

Achat

Objectif de cours **13,0 € (vs 13,5 €)**
Cours au 05/06/2023 9,54 €
Potentiel 36,3%

Données valeur

ALOSM.PA / ALOS.M:FP
Euronext Growth
Capitalisation (M€) 27,4
Nb de titres (en millions) 2,9
Volume moyen 12 mois (titres) 1 892
Extrêmes 12 mois 7,51 € 12,69 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	3,5%	-11,8%	-19,4%	3,3%
Perf CAC Small	1,9%	1,0%	-5,7%	-7,8%

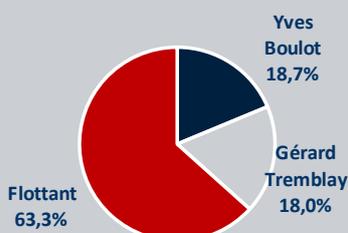
Données financières (en M€)

au 31/08	2022	2023e	2024e	2025e
CA	11,6	13,3	15,3	17,6
var %	20,8%	15,0%	15,0%	15,0%
EBE	3,8	4,9	5,9	6,9
% CA	32,4%	37,0%	38,2%	39,0%
ROC	1,4	2,1	2,6	3,1
% CA	12,0%	15,5%	16,7%	17,5%
RN	1,0	1,2	1,6	2,0
% CA	8,4%	8,9%	10,3%	11,2%
Bnpa (€)	0,5	0,4	0,5	0,7
ROCE (%)	6,3%	9,2%	10,7%	11,9%
ROE (%)	12,1%	7,3%	8,8%	10,0%
Gearing (%)	137,1%	20,0%	15,6%	10,8%
Dettes nette	11,1	3,2	2,8	2,1
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)	2,5	2,2	1,9	1,6
VE/EBE (x)	7,6	6,0	5,0	4,2
VE/ROC (x)	20,5	14,4	11,4	9,3
P/E (x)	18,6	23,1	17,4	13,8

Actionnariat



Nouveau semestre record

Publication des résultats S1 2022-2023

Après avoir publié un CA S1 2022-2023 d'excellente facture (+23% à 5,1 M€), Osmozis communique d'excellents résultats semestriels, légèrement supérieurs à nos attentes. L'EBE est multiplié par 2,5x et ressort à 1,4 M€, pour une marge de 27% (vs 13% au S1 l'année dernière). Le RN de la société ressort positif pour la première fois sur un premier semestre. Ces chiffres continuent de matérialiser la montée en puissance du modèle du groupe, qui est maintenant bien calibré pour absorber la croissance. Le management renouvelle par ailleurs son optimisme quant à ses perspectives annuelles et réaffirme son ambition d'une croissance plus rentable que celle de l'année dernière.

Une rentabilité record au niveau de l'EBE

Bien qu'historiquement peu contributeur, l'EBE semestriel généré par Osmozis (1,4 M€) représente un nouveau record absolu et historique pour Osmozis. Pour mettre les choses en perspectives, l'EBE S1 2020-2021 du groupe atteignait moins de 300k€ et celui du S2 2021-2022 un peu plus de 500k€. Ces éléments démontrent une fois encore le conséquent effet de levier opérationnel présent dans le modèle, sur lequel nous insistons depuis plusieurs mois déjà. Hors légère croissance des effectifs, nécessaire pour adresser la croissance, nous notons une quasi stabilité des charges externes sur le semestre.

Après prise en compte d'une charge de DAP de 1,4 M€, qui reflète la poursuite des efforts en R&D ainsi que la croissance du parc de bornes installées, dont Osmozis reste le propriétaire, et des autres éléments classiques du bas du P&L, le RN du groupe s'affiche en territoire positif (+4k€) pour la première fois. Une progression remarquable (-0,5M€ au S1 2021-2022).

Un bilan toujours soutenable

La situation financière du groupe reste maîtrisée malgré l'intensité capitalistique du modèle. Les capitaux propres atteignent 8,3 M€ pour une dette nette de 12,5 M€. A noter, 1/ la saisonnalité du groupe, dont l'endettement semestriel est toujours supérieur à l'annuel, 2/ une dette majoritairement long terme (80% des échéances sont remboursables au-delà de 2023-2024) et 3/ post clôture, la réalisation d'une augmentation de capital de 7M€ (montant brut), dont le tiers sera dédié à optimiser la structure financière du groupe. Osmozis a d'ailleurs procédé au remboursement anticipé d'une partie de ses 4 M€ d'obligations convertibles en mai, pour un montant de 1,2 M€ (dont 0,2 M€ de frais de remboursement anticipé).

Perspectives

Après une première partie d'exercice réussie, Osmozis renouvelle ses ambitions de croissance rentable pour 2022-2023. L'accent sera mis sur la rentabilité, notamment avec le nettoyage de petits contrats non rentables pour le groupe. Nous revoyons en conséquence légèrement notre attente de CA à 13,3M€ vs 14,5 M€, ce qui implique à présent une croissance annuelle de +15%. Nous tablons toujours sur le même niveau de marge (37%) pour un EBE de 4,9 M€ et un RN de 1,2 M€ (ajustement de la charge d'intérêt). A plus long terme, l'augmentation de capital devrait permettre au groupe d'exporter son modèle à l'étranger, notamment à travers la croissance externe, et de davantage pérenniser des fondamentaux déjà bien solides.

Recommandation

Suite à cette publication et à la mise à jour de notre modèle de valorisation, notamment post augmentation de capital (nombre d'actions, bridge), nous ajustons notre objectif de cours à 13,0 € (vs 13,50 €) et maintenons notre recommandation à Achat. Nous continuons de beaucoup apprécier le dossier malgré une valorisation relativement exigeante.

Prochaine publi : CA T3, 04/07/2023



Analyste
Pierre LAURENT
01 44 70 20 78
pl Laurent@elcorp.com



Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

Présentation de la société

Spécialiste de la transformation numérique des campings et résidences de vacances en Europe, Osmozis propose à ses clients des solutions complètes d'optimisation et de gestion dématérialisée de leurs centres de vacances. En 15 ans, le groupe a construit, acquis un parc installé, et possède près de 30 000 équipements WiFi/LoRaWan sur plus de 2 100 sites en Europe.

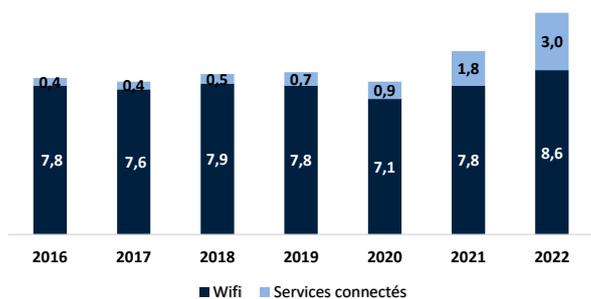
L'offre Osmozis est une solution complète de services connectés pour les espaces de vacances (accès Internet Haut Débit pour les vacanciers et services connectés professionnels pour aider les exploitants) construite sur la base de technologies innovantes dans l'Internet des Objets embarquant des technologies d'architectures brevetées en Europe.

Le groupe a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 11,6 M€ lors de l'exercice clos le 31 août 2022.

Evolution du cours (base 100)



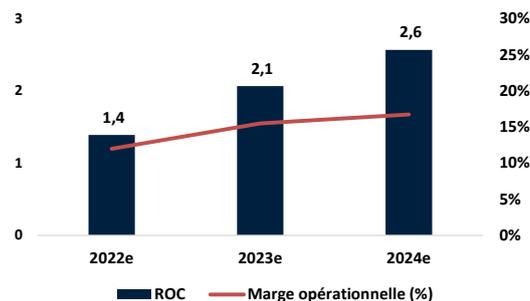
Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



Argumentaire d'investissement

- **Un modèle complémentaire...** L'offre d'Osmozis s'articule autour de deux principales activités : la première, c'est la vente de bornes wifi aux exploitants de sites de plein air. Fort d'une technologie brevetée et d'une vraie capacité d'innovation, Osmozis maîtrise l'ensemble de la chaîne de valeur de son produit, de sa conception à son installation. La seconde s'élabore autour du développement d'une large gamme de services connectés, fortement margés, essentiels au bon fonctionnement des résidences et offrant une proposition de valeur pertinente.
- **... Et pérenne.** Auparavant corrélé à la fréquentation des établissements, Osmozis a su faire évoluer son chiffre d'affaires vers un mix offrant une protection contre les aléas externes pouvant perturber l'activité, ainsi qu'une plus grande récurrence à travers le développement d'un Wifi premium, dont les revenus sont directement facturés aux exploitants. La société dispose ainsi d'une visibilité accrue sur son niveau d'activité, d'autant plus qu'avec un taux de churn inférieur à 2%, elle a démontré sa capacité à garder ses clients sur le long terme.
- **Des fondamentaux qui se solidifient.** Les fondamentaux d'Osmozis sont sains et devraient continuer à se renforcer dans le futur, notamment à travers le fort levier opérationnel inhérent au modèle, la croissance en valeur et en volume du CA et l'évolution du mix. On estime que la marge opérationnelle du groupe va doubler en trois ans, la rentabilité des capitaux investis et la génération de FCF sensiblement s'améliorer et enfin que le désendettement devrait se poursuivre.

Evolution du ROC (en M€)



Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Ekinops SA	240,0	1,4x	1,3x	1,2x	8,1x	7,0x	6,4x	18,0x	12,3x	11,9x	20,8x	15,4x	16,6x
Kerlink SA	8,8	0,7x	0,6x	0,5x	ns	ns	22,8x	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Proximus SA de droit public	3 007,7	1,0x	1,0x	1,0x	3,6x	3,5x	3,5x	10,9x	11,2x	10,8x	7,8x	8,3x	7,9x
Moyenne	1 085,5	1,0x	1,0x	0,9x	5,8x	5,3x	10,9x	14,5x	11,8x	11,4x	14,3x	11,9x	12,3x
Médiane	240,0	1,0x	1,0x	1,0x	5,8x	5,3x	6,4x	14,5x	11,8x	11,4x	14,3x	11,9x	12,3x

Compte de résultat (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	8,0	9,6	11,6	13,3	15,3	17,6
Excédent brut d'exploitation	0,4	3,1	3,8	4,9	5,9	6,9
Résultat opérationnel courant	-1,5	1,0	1,4	2,1	2,6	3,1
Résultat opérationnel	-1,5	1,0	1,4	2,1	2,6	3,1
Résultat financier	-0,9	-0,2	-0,2	-0,5	-0,5	-0,5
Impôts	-0,6	-0,2	0,2	0,3	0,4	0,6
Mise en équivalence	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	-2,0	1,0	1,0	1,2	1,6	2,0
Bilan (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	12,6	14,7	16,2	17,4	17,9	18,5
<i>dont goodwill</i>	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
BFR	1,2	2,6	2,8	2,5	2,9	3,4
Disponibilités + VMP	5,1	4,5	4,8	12,4	13,1	13,9
Capitaux propres	6,1	7,0	8,1	16,2	17,8	19,8
Emprunts et dettes financières	12,8	14,9	15,9	16,1	16,1	16,1
Total Bilan	22,8	25,5	26,6	37,2	39,5	42,2
Tableau de flux (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Marge Brute d'autofinancement	-0,6	2,9	3,5	4,1	4,9	5,8
Variation de BFR	2,1	-1,3	0,6	0,3	-0,4	-0,5
Flux net de trésorerie généré par l'activité	1,5	1,7	4,1	4,3	4,5	5,3
Investissements opérationnels nets	-2,2	-4,3	-4,0	-4,0	-3,8	-4,4
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-2,2	-4,3	-4,0	-4,0	-3,8	-4,4
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	7,0	0,0	0,0
Variation emprunts	3,0	2,1	0,2	0,2	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	3,0	2,1	0,2	7,2	0,0	0,0
Variation de l'endettement financier net	2,3	-0,6	0,3	7,5	0,7	0,9
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Variation chiffre d'affaires	-6,7%	20,0%	20,8%	15,0%	15,0%	15,0%
Marge EBE	5,0%	32,8%	32,4%	37,0%	38,2%	39,0%
Marge opérationnelle courante	-18,3%	10,0%	12,0%	15,5%	16,7%	17,5%
Marge opérationnelle	-18,3%	10,0%	12,0%	15,5%	16,7%	17,5%
Marge nette	-24,6%	10,0%	8,4%	8,9%	10,3%	11,2%
CAPEX (% CA)	27,5%	45,2%	34,8%	30,0%	25,0%	25,0%
BFR (% CA)	15,0%	27,4%	24,1%	18,8%	18,8%	19,0%
ROCE	-7,1%	3,7%	5,5%	7,8%	9,3%	10,6%
ROCE hors GW	-8,6%	4,3%	6,3%	8,9%	10,5%	11,9%
ROE	-32,5%	13,7%	12,1%	7,3%	8,8%	10,0%
Payout	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%
Ratios d'endettement	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Gearing (%)	127,0%	147,6%	137,1%	22,9%	17,1%	10,9%
Dette nette/EBE	19,2	3,3	2,9	0,8	0,5	0,3
EBE/charges financières	1,5	29,7	ns	9,0	10,7	12,6
Valorisation	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	7,7	6,3	7,5	9,5	9,5	9,5
(1) Capitalisation boursière moyenne	22,1	18,1	21,6	27,4	27,4	27,4
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	7,7	10,3	11,1	3,7	3,0	2,2
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	1,1	1,1	0,8	0,8	0,8	0,8
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	28,7	27,3	31,9	30,3	29,6	28,7
VE / CA	2,9	2,4	2,5	2,3	1,9	1,6
VE / EBE	57,7	7,2	7,6	6,1	5,0	4,2
VE / ROC	ns	23,7	20,5	14,7	11,5	9,3
P/E	ns	14,0	18,6	23,1	17,4	13,8
P/B	2,7	1,9	2,3	1,7	1,5	1,4
Données par action (€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Bnpa	-0,9	0,4	0,5	0,4	0,5	0,7
Book value/action	2,1	2,4	2,8	5,7	6,2	6,9
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Analyste

Pierre LAURENT

01 44 70 20 78

plaurant@elcorp.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 20/01/2021

Accumuler: (-)

Neutre: (-)

Alléger: (-)

Vente: (-)

Sous revue: (-)

Méthodes d'évaluation :

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

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

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

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

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

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

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

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

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

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

« Disclaimer / Avertissement »

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Osmozis (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."