

## Achat

<b>Objectif de cours</b>	<b>6,60 € (vs 5,80 €)</b>
Cours au 16/01/2024	4,80 €
<b>Potentiel</b>	<b>40%</b>

## Données valeur

ALGEN:FP / ALGEN.PA	
Euronext Growth	
Capitalisation (M€)	44,6
Nb de titres (en millions)	9,3
Volume moyen 12 mois (titres)	6 702
Extrêmes 12 mois	3,5 € 4,8 €

## Performances boursières

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

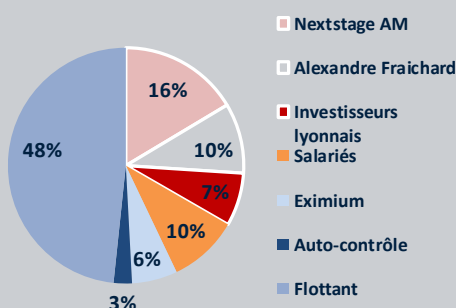
## Données financières (en M€)

au 31/12	2022	2023e	2024e	2025e
CA	17,1	20,1	23,8	29,0
var %	21,6%	17,9%	18,5%	21,6%
EBE	3,1	4,1	3,1	3,9
% CA	18,5%	20,5%	13,1%	13,5%
ROC	0,63	1,62	0,59	1,05
% CA	3,7%	8,1%	2,5%	3,6%
RN	0,78	1,95	0,98	1,41
% CA	4,6%	9,7%	4,1%	4,9%
Bnpa (€)	0,09	0,21	0,11	0,15
ROCE (%)	2,3%	5,6%	2,2%	3,0%
ROE (%)	5,1%	11,2%	5,3%	7,1%
Gearing (%)	27,1%	17,7%	2,1%	24,0%
Dette nette	4,2	3,1	0,4	4,7
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	2,3	1,8	1,7
VE/EBE (x)	11,6	11,3	14,0	12,3
VE/ROC (x)	58,0	28,6	74,8	45,8
P/E (x)	42,4	22,6	45,1	31,2

## Actionnariat



## Nouveau plan, Nouvelle dynamique !

## Publication du CA 2023

En ligne avec nos estimations, la société publie un chiffre d'affaires de 20,1M€ (20M€ attendus), en hausse de +18% sur l'exercice. Comme les années précédentes, l'activité reste portée par les ventes catalogue qui progressent de +37 % à 13,7M€ (vs 10M€ en 2022 et 13,5M€ attendus) tandis que le « sur mesure » est en baisse de -9% à 6,4M€ (vs 7M€ en 2022 et 6,5M€ attendus). Une baisse qui s'explique notamment par une évolution de la demande vers des modèles catalogues, ou des développement mutualisés dans le cadre d'un consortium.

## Un nouveau plan stratégique, axé sur la croissance de la top line

Forte du succès de son plan 2018-2023 qui a permis à la société de démontrer la pertinence de son modèle catalogue avec un doublement de son chiffre d'affaires depuis 2018, et une amélioration considérable de sa rentabilité, genOway lance un nouveau plan stratégique pour la période 2024-2028. Toutefois, contrairement au plan de 2018 qui initiait un véritable changement de business model, avec la transformation d'un modèle de service à un modèle industriel, le nouveau plan stratégique vise à accélérer la croissance dans la continuité, en s'appuyant sur la force de son catalogue, qui sera considérablement renforcé et diversifié, et sur une stratégie commerciale offensive.

Ce plan devrait permettre à genOway de tripler ses ventes catalogues, et de devenir un acteur incontournable de la recherche préclinique.

La société pense ainsi pouvoir atteindre à minima 50M€ de CA en croissance purement organique à horizon 2028, sans avoir besoin de lever des fonds. Un chiffre qui pourrait être largement dépassé en cas de croissance externe.

## Qui nécessitera des investissements humains et matériel significatifs

Pour ce faire, la société envisage d'étendre son site de production via l'acquisition ou la construction de nouveaux bâtiments qui seront financés par emprunt et d'augmenter ses dépenses de R&D. Mais, le gros enjeu de ce plan n'est pas tant le développement produits pour lequel la société a déjà largement démontré son savoir-faire, que l'intégration de ressources, avec suffisamment de séniorité pour le déployer.

genOway ambitionne ainsi de recruter 50 collaborateurs dans les 24 prochains mois avec un renforcement significatif de sa force de vente et va également poursuivre ses efforts dans la constitution d'un réseau de distribution, notamment en Asie.

## Mais sans conséquence sur la marge brute

Cette forte croissance se fera néanmoins sans concession sur les prix ni sur les coûts de production, de sorte que la marge brute devrait se maintenir entre 54 et 56%, son niveau normatif.

Les investissements prévus auront en revanche un impact sur les autres charges opérationnelles qui engendreront de fait un recul maîtrisé de la marge d'EBITDA. genOway souhaite, en effet, maintenir son niveau de marge d'EBITDA à un minima de 15% et contiendra ses investissements R&D et RH de façon à alimenter cette croissance, et construire le groupe qu'elle ambitionne de devenir, tout en restant dans cet objectif.

## Opinion et Recommandation

Ce nouveau plan est ambitieux. Il aura certes un impact sur les taux de marges mais compte tenu de la croissance attendue du chiffre d'affaires, la société devrait d'ici à quelques années atteindre des résultats supérieurs à ceux qu'elle aurait pu dégager avec son plan précédent. Nous avons revu nos perspectives et notre valorisation compte tenu de ces nouveaux éléments. Nous maintenons notre recommandation à Achat avec un OC réhaussé à 6,6 € (vs 5,8€).

## Plan stratégique 2024-2028, un changement d'échelle dans la continuité

L'objectif de toute société de biotechnologie et de tout laboratoire pharmaceutique, est d'être le premier à vendre une innovation thérapeutique (first in class) et/ou d'avoir un médicament plus « performant » en termes d'efficacité et/ou de sécurité (best in class). Pour atteindre cet objectif, la recherche préclinique est une étape cruciale, avec un enjeu colossal, car aucune modification n'est possible, aucun paramètre n'est modifiable (dosage, mode d'administration...) au delà de la phase préclinique. C'est tout l'intérêt des modèles développés par genOway qui permettent de tester avec une plus grande fiabilité l'efficacité d'une molécule et donc d'optimiser la réussite des essais cliniques de ses clients.

Fort du succès de son plan 2018-2023, qui a permis à la société de démontrer sa capacité à générer de la croissance extrêmement rentable grâce à son business catalogue, genOway va déployer un nouveau plan stratégique pour la période 2024-2028. Toutefois, contrairement au plan de 2018 qui initiait un véritable changement de business model avec la transformation d'un modèle de service à un modèle industriel, ce nouveau plan vise à accélérer la croissance dans la continuité, en allant plus loin dans les solutions proposées, avec pour ambition de devenir l'acteur de référence des solutions précliniques prédictives.

Pour ce faire genOway cible plusieurs axes de développement produits, qui devraient lui permettre de tripler son marché cible (source: société), accompagnés d'une stratégie commerciale offensive.

### Une stratégie produits visant à étoffer ses catalogues de modèles

Plusieurs axes de développement seront mis en œuvre visant à étendre les catalogues produits:

- **Cibler de nouveaux axes thérapeutiques porteurs pour répondre à la demande de l'industrie** : genOway qui jusqu'à présent était fortement spécialisée sur l'immuno-oncologie, va étendre ses solutions à de nouveaux axes thérapeutiques en immunologie : les maladies neuro-dégénératives et métaboliques, en ciblant le processus inflammatoire. En effet si le marché de l'immuno-oncologie reste porteur, selon une étude de Lazard, les maladies inflammatoires constituent une des premières priorités thérapeutiques des laboratoires pour les prochains mois.
- **Développer les modèles consortium** : Forte de la réussite du développement de ses 2 modèles consortium (e.g. Amgen, AstraZeneca, BMS, Pfizer), qui génèrent chacun un chiffre d'affaires bien supérieur à celui des autres modèles, genOway souhaite accélérer dans ce domaine et convaincre des sociétés biopharmaceutiques concurrentes, mais ayant les mêmes besoins, de développer ensemble des solutions précliniques innovantes avec une période d'exclusivité. Compte tenu de son expertise, la société estime être à même de développer 2 modèles consortium par an.
- **Accélérer le développement des modèles cellulaires** : Depuis deux ans genOway a commencé à développer un catalogue de modèles cellulaires. Elle souhaite aujourd'hui aller plus loin en étoffant son catalogue avec des modèles cellulaires beaucoup plus prédictifs qui apporteraient une amélioration forte à la fiabilité des données précliniques qu'ils produisent. La société estime que sur la période à venir elle développera plus de modèles cellulaires que de modèles murins. Le développement de certains modèles de nouvelle génération de plus en plus complexes (ex: modèles 3D) pourrait passer par des partenariats.

- **Aller au-delà de la recherche d'efficacité** : Aujourd'hui genOway ne cible que les études d'efficacité. Le nouveau plan prévoit de couvrir l'intégralité de la chaîne de valeur en ajoutant aux études d'efficacité, les études de pharmacocinétiques et de toxicité non réglementaires. Ces études sont, aujourd'hui encore, principalement réalisées sur des modèles non génétiquement modifiés et genOway estime qu'elle aurait beaucoup à apporter dans ce domaine en créant des modèles transverses qui permettraient de réaliser ces études de pharmacocinétique et de toxicité. Ces modèles apporteront une vraie plus value à l'industrie dans le cadre de leurs essais précliniques dans un contexte où le taux de succès des essais cliniques est en baisse (5% de taux de réussite actuellement vs 10% il y a quelques années selon une étude IQVIA 2022). Les études de validation restent toutefois encore longues en raison des délais nécessaires pour construire une base de données suffisamment étendue et fiable.

La mise en œuvre de ce plan nécessitera un agrandissement du site de production. Les nouveaux locaux devraient être financés pour partie par emprunt bancaire.

## Le déploiement d'une stratégie commerciale offensive

Le vrai enjeu de ce plan n'est pas tant de réussir à développer de nouveaux modèles qu'à trouver les ressources humaines, notamment commerciales, et toucher le bon interlocuteur au sein des laboratoires, ce qu'a bien analysé genOway.

La société axe donc ses efforts sur un plan de recrutement ambitieux, avec pour objectif de recruter 50 collaborateurs en 24 mois, de senioriser l'équipe, et de passer de 7 commerciaux en 2023 à 19 à horizon 2028. Compte tenu de la difficulté à trouver certains profils, notamment commerciaux, sur le marché, genOway envisage de créer sa propre école de formation, la genOway academy, pour former et fidéliser ses collaborateurs.

Une des plus importantes missions de ses commerciaux sera d'identifier non plus les chercheurs mais, pour chaque projet, le chef de programme qui est le seul à avoir une vision globale du projet de bout en bout et pour qui la réussite de la phase préclinique est essentielle. Leur seconde mission sera de collaborer avec les « intégrateurs » (CROs) qui bénéficient d'une force commerciale colossale, afin qu'ils intègrent les produits catalogues de genOway dans leurs offres de service aux sociétés pharmaceutiques et biotechnologiques.

Outre des modèles très prédictifs, les commerciaux de genOway bénéficient d'un atout de taille, puisque la société est aujourd'hui le seul acteur du secteur à faire du bilan carbone une de ses priorités, en lien avec la démarche de décarbonation à laquelle s'est engagée l'industrie pharmaceutique. genOway a énormément travaillé sur ces processus, ce qui lui permet d'avoir une vraie avance par rapport à ses concurrents en étant, selon la société, le seul acteur « compliant » avec les accords de Paris 2030.

La société va également poursuivre ses efforts dans la constitution d'un réseau de distribution notamment en Asie, marché très porteur. Elle bénéficie d'ores et déjà d'une structure en Chine, en charge de la promotion et de la vente de ses modèles catalogue au niveau local.

## Une réorganisation interne

Pour mettre en œuvre ce programme ambitieux, l'équipe business doit également être transformée et renforcée, en lien avec l'ambition du plan stratégique. Les postes de directeur commercial et de directeur de production seront doublés avec une équipe qui sera plus focalisée sur le quotidien et la réalisation du budget de l'année et une équipe avec une vision à plus long terme concentrée sur l'atteinte des objectifs du plan. Un poste sera également créé pour assurer la liaison avec les équipes de la JV chinoise.

genOway estime que ce plan devrait lui permettre de tripler ses ventes catalogue.

## Ajustement de nos estimations 2023 et nouvelles perspectives 2024-2027

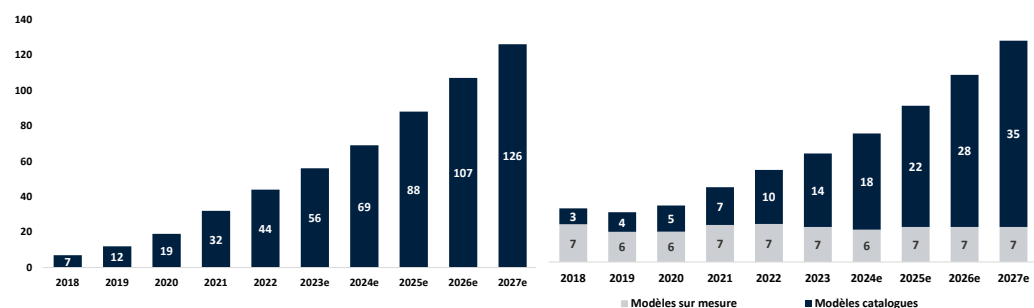
Nous avons légèrement ajusté nos estimations de résultats concernant l'exercice 2023, en lien avec nos discussions avec la société suite à la publication du chiffre d'affaires, mais avec une tendance inchangée. Nous attendons désormais une marge brute de 56,2% vs 57,8% (50,1% en 2022) et en conséquence un EBITDA de 4,1M€ après participation (vs 4,5M€ lors de nos précédentes estimations et 3,1M€ en 2022). Nous avons, en outre, ajusté la trésorerie et le BFR du fait du décalage de la perception d'un CIR de 2,7M€ sur l'exercice 2024.

Nous avons également revu nos perspectives 2024-2027 pour tenir compte de la mise en place du nouveau plan stratégique.

Par rapport à nos estimations précédentes nous prévoyons une accélération de la croissance du chiffre d'affaires catalogue, en lien avec les recrutements commerciaux et la sortie des nouveaux modèles et notamment des modèles cellulaires avec un rythme de création beaucoup plus important que précédemment anticipé. De plus, la croissance sera également boostée par le démarrage de la JV en Chine. Nous maintenons en revanche nos estimations de chiffre d'affaires sur mesure autour de 6,5M€-7M€. Nous estimons ainsi que le chiffre d'affaires catalogue représentera 34,5M€, soit près de 85% du chiffre d'affaires total de 41M€, à horizon 2027.

La marge brute devrait, quant à elle, diminuer légèrement par rapport à 2023 compte tenu du mix-produit pour se stabiliser autour de 54% à horizon 2026-2027, un niveau que nous considérons comme normatif.

## Evolution du nombre de modèles catalogue et du chiffre d'affaires 2018-2027e



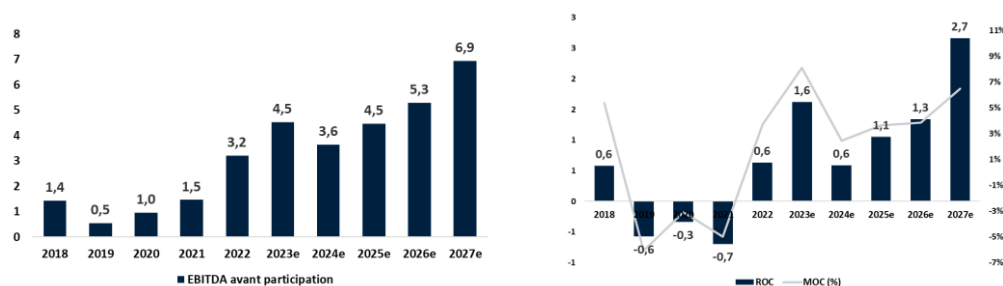
Sources: Société, Euroland

Les autres charges et produits d'exploitation devraient quant à eux être impactés par la croissance des frais de R&D ainsi que par les recrutements en lien avec la mise en place du plan. Ils devraient représenter désormais entre 39 et 43% du chiffre d'affaires, contre 36-37% lors de nos précédentes estimations.

Compte tenu de ces investissements opérationnels, le taux de marge d'EBITDA sera en recul par rapport à nos précédentes estimations, avec un maintien d'une marge d'EBITDA, avant participation, autour de 15% sur la période 2024-2027 (vs 24% auparavant).

Les dotations aux amortissements seront impactées par les investissements immobiliers pour passer de 2,5M€ en 2024 à 3,5M€ en 2027. Ils devraient en revanche diminuer dès 2028 avec l'extinction d'une partie des amortissements de l'ancien bâtiment.

## Evolution de l'EBITDA du ROC et de la MOC 2018-2027e



Sources: Société, Euroland

Le résultat opérationnel courant devrait revenir en 2024 sur son niveau de 2022, puis s'améliorer en lien avec la croissance du chiffre d'affaires. La marge opérationnelle courante devrait suivre la même tendance pour se situer autour de 6,5% en 2027 selon nos estimations.

Le résultat net bénéficiera jusqu'en 2025 de la reconnaissance de la subvention FEDER pour 0,46M€ par an (étalement des 2,3M€ sur 5 ans entre 2021 et 2025) puis sera impacté par une hausse de la charge financière à partir de 2026 en lien avec l'emprunt souscrit pour agrandir le site de production. Compte tenu d'un montant de 48,8M€ de déficits reportables, nous n'avons pas retenu d'IS.

## P&amp;L analytique 2021-2027e

Au 31/12 (en M€)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>14,0</b>	<b>17,1</b>	<b>20,1</b>	<b>23,8</b>	<b>29,0</b>	<b>34,7</b>	<b>41,0</b>
% évolution	27,3%	21,6%	17,9%	18,5%	21,6%	19,8%	18,2%
Achats consommés	9,3	8,5	8,8	10,5	13,0	16,0	18,8
% du CA	66,0%	49,9%	43,8%	44,0%	44,8%	46,2%	45,8%
<b>Marge Brute analytique</b>	<b>4,8</b>	<b>8,5</b>	<b>11,3</b>	<b>13,3</b>	<b>16,0</b>	<b>18,7</b>	<b>22,2</b>
% du CA	34,0%	50,1%	56,2%	56,0%	55,2%	53,8%	54,2%
Autres charges et produits d'exploitation	3,5	5,4	7,2	10,2	12,1	14,0	16,1
<b>EBITDA (après participation)</b>	<b>1,2</b>	<b>3,1</b>	<b>4,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,9</b>	<b>4,6</b>	<b>6,2</b>
% du CA	8,7%	18,5%	20,5%	13,1%	13,5%	13,4%	15,1%
<b>EBITDA (avant participation - selon mode de calcul société)</b>	<b>1,5</b>	<b>3,2</b>	<b>4,5</b>	<b>3,6</b>	<b>4,5</b>	<b>5,3</b>	<b>6,9</b>
% du CA	10,4%	18,8%	22,5%	15,2%	15,4%	15,3%	16,9%
DAP	1,9	2,5	2,5	2,5	2,9	3,3	3,5
<b>Résultat Opérationnel Courant (après participation)</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>1,6</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>2,7</b>
% du CA	-5,0%	3,7%	8,1%	2,5%	3,6%	3,9%	6,5%
Produits et charges opérationnels non courants	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,0	0,0
<b>EBIT (après participation)</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,1</b>	<b>2,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>2,7</b>
% du CA	-2,3%	6,3%	10,3%	4,4%	5,2%	3,9%	6,5%
<b>Résultat financier</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>
<b>Résultat courant avant impôts</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>2,3</b>
Impôts	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat net des sociétés intégrées</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>2,3</b>
<b>Résultat des SME</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Part des Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat Net part du groupe</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>2,3</b>
% du CA	-2,3%	4,6%	9,7%	4,1%	4,9%	3,1%	5,7%

Sources: Société, Euroland

## Une situation financière permettant à la société de financer sa croissance organique sans levée de fonds

Compte tenu de sa trésorerie disponible, de l'ordre de 5,6M€ à fin 2023, selon nos estimations, et de sa capacité d'endettement, genOway devrait être à même d'autofinancer son plan stratégique, à l'exception de l'agrandissement de son site de production d'un montant estimé de 9M€, qui devrait être financé pour partie par emprunt.

Nous estimons, en outre, les investissements R&D activés, entre 1,5M€ et 2M€ par an sur la période.

Le BFR devrait quant à lui s'améliorer (en jours de CA) sous l'effet notamment d'une amélioration du délai de règlement clients, sur lequel la société a beaucoup travaillé.

Malgré ces investissements, la dette nette devrait rester modérée avec un gearing qui devrait, au maximum, atteindre 41% sur toute la période.

### Bilan synthétique 2021-2027e (en M€)

Au 31/12 (en M€)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Immobilisations incorporelles	5,4	5,5	5,5	5,6	5,7	6,0	6,3
Immobilisations corporelles	7,2	6,7	5,8	6,4	10,5	13,2	12,0
Immobilisations financières	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
<b>Total Actif Immobilisé</b>	<b>13,2</b>	<b>12,8</b>	<b>11,9</b>	<b>12,6</b>	<b>16,8</b>	<b>19,8</b>	<b>18,9</b>
<b>BFR</b>	<b>7,2</b>	<b>8,1</b>	<b>9,9</b>	<b>7,5</b>	<b>9,1</b>	<b>10,9</b>	<b>12,9</b>
<b>Total Emplois</b>	<b>20,4</b>	<b>20,9</b>	<b>21,8</b>	<b>20,1</b>	<b>25,9</b>	<b>30,7</b>	<b>31,7</b>
Capitaux propres PdG	14,6	15,4	17,4	18,3	19,7	20,8	23,2
Intérêts minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Total Capitaux propres</b>	<b>14,6</b>	<b>15,4</b>	<b>17,4</b>	<b>18,3</b>	<b>19,7</b>	<b>20,8</b>	<b>23,2</b>
Autres Passifs Long Terme	0,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
<b>Dette nette</b>	<b>5,2</b>	<b>4,2</b>	<b>3,1</b>	<b>0,4</b>	<b>4,7</b>	<b>8,5</b>	<b>7,2</b>
<b>Total Ressources</b>	<b>20,4</b>	<b>20,9</b>	<b>21,8</b>	<b>20,1</b>	<b>25,9</b>	<b>30,7</b>	<b>31,7</b>

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.

Notre approche par les DCF comprend une période explicite jusqu'en 2031 avec des prévisions détaillées jusqu'en 2027. 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 du taux de marge opérationnelle en lien avec un recul puis une stabilisation des DAP à 5% du CA à partir de 2031
- Une stabilité du BFR à 113 jours de CA son niveau normatif
- Un niveau d'investissements tenant compte de l'agrandissement du site de production sur la période 2024-2026 puis stables à 2,5M€ (4-5% du chiffre d'affaires). Ces investissements sont majoritairement 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 de 2,5%, compte tenu de l'élargissement des activités en lien avec le plan stratégique et de son potentiel en Asie;
- Un taux d'actualisation de 9,2%, basé sur:
  - Un taux sans risque de 3,07% (OAT 10 ans - moyenne des six derniers mois)
  - Une prime de risque de 5,73% (moyenne des six derniers mois)
  - Un beta de 1,2

### DCF genOway

En M€	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>20,0</b>	<b>23,8</b>	<b>29,0</b>	<b>34,7</b>	<b>41,0</b>	<b>47,6</b>	<b>54,7</b>	<b>60,2</b>	<b>63,2</b>	<b>64,8</b>
variation (%)	17,4%	18,9%	21,6%	19,8%	18,2%	16,0%	15,0%	10,0%	5,0%	2,5%
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>1,6</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>2,7</b>	<b>4,3</b>	<b>6,0</b>	<b>7,8</b>	<b>9,5</b>	<b>10,4</b>
MOC (%)	8,1%	2,5%	3,6%	3,9%	6,5%	9,0%	11,0%	13,0%	15,0%	16,0%
- Impôts	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,6
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	2,9	3,3	3,5	3,6	3,8	3,6	3,2	3,2
en % du CA	12,5%	10,7%	9,9%	9,5%	8,6%	7,5%	7,0%	6,0%	5,0%	5,0%
<b>Cash flow opérationnel</b>	<b>4,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,9</b>	<b>4,6</b>	<b>6,2</b>	<b>7,8</b>	<b>9,8</b>	<b>11,4</b>	<b>12,6</b>	<b>11,0</b>
BFR	9,9	7,5	9,1	10,9	12,9	14,9	17,2	18,9	19,8	20,3
en % du CA	49,6%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%
- Variation du BFR	-1,8	2,5	-1,6	-1,8	-2,0	-2,1	-2,2	-1,7	-0,9	-0,5
- Investissements opérationnels	-1,6	-3,3	-7,0	-6,3	-2,6	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5
en % du CA	8,0%	13,9%	24,2%	-18,2%	-6,3%	-5,3%	-4,6%	-4,2%	-4,0%	-3,9%
<b>Free Cash flow</b>	<b>0,7</b>	<b>2,3</b>	<b>-4,7</b>	<b>-3,5</b>	<b>1,6</b>	<b>3,3</b>	<b>5,1</b>	<b>7,2</b>	<b>9,2</b>	<b>8,0</b>
Coefficient d'actualisation	0,916	0,839	0,769	0,704	0,645	0,591	0,541	0,496	0,454	0,416
<b>Free Cash flow actualisé</b>	<b>0,7</b>	<b>1,9</b>	<b>-3,6</b>	<b>-2,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,8</b>	<b>3,6</b>	<b>4,2</b>	<b>3,3</b>
Somme des FCF actualisés	13,4									
Valeur terminale actualisée	51,2									
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>64,6</b>									
Dettes nettes	4,2									
Actifs financiers	0,6									
Intérêts minoritaires	0,0									
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>61,0</b>									
<b>Valeur par action</b>	<b>6,6</b>									

Source : Euroland

## Calcul du WACC et matrice de sensibilité

Calcul du WACC		MATRICE DE SENSIBILITE						
			Taux de croissance à l'infini					
			6,6	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
Taux sans risque (OAT 10 ans)	3,1%							
Prime de risque	5,7%							
Bêta sans dette	1,1	C	8,17%	7,2	7,7	8,3	9,0	9,8
Bêta endetté	1,2	M	8,67%	6,5	6,9	7,4	7,9	8,5
<b>Coût des capitaux propres</b>	<b>10,0%</b>	P	9,17%	5,9	6,2	6,6	7,0	7,5
Coût de la dette	1,0%	C	9,67%	5,3	5,6	5,9	6,3	6,7
<b>Coût de la dette après impôts</b>	<b>0,7%</b>		<b>10,17%</b>	4,8	5,1	5,3	5,6	6,0
<b>Coût moyen pondéré du capital</b>	<b>9,2%</b>							
Taux de croissance à l'infini	2,5%							

Source : Euroland

Nous restons à l'Achat avec un objectif de cours revu à 6,6 € (vs 5,8€).

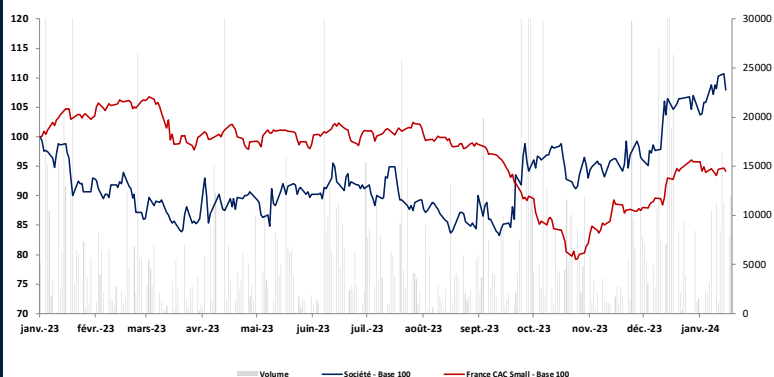


## Présentation de la société

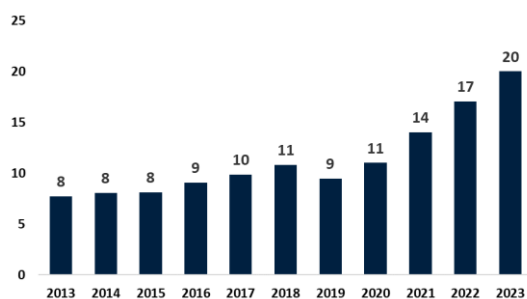
Créée en 1999, et cotée depuis 2007, genOway conçoit et développe des modèles de recherche dont la physiologie a été améliorée (par modification génétique ou par greffe de cellules / tissus) pour mimer au mieux la physiologie humaine. Les modèles de genOway permettent ainsi de mieux prédire les effets (bénéfiques comme délétères) des candidats médicaments de ses clients et in fine sécurisent et accélèrent leur processus de mise sur le marché.

Depuis 2018, la société est passé d'un modèle de service totalement à façon sur mesure, pour répondre à des demandes spécifiques de ses clients au développement d'un catalogue de modèles « prêts à l'emploi », sur le segment de la recherche en immuno-oncologie. Son nouveau plan stratégique vise à aller plus loin dans le développement de son catalogue en se positionnant sur l'immunologie au sens large tout en accélérant sur la partie conseil. Elle réalise à fin 2023 un CA de 20,1M€.

## Evolution du cours (base 100)



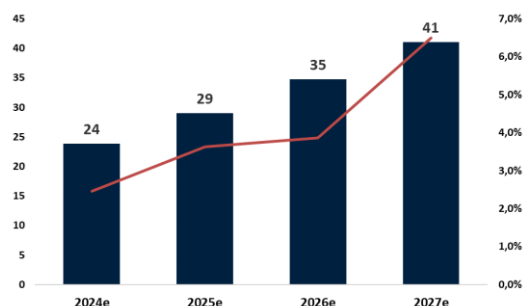
## Evolution du chiffre d'affaires 2013-2023 (M€)



## Argumentaire d'investissement

- **Un acteur fondamental des solutions précliniques prédictives** : Dans un contexte où la phase préclinique est une étape critique pour le lancement d'un nouveau médicament, plus aucune modification n'étant possible en phase d'essai clinique, genOway, grâce à ses modèles extrêmement prédictifs, se positionne comme un partenaire de référence de la recherche préclinique en 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, 2/ un conseil scientifique de haut niveau pour les accompagner dans la conception de la meilleure stratégie de choix pour leurs essais 3/ une possibilité d'approche croisée avec différents types de modèles (syngéniques, immunodéficients et cellulaires ) et 4/ une stratégie bas carbone en lien avec les obligations de l'industrie pharmaceutique. Cette approche globale est une véritable barrière à l'entrée face à des concurrents mono produits ou moins qualitatifs.
- **Une accélération de son potentiel de croissance** : Le nouveau plan stratégique permettra à genOway de changer d'échelle en accélérant sa croissance tout en restant dans la continuité de ce qui fait la force de son business model : des modèles catalogues très rémunérateurs et à forte valeur ajoutée.

## Prévisions Euroland CA et MOC 2024-2027e (M€, %)



Compte de résultat (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Chiffre d'affaires	11,0	14,0	17,1	20,1	23,8	29,0	34,7	41,0
Excédent brut d'exploitation	1,0	1,2	3,1	4,1	3,1	3,9	4,6	6,2
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>1,6</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>2,7</b>
Résultat opérationnel	-0,5	-0,3	1,1	2,1	1,0	1,5	1,3	2,7
Résultat financier	-0,1	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3
Impôts	-0,1	0,0	0,0	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
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>2,3</b>
Bilan (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Actifs non courants	12,8	13,2	12,8	11,9	12,6	16,8	19,8	18,9
dont goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	4,7	7,2	8,1	9,9	7,5	9,1	10,9	12,9
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>2,7</b>	<b>5,6</b>	<b>4,9</b>	<b>5,6</b>	<b>5,9</b>	<b>3,8</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>
Capitaux propres	8,8	14,6	15,4	17,4	18,3	19,7	20,8	23,2
Emprunts et dettes financières	10,8	10,8	9,0	8,7	6,3	8,5	10,8	9,1
<b>Total Bilan</b>	<b>27,6</b>	<b>32,7</b>	<b>32,9</b>	<b>35,2</b>	<b>34,8</b>	<b>40,3</b>	<b>45,8</b>	<b>48,7</b>
Tableau de flux (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Marge brute d'autofinancement	0,8	1,7	3,4	4,4	3,5	4,3	4,4	5,9
Variation de BFR	-1,7	-2,5	-0,9	-1,8	2,5	-1,6	-1,8	-2,0
<b>Flux nets de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>6,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>3,9</b>
CAPEX nets	-4,5	-2,3	-1,9	-1,6	-3,3	-7,0	-6,3	-2,6
<b>FCF</b>	<b>-5,5</b>	<b>-3,1</b>	<b>0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>2,7</b>	<b>-4,3</b>	<b>-3,7</b>	<b>1,3</b>
Augmentation de capital	1,7	5,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	4,7	0,1	-1,1	-0,3	-2,4	2,2	2,3	-1,7
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>6,5</b>	<b>5,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>-1,7</b>
Variation de trésorerie	1,6	2,9	-0,7	0,7	0,3	-2,1	-1,4	-0,4
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Variation chiffre d'affaires	16,5%	27,3%	21,6%	17,9%	18,5%	21,6%	19,8%	18,2%
Marge EBE	8,7%	8,7%	18,5%	20,5%	13,1%	13,5%	13,4%	15,1%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>-3,1%</b>	<b>-5,0%</b>	<b>3,7%</b>	<b>8,1%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,9%</b>	<b>6,5%</b>
Marge opérationnelle	-4,8%	-2,3%	6,3%	10,3%	4,4%	5,2%	3,9%	6,5%
Marge nette	-6,2%	-2,3%	4,6%	9,7%	4,1%	4,9%	3,1%	5,7%
CAPEX (% CA)	41,0%	16,2%	11,2%	8,0%	13,9%	24,2%	18,2%	6,3%
BFR (% CA)	42,9%	51,3%	47,8%	49,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%
ROCE	-1,3%	-2,6%	2,3%	5,6%	2,2%	3,0%	3,3%	6,3%
<b>ROCE hors GW</b>	<b>-1,3%</b>	<b>-2,6%</b>	<b>2,3%</b>	<b>5,6%</b>	<b>2,2%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,3%</b>	<b>6,3%</b>
ROE	-7,8%	-2,2%	5,1%	11,2%	5,3%	7,1%	5,2%	10,1%
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	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Gearing (%)</b>	<b>90,9%</b>	<b>35,8%</b>	<b>27,1%</b>	<b>17,7%</b>	<b>2,1%</b>	<b>24,0%</b>	<b>40,6%</b>	<b>30,9%</b>
Dettes nette/EBE	8,4	4,3	1,3	0,7	0,1	1,2	1,8	1,2
EBE/charges financières	11,1	11,0	25,8	28,5	45,3	38,2	17,6	19,8
Valorisation	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Nombre d'actions (en millions)	7,0	9,1	9,1	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3
Nombre d'actions moyen (en millions)	7,0	9,1	9,1	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3
Cours (moyenne annuelle en euros)	2,3	3,9	3,6	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8
(1) Capitalisation boursière moyenne	16	35	33	45	45	45	45	45
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	8,0	5,2	4,2	3,1	0,4	4,7	8,5	7,2
(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	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	23,5	39,9	36,6	46,5	43,8	48,2	51,9	50,6
<b>VE/CA</b>	<b>2,1</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>
VE/EBE	24,5	32,6	11,6	11,3	14,0	12,3	11,2	8,2
<b>VE/ROC</b>	<b>-69,1</b>	<b>-57,2</b>	<b>58,0</b>	<b>28,6</b>	<b>74,8</b>	<b>45,8</b>	<b>38,7</b>	<b>19,0</b>
P/E	-23,3	-109,3	42,4	22,6	45,1	31,2	40,8	18,7
P/B	1,8	2,4	2,1	2,5	2,4	2,2	2,1	1,9
P/CF	-17,1	-44,7	13,5	16,5	7,4	16,6	17,1	11,3
<b>FCF yield (%)</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>
Données par action (€)	2 020	2 021	2 022	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027
Bnpa	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,3
<b>Book value/action</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

## Analyste

Valérie DUCREUX DIEPPE

06 07 66 22 74

vdieppe@vdequity.com



**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.

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."