de service à un modèle industriel, un pari réussi

Créé en 1999, genOway conçoit et développe des modèles de rongeurs et de lignées cellulaires transgéniques destinés à la recherche préclinique. Si initialement, la société ne concevait que des modèles à façon, sur mesure, pour répondre à des demandes spécifiques de ses clients, elle décide en 2018 de réorienter sa stratégie et de développer en parallèle un catalogue d'outils «prêts à l'emploi». Un vrai challenge qui impliquait de passer d'un modèle de prestataire de service à un modèle industriel. Ce pari risqué, qui nécessitait de lourds investissements sur fonds propres est d'ores et déjà réussi avec un taux de croissance du chiffre d'affaires de +12% en moyenne sur 2017-2022 (TCAM +22% depuis 2019 porté par une croissance de 40% du CA catalogue) et un doublement du taux de marge d'EBITDA qui atteint désormais 25%.

Des atouts incontestables pour s'imposer sur son marché

La société dispose aujourd'hui d'un catalogue de produits très haut de gamme, tous validés par des études de plusieurs années, et très complémentaires (syngéniques, immunodéprimés et cellulaires). Cette complémentarité produit est un véritable atout et une véritable barrière à l'entrée, genOway étant la seule société du secteur à proposer une offre complète incluant les différents types de modèles nécessaires à une recherche préclinique prédictive. De par son activité à façon pour les principaux groupes pharmaceutiques, la société accède à une compréhension fine des enjeux des développements précliniques et peut ainsi identifier et développer efficacement son catalogue à un rythme soutenu de plus d'une dizaine de nouveaux produits par an en moyenne. Grâce à son expertise reconnue dans le milieu de la recherche préclinique elle est présente auprès de la quasi-totalité des grands laboratoires pharmaceutiques internationaux.

Des marchés à fort potentiel

Compte tenu de la croissance rapide de cette maladie, le traitement du cancer est devenu un enjeu majeur de santé publique au niveau mondial donnant lieu à de nombreuses recherches centrées sur l'immunothérapie. Les études estiment que ce marché poursuivra sa croissance à un rythme de 14% par an entre 2023 et 2029. Du fait de son positionnement d'accélérateur de réussite clinique, genOway devrait bénéficier de cette tendance.

Des perspectives dans la continuité du plan 2018-2022

Pour les années à venir la croissance, tant en termes de chiffre d'affaires que de marge, devrait être tirée par la poursuite de la montée en puissance du catalogue et permettra à la société de renforcer considérablement sa trésorerie pour aborder sereinement sa croissance. Ces perspectives ne tiennent pas compte du futur plan stratégique qui doit être annoncé prochainement et s'entendent dans le contexte que nous connaissons aujourd'hui.

Valorisation: 5,8€, recommandation Achat

Notre valorisation ressort à 5,8€/action, obtenue par la méthode des DCF. Compte tenu du beau potentiel de croissance à venir, la société nous semble clairement sous-valorisée avec un upside de +40%. Nous recommandons donc d'acheter le titre genOway.

Forte de plus de 20 ans d'expérience dans la création de modèles à forte valeur ajoutée pour la recherche préclinique, genOway, devient peu à peu incontournable pour tous les projets de recherche thérapeutique innovants.

Depuis sa transformation en 2018 vers un modèle bicéphale, qui lui permet de toucher une cible de clients beaucoup plus large, la société joue un rôle essentiel d'accélérateur d'accès au marché des thérapies innovantes pour l'ensemble du secteur des biotechnologies.

Pourquoi investir dans genOway ?

Une croissance stable et régulière



TCAM 2019/2022:
+22%

Un potentiel incontestable



Croissance du
marché : **+6%/an**

Un modèle éprouvé et rentable



24% de marge
d'EBITDA normative

Une confiance client avérée



85% des Big
pharma

Un structure financière saine



Gearing 2022 : **27%**

Une valorisation très attractive



Upside: **>40%**

Sommaire

THÈSE D'INVESTISSEMENT	4
SWOT	5
PRÉSENTATION DES ACTIVITÉS	6
GENOWAY EN BREF	6
HISTORIQUE DE LA SOCIÉTÉ	7
UN CONCEPTEUR DE SOLUTIONS INNOVANTES AU SERVICE DES BIOTECHS	8
LA SANTE SOURCE D'INNOVATIONS MAJEURES	8
MAIS UN PARCOURS R&D LONG, RISQUÉ ET DE PLUS EN PLUS COUTEUX	9
DU SUR-MESURE AU PRÊT DE L'EMPLOI , DES MODÈLES POUR FIABILISER LES ESSAIS PRÉCLINIQUES	11
LA SOURIS UN ANIMAL PROCHE DE L'HUMAIN	11
PERMETTANT À GENOWAY DE CRÉER DES MODÈLES HUMANISÉS	11
UNE OFFRE ÉTENDUE DE MODÈLES HAUT DE GAMME ET COMPLÉMENTAIRES	12
UN MARCHÉ DE L'IMMUNOTHÉRAPIE DRIVE PAR L'IMMUNO-ONCOLOGIE	16
L'ÉMERGENCE DE NOUVELLES THÉRAPIES TRÈS PROMETTEUSES	16
MAIS DES FREINS AU DÉVELOPPEMENT QUI ÉMERGENT	16
NÉCESSITANT D'OPTIMISER SA PHASE PRÉCLINIQUE	17
DANS UN CONTEXTE OÙ LES CRO PEUVENT AVOIR DES INTÉRÊTS DIVERGENTS	17
UN MARCHÉ TRÈS INTERNATIONAL OÙ L'ASIE COMMENCE À PRENDRE UNE PLACE SIGNIFICATIVE	18
UNE STRATÉGIE AXÉE SUR LA MONTÉE EN PUISSANCE DE SON CATALOGUE ET DE SA PÉNÉTRATION MARCHÉ	19
POURSUITE DU DÉVELOPPEMENT DE SON CATALOGUE EN IMMUNOLOGIE	19
ACCROISSEMENT DE SON TAUX DE PÉNÉTRATION DU MARCHÉ	19
ACCOMPAGNEMENT DE SES CLIENTS DANS LA MISE EN PLACE DE LEUR STRATÉGIE BAS CARBONE	20
DES PERSPECTIVES DANS LA CONTINUITÉ DU PLAN 2018-2022	21
2018-2022 : VALIDATION DE LA PERTINENCE DU PLAN STRATÉGIQUE	21
PERSPECTIVES 2023-2026	22
UNE SITUATION FINANCIÈRE SAIN PERMETTANT UN DÉVELOPPEMENT SÉRIEN	25
VALORISATION ET OBJECTIF DE COURS	26
VALORISATION PAR LES DCF	26
CONCLUSION	27
ANNEXES	28

Thèse d'investissement

Un acteur qui devient incontournable sur les thérapies innovantes

La phase préclinique est primordiale pour la réussite de la mise sur le marché d'un candidat médicament, et doit permettre d'écarter le plus rapidement possible les molécules inefficaces ou dangereuses, pour n'emmener en phase clinique que celles ayant une probabilité de succès maximale. Avec son expertise genOway, se positionne comme un partenaire de référence de la recherche préclinique, avec un focus très fort sur l'immunologie. Son partenariat de longue date avec les plus grands laboratoires internationaux dans la conception de modèles sur mesure et la constitution d'un catalogue lui permet d'adresser toutes les cibles d'intérêts pour l'industrie pharmaceutique.

Avec de fortes barrières à l'entrée

genOway est le seul acteur du secteur à offrir à ses clients 1/ une gamme complète «de modèles» de recherche préclinique totalement validés et constamment améliorés, et 2/ un conseil scientifique de haut niveau pour les accompagner dans la conception de la meilleure stratégie de choix pour leurs essais. Cette possibilité d'approche croisée utilisant à la fois des modèles syngéniques, immunodéficients et cellulaires combinés à la fourniture d'une prestation de conseil est une véritable barrière à l'entrée face à des concurrents mono produits ou moins qualitatifs.

Un potentiel de croissance avéré

Un marché de l'immunologie en forte croissance, un besoin constant des laboratoires d'accélérer et de fiabiliser l'accès à leur phase clinique et un positionnement de la société totalement en phase avec les besoins du marché offrent à genOway un potentiel de croissance que nous estimons autour de 16-17% par an en moyenne sur les prochaines années avec des marges qui devraient rester très confortables.

Dans l'attente d'un nouveau plan stratégique à 5 ans...

genOway a annoncé lors de la publication de ses résultats semestriels qu'elle dévoilerait prochainement un nouveau plan stratégique à 5 ans avec de nouveaux axes de développement. Compte tenu de la réussite du plan 2018-2022, au-delà des attentes (marge d'EBITDA à 25% vs 15% annoncée), ce nouveau plan pourrait être un nouvel accélérateur de croissance pour la société. A suivre...

Des atouts non valorisés

Malgré ses nombreux atouts, des avancées considérables ces dernières années et des fondamentaux solides, la société reste encore sous valorisée et offre à ce stade un potentiel d'upside de plus de 40%.

SWOT

Forces

- Une transformation du business model réussie
- Une forte capacité d'innovation liée à sa complémentarité métiers
- Un rôle de conseil dans le choix stratégique des laboratoires en matière de tests précliniques
- La reconnaissance des plus grands laboratoires mondiaux
- Une activité et des marges en fortes croissances
- Une situation financière saine
- La mise en place d'une stratégie bas carbone pour accompagner celle des laboratoires

Faiblesses

- Une part de marché encore limitée
- Une force commerciale à renforcer
- Un déploiement à valider en Asie

Opportunités

- Un marché de l'immunologie en forte croissance
- Un besoin constant pour les laboratoires d'accélérer la mise sur le marché de leurs candidats médicaments tout en réduisant leurs coûts
- Un besoin d'aller vers des modèles d'expérimentation plus performants
- Des produits concurrents moins fiables
- Une concurrence par segment, mais sans approche croisée

Menaces

- Une résistance au changement des CROs
- Des concurrents chinois avec une faible valeur ajoutée mais offrant un catalogue très étendu

Présentation de la société

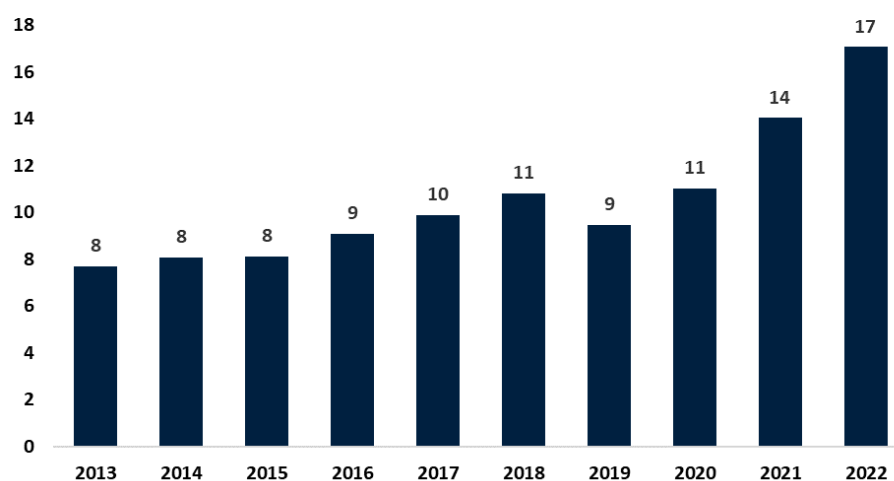
genOway en bref

Créée en 1999, et cotée depuis 2007, genOway conçoit et développe des modèles de recherche (rongeurs et lignées cellulaires) dont la physiologie a été améliorée (par modification génétique ou par greffe de cellules / tissus) pour mimer au mieux la physiologie humaine. Les modèles de genOway permettent ainsi de mieux prédire les effets (bénéfiques comme délétères) des candidats médicaments de ses clients et in fine sécurisent et accélèrent leur processus de mise sur le marché. En effet, ces modèles transgéniques, dont tout ou partie des gènes murins sont remplacés par des gènes humains, permettent aux chercheurs de réaliser une première validation pré-clinique fiable de leur recherche avant de poursuivre leurs essais sur l'homme.

Si initialement, la société ne concevait que des modèles à façon, sur mesure, pour répondre à des demandes spécifiques de ses clients, à partir de 2018, forte de près de 20 ans d'expérience, elle passe à la vitesse supérieure en décidant d'élargir son champ de compétence, et de développer un catalogue de modèles « prêts à l'emploi », sur le segment spécifique de la recherche en immuno-oncologie, en plein essor, qui lui ouvre un marché, qu'elle estime à 2Mds\$, soit 20 fois supérieur au marché du sur mesure. C'était l'objet de son plan stratégique 2018-2022 (prolongé à 2024 en raison du Covid-19). Cette stratégie, risquée puisqu'elle a nécessité de développer des modèles catalogue sur fonds propres, pénalisant les marges à court terme, a été payante puisqu'elle a permis à la société de doubler son chiffre d'affaires depuis 2017 (20M€ attendu fin 2023 vs 10M€ en 2017) ainsi que son taux de marge d'EBITDA (25% au S1 2023 vs 13% à fin 2017).

La société dispose désormais d'un catalogue de 35 modèles ICP, d'un premier modèle BRGSF-His et de 12 modèles cellulaires. En 2022 elle a réalisé un CA de 17M€ dont près de 60% provient de ses modèles catalogues, et une marge d'EBITDA de 18,8% (avant participation des salariés).

Chiffre d'affaires 2013-2022 (M€)



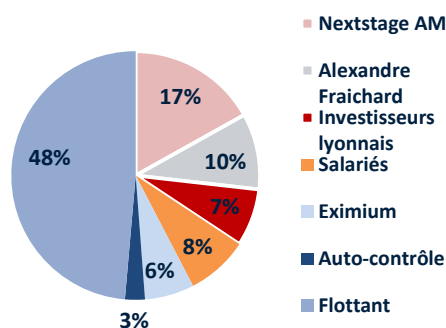
Sources: Société, Euroland

Historique de développement

1999	Création de la société (spin-off de l'Ecole Normale Supérieure de Lyon)
2007	Introduction en Bourse sur Alternext
2008-2017	Signature de nombreux partenariats et contrats de licences technologiques permettant à genOway d'améliorer ses modèles et d'en accélérer les temps de développement.
2018	Mise en place d'un plan stratégique 2018-2022 visant à développer un catalogue de modèles « prêt à l'emploi » en immuno-oncologie. Acquisition de la société Axenis, spin-off de l'Institut Pasteur, détentrice du modèle de souris BRGSF Alliance stratégique avec Merck sur la technologie CRISPR/Cas9, comprenant une licence exclusive mondiale & un partenariat de recherche
2019	Extension des droits concédés à genOway par l'Institut Pasteur et Collectis sur la recombinaison homologue Signature d'un accord de distribution avec la société Cyagen pour l'Asie
2020	Renforcement de l'alliance stratégique avec Merck en étendant leur partenariat CRISPR/Cas9 à tous les modèles cellulaires animaux Délivrance d'un brevet américain pour la technologie SMASH pour laquelle GenOway bénéficie d'une licence exclusive et mondiale Levée de fonds de 6,2M€ dont 1,7M€ d'augmentation de capital pour accompagner sa stratégie
2021	Délivrance d'un brevet européen pour la technologie SMASH Accélération du développement des modèles cellulaires Levée de fonds de 5,6M€ en capital pour financer sa R&D Lancement du modèle COVID
2022	Arrêt de la licence avec Cyagen
2023	Lancement du catalogue de modèles cellulaires Annonce de la création d'une JV en Chine avec une équipe d'investisseurs qualifiés

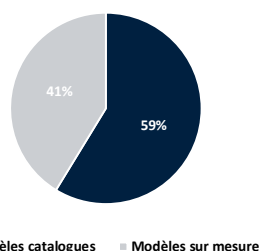
Sources : Société, Euroland

Actionnariat



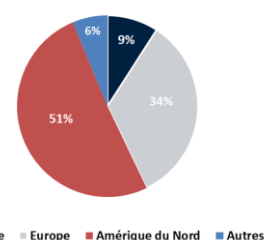
Sources : Société, Euroland

Mix activités genOway, 2022 (%)



Sources: Société, Euroland

Mix géographique genOway, 2022 (%)



Sources: Société, Euroland

Un concepteur de solution innovantes au service des biotechs

La santé source d'innovations majeures

Depuis près de deux siècles, les médicaments génèrent des progrès thérapeutiques continus. Ce chemin est jalonné par des innovations majeures, qui soignent et guérissent des maladies jusqu'alors incurables. Ces innovations « incrémentales », ou disruptives, ont une importance médicale et économique majeures et s'orientent vers une médecine de plus en plus personnalisée.

Un des domaines de la recherche les plus porteurs actuellement est celui de l'immunothérapie.

Ce type de traitement consiste à stimuler les défenses immunitaires d'un individu pour l'aider à lutter contre une maladie (cancer, maladie neuro-dégénérative...) via des vaccins, des inhibiteurs du contrôle immunitaire (Immune Check Point) ou des lymphocytes T modifiés (CAR). C'est sur ce domaine de thérapies innovantes que genOway positionne ses modèles.

Focus sur les ICP et CAR-T

Chaque être vivant est constitué d'un ensemble de cellules. Chaque cellule a des caractéristiques et une fonction qui lui est propre et toutes ces cellules vivent en communauté et fonctionnent en harmonie. Pour cela, elles communiquent entre elles et échangent par le biais de jonctions ou récepteurs situés sur leur membrane plasmique ou à l'intérieur de la cellule. Les lymphocytes T sont un type de cellule ayant un rôle primordial dans le système immunitaire. Ce sont elles qui reconnaissent et détruisent les cellules ou tissus étrangers ou les cellules infectées par des virus, bactéries, champignons, parasites... Concrètement la cellule malade envoie des signaux activateurs (+) et inhibiteurs (-) aux Lymphocytes T. Dans le cadre d'une infection « normale » la cellule envoie majoritairement des signaux activateurs de destruction. Les Lymphocytes T détruisent donc la cellule infectée.

Dans le cadre d'une cellule tumorale, c'est un peu différent. En effet, une des conditions au développement du cancer est de corrompre le système immunitaire et notamment les lymphocytes T pour qu'ils ne les identifient pas comme un corps étranger et ne les détruisent pas. En clair, les cellules tumorales ont développé des mécanismes pour échapper aux Lymphocytes T. Une stratégie qui, heureusement, n'est que rarement efficace. Concrètement, la cellule cancéreuse va envoyer des signaux négatifs (autrement appelés inhibiteurs de point de contrôle immunitaire ou immune check point) aux Lymphocytes T qui ainsi tolèrent la cellule tumorale. Un des principes de l'immunothérapie consiste à bloquer l'interaction entre les récepteurs et ces inhibiteurs afin que le signal négatif soit bloqué et ainsi restaurer l'activité du Lymphocyte T.

Les immune check points les plus connus, dont les « découvreurs » ont obtenu le prix Nobel de médecine en 2018, sont PD-1 et CTLA-4, mais il en existe de nombreux autres faisant l'objet de recherche de traitement en immunothérapie. Une autre technologie innovante consiste à prélever les cellules immunitaires d'un patient, à les « reprogrammer » génétiquement afin de les rendre capables de reconnaître et détruire les cellules cancéreuses, puis à les réinjecter au patient, ces cellules sont appelées cellules CAR-T. Il ne s'agit là que d'exemples restreints sur un métier extrêmement complexe, qui permettent néanmoins de mieux comprendre l'énorme potentiel de l'activité de genOway. La société BMS, par exemple, utilisait un modèle humanisé PD-1 de genOway pour mettre sur le marché son blockbuster anti-PD1.

Mais un parcours de R&D long, risqué et de plus en plus couteux

L'industrie du médicament est l'un des secteurs économiques dont l'effort de recherche est le plus important. En 2017 Le budget total consacré à la recherche pour le secteur de l'industrie pharmaceutique était d'environ 4,5 milliards d'euros et représentait près de 10 % du chiffre d'affaires des entreprises du médicament uniquement en France (source: Leem). Le domaine de la cancérologie occupe de loin la première place du classement.

Or, selon le Leem (organisation professionnelle des entreprises du médicament opérant en France), sur 10 000 molécules criblées, 10 feront l'objet d'un dépôt de brevet et seulement 1 parviendra à passer toutes les étapes de tests et d'essais cliniques pour devenir un médicament. Le parcours de l'innovation au malade est long (douze ans en moyenne) et complexe et l'innovation thérapeutique présente à la fois un coût élevé et un risque financier majeur pour un résultat incertain (cf. tableau ci-dessous).

Etude des coûts de développement d'une nouvelle molécule thérapeutique

	Recherche	Préclinique	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Accès	TOTAL
Durée (années)	3,9	0,8	1,3	2,2	2,4	0,9	11,5 ans
Probabilité¹	-	70%	63%	31%	63%	87%	7%
Coûts engagés par NEM ² en M\$	76,54	86,8	149,5	316,9	235,9	33,3	899 M\$
Coûts capitalisés par NEM ³ en M\$	207,4	184,1	284	501,6	293,8	34,9	1 506 M\$

1- Probabilité de passer d'une étape à la suivante / 2- Coûts engagés pour lancer une NEM (nouvelle entité moléculaire) / 3- Coûts prenant en compte le coût du capital immobilisé sur la base d'une valorisation à 11% / Coûts calculés sur la base d'une moyenne car non identifiables par molécule.

Source: The R&D Cost of a New Medicine, Jorge Mestre- Ferrandiz, Jon Sussex and Adrian Towse, OHE, déc. 2012.

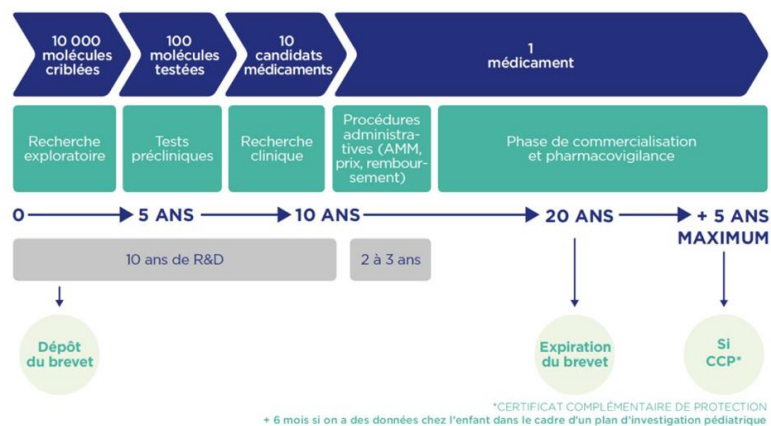
En outre, les coûts de R&D se sont encore accrus ces dernières années du fait de l'enchérissement des coûts de développement, lié à la complexification des protocoles et à l'allongement de la durée des études, particulièrement en cancérologie. La croissance de ces coûts de développement est estimée à plus de 10 % par an, soit plus des deux tiers des coûts de R&D.

Or, l'amortissement financier de ces travaux est compliqué par l'arrivée tardive des médicaments sur les marchés et la concurrence précoce des génériques.

En effet, le brevet, qui permet de protéger l'innovation pendant vingt ans (25 en cas de prolongation par un certificat complémentaire de protection- CCP), débute dès que la molécule est identifiée. Or, compte tenu de la complexité du processus d'accès au marché (tests précliniques, cliniques, AMM...), qui s'étend sur une dizaine d'années, la protection commerciale n'est effective que dix ans en moyenne.

Dans cet environnement, produire rapidement des résultats précliniques fiables est essentiel à la réussite d'un programme de développement de médicaments en visant les deux situations idéales 1/ First in class : être le premier à mettre sur le marché une innovation thérapeutique de façon à en capter l'essentiel de la valeur 2/ Best in class : mettre sur le marché une nouvelle génération d'innovation thérapeutique présentant de meilleures performances (efficacité accrue ou effets secondaires réduits) de façon à faire changer les habitudes de prescription des médecins pour acquérir une part de marché significative.

Roadmap en R&D médicale



Source: Leem

La phase préclinique, constitue une étape essentielle car elle permet de tester au travers de différentes études :

- l'efficacité de la molécule (pharmacologie expérimentale) au travers d'essais sur des systèmes moléculaires inertes, sur des cellules et cultures puis sur des modèles animaux. C'est la première preuve de concept.
- La toxicologie : qui permet d'évaluer les risques d'effets secondaires des futurs médicaments.
- La pharmacocinétique et le métabolisme du médicament : qui portent sur des propriétés pharmaceutiques de la molécule telles que l'absorption, le métabolisme, la distribution et l'élimination.

Ce sont les résultats de ces trois types d'études, s'ils sont positifs, qui permettent aux médicaments d'entrer en phase d'essai clinique sur l'homme. Seul 1 médicament sur 10 candidats atteindra ce stade.

La phase préclinique est donc primordiale et doit permettre d'écartier le plus rapidement possibles les molécules inefficaces ou dangereuses, pour n'emmener en phase clinique que celles ayant une probabilité de succès maximale. C'est tout l'objectif des outils développés par genOway qui se positionne sur ces trois types d'études en visant à apporter le maximum de fiabilité dans les résultats obtenus (c'est-à-dire qu'ils miment le mieux possible la réponse physiologique du patient).

Du sur-mesure au « prêt à l'emploi », des modèles génétiquement modifiés pour accélérer et fiabiliser les essais précliniques

La souris, un animal génétiquement proche de l'humain

Si la souris est l'animal le mieux connu sur le plan de la biologie, sert de modèle pour de très nombreuses maladies et est utilisée de manière intensive dans la recherche biomédicale qui en produit plusieurs millions chaque année, pour autant l'étude et la connaissance de son génome est récent puisqu'il date de 2002 (publication dans la revue « Nature » le 5 décembre 2002).

Cette étude a démontré que:

- le génome murin est légèrement plus petit (14 %) que le génome humain.
- 99 % des gènes humains ont des équivalents chez la souris
- plus de 90 % des deux génomes correspondent à des régions portant des gènes de même fonction et dans le même ordre.
- 80 % des gènes murins ont un gène orthologue chez l'homme (= gène de 2 espèces différentes similaires) et seulement 1 % des gènes murins n'a aucun équivalent chez l'homme. Il existe donc de grandes analogies entre les deux espèces dans les systèmes et leur fonctionnement.

En résumé, la souris est un excellent modèle pour les maladies humaines car l'organisation de leur ADN et la façon dont leurs gènes sont exprimés sont très similaires à celles des humains. Leurs systèmes reproducteur et nerveux sont comme ceux des humains, et ils souffrent de nombreuses maladies telles que le cancer, le diabète et même l'anxiété. Ces similarités ouvrent « un champ des possibles » très large en matière d'accélération des études précliniques, d'autant que la souris a des capacités de reproduction élevées, chaque femelle pouvant donner naissance à 50 à 100 souriceaux par an. Ces capacités permettent d'obtenir des lignées très stables et de les modifier de manière ciblée par sélection ou manipulation génétique.

Permettant à Genoway de créer des modèles « humanisés »

En s'appuyant sur des technologies très pointues, de recombinaison homologue (brassage génétique) et de ciseau à ADN (CRISPR-Cas9), pour lesquelles elle dispose de licences, parfois exclusives, ainsi que sur des technologies propriétaires, qui permettent l'extinction ou le remplacement de gènes par d'autres (souris knock-out ou knock-in) et/ou la greffe de cellule, genOway conçoit et développe des modèles de rongeurs génétiquement modifiés en remplaçant des gènes murins par des gènes humains.

Son expertise lui permet de produire des lignées de souris transgéniques humanisées, stables et dans une configuration 3D identique à celle de l'Homme qui sont d'excellents modèles pour la compréhension des affections et la recherche de traitements (cancers, obésités, hyperlipémie, arthrose, trisomies, etc.) touchant l'humain. Ainsi, ces technologies et son expertise lui permettent de produire des modèles de recherche préclinique qui fourniront aux chercheurs des résultats mimant le mieux la situation physiopathologiques du patient.

Fort de ce savoir-faire genOway a commencé à développer également des lignées de cellules transgéniques permettant d'offrir une gamme « d'outils » plus large à ses clients afin d'accélérer leurs processus pré clinique, en éliminant rapidement les projets qui ne sont pas viables (sans effet thérapeutiques ou toxiques) et à contrario de détecter rapidement ceux qui seront porteurs, efficaces et sûrs.

Une offre étendue de modèles haut de gamme et complémentaires

Historiquement positionné exclusivement sur les modèles à façon, genOway a, depuis 2018, fait évoluer sa stratégie (objet du plan 2018-2022) en partant du constat que si les laboratoires recherchent une innovation maximale qui est parfaitement adaptée à des modèles d'expérimentation totalement à façon, l'essentiel des besoins du marché nécessite des modèles plus rapidement disponibles pour tester des candidats médicaments à partir de gènes et molécules déjà identifiés.

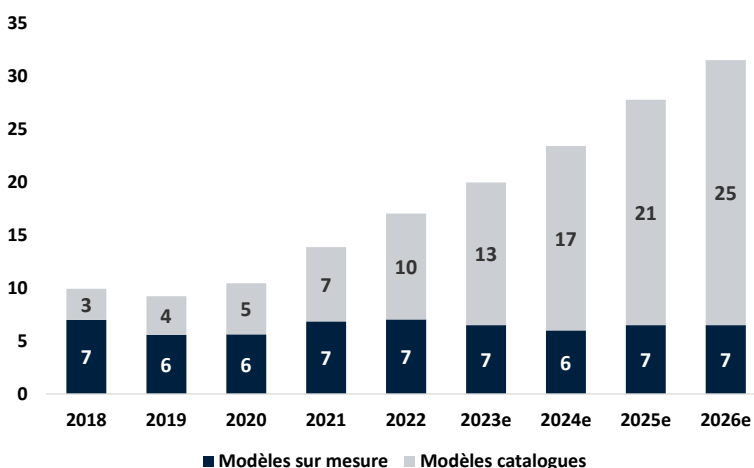
Ainsi, de par son expertise de 20 ans dans le sur-mesure et sa proximité avec les grands laboratoires, genOway a développé, en parallèle, un catalogue de modèles prêts à l'emploi et propose des solutions sur les deux segments ce qui lui permet de toucher l'ensemble du marché des études précliniques.

Des modèles sur mesure (41% du CA)

Cette activité était l'unique activité de la société jusqu'en 2016 et est ce qui a fait sa réputation. Les modèles sur mesure s'adressent à un public de purs innovateurs. Le client vient avec son besoin et genOway développe pour lui un modèle à façon répondant totalement à ses attentes. L'innovation est donc maximale, mais les temps de développement et de validation sont longs (2 ans en moyenne) et présentent des aléas scientifiques. Ce processus bien que long et coûteux est néanmoins sans risque pour la société qui agit en tant que prestataire de service pour son client. Ce marché est toutefois assez étroit et très concurrentiel et la société estime que son chiffre d'affaires devrait croître modestement sur ce segment dans les années partant d'un montant actuel de 6-7M€. La part de ce segment dans son activité globale devrait donc diminuer progressivement en lien avec la montée en puissance de son catalogue et ne représentera plus que 20% du CA en 2026 selon nos estimations. Le niveau de marge brute de cette activité est également plus faible que celui de ses modèles catalogue, autour de 40%.

Cette activité reste cependant très importante pour la société dans la mesure où elle lui permet de garder un lien avec les innovations qui pourront fournir les modèles catalogues de demain. Elle est en outre ainsi identifiée comme un véritable partenaire par les laboratoires pharmaceutiques.

Evolution du chiffre d'affaires par pôle 2018-2026e (M€)



Sources: Société, Euroland

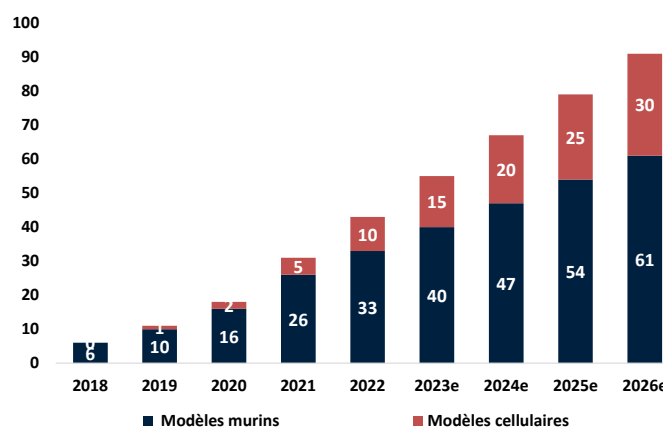
Un catalogue de solutions « prêtes à l'emploi » (59 % du CA)

- Une gamme syngénique : modèles ICP humanisées

Depuis 2018, genOway a commencé à développer un catalogue de modèles prêts à l'emploi à destination du segment très porteur de la recherche préclinique en immuno-oncologie. La société dispose actuellement d'un catalogue de 35 modèles de souris ICP (immune check point) simple (un seul régulateur) voire doublement ou triplement humanisée (deux ou trois régulateurs), qui permettent de tester les candidats médicaments sur les principaux régulateurs connus (ex : PD-1, CTLA-4, Vista, PD-1 & CTLA-4, PD-1 & Vista...). Dans ce même domaine la société a développé des modèles permettant d'évaluer des stratégies de co-mobilisation des lymphocytes T, appelée « T cell engager ». Son catalogue devrait monter en puissance au rythme de 7 nouveaux modèles par an en moyenne avec la possibilité de faire de nombreux croisements.

Ce segment représente aujourd'hui plus de la moitié du chiffre d'affaires de la société avec une montée en puissance très rapide (2,2M€ en 2018, 8,2M€ en 2022, 11,3M€ estimé en 2023) et devrait atteindre selon nos estimations près de 70% du chiffre d'affaires et 21,4M€ en 2026. Ces modèles ICP sont très profitables avec une marge brute qui avoisine les 70% car ils nécessitent peu de coûts après création, à l'exception des coûts de reproduction. Le marché est très vaste et compte seulement trois concurrents, tous chinois, sur lesquels genOway considère avoir un avantage compétitif. En effet leurs catalogues privilégient la quantité à la qualité avec des produits peu validés.

Evolution du nombre de modèles catalogues par segment 2018-2026e (M€)



Sources: Société, Euroland

- Un modèle immunodéprimé - BRGSF-His

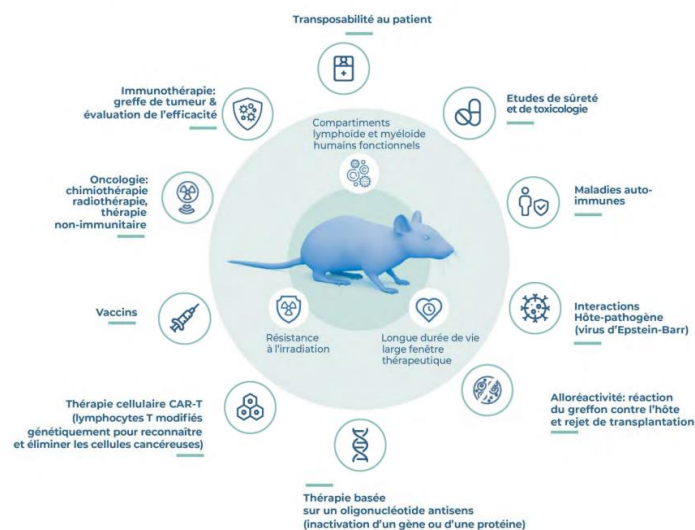
Issue du rachat en 2018, d'Axenis (spin-off de l'institut Pasteur) qui avait développé ce modèle, cette souris, dite immunodéprimée, a subi plusieurs mutations afin de supprimer totalement son système immunitaire murin donnant une souris BRGSF. genOway en a développé des versions améliorées permettant d'en accroître la pertinence pour l'industrie pharmaceutique. Ce modèle peut être humanisé par injection de cellules souches CD34+ humaines (provenant du sang de cordon). Il reconstitue ainsi un système immunitaire composée de cellules humaines. L'intérêt majeur de ces modèles repose sur la présence d'un système immunitaire humain. Ces modèles sont humanisés à partir de différents donneurs et offrent donc un panel de systèmes immunitaires qui réagissent différemment. C'est un modèle qui a été développé dans le cadre de la Covid-19 pour comprendre l'emballement du système immunitaire chez certaines personnes. Ce modèle de base est donc intéressant pour développer des modèles pertinents d'études de la COVID 19 et des cellules cancéreuses humaines.

Ce modèle de souris offre de nombreuses possibilités et notamment celle de greffer des organes humanisés, impossible sur des souris non immunodéprimées (rejet) et est en évolution permanente, pour se différencier des concurrents, ce qui lui offre un fort potentiel, mais nécessite de lourdes validations à chaque modification.

En outre, les modèles BRGSF se reproduisent sans système immunitaire et nécessitent donc des coûts de manipulations humaines pour réinjecter les cellules souches à chaque modèle. La marge brute est donc plus faible que celle des modèles syngéniques et atteint au maximum 50% (plutôt 40% en normatif). Néanmoins, le marché sur ce segment présente un très fort potentiel. Le groupe est en concurrence avec deux acteurs américains historiques qui couvrent 90% du marché avec des modèles très établis (source : société).

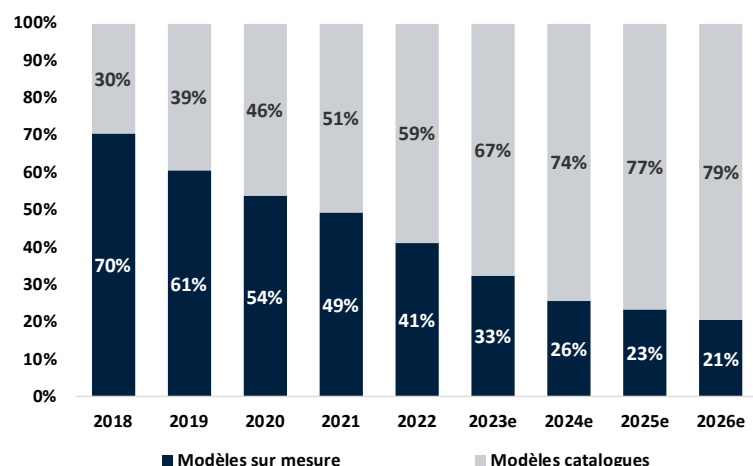
La commercialisation de ce modèle a véritablement démarré en 2020 et ce segment représente environ 2M€ de chiffre d'affaires pour genOway actuellement avec un gros potentiel de prise de part de marché. La société estime pouvoir faire 10 à 15 M€ de chiffre d'affaires sur ce segment à terme.

Modèle BRGHS-His



Sources: Société

Répartition du chiffre d'affaires par pôle 2018-2026e (%)



Sources: Société, Euroland

- Des modèles cellulaires

Dès 2019, la société commence à réfléchir à compléter son catalogue de solutions avec des modèles cellulaires complémentaires des modèles animaux. En effet, contrairement au modèle animal, genOway travaille à partir de cellules ayant déjà une fonction différenciée (foie, rein...) pour ses modèles cellulaires. Cette offre permet de tester les effets directement sur une lignée cellulaire modifiée. Dans ce cas, la société produit uniquement la lignée cellulaire mais ne se charge pas de la reproduction (ou culture) qui sera faite directement chez le client. En cohérence avec sa stratégie, la société considère qu'elle développe et propose aux laboratoires biopharmaceutiques des modèles cellulaires permettant de produire des résultats précliniques plus prédictifs et fiables que les solutions existantes. Les premiers retours du marché sur le bénéfice à utiliser des modèles cellulaires plus prédictifs sont positifs et très encourageants.

La société dispose actuellement d'un catalogue de 12 modèles en cours de lancement. Celui-ci devrait être développé au rythme de 5-6 nouveaux modèles/an en moyenne. Cette solution est très complémentaire au modèle animal. En effet, même si les méthodes in vitro (sur cellule) jouent un rôle important dans de nombreux projets, elles ne permettent pas à elles seules de comprendre et reproduire les interactions multiples au sein d'un organisme vivant. L'utilisation de modèles animaux reste donc essentielle. Le CA sur ce segment devrait rester assez marginal du fait de la ventes de lignées cellulaires uniquement (0,6M€ en 2026 selon nos estimations) mais avec une marge brute qui pourrait être de l'ordre de 90% en vitesse de croisière.

- Une validation systématique des modèles par des études complètes, gage de fiabilité

La qualité des produits genOway tient à celle de ses biologistes qui travaillent sur le design de modèles les plus fidèles possibles (placement du gène dans la chaîne, répétition, taille...), mais également à une validation systématique de ses modèles via ses laboratoires partenaires sur plusieurs années avant leur mise en catalogue. Chaque nouveau modèle, ou amélioration d'un modèle existant, fait l'objet d'une phase de test assez longue (2-3 ans) et intense qui permet de constituer un set de données garantissant la fiabilité des modèles et fournissant à ses clients une fiabilité accrue dans la valeur prédictive de leurs données précliniques.

Une contribution majeure à cette validation est apportée par les groupes biopharmaceutiques eux-mêmes qui, dans le cadre de partenariats, réalisent ces validations et les fournissent à genOway. C'est en effet un intérêt majeur de disposer de modèles les plus prédictifs et ces collaborations, très bénéfiques au business de genOway, sont pour les partenaires pharmaceutiques un moyen d'accéder rapidement à des modèles plus prédictifs. Ce processus long et coûteux est supporté par la société et explique que le coût de création d'un modèle soit de l'ordre de 200K€ par rapport à un coût moyen de création de 30-60K€ pour des modèles syngéniques selon les études de marché. Mais cette validation est une des forces du modèle de genOway par rapport à ses concurrents qui, notamment sur la partie syngénique, ne font pas cette phase de validation.

- La possibilité d'approche croisée, véritable barrière à l'entrée

Cette complémentarité produit est un atout et une véritable barrière à l'entrée sur le marché, genOway étant la seule société à proposer cette possibilité d'approche croisée utilisant à la fois des modèles ICP humanisés, des modèles immunodéficients, avec un système immunitaire humain reconstitué, comme la BRGSF-HIS et des modèles cellulaires.

C'est le choix qu'a fait un client, Sensei Biotherapeutics, qui a décidé de procéder à des tests en utilisant à la fois le modèle ICP humanisé Vista et le modèle immunodéficient BRGSF. La stratégie a été définie conjointement. Cette approche croisée a permis à Sensei Biotherapeutics de valider efficacement l'intérêt thérapeutique de la molécule testée et d'obtenir l'autorisation IND (Investigational New Drug Applications) auprès de la FDA en à peine 2 ans, lui permettant de démarrer sa phase clinique. Du fait de son expertise genOway a un véritable rôle de conseil pour aider ses clients à définir la meilleure stratégie de choix pour leurs essais.

Un marché de l'immunothérapie extrêmement porteur, drivé par l'immuno-oncologie

La dernière décennie a apporté un flux quasiment continu d'innovations avec de nouvelles générations de traitements qui commencent à voir le jour en oncologie et neurologie et notamment l'immunothérapie, traitement qui consiste à stimuler les défenses immunitaires d'un individu pour l'aider à lutter contre une maladie (cancer, maladie neuro-dégénérative...).

L'émergence de nouvelles thérapies très prometteuses en immuno-oncologie

Dans la plupart des pays développés, le cancer a pris la place des maladies cardio-vasculaires en devenant la première cause de mortalité. Avec près de 10 millions de décès dans le monde en 2020 selon l'OMS, il est responsable d'un décès sur six. Au total on dénombre près de 43,8 millions de personnes dans le monde vivant avec un cancer diagnostiqué. Et selon les dernières estimations du CIRC, le nombre de cas nouveaux cas pour 2018 serait de 18 millions, l'augmentation d'incidence serait donc de l'ordre de 20 % entre 2012 et 2018. Soit une augmentation à un rythme deux à trois fois supérieur à la croissance de la population mondiale dans le même laps de temps. Et surtout une augmentation de 80% des cas chez les 14-49 ans entre 1990 et 2019 (3,26 millions, vs 1,82 millions) selon la revue britannique BMJ Oncology. Par extrapolation, les experts estiment qu'il pourrait y avoir 26 millions de nouveaux cas et 17 millions de décès annuels dans le monde à horizon 2030.

Le traitement de cette maladie est donc devenu un enjeu majeur de santé public au niveau mondial donnant lieu à de nombreuses recherches en matière de traitement et notamment en immunothérapie. Si les premiers travaux en immuno-oncologie remontent à la fin du 19ème siècle, ce n'est que depuis 2010 avec l'essor des inhibiteurs de checkpoint que s'est véritablement développé le domaine de l'immuno-oncologie. Fondée sur la mobilisation des défenses immunitaires pour détruire les cellules cancéreuses, l'immunothérapie révolutionne la prise en charge des cancers et à vocation à un développement rapide. La réussite en clinique des anti-PD1 de Merck et de BMS (ce dernier développé en utilisant les modèles précliniques de genOway) sur le mélanome et le succès commercial qui s'en est suivi a provoqué une véritable ruée des sociétés biopharmaceutiques sur ces approches.

Or, si l'immuno-oncologie est en plein essor avec des traitements disponibles dans plusieurs types de cancer : mélanome ; cancer du sein ; cancer de la prostate, cancer colorectal, cancer du poumon, cancer de la tête, cancer du cou ... elle est loin de couvrir l'ensemble des 100 types différents de cancer existants. Ainsi, selon une étude du cabinet Exactitude Consultancy le marché de l'immuno-oncologie devrait connaître une croissance de l'ordre de 14% par an entre 2023 et 2029 pour atteindre près de 302Mds\$ en 2029 (vs 106Mds\$ en 2022).

Mais des freins au développement qui émergent

Cependant, un contrôle plus strict des dépenses de santé, d'accès et de suivi des essais cliniques pourrait freiner un peu le développement de certains segments.

En effet, selon, le Leem, l'accès au marché des MTIs (médicaments de thérapie innovante - CAR-T, thérapie cellulaire, thérapie génique, etc.) a été initialement facilité tant en Europe qu'au Etats-Unis mais, les standards réglementaires liés aux MTIs tendent à se durcir depuis quelques années. Par exemple, en 2020, 6 programmes en cours de développement ont dû étendre leur planning pour répondre aux interrogations de la FDA sur les procédés de production. En France cela a impliqué une baisse du nombre d'autorisations temporaires d'utilisation (ATUs) attribuées.

Renforçant la nécessité d'optimiser sa phase préclinique pour sécuriser ses essais cliniques

Selon une étude du Leem de 2022, 31% des essais cliniques dans le monde portent sur l'oncologie (45% en France). Il estime que plus de 4 000 essais cliniques sont actuellement en cours dans le domaine du cancer. Mondor Intelligences estime la taille du marché des essais cliniques à 47,83 milliards USD en 2023, avec une croissance moyenne attendue de 5,91% par an sur la période 2023-2028, pour atteindre 63,73 milliards USD en 2028.

Selon genOway le rapport des dépenses entre le préclinique et le clinique serait de 1 à 10, ce qui évaluerait le marché des études précliniques à environ 5 Mds\$. Compte tenu des dépenses nécessaires, les laboratoires ont donc tout intérêt à limiter leurs essais cliniques aux candidats médicaments ayant la plus grande chance de succès et à fiabiliser au maximum leurs essais précliniques. Compte tenu de son positionnement genOway devrait bénéficier de cette tendance.

Dans un contexte où les CRO peuvent avoir des intérêts divergents

Si genOway fournit les meilleurs outils pour accélérer et fiabiliser les essais précliniques et cliniques, ce n'est toutefois pas elle qui réalise les études.

Ces recherches sont en effet, menée par les laboratoires mais ceux-ci font souvent intervenir des entreprises partenaires spécialisées appelées des CRO « Contract Research Organizations » préclinique dont les plus connus sont Charles River, WuXi ou Evotec. Ces sociétés de recherche contractuelle fournissent des services de recherche au sens large et dans le cadre d'une étude préclinique ou clinique, elles réalisent les tests pour le laboratoire qui met en place, gère et finance l'étude. En bref genOway fournit les modèles, et le CRO réalise l'étude pour le compte du laboratoire.

Or les CRO ont des protocoles déjà bien établis et travaillent généralement avec des « outils » qu'ils maîtrisent. Ils ne sont donc pas prescripteurs de solutions techniquement meilleures mais qu'ils n'auraient pas l'habitude d'utiliser. C'est donc le chercheur lui-même qui doit imposer un produit genOway dans son cahier des charges, ce qui implique en premier lieu qu'il le connaisse.

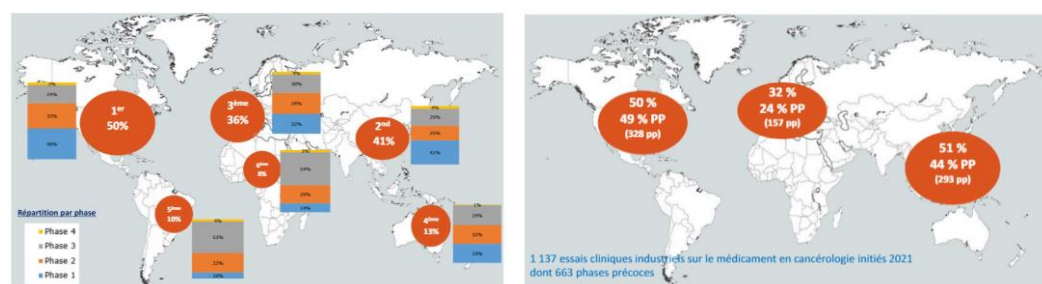
La société anticipe néanmoins un développement de ses ventes à des CROs avec le développement de ses ventes aux clients biopharmaceutiques car ceux-ci sont des prescripteurs pour les CROs. Il s'agit donc d'un marché plus lent à se développer mais qui présente une vraie opportunité de croissance à moyen terme.

Un marché très international où l'Asie commence à prendre une place significative

Outre les marchés historiques des pays occidentaux, on voit depuis quelques années une forte émergence des pays asiatiques, en particulier de la Chine, dans le secteur du médicament qui ouvre de nouveaux marchés à genOway.

Selon une étude du Leem de 2022, depuis 2016, la part des essais réalisés en Asie ne cesse d'augmenter, et la Chine se positionne comme un acteur majeur de l'innovation, avec, en 2016, 426 000 études publiées, contre 409 000 aux Etats-Unis. L'Asie se situe désormais au 1er rang des essais cliniques en oncologie et le quart des essais industriels du médicament sont réalisés exclusivement en Asie.

Répartition mondiale des études cliniques globales et en oncologie en 2021



Sources: Leem

genOway a bien compris l'intérêt de ce marché et a, dès 2019, signé un accord avec Cyagen, leader en Asie dans la conception de modèles génétiquement modifiés, pour la distribution commerciale exclusive de ses modèles catalogue en Immuno-Oncologie, en Asie. Ce contrat pluriannuel, d'une durée initiale de 5 ans, prévoyait le versement de royalties en fonction des volumes de vente, avec un minimum garanti de 5 M€ sur la période. Ce premier essai peu concluant, s'est soldé par une terminaison du contrat par genOway. Une procédure est en cours et genOway a bon espoir de la remporter.

Tenant compte de cet échec, genOway a construit une stratégie plus adaptée et ciblant spécifiquement le marché chinois. En octobre 2023, la société a annoncé la création d'une coentreprise à Shanghai, dont elle détient 45% et un droit de veto sur les choix stratégiques, pour développer ce marché. Cette société assurera localement la promotion et la vente de son catalogue de modèles précliniques en immuno-oncologie. La stratégie de genOway au travers de cette coentreprise est de développer une équipe commerciale de qualité à même de délivrer à ses clients chinois la même forte valeur ajoutée scientifique que celle fournie avec succès sur les marchés occidentaux.

genOway fournira à la coentreprise ses modèles et solutions en immuno-oncologie ainsi que l'expertise scientifique et technique associée et sera le seul valorisateur hors de Chine de l'innovation préclinique en immuno-oncologie produite par la coentreprise. Le périmètre opérationnel de la coentreprise sera probablement progressivement étendu aux nouvelles solutions innovantes de genOway au fur et à mesure de leur mise sur le marché. Les partenaires chinois de la coentreprise, issus du domaine de la MedTech, apportent, quant à eux, leur connaissance du marché local, leur réseau et leur capacité à recruter et animer des équipes commerciales de haut niveau scientifiques (expert PhD). Ils financeront le démarrage de l'activité par un premier apport de plus de 3 M€, leur conférant 55% du capital. Ces moyens importants entièrement alloués au développement de la coentreprise devraient permettre de faire connaître rapidement l'offre de genOway sur le marché chinois et de générer des premières ventes dès 2024. Les premiers recrutements de commerciaux sont déjà réalisés.

Une stratégie axée sur la montée en puissance de son catalogue et un accroissement de la pénétration du marché

A ce stade, pour ce que nous en savons, la société devrait axer ses développements sur la montée en puissance de son catalogue et sur l'accroissement de sa pénétration du marché notamment en Asie. Toutefois, genOway a annoncé lors de la publication de ses résultats semestriels qu'elle dévoilerait prochainement un nouveau plan stratégique à 5 ans avec de nouveaux axes de développement. Cette stratégie s'entend donc dans le contexte de ce que nous connaissons aujourd'hui.

Poursuite du développement de son catalogue en immunologie au sens large

Depuis le lancement de son catalogue de modèles syngéniques en 2018, la société a développé en moyenne 7 nouveaux modèles ICP par an pour atteindre aujourd'hui 35 modèles en catalogue. Elle a en outre développé considérablement les « applications » de son modèle BRGSF, capable aujourd'hui de répondre à de nombreux besoins complémentaires à ceux de ses modèles syngéniques.

Elle a également commencé à créer un catalogue de lignées cellulaires qui est en cours de lancement avec 12 modèles. La société devrait poursuivre le développement de son portefeuille de nouveaux modèles sur ce marché de l'immuno-oncologie afin de maintenir la croissance de ses ventes catalogues au-dessus de 35%.

Accroissement de son taux de pénétration du marché

Compte tenu de son historique, de son expertise et de la complémentarité de ses offres, genOway bénéficie d'atouts considérables pour devenir la référence du marché des solutions précliniques. Une partie du chemin est déjà faite puisque la société est présente commercialement chez la quasi-totalité des grands laboratoires internationaux (Roche, AstraZeneca, Bristol-Myers Squibb, GSK, Abbvie, Pfizer, Amgen...), et dans de nombreuses Biotech. Le véritable enjeu est donc d'accroître son accès au marché. Pour cela un important travail de fond reste à faire auprès des chercheurs :

1/ pour se faire connaître car même si genOway est présent chez 85% des gros laboratoires pharmaceutiques, au travers de contrats cadres notamment, sa présence se limite à travailler avec un nombre restreint de chercheurs dans chaque laboratoire qui en compte des centaines. Un des enjeux est donc de développer son maillage commercial auprès des chercheurs pour renforcer sa présence au sein de ces laboratoires, mais également de développer sa présence dans de plus petites biotechs.

2/ pour amener les chercheurs à utiliser des modèles transgéniques alors que 80% du marché est encore constitué de modèles non transgéniques donc moins performants et largement utilisés par les CRO.

Or, ce travail de fond nécessite d'entrer dans des discussions scientifiques et techniques avec les chercheurs ce qui n'est pas à la portée de n'importe quel commercial. genOway doit donc trouver des ressources commerciales atypiques bénéficiant à la fois d'un parcours en immunologie et d'un attrait pour la fonction commerciale. De plus les temps d'acquisition clients restent longs (plus de 6 mois), mais une fois le client convaincu une forme de récurrence de fait s'installe dans la durée.

La société estime que le potentiel est significatif avec 95% de cibles restantes à toucher.

Accompagnement de ses clients dans la mise en place de leur stratégie bas carbone

L'industrie pharmaceutique qui, selon les études, contribuerait à hauteur de 8% de l'empreinte carbone (en France) n'échappe plus aux critiques et son bilan carbone est de plus en plus contesté. Gaspillage, production énergivore et délocalisée sont autant de facteurs qui font de ce secteur l'un des mauvais élèves en matière écologique.

Face à cet écueil, les géants pharmaceutiques ont entamé une transition volontariste plus verte et se sont engagés à réduire leur empreinte carbone, ce qui devient également un enjeu business. Ainsi certains laboratoires ont, selon genOway, l'objectif que 100% de leurs fournisseurs soient « greenlab » à horizon 2027. genOway a initié depuis 2021 une politique volontariste de réduction de ses émissions de GES. Elle a mis en place un plan global de transformation de toutes ses fonctions et de tous ses processus : commerciaux, production, recherche La société a pour objectif une réduction de ses émissions totales (scope1 , 2, 3) de -6% par an pendant 5 ans.

Le bilan carbone réalisé par la société montre une réduction de -7% de ses émissions de GES en 2022 et la société anticipe une baisse similaire sur 2023. La société devrait entrer dans un processus de notation prochainement.

Des perspectives dans la continuité du plan 2018-2022

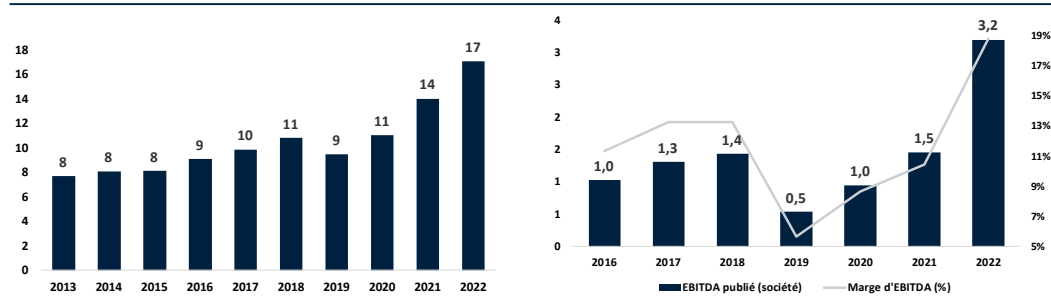
2018-2022 : validation de la pertinence du plan stratégique

Le plan 2018-2022 était un vrai challenge puisqu'il nécessitait de passer d'un modèle de pur fournisseur de service à la demande à un modèle d'industriel, concepteur d'outils de recherche. Ce pari risqué nécessitait non seulement de lourds investissements sur fonds propres, tant en R&D qu'en terme de surface et de matériel et équipement pour renforcer la plateforme technologique, mais également d'aller chercher le marché via de la prospection commerciale.

Après une première période de transition nécessaire pour opérer cette mutation, qui a conduit à une baisse de chiffre d'affaires et de marge dans un premier temps, la stratégie s'est avérée payante avec un taux de progression du CA qui a doublé sur la période 2017-2022 (+12% en moyenne) vs 2012-2017 (+6% en moyenne) et dans le même temps une marge d'EBITDA qui est passée de 13% en 2017 à près de 19% à fin 2022 (calcul société hors participation des salariés). On note une réelle accélération de la croissance depuis 2019 en lien avec la forte montée en puissance du catalogue (TCAM du CA catalogue 2019-2022 +40%, TCAM du CA global +22% sur la même période)

A fin 2022 les modèles catalogue représentaient 10M€ de chiffre d'affaires contre 7M€ pour le sur-mesure, soit 60% du chiffre d'affaires total. Ces modèles offrent une marge brute (calcul analytique) de 65% contre 40% pour les modèles sur mesure.

Evolution du chiffre d'affaires, de l'EBITDA et de la marge d'EBITDA 2016-2022



Source : Société

L'impact sur son résultat net est néanmoins moins favorable à ce stade, en raison de la hausse des DAP en lien avec les investissements. Le RNpg, corrigé de l'exceptionnel, ressort à 0,3M€ au 31/12/22 vs 0,6M€ au 31/12/2017.

Dans le même temps la société a renforcé ses fonds propres d'un peu moins de 7,5M€, via deux levées de fonds en 2020 et 2021, pour accompagner sa stratégie « catalogue », investi 8 M€ dans le développement de ses plateformes technologiques et immobilisé près de 7M€ en R&D. Malgré le poids de ces investissements son gearing est totalement maîtrisé à 27% et la société bénéficie d'une trésorerie de près de 5M€ au 31/12/2022.

Perspectives 2023-2026

genOway a annoncé lors de la publication de ses résultats semestriels qu'elle dévoilerait prochainement un nouveau plan stratégique à 5 ans avec de nouveaux axes de développement. Ces perspectives ne tiennent pas compte de ce futur plan et s'entendent dans le contexte de ce que nous connaissons aujourd'hui.

Un S2 2023 qui devrait s'inscrire dans la tendance du S1

Le premier semestre 2023 a totalement confirmé la tendance constatée ces dernières années avec un chiffre d'affaires en croissance de 20% à 9,33M€ constitué à 61% de ventes catalogues et un EBITDA en hausse de 70% à 2,33M€ portant la marge d'EBITDA à 25% (calcul société hors participation des salariés et gains de change en autres produits). L'EBIT a été multiplié par quatre à 1,03M€ vs 0,26M€ au S1 2022 et le résultat net par cinq à 1,02M€ vs 0,20M€.

Cette belle performance est notamment liée à l'accroissement de la marge brute analytique qui ressort selon les calculs de la société à 56% vs 50% au 31/12/2022, portée par la hausse de la marge des modèles sur mesure (40% vs 28%) mais également du modèle BRGSF qui avoisine les 50%, un niveau exceptionnel mais difficilement tenable à long terme (estimé à 40% en normatif). Cette amélioration est en partie liée à la stratégie bas carbone mise en place qui se traduit notamment par un recul significatif du poids des achats consommés.

Pour le S2, nous considérons que le chiffre d'affaires devrait poursuivre sa hausse sous l'effet de la création de 5 nouveaux modèles murins et 3 modèles cellulaires. Nous anticipons également une poursuite de la croissance du taux de marge brute mais plutôt liée à un effet mix produits qu'à une hausse des taux de marge par produits. Le poids du sur-mesure devrait, en effet, continuer à reculer au profit des modèles catalogues.

Ainsi, pour l'ensemble de l'exercice 2023 nous attendons un CA de 20M€ en croissance de 17,4% et une marge brute analytique de 57,8%.

Nous estimons que les charges externes devraient augmenter au S2 (en valeur et en poids relatif) compte tenu d'une création soutenue du nombre de nouveaux modèles nécessitant un accroissement des études de validation. Les autres charges d'exploitation devraient croître moins vite que le chiffre d'affaires.

L'EBITDA devrait donc significativement progresser sur l'exercice. Nous l'estimons à 4,9M€ avant participation et à 4,5M€ après, compte tenu d'une participation de 0,4M€. Le taux de marge d'EBITDA devrait ainsi rester sur son niveau du S1, autour de 24-25%, avant impact de la participation des salariés, et autour de 22,5% après.

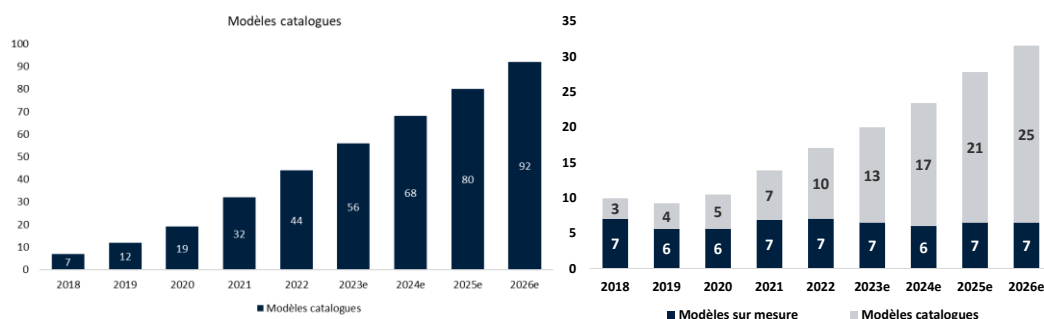
Après DAP estimé à 2,5M€ et autres produits et charges de près de 3M€ prenant en compte le CIR pour 3,4M€ et les redevances versées pour un peu moins de 0,5M€, le ROC est estimé à 2M€ sur l'exercice. Le résultat net ressort quant à lui à 2,4M€. Nous n'avons pas retenu de charge d'impôts compte tenu d'un déficit reportable de 48,8M€.

2024-2026 dans la continuité de 2023

Pour les années suivantes, le chiffre d'affaires devrait être tiré par la croissance du nombre de modèles tandis que le chiffre d'affaires sur mesure devrait rester constant autour de 6,5M€. Nous estimons que la société devrait garder son rythme de création de 7 nouveaux modèles animaux et 5 modèles cellulaires par an et que le chiffre d'affaires catalogue représentera près de 80% du chiffre d'affaires total à horizon 2026.

Cette hausse du poids relatif des modèles catalogues devraient également permettre de maintenir un niveau de marge brute élevé autour de 59% en normatif .

Evolution du nombre de modèles catalogue et du chiffre d'affaires 2018-2026e



Sources: Société, Euroland

Les autres charges et produits d'exploitation devraient quant à eux progresser en moyenne dans les mêmes proportions que le CA, avec un poids relatif qui restera constant autour de 36-37% du chiffre d'affaires. Ils incluent le CIR pour un montant que nous estimons stable à 3,4M€.

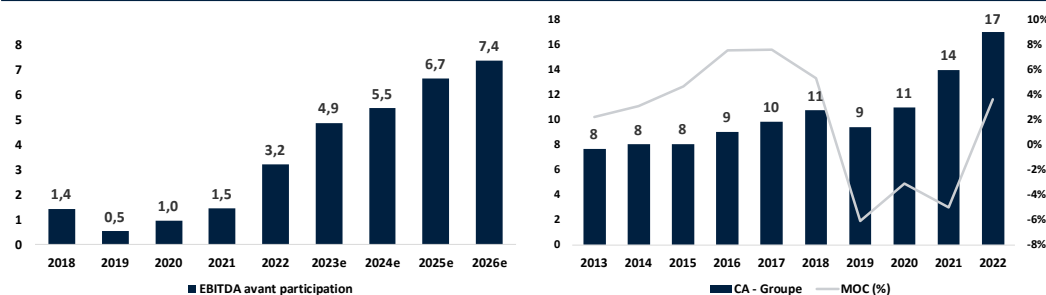
Compte tenu de ces différents paramètres nous estimons que la marge d'EBITDA devrait se stabiliser autour de 24% sur la période (hors participation des salariés).

Les dotations aux amortissements et provisions devraient également rester stable à 2,5M€ sous l'effet d'investissements assez constants estimés à 1,8M€ par an dont 1,4M€ de R&D.

La marge opérationnelle courante devrait donc poursuivre son amélioration pour atteindre, selon nos estimations 14,4% en 2026 (vs 3,7% en 2022).

Le résultat net devrait suivre la même tendance, d'autant que le résultat financier s'améliorera sous l'effet croisé du remboursement de la dette et de la croissance de la trésorerie. Il intègre également jusqu'en 2025 la reconnaissance de la subvention FEDER pour 0,46M€ par an (étalement des 2,3M€ sur 5 ans entre 2021 et 2025).

Evolution de l'EBITDA du ROC et de la MOC 2018-2026e



Sources: Société, Euroland

P&L analytique 2018-2026e

Au 31/12 (en M€)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	14,0	17,1	20,0	23,4	27,8	31,5
% évolution	27,3%	21,6%	17,4%	17,0%	18,7%	13,5%
Achats consommés	9,3	8,5	8,5	9,6	11,5	13,1
% du CA	66,0%	49,9%	42,2%	41,0%	41,3%	41,7%
Marge Brute analytique	4,8	8,5	11,6	13,8	16,3	18,4
% du CA	34,0%	50,1%	57,8%	59,0%	58,7%	58,3%
Autres charges et produits d'exploitation	3,5	5,4	7,1	8,7	10,0	11,4
EBITDA (après participation)	1,2	3,1	4,5	5,1	6,3	7,0
% du CA	8,7%	18,5%	22,4%	21,7%	22,6%	22,2%
EBITDA (avant participation - calcul société)	1,5	3,2	4,9	5,6	6,8	7,5
% du CA	10,4%	18,8%	24,4%	23,8%	24,4%	23,7%
DAP	1,9	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Résultat Opérationnel Courant (après participation)	-0,7	0,6	2,0	2,6	3,8	4,5
% du CA	-5,0%	3,7%	9,9%	11,1%	13,7%	14,4%
Produits et charges opérationnels non courants	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,0
EBIT (après participation)	-0,3	1,1	2,4	3,1	4,3	4,5
% du CA	-2,3%	6,3%	12,2%	13,1%	15,4%	14,4%
Résultat financier	0,0	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,3
Résultat courant avant impôts	-0,4	0,8	2,4	3,1	4,4	4,9
Impôts	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net des sociétés intégrées	-0,3	0,8	2,4	3,1	4,4	4,9
Résultat des SME	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat Net part du groupe	-0,3	0,8	2,4	3,1	4,4	4,9
% du CA	-2,3%	4,6%	11,9%	13,3%	16,0%	15,4%

Sources: Société, Euroland

Une situation financière saine permettant à la société de se développer sereinement

Nous estimons que la trésorerie de la société devrait avoisiner les 9M€ en fin d'année compte tenu de la perception de la créance FEDER de 2,3M€ en septembre et du remboursement de son crédit d'impôts recherche de 2022 de 2,7M€. Sa dette financière devrait quant à elle diminuer légèrement sous l'effet des remboursements et ce malgré l'octroi d'une avance remboursable de la BPI de 1M€ pour se situer autour de 8,7M€. genOway devrait donc dès cette année avoir un endettement net négatif.

Bien que les investissements devraient se poursuivre du fait du développement du catalogue produits, pour lequel nous estimons les investissements de R&D à 1,4M€ par an, la trésorerie devrait continuer à s'améliorer à l'avenir à la faveur d'une amélioration du BFR, du fait du remboursement de la créance du FEDER, mais également d'une amélioration du délai de règlement clients. On notera que notre estimation de BFR telle que calculée ne prend pas en compte le solde de la créance Cyagen de 2M€ qui fait encore l'objet d'une procédure d'arbitrage.

La dette nette restera donc négative permettant à la société de poursuivre ses investissements.

Bilan synthétique 2022-2026e (en M€)

Au 31/12 (en M€)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Immobilisations incorporelles	5,4	5,5	5,5	5,6	5,6	5,6
Immobilisations corporelles	7,2	6,7	5,8	5,1	4,4	3,8
Immobilisations financières	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Total Actif Immobilisé	13,2	12,8	11,9	11,2	10,6	9,9
BFR	7,2	8,1	7,2	8,5	10,0	11,4
Total Emplois	20,4	20,9	19,1	19,7	20,6	21,3
Capitaux propres PdG	14,6	15,4	17,8	20,9	25,3	30,2
Intérêts minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Capitaux propres	14,6	15,4	17,8	20,9	25,3	30,2
Autres Passifs Long Terme	0,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Dette nette	5,2	4,2	-0,1	-2,6	-6,2	-10,3
Total Ressources	20,4	20,9	19,1	19,7	20,6	21,3

Sources : Société, Euroland

Valorisation et objectif de cours

Pour valoriser la société, nous nous sommes appuyés sur la méthode des DCF.

Nous avons écarté la méthode des comparables boursiers en l'absence de comparables cotés en Europe, et de données financières sur ses comparables cotés en Asie.

Valorisation par la méthode des DCF

Notre approche par les DCF comprend une période explicite jusqu'en 2031 avec des prévisions détaillées jusqu'en 2026. Nous avons construit notre modèle sur la base d'un scénario conservateur en retenant les hypothèses suivantes :

- Une évolution de CA basée exclusivement sur de la croissance organique,
- Une légère progression puis une stabilisation du taux de marge opérationnelle à 15,8% à partir de 2029
- Une stabilité du BFR à 130 jours de CA son niveau normatif ;
- Un niveau d'investissements futurs stable à un peu moins de 2M€ (5% du chiffre d'affaires). Ces investissements sont essentiellement constitués de R&D;
- Un taux d'imposition à 0% sur la période explicite : compte tenu d'un report déficitaire de 48,8M€ et de nos perspectives de résultats, nous avons considéré que la société ne paierait pas d'impôt sur la période de projection. Nous avons en revanche retenu un taux normatif de 25% pour le calcul du résultat normatif;
- Une croissance à l'infini prudente de 2%, compte tenu de la montée en puissance de la société et de son potentiel en Asie;
- Un taux d'actualisation de **9,44%**, basé sur:
 - Un taux sans risque de 3,10% (OAT 10 ans - moyenne des six derniers mois)
 - Une prime de risque de 5,63% (moyenne des six derniers mois)
 - Un beta de 1,3

DCF genOway

En M€	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Chiffre d'affaires	20,0	23,4	27,8	31,5	34,1	35,8	36,9	37,4	38,0	38,8
variation (%)	17,4%	17,0%	18,7%	13,5%	8,2%	4,9%	3,0%	1,5%	1,5%	2,0%
Résultat opérationnel courant	2,0	2,6	3,8	4,5	5,2	5,6	5,8	5,9	6,0	6,1
MOC (%)	9,9%	11,1%	13,7%	14,4%	15,1%	15,5%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%
- Impôts	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,5
Taux d'IS (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%
+ DAP nettes	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7
en % du CA	12,5%	10,5%	8,9%	8,9%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Cash flow opérationnel	4,5	5,1	6,3	7,0	7,5	8,1	8,4	8,5	8,7	7,3
BFR	7,2	8,5	10,0	11,4	12,3	12,9	13,3	13,5	13,7	14,0
en % du CA	36,1%	36,1%	36,1%	36,1%	36,1%	36,1%	36,1%	36,1%	36,1%	36,1%
- Variation du BFR	0,9	-1,2	-1,6	-1,4	-0,9	-0,6	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3
- Investissements opérationnels	-1,6	-1,8	-1,8	-1,8	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	-1,9
en % du CA	8,0%	7,7%	6,5%	6,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Free Cash flow	3,8	2,0	2,9	3,8	4,9	5,7	6,2	6,5	6,6	5,1
Coefficient d'actualisation	0,914	0,835	0,763	0,697	0,637	0,582	0,532	0,486	0,444	0,406
Free Cash flow actualisé	3,5	1,7	2,2	2,7	3,1	3,3	3,3	3,1	2,9	2,1
Somme des FCF actualisés		27,9								
Valeur terminale actualisée										28,3
Valeur d'entreprise										56,2
Dette nette										4,2
Actifs financiers										0,6
Intérêts minoritaires										0,0
Valeur des capitaux propres										52,6
Valeur par action										5,8

Source : Euroland

Notre valorisation par la méthode des DCF ressort à 5,8 € par action.

Calcul du WACC et de Sensibilité de la valeur

Calcul du WACC		MATRICE DE SENSIBILITE						
			Taux de croissance à l'infini					
			1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	
Taux sans risque (OAT 10 ans)	3,1%	C	8,44%	6,3	6,1	6,1	6,3	6,8
Prime de risque	5,6%	M	8,94%	5,8	5,7	5,7	5,8	6,2
Bêta sans dette	1,2	P	9,44%	5,4	5,3	5,3	5,4	5,8
Bêta endetté	1,3	C	9,94%	5,1	5,0	5,0	5,1	5,4
Coût des capitaux propres	10,4%		10,44%	4,8	4,7	4,7	4,8	5,0
Coût de la dette	1,0%							
Coût de la dette après impôts	0,7%							
Coût moyen pondéré du capital	9,4%							
Taux de croissance à l'infini	2,0%							

Source : Euroland

Conclusion sur la valeur

Nous initions la couverture à l'Achat avec un objectif de cours de 5,8 € correspondant à la valeur obtenue par la méthode des DCF.

Annexes

Compte de résultat (M€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	10,8	9,5	11,0	14,0	17,1	20,0	23,4	27,8
Excédent brut d'exploitation	1,4	0,6	1,0	1,2	3,1	4,5	5,1	6,3
Résultat opérationnel courant	0,6	-0,6	-0,3	-0,7	0,6	2,0	2,6	3,8
Résultat opérationnel	0,7	-0,7	-0,5	-0,3	1,1	2,4	3,1	4,3
Résultat financier	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,3	-0,1	0,1	0,2
Impôts	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	0,6	-1,0	-0,7	-0,3	0,8	2,4	3,1	4,4
Bilan (M€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	9,3	9,2	12,8	13,2	12,8	11,9	11,2	10,6
dont goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	0,6	3,0	4,7	7,2	8,1	7,2	8,5	10,0
Disponibilités + VMP	3,1	1,1	2,7	5,6	4,9	8,8	8,9	10,6
Capitaux propres	7,9	6,8	8,8	14,6	15,4	17,8	20,9	25,3
Emprunts et dettes financières	4,7	6,0	10,8	10,8	9,0	8,7	6,2	4,4
Total Bilan	19,7	19,2	27,6	32,7	32,9	35,7	37,7	42,0
Tableau de flux (M€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Marge brute d'autofinancement	1,5	0,3	0,8	1,7	3,4	4,9	5,6	6,9
Variation de BFR	0,3	-2,4	-1,7	-2,5	-0,9	0,9	-1,2	-1,6
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	1,8	-2,1	-0,9	-0,8	2,4	5,8	4,4	5,3
CAPEX nets	-5,3	-1,1	-4,5	-2,3	-1,9	-1,6	-1,8	-1,8
FCF	-3,5	-3,3	-5,5	-3,1	0,5	4,2	2,6	3,5
Augmentation de capital	0,0	0,0	1,7	5,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	1,3	4,7	0,1	-1,1	-0,3	-2,4	-1,8
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financemen	0,0	1,3	6,5	5,7	-1,1	-0,3	-2,4	-1,8
Variation de trésorerie	-0,9	-2,0	1,6	2,9	-0,7	3,9	0,1	1,7
Ratios (%)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Variation chiffre d'affaires	9,5%	-12,5%	16,5%	27,3%	21,6%	17,4%	17,0%	18,7%
Marge EBE	13,2%	6,4%	8,7%	8,7%	18,5%	22,4%	21,7%	22,6%
Marge opérationnelle courante	5,4%	-6,1%	-3,1%	-5,0%	3,7%	9,9%	11,1%	13,7%
Marge opérationnelle	6,7%	-7,7%	-4,8%	-2,3%	6,3%	12,2%	13,1%	15,4%
Marge nette	5,3%	-11,0%	-6,2%	-2,3%	4,6%	11,9%	13,3%	16,0%
CAPEX (% CA)	49,1%	12,1%	41,0%	16,2%	11,2%	8,0%	7,7%	6,5%
BFR (% CA)	5,6%	31,9%	42,9%	51,3%	47,8%	36,1%	36,1%	36,1%
ROCE	3,9%	-3,1%	-1,3%	-2,6%	2,3%	7,8%	9,9%	13,9%
ROCE hors GW	3,9%	-3,1%	-1,3%	-2,6%	2,3%	7,8%	9,9%	13,9%
ROE	7,2%	-15,1%	-7,8%	-2,2%	5,1%	13,3%	14,9%	17,6%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Gearing (%)	20,5%	72,0%	90,9%	35,8%	27,1%	-0,3%	-12,6%	-24,3%
Dettes nettes/EBE	1,1	8,1	8,4	4,3	1,3	0,0	-0,5	-1,0
EBE/charges financières	21,2	8,6	11,1	11,0	25,8	54,7	94,5	35,7
Valorisation	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	6,0	6,0	7,0	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1
Nombre d'actions moyen (en millions)	6,0	6,0	7,0	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1
Cours (moyenne annuelle en euros)	1,9	1,7	2,3	3,9	3,6	4,1	4,1	4,1
(1) Capitalisation boursière moyenne	11	10	16	35	33	37	37	37
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	1,6	4,9	8,0	5,2	4,2	-0,1	-2,6	-6,2
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	-0,4	-0,2	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	12,5	15,0	23,5	39,9	36,6	36,6	34,1	30,5
VE/CA	1,2	1,6	2,1	2,8	2,1	1,8	1,5	1,1
VE/EBE	8,8	24,8	24,5	32,6	11,6	8,2	6,7	4,9
VE/ROC	21,6	-26,0	-69,1	-57,2	58,0	18,4	13,1	8,0
P/E	19,7	-9,9	-23,3	-109,3	42,4	15,7	11,9	8,4
P/B	1,4	1,5	1,8	2,4	2,1	2,1	1,8	1,5
P/CF	6,2	-4,8	-17,1	-44,7	13,5	6,4	8,5	7,0
FCF yield (%)	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Données par action (€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Bnpa	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,5
Book value/action	1,3	1,1	1,3	1,6	1,7	2,0	2,3	2,8
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Système de recommandations :

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

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

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

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

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

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

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

Historique de recommandations :

Achat: Depuis le 22/11/2023

Accumuler:

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

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

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

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

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

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

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

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

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

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

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

« Disclaimer / Avertissement »

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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