



Technologie

Achat	Potentiel	46%
Objectif de cours		3,80 €
Cours au 24/01/2022 (c)		2,61 €
Euronext Paris		
Reuters / Bloomberg	ALM.PA / ALM.FP	

Une nouvelle dynamique en route

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	22,6%	23,6%	-30,6%	-41,3%
Perf CAC Small	-2,8%	1,2%	-1,8%	11,8%

Informations boursières

Capitalisation (M€)	26,6
Nb de titres (en millions)	10,17
Volume moyen 12 mois (titres)	52 704
Extrêmes 12 mois	146 € 8,01€

Actionnariat

Jolt Capital	39,8%
Ambrosia	39,8%
Flottant	20,4%

Données financières (en M€)

au 31/12	2020	2021e	2022e	2023e
CA	3,6	5,5	7,7	9,9
var %	-20,2%	52,9%	39,2%	29,5%
EBE	-3,0	-1,6	0,4	0,9
%CA	ns	ns	ns	ns
ROC	-3,5	-2,1	-0,2	0,1
%CA	ns	ns	ns	ns
RN	-3,8	-2,2	-0,3	0,0
%CA	ns	ns	ns	ns
Bnpa (€)	ns	ns	ns	ns
ROCE (%)	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	ns	ns	ns	ns
Gearing (%)	ns	ns	ns	ns
Dette nette	1,0	0,4	0,7	0,5
Dividende n (€)	-			
Yield (%)				

Ratios

	2020	2021e	2022e	2023e
VE/CA (x)	3,8	4,9	3,5	2,7
VE/EBE (x)	ns	ns	65,3	31,6
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	ns
PE (x)	ns	ns	ns	ns

Analyste :

Louis-Marie de Sade
01 44 70 20 77
lmdesade@elcorp.com

Fondé en 1993, Alpha MOS est le leader mondial des analyseurs sensoriels instrumentaux pour l'industrie alimentaire, des boissons et de l'emballage.

Engagée dans la recherche et développement de techniques permettant de percevoir les qualités organoleptiques d'un produit à travers son goût, son odeur, sa texture ou bien son aspect, la société a développé une gamme complète de solutions innovantes dédiées à la caractérisation olfactive, gustative et visuelle.

Cette gamme s'articule aujourd'hui autour de trois principaux instruments avec 1/ **Heracles**, un nez électronique permettant l'analyse des odeurs et des molécules odorantes, 2/ **Astree**, une bouche électronique facilitant l'analyse sensorielle du goût et 3/ **Iris**, un œil électronique permettant l'analyse de la forme et de la couleur par imagerie haute résolution.

En parallèle de ces instruments, le Groupe a développé un logiciel, **AlphaSoft**, permettant un pilotage optimal des outils ainsi que **AroChemBase**, une base de données chimique et sensorielle pour faciliter l'identification des molécules. Cette base constitue un véritable avantage concurrentiel et capitalise sur 25 ans d'expertise dans ce domaine.

Fort de son expertise dans la FoodTech, Alpha MOS développe via sa filiale BOYDSense des solutions technologiques non invasives et abordables pour mesurer des biomarqueurs critiques dans l'haleine afin d'adresser des enjeux médicaux. Une première application est à l'étude afin d'utiliser les modèles moléculaires de l'air expiré pour calculer le taux de glycémie.

Engagée dans un important plan de transformation aussi bien opérationnel que financier, la société se concentre aujourd'hui sur deux leviers de croissance complémentaires avec 1/ la poursuite du déploiement du modèle historique (CAPEX) et 2/ l'accélération du déploiement du modèle « services » (OPEX).

Après avoir été impacté par la crise sanitaire en 2020, Alpha MOS voit ses efforts commencer à se concrétiser avec le retour d'une forte croissance au S1 2021 (+110% à 2,9 M€) et une amélioration significative de l'EBITDA (-0,7 M€ vs -1,8 M€). Fort de cette dynamique commerciale retrouvée, Alpha MOS devrait retrouver le chemin d'une croissance durable et améliorer sensiblement ses résultats dans les prochaines années.

Nous initions la couverture avec une opinion à Achat et un objectif de cours à 3,80 €.

Alpha MOS

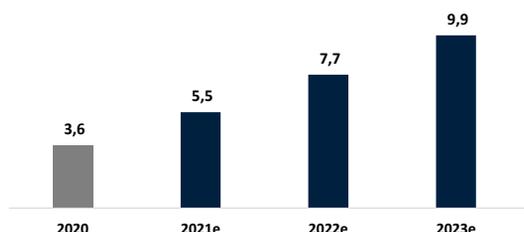
Fort d'une gamme complète de solutions innovantes dédiées à la caractérisation olfactive, gustative et visuelle et après plusieurs années d'innovation, de structuration et d'évolution de son modèle, Alpha MOS semble avoir trouvé pour son pôle FoodTech une offre en phase avec les besoins de son marché alliant vente d'instruments (CAPEX) et modèle orienté service (OPEX).

Disposant d'une offre alliant 3 instruments de mesure et une base de données unique au monde recensant plus de 142 000 composés chimiques, Alpha MOS dispose de plusieurs leviers afin d'assurer sa croissance future.

Reconnu pour la technologie, le pôle MedTech devrait lui aussi accélérer son développement. Grâce au soutien de l'Europe et à une subvention de 2,5 M€, une nouvelle campagne de tests cliniques vient de démarrer. Les résultats sont attendus dans les prochains mois.

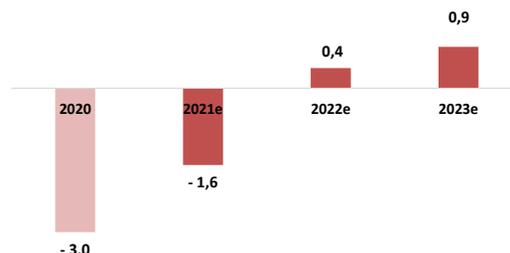
Fort d'une équipe dirigeante renouvelée, le Groupe est aujourd'hui en position pour écrire une nouvelle page de son histoire : celle d'une forte croissance et d'une atteinte de la rentabilité.

Evolution du CA Groupe 2020-2024e (en M€)



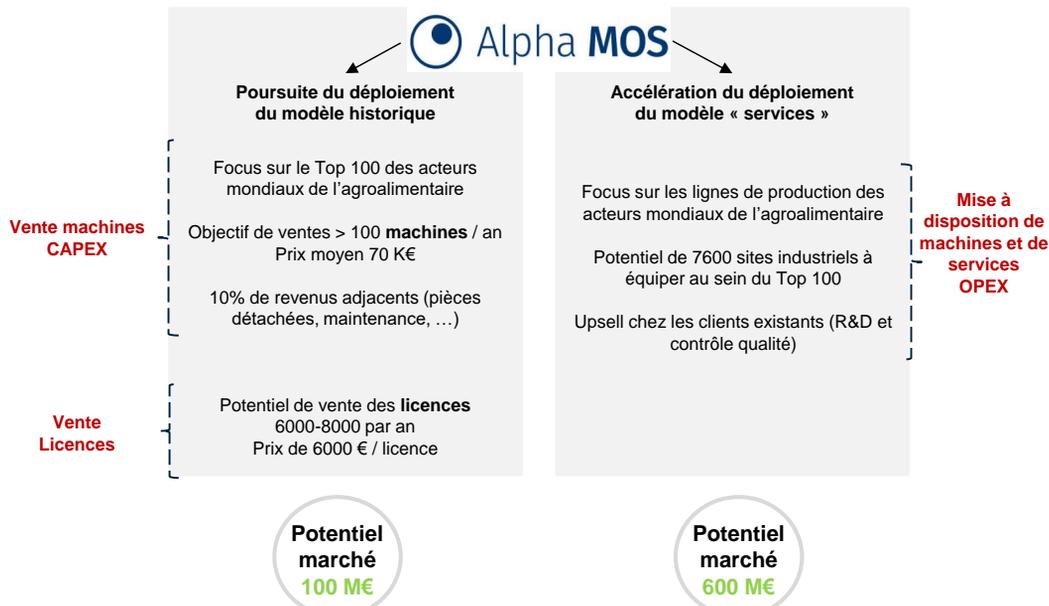
Sources : Société, EuroLand Corporate

Evolution de l'EBE Groupe 2020-2024e



Sources : Société, EuroLand Corporate

FoodTech : deux leviers de croissance complémentaires



Sources : Société, EuroLand Corporate

Sommaire

ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT	4
SWOT	5
UN EXPERT MONDIAL DE L'ANALYSE SENSORIELLE	6
UNE DÉVELOPPEMENT EN 3 PHASES	7
UNE ÉQUIPE DIRIGEANTE EXPÉRIMENTÉE	8
UNE PRÉSENCE SUR TOUS LES CONTINENTS	9
3 INSTRUMENTS COMPLÉMENTAIRES	10
HERACLES – ANALYSE DE L'ODEUR	11
ASTREE – ANALYSE DU GOUT	13
IRIS – ANALYSE COULEUR & FORME	15
ALPHASOFT – PILOTAGE DE L'ANALYSE SENSORIELLE	16
AROMCHEMBASE – UNE BASE DE DONNÉES UNIQUE	17
BOYDSENSE, DE LA FOODTECH À LA MEDTECH	18
DES SOLUTIONS DÉJÀ ADOPTÉES	19
UN MODÈLE FABLESS	19
UNE SOLUTION ADOPTÉE PAR LES GRANDS COMPTES	20
DES ENJEUX D'UNE INDUSTRIE MONDIALISÉE	23
UN PAYSAGE DES PRODUITS DE GRANDES CONSOMMATION EN MUTATION	23
DES RÉPONSES CONCRÈTES AUX ENJEUX DU MARCHÉ	24
UN ÉCOSYSTÈME FRAGMENTÉ	26
PERSPECTIVES STRATÉGIQUES ET FINANCIÈRES	28
DEUX LEVIERS DE COMMERCIALISATION	29
UNE STRATÉGIE QUI COMMENCE À PAYER	32
VALORISATION D'ALPHA MOS	38

Argumentaire d'investissement

FoodTech – Des solutions en phase avec les besoins du marché

Alors que les acteurs de l'industrie agroalimentaire doivent innover sans cesse et dans des temps de plus en plus courts afin de répondre aux attentes des clients, les chaînes de production doivent elles aussi évoluer pour répondre à de nouvelles problématiques de contrôle des produits. Dès lors, de nouveaux enjeux voient le jour, avec la nécessité de tester de manière précise et rapide de nombreux produits sans faille. Alors que le recours à des panels humains arrive à ses limites, les solutions technologiques développées par Alpha MOS répondent à ces enjeux.

AroChemBase – une base de données unique

Alpha MOS développe depuis 2007 AroChemBase, une base de données unique au monde recensant plus de 142 000 composés chimiques dont plus de 3 700 caractérisés par plus de 550 attributs sensoriels. Facilitant l'identification et la caractérisation des molécules détectées lors d'une analyse de l'odeur, cette base de données assure une reconnaissance optimale des caractéristiques sensorielles et chimiques d'un produit. Fonctionnant aussi bien avec le nez électronique développé par Alpha MOS qu'avec un autre instrument basé sur la technologie de chromatographie en phase gazeuse, AroChemBase est un actif technologique important et un véritable avantage concurrentiel.

Le TaaS – Une réelle opportunité

Comprenant la mise à disposition d'une machine et d'un bouquet de services, le modèle TaaS (Test As A Service), permet au Groupe de bénéficier d'un modèle vertueux alliant récurrence du chiffre d'affaires et marges confortables. Plus simple à commercialiser (cycle de décision réduit), il offre aussi une meilleure rétention clients, des revenus récurrents et donc une amélioration de visibilité sur la génération de revenus.

MedTech - une accélération du développement

Grâce au soutien de l'Europe annoncé en décembre 2021, les projets développés par Alpha MOS au sein de son pôle MedTech devraient prendre un nouveau tournant. Fort du versement, dans un premier temps, d'une subvention de l'accélérateur European Innovation Council de 2,5 M€ afin d'accompagner le développement de son activité, le pôle MedTech devrait ainsi prendre un nouveau tournant et accélérer. Si de nombreuses étapes restent à franchir et que de nouveaux financements restent à trouver, l'énorme potentiel de marché pourrait être, en cas de succès, un véritable *game-changer* pour le Groupe dans son ensemble.

A noter que, si le développement technologique de cette activité ne devait pas aboutir, celui de la FoodTech se poursuivrait, ces deux activités étant complètement distinctes.

SWOT

Forces

- Une technologie de pointe protégée par des brevets
- Une offre unique autour de 3 instruments
- Une base de données unique au monde
- Une expertise éprouvée auprès des acteurs de la FoodTech
- Des contrats avec des Grands Comptes du Top 100 des industriels de l'agroalimentaire
- Un modèle fabless peu capitalistique

Opportunités

- Une offre TaaS prometteuse
- Un réservoir de croissance important avec la commercialisation de la base de données
- Un marché demandeur d'instruments de tests automatisés
- Une adaptation possible des technologies au secteur MedTech
- Un marché colossal d'une application au domaine de la mesure de la glycémie (MedTech)
- Des évolutions de législations

Faiblesses

- Une montée en puissance commerciale nécessaire
- Des cycles de décision longs
- Une taille critique à atteindre
- Une activité MedTech qui pèse sur le Groupe dans son ensemble

Menaces

- L'émergence d'un acteur de grande taille disposant des 3 instruments

Un expert mondial de l'analyse sensorielle

Fondé en 1993, Alpha MOS est le leader mondial des analyseurs sensoriels instrumentales pour l'industrie alimentaire, des boissons et de l'emballage.

Engagée dans la recherche et développement de techniques permettant de percevoir les qualités organoleptiques d'un produit à travers son goût, son odeur, sa texture ou bien son aspect, la société a développé une gamme complète de solutions innovantes dédiées à la caractérisation olfactive, gustative et visuelle.

Cette gamme s'articule aujourd'hui autour de trois principaux instruments avec :

- **Heracles** – Un nez électronique permettant l'analyse des odeurs et des molécules odorantes,
- **Astree** – Une bouche électronique facilitant l'analyse sensorielle du goût,
- **Iris** – Un œil électronique permettant l'analyse de la forme et de la couleur par imagerie haute résolution.

Trois instruments au service de l'analyse sensorielle



Heracles

50% des ventes



Astree

25% des ventes



Iris

25% des ventes

sources : société, EuroLand Corporate

En parallèle de ces instruments, le Groupe a développé un logiciel, **AlphaSoft**, permettant un pilotage optimal des outils ainsi que **AroChemBase**, une base de données chimique et sensorielle pour faciliter l'identification des molécules. Cette base constitue un véritable avantage concurrentiel et capitalise sur 25 ans d'expertise dans ce domaine.

Après une phase de développement technologique importante et de repositionnement stratégique, la société est aujourd'hui dans une nouvelle phase marquée par une accélération de son développement commercial avec un focus principalement sur les industries agroalimentaires, des boissons et du packaging (volet d'activités dit « FoodTech »).

Enfin, Alpha MOS s'appuie sur son expertise technologique d'analyse des Composés Organiques Volatiles (COV) afin de développer une plateforme miniaturisée d'analyse des biomarqueurs de l'haleine permettant de mesurer l'évolution de maladies chroniques (Projet dit « MedTech »). Une seconde campagne de tests cliniques vient de démarrer, les résultats de celle-ci sont attendus dans les prochains mois.

Un développement en 3 phases

Fort de plus de 25 ans de développement technologiques et d'innovations au service de l'analyse sensorielle, Alpha MOS s'est construit en trois étapes principales.

Un développement en 3 phases



sources : société, EuroLand Corporate

Une part importante de l'histoire d'Alpha MOS s'articule autour d'une phase de développement produits entre 1997 et 2017. Lors de celle-ci, 10 familles de brevets sont déposées, la société conçoit ses trois principaux instruments – Heracles, Astree et Iris – et la commercialisation auprès des équipes R&D de multiples secteurs est amorcée.

Dès 2017 la société décide de pivoter et de se recentrer sur un principal secteur, l'agroalimentaire, et sur deux typologies de clients, les départements innovation/R&D et le contrôle qualité.

Enfin, une nouvelle page s'ouvre pour la société en 2020 et 2021 avec l'arrivée de Pierre Sbabo comme Directeur Général, plusieurs signatures de clients du Top 100 des industriels de l'agroalimentaire et une forte croissance du chiffre d'affaires au premier semestre 2021.

Une équipe dirigeante expérimentée

Alpha MOS est aujourd'hui dirigé par un duo expérimenté, épaulé par un Conseil d'Administration qualifié.



Pierre Sbabo, DG d'Alpha MOS, prend la direction de l'entreprise en début d'année 2020 afin d'accompagner et développer la croissance commerciale sur les marchés européens, asiatiques et américains.

Fort de 25 ans d'expérience dans les process de l'industrie agroalimentaire, mais aussi pharmaceutique et Oil & Gas, il a occupé divers postes de gestion commerciale et de direction générale chez General Electric, Pentair, NSF International et plus récemment chez SPX Flow.

Pierre Sbabo a un Master en marketing et commerce international de l'ESC Chambéry, France.



Arnaud Debains, Directeur Administratif et Financier, rejoint la société en 2017 afin de mener les opérations de restructuration et de pivot d'Alpha MOS.

Il a été fondateur et Directeur général de Citefibre, entreprise de télécommunication vendue au groupe Iliad, ainsi que Directeur Financier de nombreuses sociétés (MCI WorldCom, Sensitive Object, ...)

Arnaud est diplômé en génie civil de l'Ecole Nationale Supérieure des Mines de Saint-Etienne, ainsi qu'un MBA de l'ESSEC Paris, France.

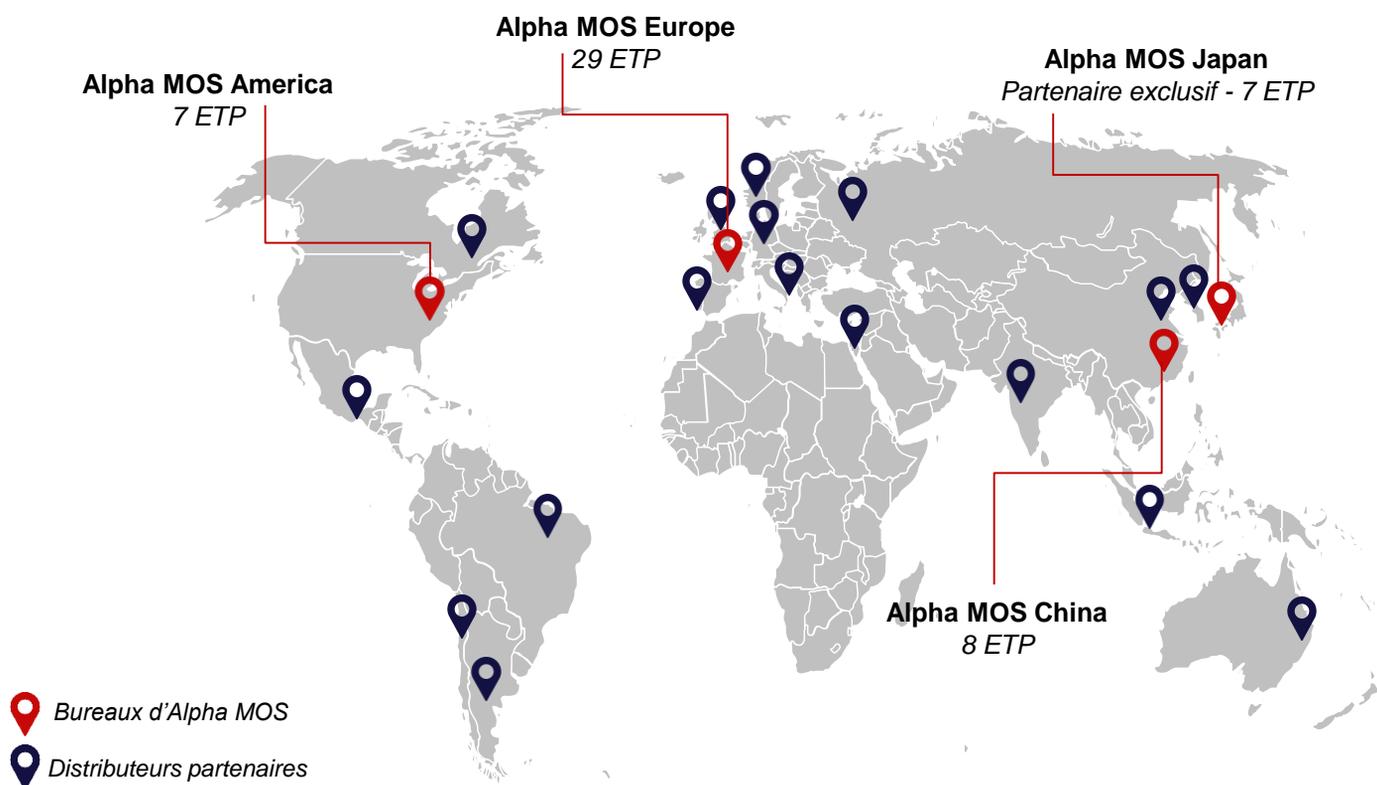
Le groupe est également constitué d'un Conseil d'Administration regroupant :

- **Laurent Samana** (Associé de Jolt Capital, actionnaire de référence d'Alpha MOS),
- **Catherine Lefevre** (Administratrice indépendante et présidente du comité d'orientation stratégique de la société)
- **Brigitte Bourgoïn** (Administratrice indépendante et Présidente du comité des nominations et rémunérations)
- **Adrien Tardy** (Ambrosia Investments, actionnaire de référence d'Alpha MOS),
- **Pascale Piquemal** (Membre indépendante et présidente du comité d'audit au sein du conseil d'administration d'Alpha MOS).

Une présence sur tous les continents

Depuis sa création, le siège social de la société est basé à Toulouse. Il regroupe l'équipe de Recherche et Développement, les Achats et la Logistique, la Comptabilité-Finance, le Marketing, certains Commerciaux, ainsi que le Support Technique et un laboratoire d'application.

Une présence sur tous les continents



sources : société, EuroLand Corporate

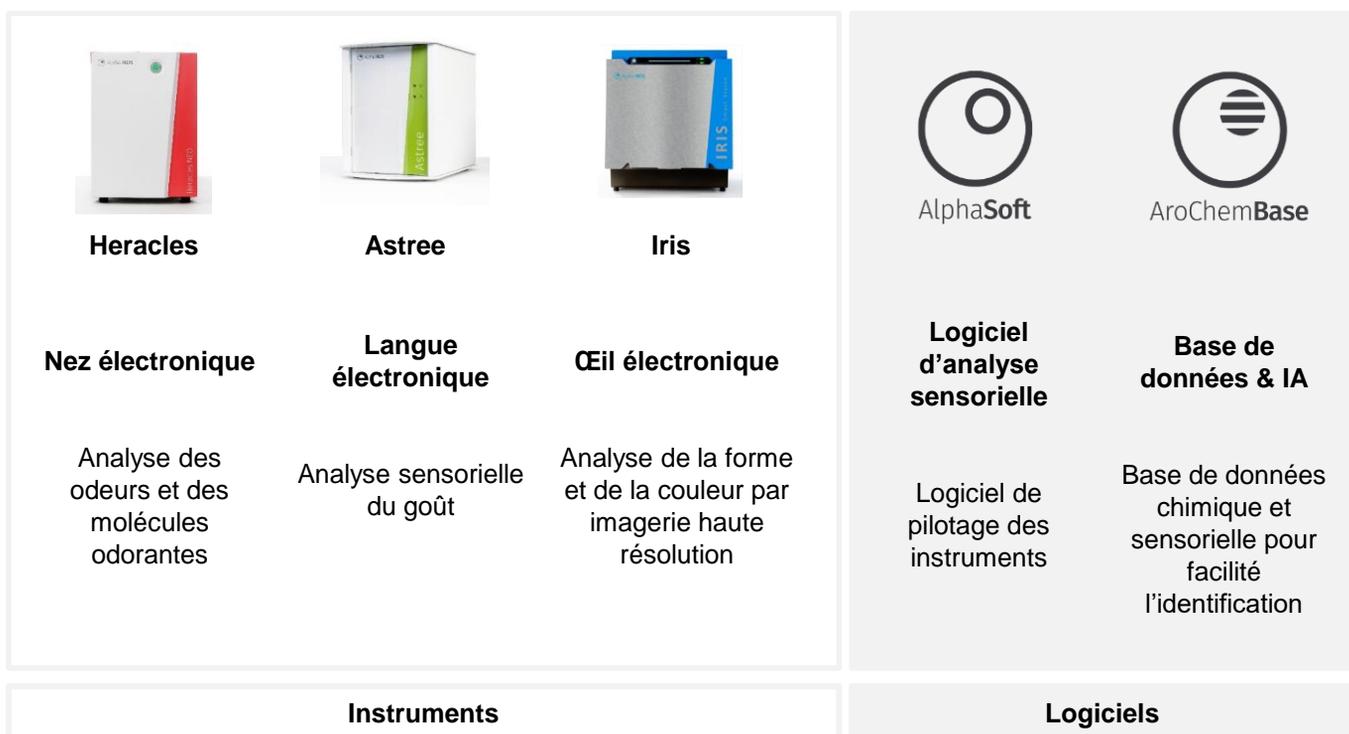
La société s'appuie également sur deux filiales, aux Etats-Unis et en Chine, et d'un large réseau de distributeurs pour assurer son activité (dont un partenaire exclusif au Japon). Présent sur l'ensemble des continents, Alpha MOS réalise près de 95% de son chiffre d'affaires à l'export.

Alors que les acteurs de l'industrie agroalimentaire doivent innover sans cesse et dans des temps de plus en plus courts afin de répondre aux attentes des clients, les chaînes de production doivent elles aussi évoluer pour répondre à de nouvelles problématiques de contrôle des produits. Dès lors de nouveaux enjeux voient le jour avec la nécessité de tester de manière précise et rapide de nombreux produits sans faille. Alpha MOS répond à ces enjeux.

3 instruments complémentaires

Présent initialement sur le marché avec son nez électronique, Alpha MOS s'est ensuite progressivement développé pour couvrir l'ensemble des données sensorielles d'un produit en proposant une langue électronique et un œil électronique.

Gamme de produits d'Alpha MOS



sources : société, EuroLand Corporate

Articulé autour de deux piliers – le matériel et le logiciel – Alpha MOS commercialise aujourd'hui des outils à la pointe de la technologie, Heracles, Astree et Iris, assurant ainsi un contrôle de la qualité optimal à ses clients. Pilotés par la suite logicielle AlphaSoft permettant un traitement des données mesurées, la société capitalise aussi sur une base de données unique, AroChemBase, facilitant l'identification et la caractérisation des molécules chimiques.

Heracles – Analyse de l’odeur

Véritable nez électronique, Heracles permet une analyse approfondie, objective et fiable de l’odeur des produits. Ses domaines d’application sont nombreux : faciliter le développement R&D de nouveaux produits, détecter la fraude et la contrefaçon, garantir la qualité et la conformité des produits, ...

Heracles, nez électronique pour l’analyse d’odeur

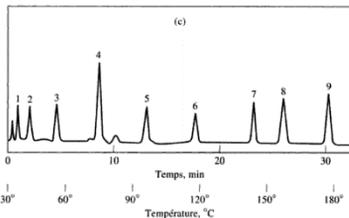


sources : société, EuroLand Corporate

Basé sur une technologie de chromatographie en phase gazeuse rapide, le nez électronique Heracles analyse ainsi l’odeur des produits, mais aussi les molécules odorantes qui la composent afin d’établir le profil sensoriel et la qualité sensorielle d’un produit.

Cette technique repose sur la séparation d’un mélange de molécules afin de repérer les substances qui composent ce mélange gazeux. Le mélange à analyser est vaporisé puis transporté à l’aide d’un gaz inerte (gaz vecteur) à travers une colonne. C’est la phase mobile. La colonne quant à elle, renferme une substance liquide ou solide qui constitue la phase stationnaire. En fonction de l’affinité d’une molécule pour la phase stationnaire ou la phase mobile, celle-ci est plus ou moins retenue par la colonne et met donc plus ou moins longtemps à parcourir celle-ci. L’analyse des différentes durées de parcours (temps de rétention) permet ainsi d’obtenir des chromatogramme facilitant l’identification des molécules par comparaisons.

Offrant des possibilités d’automatisation assurant l’analyse de très nombreux échantillons, cette méthode est aussi très précise et sensible.



Cette analyse fine est rendue possible grâce au couplage d'Heracles avec la base de données AroChemBase, propriété d'Alpha MOS (voir plus en aval de cette étude). Conçu pour aider à identifier et caractériser les molécules chimiques détectées, AroChemBase effectue des rapprochements avec les données analysées à partir des indices de Kovats, fournissant ainsi une liste de molécules, classées selon un indice de pertinence, permettant d'établir un profil sensoriel très précis du produit testé.

*L'indice de **Kovats** est utilisé pour convertir les temps de rétention en constantes indépendantes du système. Cet outil mathématique permet alors d'identifier des composés et d'établir un degré de confiance dans cette découverte.*

Permettant aussi bien de réaliser une analyse sensorielle que chimique, Heracles rend possible l'établissement d'un profil olfactif global d'un produit, et ce, de manière rapide, automatisée, fiable et reproductible. En outre, cette solution technologique offre de nombreux atouts pour les clients avec la possibilité :

- D'améliorer la qualité sensorielle en produit en phase de R&D,
- De standardiser la qualité olfactive des produits entre différents sites de production,
- De garantir la sécurité des évaluateurs en évitant de les exposer à des substances potentiellement dangereuses,
- D'évaluer l'impact des matériaux en contact avec les aliments sur leurs qualités organoleptiques,
- De suivre le vieillissement et la stabilité de l'arôme.

Sa simplicité de préparation et d'utilisation et sa haute fiabilité des mesures d'odeur sont des atouts déterminants pour le nez électronique Heracles. Il peut ainsi être une solution compétitive et plus précise qu'un panel sensoriel s'exposant à des risques liés à la présence de composés tels les alcools, les solvants ou les composés volatil dans les plastiques. Enfin, l'association d'Heracles avec la base de données AroChemBase permet l'établissement d'un profil olfactif précis et fiable, offrant des performances uniques.

Astree – Analyse du goût

Langue électronique, Astree permet une analyse du goût de façon globale et spécifique à travers certains attributs (salé, acide, gras). Elle facilite ainsi le développement de produits en caractérisant leur goût, évaluer un profil gustatif comme le ferait un panel, ou encore éviter d'éventuels risques de santé en évaluant les produits contenant des molécules nocives ou désagréables.

Astree, langue électronique pour l'analyse du goût



sources : société, EuroLand Corporate

La langue électronique Astree est basée sur une technologie de capteurs liquides ChemFET et une mesure de conductivité. A travers une évaluation de l'empreinte de goût, la langue électronique détecte tous les composés organiques et inorganiques responsables du goût dans une solution liquide.

Le ChemFet, ou Chemical Field Effect Transistor, est un composant électronique à effet de champ agissant comme un capteur chimique. Il est utilisé pour détecter les atomes, molécules et ions composant des liquides ou des gaz. La mesure de la conductivité d'une solution, quant à elle, permet d'établir une mesure de la salinité ou de l'acidité par exemple.

De plus, grâce à son logiciel de traitement de données, l'instrument Astree permet ainsi de classer simultanément des échantillons similaires selon l'intensité des attributs salé, acide et umami et d'évaluer le profil gustatif global, tel que le percevrait un panel sensoriel.

Permettant aussi bien de déterminer le profil gustatif global d'un produit, de faciliter une comparaison des goûts entre eux (tests à l'aveugle, classification en fonction de l'intensité de certains attributs gustatifs), tout en garantissant la sécurité des évaluateurs en évitant de les exposer à des substances potentiellement dangereuses ou désagréables au goût, Astree propose une technologie de pointe en matière d'appréhension du goût. De plus, cette solution technologique offre de nombreux atouts pour les clients avec la possibilité :

- D'évaluer l'impact d'un changement de procédé de fabrication ou une substitution d'un ingrédient sur le goût,
- De benchmarker un produit face à la concurrence,
- De faciliter le redéveloppement produit afin d'améliorer les caractéristiques gustatives de celui-ci et d'optimiser les recettes,
- De concevoir des produits innovants en terme de goût,
- D'évaluer un produit à différents stades de vieillissements afin de suivre la stabilité du goût dans le temps.



Les attributs gustatifs étant des facteurs de premier plan dans l'appréciation des consommateurs pour un produit, les applications de la langue électronique Astree afin d'évaluer le goût et les saveurs des produits sont nombreuses. De plus, elle peut se substituer à un panel sensoriel pour certains tests de routine (validation d'un lot de produits sortant de production) ou posant des problèmes de sécurités liés à la présence de composés potentiellement dangereux.

Iris – Analyse couleur & forme

Troisième produit développé par Alpha MOS et troisième sens humain, Iris est un analyseur visuel électronique qui permet de caractériser l'aspect visuel d'un produit concernant aussi bien sa forme que sa couleur.

Iris, œil électronique pour l'analyse visuelle



sources : société, EuroLand Corporate

L'œil électronique Iris analyse la couleur et la forme des produits telles qu'elles sont perçues par le consommateur. Doté d'une imagerie haute résolution et d'algorithmes de traitement, l'analyseur opère différents types d'éclairage et un vaste champ de prises de vue. Ce procédé permet d'obtenir un récapitulatif visuel complet du produit en termes de couleurs et formes (dimensions, circularité, épaisseur).

Ne nécessitant aucune préparation des échantillons, Iris s'adapte à n'importe quel produit et permet à la fois une évaluation d'échantillons de grande taille, de nombreux éléments simultanément ou encore des surfaces complexes et irrégulières et ce sans destruction des produits.

Fiabilisant l'analyse sensorielle grâce à une mesure objective et reproductible, Iris permet de contrôler la conformité des produits lors de la production de ceux-ci tout en suivant le vieillissement de ceux-ci et donc les changements d'aspect visuel dans le temps. De plus, il facilite aussi la R&D, permettant la corrélation des mesures instrumentales de l'œil électronique aux préférences visuelles des consommateurs pour aider au développement d'un nouveau produit.

De manière globale, Iris offre de nombreux atouts pour les clients avec la possibilité :

- D'évaluer l'impact visuel d'un changement de procédé de fabrication,
- De benchmarker un produit face à la concurrence à partir de leurs aspects visuels,
- D'optimiser la fabrication d'un produit afin d'obtenir l'aspect visuel souhaité,
- De garantir une constance dans l'analyse sensorielle d'un produit et une traçabilité de celui-ci.

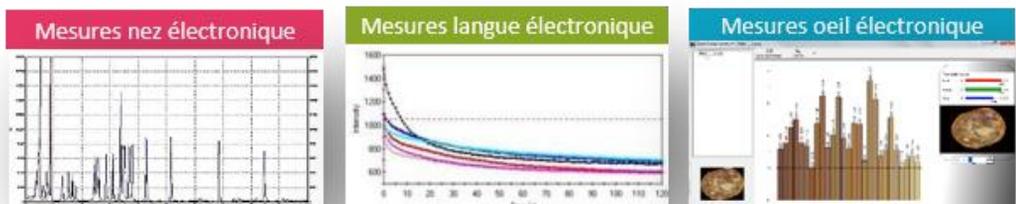
Iris propose une analyse facile et rapide des couleurs et de la forme d'un produit. A la pointe de la technologie, cet instrument est capable de capter plus de 16 millions de couleurs. Couplé avec le logiciel AlphaSoft développé par la société, cet œil électronique allie grande précision de mesure et fiabilité d'analyse permettant une maîtrise de l'aspect visuel d'un produit à long terme.

Comme évoqué précédemment, ces trois instruments développés par Alpha MOS sont complétés par un logiciel, AlphaSoft, et par une base de données propriétaire, AroChemBase.

AlphaSoft – Pilotage de l'analyse sensorielle

Véritable atout pour le Groupe, AlphaSoft est un logiciel permettant le pilotage des instruments Heracles, Astree et Iris. Celui-ci permet notamment de paramétrer les instruments, définir les méthodes et séquences d'analyse, exécuter les analyses et effectuer l'acquisition des données.

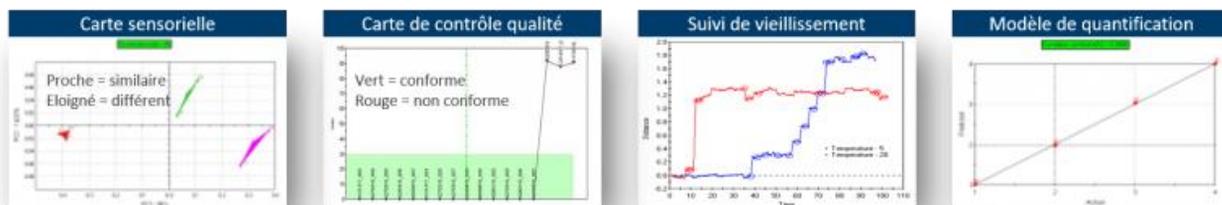
Exemples de mesures réalisées grâce à AlphaSoft



Commercialisé sous forme de licence, AlphaSoft permet donc d'acquérir, traiter et interpréter les mesures réalisées. De plus, ce logiciel peut appliquer des modèles qualitatifs en comparant plusieurs échantillons facilitant ainsi la classification des produits afin d'offrir un suivi et un contrôle de la qualité optimal dans le temps.

Enfin, des modèles quantitatifs sont aussi accessibles pour une meilleure prédiction de paramètres précis comme une concentration ou une intensité d'attribut sensoriel.

Exemples de mesures réalisées grâce à AlphaSoft



sources : société, EuroLand Corporate

Avantage concurrentiel important, AlphaSoft est aussi en capacité de corriger les données issues des capteurs de mesure en tenant compte de la sensibilité de chaque capteur et des conditions d'exploitation de ceux-ci. Le logiciel s'assure ainsi que les données obtenues sont fiables et constantes dans le temps et donc exploitables par la société, d'un site à l'autre (plusieurs usines) ou d'un client à un fournisseur.

Enfin, le logiciel permet de tirer parti du potentiel de tous les instruments développés par Alpha MOS, fusionnant les résultats obtenus par Heracles, Astree et Iris, afin d'obtenir le spectre sensoriel global d'un produit.

AroChemBase – une base de données unique

Enfin, Alpha MOS développe depuis 2007 AroChemBase, une base de données unique au monde recensant plus de 142 000 composés chimiques dont plus de 3 700 caractérisés par plus de 550 attributs sensoriels (permettant ainsi de corréler molécule et odeur).

Celle-ci permet ainsi de faciliter l'identification et la caractérisation des molécules détectées lors d'une analyse de l'odeur avec Heracles, s'assurant d'une reconnaissance optimale des caractéristiques sensorielles et chimiques d'un produit.

Compatible avec tout instrument basé sur la technologie de chromatographie en phase gazeuse, cette base utilise les indices de Kovats afin d'effectuer un rapprochement avec les données disponibles et délivre une liste de molécules possibles, classées selon un indice de pertinence et avec des possibilités de recherche multi-critères très avancées.

Unique au monde, cette base de données a été construite sur les 25 années d'existence d'Alpha MOS. Fonctionnant aussi bien avec le nez électronique Heracles qu'avec un autre instrument basé sur la technologie de chromatographie en phase gazeuse, AroChamBase est un asset technologique important et un véritable avantage concurrentiel.

BOYDSense, de la FoodTech à la MedTech

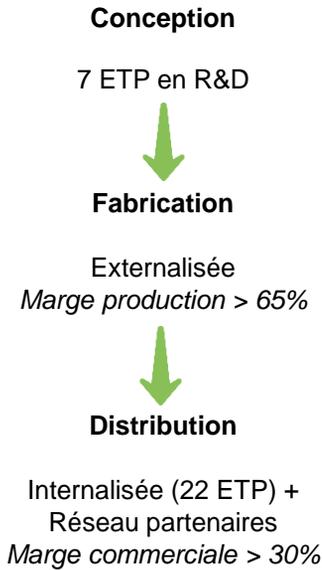
Fort de son expertise dans la FoodTech, Alpha Mos souhaite mettre à profit sa technologie et ses bases de données afin d'adresser des enjeux médicaux. La société développe ainsi via sa filiale BOYDSense des outils non invasifs et abordables pour mesurer des biomarqueurs critiques dans l'haleine. Une première application est à l'étude afin d'utiliser les modèles moléculaires de l'air expiré pour calculer le taux de glycémie. L'objectif serait de pouvoir contrôler de façon plus précise, plus régulière et moins contraignante le niveau de glucose dans le sang pour alléger les contraintes quotidiennes des diabétiques. Pour se faire, BOYDSense travaille avec des centres hospitaliers universitaires (Toulouse, Coventry & Warwickshire) et mène des études cliniques afin d'améliorer et valider son prototype.

Pour les personnes atteintes de diabète, la mesure de la glycémie doit être faite par les patients plusieurs fois par jour afin de s'assurer qu'elle ne soit ni trop élevée (hyperglycémie), ni trop basse (hypoglycémie). Le contrôle s'effectue soit par prélèvement du sang à l'aide d'un stylo autopiqueur, soit à l'aide d'un capteur sous la peau du bras pour réaliser une analyse permanente du taux de glycémie. Les deux procédés restent contraignants soit à cause de l'inconfort des piqûres régulières, soit par la nécessité de renouveler régulièrement le capteur. La technologie de BOYDSense pourrait donc être disruptive dans un marché fortement concurrentiel.

Si les travaux menés actuellement venaient à se concrétiser, la société envisage de commercialiser un appareil de petite taille destiné à un usage personnel. Son prix serait abordable, ne nécessiterait pas de consommables, serait doté d'une application compagnon pour smartphone et offrirait une expérience utilisateur indolore. Ces nombreuses caractéristiques laissent espérer un potentiel de ventes important.

Des solutions déjà adoptées

Un modèle fabless



Articulé autour d'un modèle fabless, Alpha MOS dispose en interne d'une équipe de 7 ETP dédiée à la R&D et à la conception des instruments. A ce titre, le Groupe investit chaque année environ 900 K€ dans sa R&D.

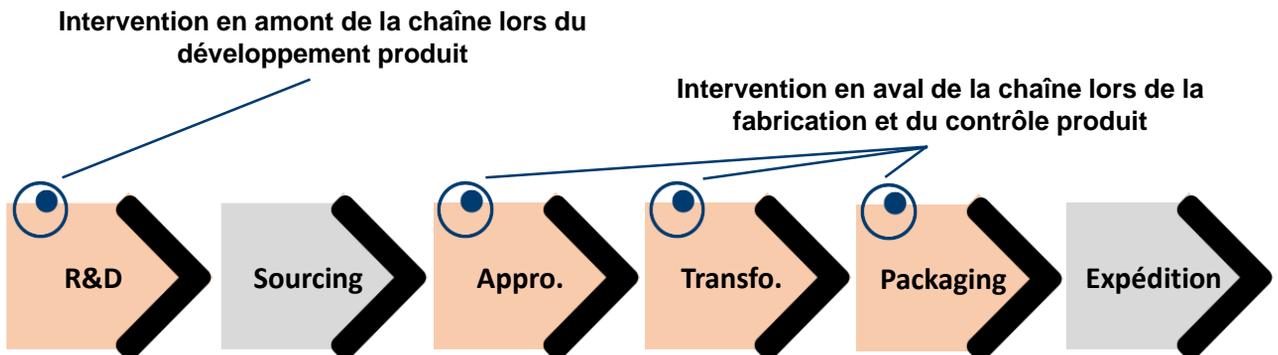
La fabrication quant à elle est externalisée auprès de deux fournisseurs français permettant ainsi la fabrication d'une centaine de machines par an. Ce modèle permet ainsi de dégager une marge de production supérieure à 65%. A noter que la société estime qu'une ré-internalisation serait possible moyennant 300 K€ d'investissement.

Enfin, la distribution est entièrement internalisée grâce à une force de vente dédiée (22 ETP). Celle-ci est accompagnée d'un réseau de distribution comprenant plus de 20 revendeurs actifs. Au global, cette stratégie permet de dégager une marge commerciale supérieure de 30%.

Un double positionnement sur la chaîne de valeur

A travers son activité FoodTech, Alpha MOS équipe aussi bien l'amont que l'aval de la chaîne de valeur et ce afin d'assurer une montée en qualité constante des produits de ses clients.

Chaîne de valeur de l'agroalimentaire et intervention d'Alpha MOS



sources : société, EuroLand Corporate

Intervenant à différents stades de développement d'un produit, Alpha MOS équipe l'amont de la chaîne de valeur lors de la phase de R&D afin d'accélérer la montée en qualité des produits lors de leur phase de développement mais aussi d'identifier l'origine d'un produit, de détecter la contrefaçon ou encore de déterminer les meilleures conditions de stockage et la durée de conservation optimale d'un produit.

En aval de la chaîne de valeur, le Groupe équipe ses clients sur les étapes d'approvisionnement, de transformation et de packaging des produits. Les instruments permettent ainsi de réaliser des tests de conformité lors de la production, de contrôler les matières premières utilisées ou encore de mesurer l'influence des emballages sur le profil organoleptique du produit fini.

Une solution adoptée par des Grands Comptes

Comme évoqué précédemment, Alpha MOS répond aux enjeux de ses clients de l'univers de l'agro-alimentaire selon deux axes : en amont avec l'innovation et le développement de nouveaux produits, et en aval avec le contrôle qualité.

Avec une pénétration de son offre auprès d'un tiers du Top 100 des acteurs mondiaux de l'agro-alimentaire Alpha MOS s'adresse à des clients Grands Comptes dans différents segments (alimentation, boissons, ...). Pour chaque client signé, une véritable montée en puissance est possible afin d'équiper l'ensemble des sites industriels de celui-ci.

Fort de 29 clients issus de ce Top 100 signés à fin 2020 et de 4 actuellement en cours d'acquisition, Alpha MOS devrait compter fin 2021 33 clients pour 100 sites équipés. Le Groupe ambitionne d'équiper 600 sites d'ici 2026.

Des solutions utilisées par des acteurs de premier plan

Alimentation		Boissons		Autres	
Huiles végétales	Crèmerie	Eaux	Jus	Cosmétiques	Petfood
Arômes & Saveurs	Confiserie	Café & Thé	Sodas	Pharma	Emballages
Assaisonnements & Sauces		

Clients signés en Innovation & Nouveaux produits (R&D)

Chobani  **TORAYA**

Asahi

Exemples clients signés en Contrôle qualité



100 sites équipés aujourd'hui

2 355 sites potentiels à équiper

1 604 sites potentiels

1 715 sites potentiels

Objectif de 600 sites équipés d'ici 2026

sources : société, EuroLand Corporate

Trouvant des débouchés naturels auprès des sociétés de l'agro-alimentaire, Alpha MOS adresse de nombreux marchés à travers son activité FoodTech, auprès d'entreprises qui doivent constamment offrir plus de sécurité, d'authenticité et des produits toujours en phase avec les exigences des consommateurs. Concernant les segments adressés par la société on retrouve :

Les **boissons** gazeuses, les boissons non alcoolisées, les jus, l'eau, le café et thé afin d'assurer la qualité des produits à toutes les étapes de la production, de faire les meilleurs choix en terme d'arômes ou encore de réaliser un contrôle organoleptique des interactions avec l'emballage.

Les **produits laitiers**. Ces produits comportent de nombreux risques notamment l'intolérance ou l'allergie provoquant alors potentiellement des problèmes de santé. De plus, le lait peut être contaminé par des agents chimiques à cause de la pollution ou de l'élevage des animaux. Les instruments d'Alpha MOS permettent l'analyse des yaourts, du beurre et fromage, de la crème et des aliments pour bébés à base de lait pour s'assurer notamment de la qualité produit et de la sécurité des consommateurs.

Les **arômes et parfums**. Aspect essentiel d'un produit alimentaire, il est important pour les fabricants de faire les meilleurs choix en termes d'arômes pour innover, surprendre et plaire aux consommateurs. Que ce soit naturel ou chimique, Alpha MOS assure la qualité de l'arôme et propose une analyse des différents mélanges possibles.

Les **huiles et les graisses** avec l'évaluation des mauvaises odeurs d'oxydation et la détection de solvants résiduels et pour aider les industries à faire les meilleurs choix en termes d'arômes pour innover.

L'**emballage**, qui a une réelle influence sur les propriétés organoleptiques des produits. L'analyse sensorielle permet ainsi d'évaluer que le contenant n'entraîne pas un changement de goût, d'odeur ou de perception sur les produits. En effet, il existe des substances volatiles étant capables de migrer depuis l'emballage vers le produit. Alpha MOS permet donc l'analyse des granulés de plastique, des capsules et bouchons, des plastiques et mousses, des résines et polymères, du papier et bois.

Ne se limitant pas aux aliments et aux boissons, Alpha MOS explore d'autres segments, avec une offre adaptée aux cosmétiques et parfums, nutraceutiques, produits pharmaceutiques, produits ménagers et aux produits chimiques et pétrochimiques.

Des enjeux d'une industrie mondialisée

Un paysage des produits de grandes consommation en mutation

Depuis 5 ans, le marché de l'agroalimentaire est entré dans une profonde mutation. En cause, l'exigence toujours plus élevée des consommateurs concernant la qualité et la traçabilité des produits alimentaires (ou non) mais aussi un besoin de découvrir des produits innovants constamment. Ces changements rapides et profonds de l'industrie des produits de grandes consommation ne font que s'accélérer.

De nouveaux enjeux pour les industriels



Utilisation croissante d'ingrédients naturels



Besoin de reformulation, hétérogénéité et instabilité des intrants



Diversification et fragmentation de l'offre produits



Complexification des cadences de production et accélération de la R&D



Révolution du packaging (sans plastique, recyclage, ...)



Evolution de la réglementation entraînant de nouveaux enjeux de qualité sensorielle



Recours croissant au façonnage



Croissance des conflits potentiels entre les intervenants de la chaîne de valeur



Prise de conscience des consommateurs (qualité, sécurité, ...)



Enjeux de traçabilité, détection des adultérations et défauts sensoriels

sources : société, EuroLand Corporate

D'un côté, la préoccupation de la qualité et l'origine des produits consommés augmente, les sujets relatifs à une alimentation saine et le respect de l'environnement sont au cœur des problématiques de consommateurs. Aujourd'hui, 46% des consommateurs sont soucieux de l'origine, de l'impact environnemental de la production alimentaire et des bienfaits pour leur santé et 60% se soucient du goût, de la saveur, et de l'aspect des produits.

D'un autre côté, les consommateurs ont de nouvelles attentes et souhaitent découvrir de nouvelles expériences sensorielles régulièrement. Afin de s'adapter à ces nouveaux enjeux, l'industrie agroalimentaire a dû s'adapter et multiplier les reformulations, la diversification produits et réaliser un nouvel effort d'innovation. Avec 15 000 nouveaux produits lancés chaque année (dont 90% d'échec) et une moyenne de 2 ans pour développer et commercialiser un nouveau produit, l'alimentaire a dû se tourner vers des tiers afin de soutenir l'innovation, contrôler la qualité et d'assurer que les produits développés correspondent en tout point aux exigences des consommateurs.

Enfin, derrière ces préoccupations, les médias et les réseaux sociaux amplifient massivement le moindre écart de qualité et mettent en avant les risques de certains composants d'un produit pour la santé, multipliant les risques de mettre en péril la réputation d'une entreprise ainsi que son modèle économique.

La nécessité d'un contrôle de la qualité optimisé, d'une amélioration de la chaîne opérationnelle et de préservation de la réputation de la marque sont donc aujourd'hui au cœur des préoccupations des industriels de l'agroalimentaire. C'est pourquoi aujourd'hui, 100% des acteurs de l'agroalimentaire font appel à des outils d'analyse sensorielle dans leurs processus d'innovation et de contrôle de la qualité.

Des réponses concrètes aux enjeux du marché

Alors que l'industrie s'appuie encore presque exclusivement sur le jugement humain et fait appel à des panels pour ses contrôles qualité, cette méthode n'est plus adaptée aux nouvelles contraintes des industriels.

Outre la subjectivité individuelle de chaque membre du panel, cette méthode nécessite tout d'abord de multiplier les points de contrôle. Pour une usine de sodas par exemple, il faut tester et valider la qualité de l'eau et de tout les intrants de manière indépendante, après dosage il faut vérifier une nouvelle fois la qualité du produit, une fois encore après carbonatation, et enfin après embouteillage. Ces étapes doivent ensuite être répétées pour chaque changement de production et nécessite un besoin continu de calibration des panels. Face aux enjeux précédemment exposés, cette méthode engendre des coûts importants aussi bien en termes financier que d'heures de travail passées à la seule vérification de la qualité de la production. Elle nécessite aussi une augmentation de la fréquence des tests et une multiplication des erreurs de traitement des produits.

Alors que l'utilisation d'un panel humain montre aujourd'hui ses limites, Alpha MOS propose des solutions qui répondent parfaitement aux enjeux actuels de l'industrie agroalimentaire.

Des réponses concrètes aux enjeux de l'industrie

	<i>Pain point</i>	<i>Avantage solutions Alpha MOS</i>
Contraintes de marché	<p>Changements fréquents de produits</p> <p>Contrôles limités par la cadence de production</p>	<p>Outil de surveillance polyvalent</p> <p>Haut débit des capacités d'analyse</p>
Analyse sensorielle	<p>Analyse subjective des saveurs</p> <p>Echantillonnage limité (env. 15 échantillons / j)</p> <p>Délais de traitements des échantillons et retards dans le rythme de travail</p>	<p>Suivi objectif (+90% évaluation correcte vs 75% pour un panel)</p> <p>Large échantillonnage (jusqu'à 200 / j)</p> <p>Résultats immédiats des tests de qualité</p>
Contraintes financières	<p>Pertes liées à l'arrêt de production ou à la suppression du lot</p> <p>Coûts liés à l'organisation de multiples tests avec des panels</p> <p>Risques liés à l'image de marque</p>	<p>Augmentation du rendement de production</p> <p>Réduction des coûts des tests</p> <p>Préservation de la réputation de la marque</p>
Dimension humaine	<p>Tests humains inconfortables et répétitifs</p> <p>Augmentation des inquiétudes des consommateurs sur la qualité des produits</p>	<p>Instruments faciles à utiliser et bénéficiant d'un apprentissage automatique</p> <p>Amélioration de la qualité des produits pour les consommateurs</p>

sources : société, EuroLand Corporate

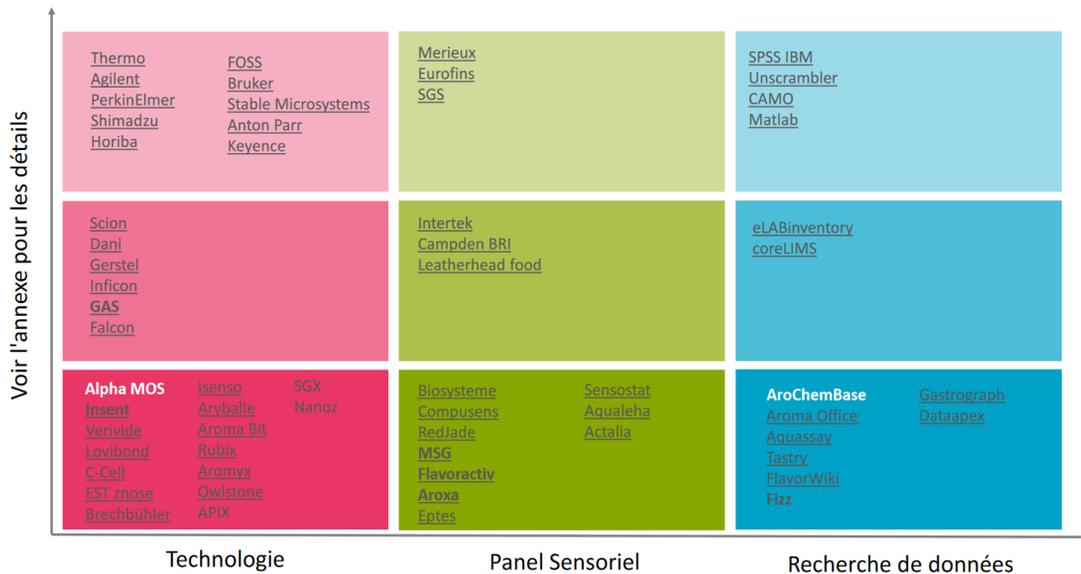
Equipant maintenant 29% du Top 100 mondial des acteurs de l'industrie agroalimentaire, Alpha MOS répond aux enjeux actuels de l'industrie dans son ensemble tant sur les contraintes de marché, financières, humaines ou encore opérationnelles.

Au global, les instruments développés par la société permettent 1/ une amélioration de l'efficacité opérationnelle de la chaîne de production, 2/ une optimisation des conditions de travail des employés et 3/ une préservation de la réputation de la marque.

Un écosystème fragmenté

Alpha MOS évolue dans un écosystème fragmenté tant par la taille de ses acteurs que par le degré de spécialisation de ceux-ci. Si la concurrence est majoritairement Coréenne, Allemande et Anglaise, celle-ci est éclatée et composée de quelques grands acteurs, généralement peu spécialisés, et une multitude de plus petites entreprises spécialisées dans un domaine spécifique.

Ecosystème d'Alpha MOS



sources : société, EuroLand Corporate

Cet écosystème peut-être divisé à la fois selon la méthode de contrôle qualité utilisée, par l'utilisation d'un panel sensoriel ou d'instruments technologiques, mais aussi en fonction des acteurs proposant une base de données de type AroChemBase.

Exemples de sociétés évoluant dans cet écosystème :



Intelligent Sensor Technology, Inc (Insent)

Société japonaise offrant aux entreprises une solution technologique, avec Taste Sensor, qui permet de mesurer les 5 goûts principaux : le salé, le sucré, l'acide, l'amer, l'umami.



Flavoractiv

Entreprise anglaise spécialisée dans les panels sensoriels tels que la formation sensorielle globale, le maintien de la compétence des panels et des bonnes pratiques de fabrication. Si ses solutions sont adressées principalement aux fabricants de boissons, la société commence à s'ouvrir plus largement au marché de l'agroalimentaire. **A noter que Flavoractiv distribue le nez électronique d'Alpha MOS.**



Tastry

Entreprise américaine, Tastry est spécialisé sur le marché des vins. La société propose une application, BottleBird, qui récolte des informations sur les préférences du consommateur afin de lui promulguer des recommandations. Pour les établissements vinicole, l'entreprise fournis des panels afin qu'ils puissent ajuster leurs vins pour répondre au mieux aux goûts des consommateurs et transmet des informations sur la consommation des clients pour un meilleur ciblage de la clientèle.

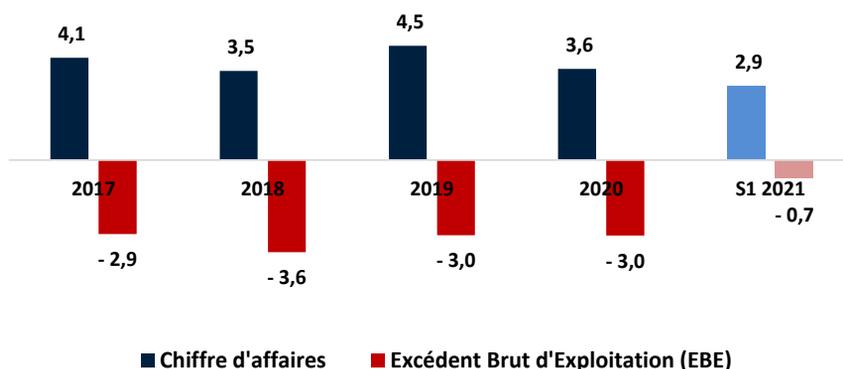
Concernant les acteurs proposant des technologies dédiées à l'analyse sensorielle, les concurrents d'Alpha MOS disposent principalement d'une alternative au nez électronique développé par le Groupe mais pas d'une offre globale combinant le nez, la vue et la langue. Si le principe physique de la chromatographie en phase gazeuse peut être utilisé afin d'imaginer une alternative à Heracles, les 10 familles de brevets détenus par la société ainsi que le savoir-faire développé depuis plus de 25 ans permettent de garder une confortable avance au Groupe.

Enfin, Alpha MOS dispose d'un véritable avantage concurrentiel avec sa base de données AroChemBase, rendant les résultats de ses outils bien plus fiables que ceux des concurrents.

Perspectives stratégiques et financières

Alpha MOS a réalisé ces dernières années de nombreux changements à la fois dans son organisation opérationnelle et managériale avec l'arrivée de Pierre Sbabo comme DG en janvier 2020. Engagé depuis septembre 2014 dans un plan de continuation, celui-ci se déroule correctement, notamment au travers d'un échelonnement de la dette.

Historique de CA et de l'EBE pour la période 2017-2020 (K€)



sources : société, EuroLand Corporate

Impacté rapidement par la crise sanitaire en 2020 tant en France qu'à l'international avec une baisse significative de son activité, Alpha MOS a vu une reprise sensible de son activité commerciale dès le S2 2020 avec une augmentation des prises de commandes en Asie et en Europe notamment. Au 4ème trimestre, le Groupe a notamment signé un accord-cadre avec un leader mondial des produits chocolatés pour l'équipement en instrument d'analyse sensorielle de l'ensemble de leurs sites de production à travers le monde.

Dans le même temps, la société a signé un partenariat commercial en Amérique du Nord avec la société FlavorActiv, leader dans la fourniture de services et consommables aux panels humains, offrant de nouveaux débouchés auprès d'une nouvelle clientèle.

Au global, le chiffre d'affaires 2020 s'est affiché en baisse de -20,2% à 3,6 M€. Dans le même temps, les efforts menés par le Groupe pour optimiser sa structure opérationnelle combinés aux aides de l'Etat ont permis de maintenir l'EBE sur les mêmes niveaux qu'en 2019.

Fort d'une dynamique retrouvée au S1 2021, Alpha MOS compte capitaliser sur deux leviers avec 1/ la poursuite du déploiement du modèle historique de vente (CAPEX) et 2/ l'accélération du déploiement d'un modèle « services » (OPEX).

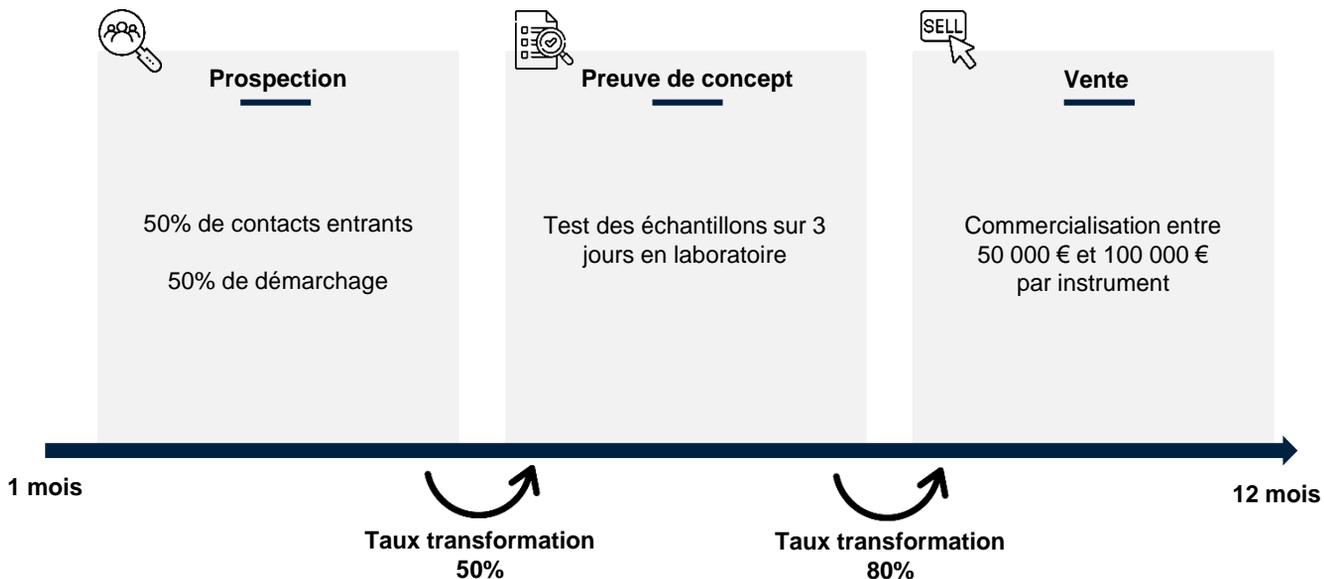
Deux leviers de commercialisation

Concernant la commercialisation de ses produits, deux composantes sont à distinguer avec 1/ les instruments (hardware) et 2/ la monétisation des données (licence).

Pour commercialiser son offre, Alpha MOS s'appuie sur une force commerciale de 22 ETP (2021) répartis en fonction des zones géographiques du Groupe. Fonctionnant en équipes avec 1 ingénieur et 1 profil technico-commercial, 3 binômes sont en charge de la conquête client en Europe, 3 autres aux USA et enfin 3 derniers en Asie. Ces ressources commerciales sont enfin complétées par un Responsable marketing et par 3 ETP dédiés au service client.

Deux modèles de commercialisation sont développés. En mode CAPEX, c'est le modèle historique de la société, et en mode OPEX, avec un nouveau modèle TAAS « Test As A Service » avec de bons retours commerciaux.

Cycle de vente d'un instrument en mode CAPEX



sources : société, EuroLand Corporate

Sur la vente en CAPEX, le cycle de vente s'étend en moyenne sur 12 mois. Ce modèle fonctionne principalement avec les départements R&D, en amont de la chaîne de valeur donc, qui peuvent débloquer les budgets nécessaires pour s'équiper.

Une preuve de concept est réalisée en laboratoire par les équipes d'Alpha MOS afin de convaincre les potentiels clients. Cette méthode semble efficace puisque 80% des prospects qui passent par cette phase de test sont convertis par la suite en clients. Chaque instrument est commercialisé entre 50 000 € et 100 000 €.

Une fois équipées, un potentiel d'upside important est possible, via la vente de solutions logicielles, de la base de données AroChemBase, ou encore pour équiper d'autres départements. Ce référencement chez les clients via leur département R&D ou Foodtech facilite la pénétration de l'offre dans d'autres départements, en aval de la chaîne de valeur par exemple (production).

Si les départements R&D peuvent intégrer dans leurs budgets des investissements d'équipements, le Groupe a du faire évoluer son approche commerciale afin de s'adresser aux responsables de production dans les usines, où le modèle OPEX est plus facile à intégrer dans les lignes de budgets.

Cette offre « Test As A Service (TAAS) » s'articule autour d'un abonnement mensuel de 3 500 € en moyenne avec un engagement de 36 mois minimum. Celui-ci permet l'utilisation de l'instrument et offre un bouquet de services afin de maximiser l'usage des machines et pérenniser l'abonnement dans le temps.

A l'essai depuis un an, cette offre permet une simplification du processus de signature des clients avec un cycle de vente deux fois moins long (6 mois vs 1 an pour un prospect et 4 mois pour un client). 6 ventes sur 12 mois ont ainsi été réalisées.

Ce modèle « services », appelé aussi TaaS (Test As A Service), comprenant la mise à disposition d'une machine et de services, permet de déployer un véritable modèle vertueux pour le Groupe. Plus simple à commercialiser (cycle de décision réduit), il offre aussi une meilleure rétention clients, des revenus récurrents et donc une amélioration de visibilité sur la génération de revenus.

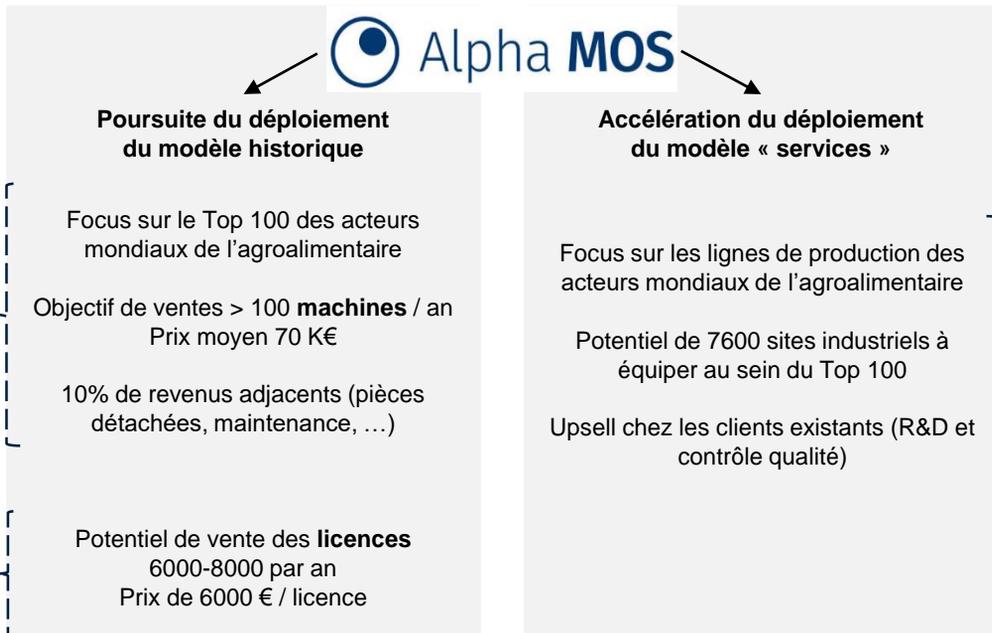
Concernant spécifiquement AroChemBase, Alpha MOS a développé un nouveau modèle de commercialisation de licences d'exploitation de celle-ci directement auprès des fabricants d'instruments de chromatographie gazeuse (sans vente de machine donc), ouvrant la voie à la monétisation de la donnée et à un nouveau marché.

Ciblant 25% de ce marché des fabricants d'instruments de chromatographie gazeuse estimé à 30 000 unités en 2025, le Groupe vise un potentiel commercial compris entre 6000 et 8000 licences par an, vendues autour de 6000 € / licence.

Deux leviers de croissance complémentaires

Au global, Alpha MOS compter adosser sa croissance future à ces deux leviers avec 1/ la poursuite du déploiement du modèle historique (CAPEX) et 2/ l'accélération du déploiement du modèle « services » (OPEX).

Deux leviers de croissance complémentaires



**Vente machines
CAPEX**

**Vente
Licences**

**Mise à
disposition de
machines et de
services
OPEX**

**Potentiel
marché
100 M€**

**Potentiel
marché
600 M€**

sources : société, EuroLand Corporate

Dans le même temps, l'activité MedTech, dont l'analyseur d'haleine miniaturisé pour la surveillance de la concentration de glucose chez les personnes pré-diabétiques et les personnes diabétiques de type 2 est toujours en cours de développement, a pesé à hauteur de 423 K€ sur le Groupe. A noter que les charges associées à cette activité baissent de près de 200 K€ sur le semestre, témoignant de la volonté d'Alpha MOS de contenir celles-ci.

Au global, l'EBITDA Groupe ressort en amélioration à -0,7 M€ contre -1,8 M€ au S1 2020, impacté au deux tiers par l'activité MedTech, témoignant ainsi des premiers effets de la stratégie développée par Alpha MOS pour son activité FoodTech.

Des efforts de R&D importants

Poursuivant ses efforts de R&D, le Groupe a lancé sur le S1 son nouvel œil électronique Iris Smart Vision, spécialement conçu pour le contrôle qualité de la torréfaction des noisettes, noix, grains de cafés et autres fruits torréfiés. A cette occasion, l'équipe de R&D a également créé un software spécifique pour ces applications qui vont des pâtes à tartiner chocolatées au café encapsulé.

Dépenses de R&D au S1 2021 par Business Unit

Dépenses R&D	S1 2020	S1 2021
FoodTech	332	391
MedTech	659	507
Total dépenses R&D	991	899
<i>dont charges de personnel</i>	<i>711</i>	<i>688</i>
<i>dont charges externes</i>	<i>280</i>	<i>211</i>

	S1 2020	S1 2021
Total dépenses R&D	991	899
Dépenses immobilisées	64	145
CIR	57	38
Impact sur le P&L	870	716

sources : société, EuroLand Corporate

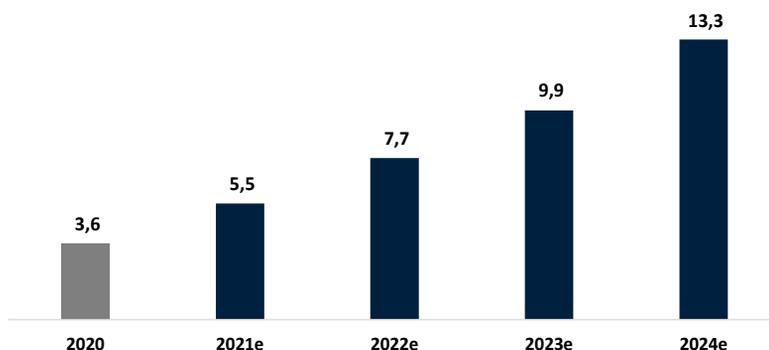
Sur le S1 2021, ces dépenses de R&D ont représenté près de 1 M€, majoritairement sur l'activité MedTech. En 2020, ces dépenses totalisaient 2,2 M€. Capitalisant sa R&D (amortissement sur 3 ans des développements de logiciels et sur 5 ans des développements d'instruments), l'impact des dépenses de R&D sur le P&L représentait 716 K€ pour une perte nette totale de 948 K€.

Des perspectives encourageantes

Concernant son **activité FoodTech**, Alpha MOS profite à la fois de sa réorganisation et d'une tendance de fond positive. Le Covid-19 ayant démontré les limites des tests qualité réalisés avec des panels (contraintes sanitaires), les industriels de l'agroalimentaire adoptent de plus en plus des solutions automatisées limitant le recours à des interventions humaines.

Forte d'une stratégie commerciale renouvelée et d'un véritable potentiel de croissance tant sur la vente d'instruments (CAPEX), la monétisation de la base de données (licences) ou la commercialisation de services (OPEX), la société devrait afficher une forte croissance les prochaines années.

Evolution du CA FoodTech entre 2020 et 2024e



sources : société, EuroLand Corporate

Fort de cette dynamique commerciale, nous estimons que la société devrait réaliser un TCAM 2020-2024e de 39% pour totaliser 13,3 M€ de chiffre d'affaires à l'horizon 2024.

Nous estimons que le modèle de vente d'instruments historique (CAPEX) devrait encore porter la croissance du groupe les prochaines années. Le modèle TaaS (OPEX) devrait quant à lui progressivement contribuer à la génération du chiffre d'affaires à mesure de la montée en puissance de celui-ci (reconnaissance du CA plus progressive car abonnement). En 2024e, le chiffre d'affaires TaaS devrait ainsi contribuer à la même hauteur que les revenus issus de la vente d'instruments, avant de devenir prépondérant dans le mix produit, offrant ainsi une vraie visibilité dans la génération des revenus.

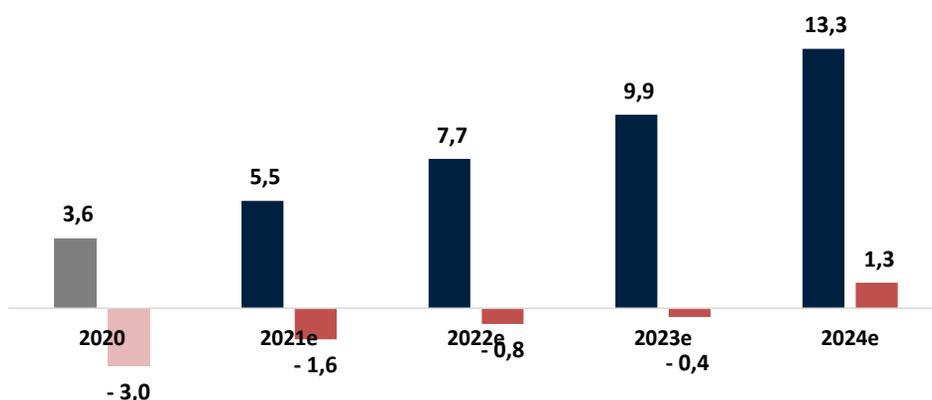
Concernant son **activité MedTech**, Alpha MOS a signé un contrat avec le CHU de Toulouse pour conduire une étude clinique visant à valider la fiabilité médicale de ses prototypes. Dans le même temps, la société poursuit sa recherche active de financement public et privé afin d'assurer le développement industriel et commercial de sa technologie. Nous n'attendons pas de contribution de cette activité au chiffre d'affaires Groupe pour les prochaines années.

Fort d'une nouvelle subvention de 2,5 M€ (voir plus bas), le pôle MedTech devrait accélérer son développement. Si de nombreuses étapes restent à franchir et que de nouveaux financements restent à trouver, l'énorme potentiel de marché pourrait être, en cas de succès, un véritable *game changer* pour le Groupe dans son ensemble. Cependant, si le développement technologique de cette activité ne devait pas aboutir, celui de la FoodTech se poursuivrait, ces deux activités étant complètement distinctes.

A noter que Groupe a reçu en décembre 2021, une subvention de l'accélérateur European Innovation Council de 2,5 M€ afin d'accompagner le développement de son activité MedTech. Cette subvention dont le versement de 50% devrait intervenir en 2022 et 50% en 2023, devrait ainsi permettre d'assurer le développement du pôle ces prochaines années.

Dans un souci de compréhension de la réalité opérationnelle des dynamiques de développement des pôles FoodTech et MedTech et dans l'attente d'informations complémentaires nous détaillerons donc les évolutions des agrégats dans un premier temps sans inclure cette subvention, puis dans un second temps de manière consolidée incluant l'impact positif de cette subvention.

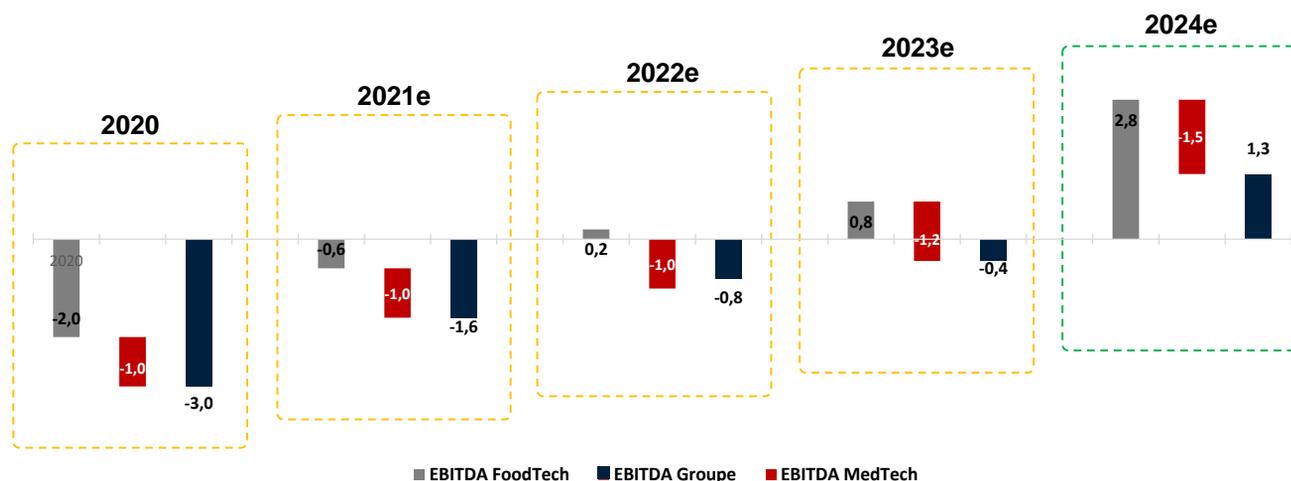
Evolution du CA et de l'EBITDA Groupe 2020-2024e (hors impact subvention)



sources : société, EuroLand Corporate

Si l'activité MedTech devrait continuer à peser sur le Groupe, la dynamique actuelle de l'activité FoodTech devrait permettre d'absorber les coûts de développement progressivement avant d'atteindre le quasi-équilibre en 2023e et afficher un EBITDA positif en 2024e.

Décomposition de l'EBITDA par pôle 2020-2024e (hors impact subvention)



sources : société, EuroLand Corporate

Actuellement concentrée sur une phase de développement produit, nous estimons que la division MedTech devrait peser sur l'EBITDA Groupe les prochaines années entre 1,0 M€ et 1,5 M€ par an (accélération du développement).

De son côté, la maîtrise des charges opérationnelles de l'activité FoodTech combinée à la forte croissance des revenus devraient permettre de progressivement absorber les charges de l'ensemble du Groupe.

Evolution du CA et de l'EBITDA 2020-2024e par activité (hors impact sub.)

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
CA FoodTech	3,6	5,5	7,7	9,9	13,3
CA MedTech	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CA Groupe	3,6	5,5	7,7	9,9	13,3
EBITDA FoodTech	-2,0	-0,6	0,2	0,8	2,8
EBITDA MedTech	-1,0	-1,0	-1,0	-1,2	-1,5
EBITDA Groupe	-3,0	-1,6	-0,8	-0,4	1,3

sources : société, EuroLand Corporate

Nous estimons ainsi que l'EBITDA FoodTech 2022e devrait totaliser 0,2 M€. En 2023e, cette activité devrait afficher un EBITDA de 0,8 M€ et presque totalement être en capacité d'absorber les coûts du pôle MedTech. Enfin, nous estimons que l'EBITDA 2024e Groupe devrait dépasser son point mort et totaliser 1,3 M€.

Résumé des perspectives (HORS subvention)

En M€	2020	2021e	2022e	① 2023e	② 2024e
Chiffre d'affaires	3,6	5,5	7,7	9,9	13,3
<i>taux de croissance (%)</i>	<i>-20,2%</i>	<i>52,9%</i>	<i>39,2%</i>	<i>29,5%</i>	<i>34,0%</i>
Produits d'exploitation	3,9	5,9	8,1	10,4	13,7
Achats consommés	1,4	2,1	3,0	3,9	5,1
Autres achats & charges externes	1,6	1,6	1,8	2,4	2,7
Charges de personnel	3,8	3,8	4,0	4,3	4,5
Excédent Brut d'Exploitation (EBE)	-3,0	-1,6	③ -0,8	-0,4	1,3

- ① Contribution majoritairement de la vente en CAPEX et montée en puissance de la commercialisation en OPEX.
- ② Le mode OPEX porte ses fruits. Mix produit équilibré entre CAPEX et OPEX avant de s'inverser (OPEX > CAPEX).
- ③ Point mort FoodTech atteint. L'EBITDA FoodTech est positif mais ne couvre pas encore totalement les charges opérationnelles de l'activité MedTech.

Résumé des perspectives (INCLUANT subvention)

En M€	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Chiffre d'affaires	3,6	5,5	7,7	9,9	13,3
<i>taux de croissance (%)</i>	<i>-20,2%</i>	<i>52,9%</i>	<i>39,2%</i>	<i>29,5%</i>	<i>34,0%</i>
Produits d'exploitation	3,9	5,9	9,3	11,6	13,7
dont subvention Européenne MedTech			1,25	1,25	
Achats consommés	1,4	2,1	3,0	3,9	5,1
Autres achats & charges externes	1,6	1,6	1,8	2,4	2,7
Charges de personnel	3,8	3,8	4,0	4,3	4,5
Excédent Brut d'Exploitation (EBE)	-3,0	-1,6	④ 0,4	0,9	1,3

- ④ Nous avons alloué la subvention de 2,5 M€ à 50% en 2022 et à 50% en 2023. Outre le fait que celle-ci permet la poursuite du développement du pôle MedTech en finançant celui-ci, elle permet d'afficher un EBE 2022 de 0,4 M€ et un EBE 2023 autour de 1 M€.

En dehors de l'impact purement financier, cette subvention démontre l'intérêt de la solution technologique développée par Alpha MOS et la reconnaissance de celle-ci par des instances scientifiques européennes. Enfin, celle-ci ouvre la voie à un accompagnement structurant dans les années à venir de la part de l'UE.

Une levée de fonds pour assurer le développement de la société

Au 30/06/2021, la société affichait des capitaux propres négatifs à hauteur de 3,0 M€. Fin octobre 2021, le Groupe a réalisé avec succès une augmentation de capital avec maintien du DPS pour un montant de 3,05 M€. A cette occasion 1 695 636 actions nouvelles ont été émises au prix de 1,80 €.

Renforçant sa structure financière, cette opération donne les moyens à Alpha MOS de 1/ financer son BFR pour les 12 prochains mois pour soutenir la croissance de l'activité, 2/ rembourser les dettes financières et sociales de la société (notamment celles contractées lors du Covid) et 3/ poursuivre le développement technologique de l'activité FoodTech.

Un remboursement des dettes planifié

Dans le cadre de sa restructuration, Alpha MOS a échelonné le remboursement de ses dettes entre 2021 (79 K€) et 2026 (pic en 2025 avec un remboursement de 354 K€) et ce afin de permettre au Groupe de concentrer ses efforts sur son développement commercial.

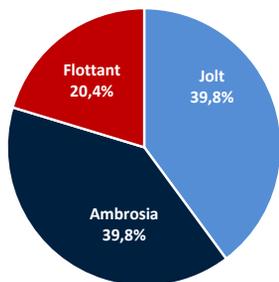
Si la situation devrait être toujours tendue les prochaines années avec des capitaux propres négatifs et l'intégration dans notre modélisation d'un financement de l'ordre de 500 K€ en 2023, la stratégie déployée par le Groupe devrait permettre une amélioration significative de la situation dès 2024e (atteinte de la rentabilité).

Un transfert en cours vers Euronext Growth

Enfin, la société devrait procéder début 2022 à son transfert vers Euronext Growth, compartiment plus approprié au profil actuel de la société et permettant de maintenir une relation avec ses actionnaires tout en limitant les coûts associés à la cotation de la société.

Deux actionnaires en support

Concernant son actionnariat, Alpha MOS est détenu à 39,8% par Jolt Capital, société d'investissement investissant principalement dans des sociétés de technologie et à 39,8% par Ambrosia Investments, est un groupe d'investissement spécialisé dans l'accompagnement de sociétés dans l'industrie de l'alimentation, des boissons et des ingrédients. Ces deux actionnaires de références offrent un support au développement du Groupe tant financier que stratégique. Enfin, l'action dispose d'une bonne liquidité, assurant la rotation du capital.



Valorisation d'Alpha MOS

Pour valoriser la société, nous avons retenu la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF)

Valorisation par les DCF

Les principales hypothèses de notre valorisation par les DCF sont les suivantes :

- **Croissance du chiffre d'affaires** : Actuellement en phase d'accélération commerciale nous tablons sur une très forte croissance jusqu'en 2025 puis sur un ralentissement progressif de la croissance jusqu'au terme du DCF (2031).
- **Rentabilité opérationnelle** : Nous prenons l'hypothèse d'une marge normative de 15,0 % à partir de 2027.
- **Impôts** : Etant donné le déficit reportable de la société supérieur à 30 M€, nous prenons l'hypothèse d'une charge d'impôts à 0 sur la durée du DCF.
- **Investissements** : Nous faisons l'hypothèse d'un niveau d'investissement stable sur la durée du DCF
- **Horizon du DCF** : Etant donné la visibilité du business sur le long terme, nous modélisons notre DCF sur un horizon temporel de 10 ans (2031).
- **Un taux d'actualisation (WACC) de 11,67% basé sur :**
 - un taux sans risque de 0,24% (OAT 10 ans au 24/01/2022) ;
 - une dette financière nette estimée de 0,4 M€
 - une prime de risque de 6,50%
 - un bêta de 1,77

Hypothèses retenues pour le calcul du WACC

Calcul du WACC	
Taux sans risque (OAT 10 ans)	0,24%
Prime de risque	6,50%
Bêta sans dette	1,76
Bêta endetté	1,77
Coût des capitaux propres	11,8%
Coût moyen pondéré du capital	11,67%
Taux de croissance à l'infini	2,00%

Tableau des DCF

En K€	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Chiffre d'affaires	7,7	9,9	13,3	18,7	24,3	30,3	36,4	40,0	42,0	42,9
variation (%)	39,2%	29,5%	34,0%	40,0%	30,0%	25,0%	20,0%	10,0%	5,0%	2,0%
Résultat opérationnel courant	-0,2	0,1	0,3	0,9	1,9	3,0	5,5	6,0	6,3	6,4
Taux de marge opérationnelle courant	-2,0%	1,2%	2,4%	5,0%	8,0%	10,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
- Impôts	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ DAP nettes	0,6	0,7	1,0	1,4	1,8	2,2	2,7	3,0	3,1	3,2
Cash Flow opérationnel	0,4	0,9	1,3	2,3	3,7	5,3	8,1	9,0	9,4	9,6
- Variation du BFR	0,0	0,2	0,6	1,1	1,1	1,2	1,2	0,7	0,4	0,2
- Investissements opérationnels	-0,6	-0,8	-1,0	-1,4	-1,8	-2,3	-2,8	-3,0	-3,2	-3,3
Free Cash flow	-0,2	0,3	0,8	2,0	3,0	4,2	6,6	6,7	6,6	6,5
Free Cash flow actualisé	-0,2	0,2	0,6	1,3	1,7	2,2	3,0	2,8	2,5	2,2
Somme des FCF actualisés	16,2									
Valeur terminale actualisée	22,8									
Valeur d'entreprise	39,0									
Dette nette	0,4									
Valeur des capitaux propres	38,6									
Valeur par action	3,8									

source : Euroland Corporate

Matrice de sensibilité

		Taux de croissance à l'infini				
		1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
C	10,67%	4,0	4,2	4,4	4,6	4,9
M	11,17%	3,8	3,9	4,1	4,3	4,5
P	11,67%	3,5	3,7	3,8	4,0	4,1
C	12,17%	3,3	3,4	3,5	3,7	3,8
	12,67%	3,1	3,2	3,3	3,4	3,6

source : Euroland Corporate

Notre valorisation d'Alpha MOS par DCF ressort à 3,80 € par action avec un WACC de 11,67%.

A noter que cette valorisation ne prend pas en compte, à ce stade, le potentiel du pôle MedTech. En cas d'aboutissement du développement du produit et d'une commercialisation de celui-ci, de nouvelles projections pourraient alors voir le jour, entraînant très probablement une appréciation de la valorisation d'Alpha MOS dans son ensemble.

Etant donné le potentiel de hausse supérieur à 15%, nous initions la valeur avec une recommandation à l'Achat.

Tableau Synthèse

Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Chiffre d'affaires	4,5	3,6	5,5	7,7	9,9
Excédent brut d'exploitation	-3,0	-3,0	-1,6	0,4	0,9
Résultat opérationnel courant	-3,7	-3,5	-2,1	-0,2	0,1
Résultat opérationnel	-3,2	-3,5	-2,1	-0,2	0,1
Résultat financier	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Impôts	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-3,4	-3,8	-2,2	-0,3	0,0
Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Actifs non courants	2,7	2,5	2,6	2,6	2,7
<i>dont goodwill</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	0,3	-2,1	-1,9	-1,9	-2,1
Disponibilités + VMP	1,3	1,0	2,8	2,3	2,2
Capitaux propres	1,5	-2,0	-1,1	-1,4	-1,4
Emprunts et dettes financières	1,1	2,0	3,2	3,0	2,7
Total Bilan	6,3	5,1	7,8	8,3	9,1
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Marge Brute d'autofinancement	-3,7	-3,6	-1,7	0,3	0,7
Variation de BFR	0,4	2,7	-0,1	0,0	0,2
Flux net de trésorerie généré par l'activité	-2,9	-0,8	-1,8	0,3	0,9
Investissements opérationnels nets	-0,4	-0,4	-0,6	-0,6	-0,8
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-0,4	-0,4	-0,6	-0,6	-0,8
Augmentation de capital	2,1	0,0	3,1	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,1	0,9	1,2	-0,2	-0,3
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	2,0	0,9	4,2	-0,2	-0,3
Variation de trésorerie	-1,2	-0,3	1,8	-0,5	-0,1
Ratios (%)	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Variation chiffre d'affaires	28,0%	-20,2%	52,9%	39,2%	29,5%
Marge EBE	-66%	-83%	-29%	5%	9%
Marge opérationnelle courante	-81%	-98%	-37%	-2%	1%
Marge opérationnelle	-72%	-97%	-37%	-2%	1%
Marge nette	-74%	-107%	-40%	-3%	0%
Investissements opérationnels nets/CA	8%	12%	10%	8%	8%
BFR/CA	7%	-57%	-35%	-25%	-21%
ROCE	ns	ns	ns	ns	ns
ROCE hors GW	ns	ns	ns	ns	ns
ROE	ns	ns	ns	ns	ns
Payout	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Gearing (%)	-10%	ns	ns	ns	ns
Dettes nette/EBE	0,1	-0,3	-0,2	1,6	0,6
EBE/charges financières	26,0	9,1	13,8	3,6	7,4
Valorisation	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Nombre d'actions (en millions)	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2
Nombre d'actions moyen (en millions)	27,6	10,2	10,2	10,2	10,2
Cours (moyenne annuelle en euros)	0,5	1,5	2,6	2,6	2,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	14,6	15,1	26,6	26,6	26,6
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-0,2	1,0	0,4	0,7	0,5
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	14,7	16,3	27,1	27,4	27,2
PER	ns	ns	ns	ns	ns
VE / EBE	ns	ns	ns	65,3	31,6
VE / ROC	ns	ns	ns	ns	ns
VE / CA	1,0	3,8	4,9	3,5	2,7
P/B	ns	ns	ns	ns	ns
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023
Bnpa	ns	ns	ns	ns	ns
Book value/action	ns	ns	ns	ns	ns
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

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 5% 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 5% 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 des recommandations sur les 12 derniers mois :

Achat : Depuis le 24/01/2022

Accumuler :

Neutre : (-)

Alléger: (-)

Vendre: (-)

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*
Oui	Non	Non	Oui	Non	Oui

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

Disclaimer / Avertissement

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate 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. 3

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.