

Arcure

Électronique

Accumuler	<i>Potentiel</i>	11%
Objectif de cours		5,20 €
Cours au 06/02/2020 (c)		4,70 €
Euronext Paris		
Reuters / Bloomberg	ALCUR.PA / ALCUR:EN	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	10,3%	7,2%	41,1%	nd
Perf CAC Small	-0,5%	-0,9%	4,5%	4,1%

Informations boursières			
Capitalisation (M€)			23,4
Nb de titres (en millions)			4,98
Volume moyen 12 mois (titres)			4 984
Extrêmes 12 mois		3,02 €	8,69 €

Actionnariat	
Investisseurs institutionnels	37,9%
Fondateurs & management	24,5%
Flottant	17,6%
CEA	10,8%
Personnes physiques et Salariés	9,3%

Données financières (en M €)				
au 31/12	2018	2019e	2020e	2021e
CA	7,4	7,6	10,5	14,5
var %	48,5%	2,0%	38,6%	37,3%
EBE	0,2	-2,3	-0,9	0,6
%CA	2,6%	-30,5%	-8,3%	4,0%
ROC	-0,6	-3,1	-2,4	-0,9
%CA	-7,7%	-41,0%	-22,5%	-6,4%
ROC ajusté	nc	-1,9	-1,2	0,3
RN	-0,1	-2,7	-1,6	0,0
%CA	-1,2%	-35,5%	-14,7%	-0,3%
Bnpa (€)	-0,02	-0,54	-0,31	-0,01
ROCE (%)	-8%	-34%	-20%	-6%
ROE (%)	-4%	-30%	-21%	-1%
Gearing (%)	86%	-34%	3%	32%
Dette nette	2,1	-3,1	0,2	2,4
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)				

Ratios				
	2018	2019e	2020e	2021e
VE/CA (x)	0,3	2,4	2,1	1,6
VE/EBE (x)	11,4	ns	ns	41,5
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	ns
PE (x)	0,0	ns	ns	ns

Analyste :

Sid Bachir
01 44 70 20 76
sbachir@elcorp.com

La vision intelligente

- Fort de 10 ans d'expérience dans la vision et l'intelligence artificielle embarquée pour l'industrie, Arcure est un acteur de référence sur le marché de la vision industrielle. Concepteur et distributeur de solutions technologiques adaptées aux industriels grâce à un algorithme propriétaire, Arcure a écoulé depuis sa création, plus de 7 000 Blaxtair (dont plus de 2 000 en 2019), sa caméra intelligente qui permet de prévenir les collisions entre les engins industriels et les piétons. Capitalisant sur la popularité de ses produits et la notoriété grandissante de sa marque, la société s'est lancée à la conquête du marché Américain en 2019. Durant cette année de transition, Arcure a vu son activité progresser légèrement avec un CA de 7,6 M€ (+2,0%) et affiche un TCAM de +39,5% depuis 2016.

- La stratégie fables de la société lui permet de produire avec flexibilité en sous-traitant l'ensemble du processus de fabrication auprès de ses deux partenaires (Servaly et Alsteel Flash). Pour distribuer ses produits, Arcure tire partie de sa force de vente et des partenariats avec les concessionnaires de véhicules industriels comme Fenwick-Linde, Carry Lift ainsi qu'avec 12 méta-distributeurs commercialisant ses produits dans les grands pays industriels. La société collabore aussi avec des fabricants d'engins de construction ou de manutention de premier plan, dont Liebherr et Jungheinrich qui intègrent d'ores et déjà d'usine le Blaxtair sur certaines de leurs gammes de machine.

- D'ici 2022, nous anticipons une forte accélération de l'activité d'Arcure avec un TCAM de +35,7%. S'appuyant sur une stratégie claire, la société bénéficiera : 1/ de l'extension de son réseau de distribution en France et à l'international (US, Japon, Allemagne), 2/ du renouvellement et de l'élargissement de son catalogue produits (commercialisation du Blaxtair V4, solutions Oméga d'applicatifs de vision pour l'industrie), 3/ de la signature de nouveaux partenariats avec des constructeurs et 4/ de la réalisation de croissances externes opportunistes (non pris en compte dans nos estimations). A horizon 2022, la rentabilité opérationnelle (ajustée du CIR) devrait ressortir à 9,0% grâce à l'évolution de l'activité.

- Notre valorisation de Arcure fait ressortir un objectif de cours à 5,20 €. Compte tenu du potentiel de hausse (+11%), nous initions la couverture avec une opinion à Accumuler.**

Sommaire

MATRICE SWOT	3
PRÉSENTATION D'ARCURE	4
HISTORIQUE D'ARCURE	6
ARCURE, UN PIONNIER DE LA VISION INTELLIGENTE	7
UN MODÈLE CAPABLE D'ABSORBER LA CROISSANCE	11
UNE RÉPONSE À DES ENJEUX CONSIDÉRABLES	15
UN MARCHÉ CIBLE ESTIMÉ À 3 MDS	15
ENVIRONNEMENT CONCURENTIEL	18
PERSPECTIVES STRATÉGIQUES ET FINANCIÈRES	19
DES OBJECTIFS FINANCIERS AMBITIEUX ET UNE STRATÉGIE CLAIRE	19
DES INVESTISSEMENTS POUR SOUTENIR LA CROISSANCE	20
UNE RENTABILITÉ PORTÉE PAR LA CROISSANCE	22
UNE SITUATION FINANCIÈRE SOLIDE	23
VALORISATION D'ARCURE	24
VALORISATION PAR LES DCF	25

SWOT

Forces

- Avance technologique en environnement *off-road (hors-route)*
- Base installée de près de 7 000 systèmes Blaxtair à fin 2019
- Forte présence à l'international (58% du CA 2019) (trentaine de pays)
- Modèle agile

Faiblesses

- Dépendance hommes clés
- De forts besoins RH sur les prochaines années
- Dépendance au Blaxtair

Opportunités

- Partenariats avec de nouveaux constructeurs
- Renforcement des exigences de sécurité dans les secteurs industriels
- Préoccupations ESR
- Exploitation de la base de données propriétaire d'images

Menaces

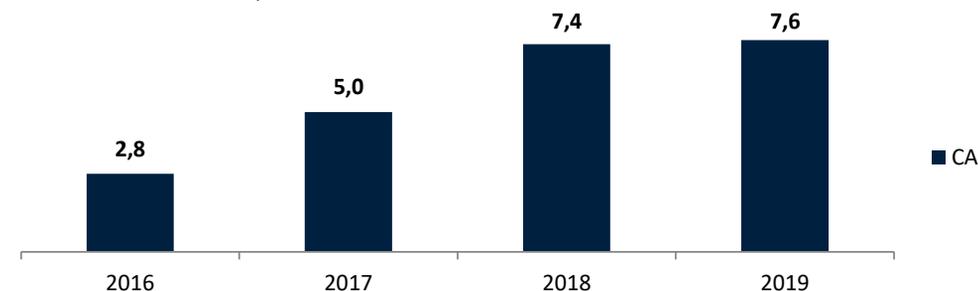
- Entrée de nouveaux concurrents
- Tensions sur le recrutement de profils

Présentation d’Arcure

Créée en 2009, par deux ingénieurs issus de l’industrie aérospatiale (Patrick Mansuy et Franck Gayraud) et appuyée par le CEA (Commissariat à l’énergie atomique et aux énergies alternatives), Arcure est spécialisée dans l’intelligence artificielle embarquée et appliquée au traitement d’image. La société conçoit et commercialise notamment une solution intelligente de prévention des collisions. Son produit phare, le Blaxtair, est un système destiné à équiper les engins industriels off road, véhicules de construction et de manutention, opérant dans les usines, les entrepôts, les sites de recyclage où encore les chantiers de travaux publics. Il apporte à ces engins dangereux une intelligence destinée à détecter des piétons et les obstacles afin d’arrêter le véhicule en cas de risque de collision avec une personne.

Evolution du CA d’Arcure depuis 2016 (M€)

TCAM 2016-19 : +39,5%

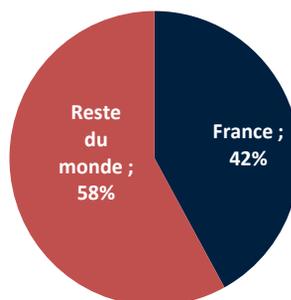


source : société

Avec plus de 7 000 exemplaires du Blaxtair vendus à travers le monde depuis sa création, Arcure fait figure de référence sur le marché de la vision industrielle outdoor (en environnement difficile). Cette performance est le fruit de près de 30 ans de recherche au sein du CEA et de 10 ans de travaux de développement au sein de la société donnant naissance à un produit à la pointe de la technologie, alliant robustesse et précision.

La stratégie fabless de la société lui garantit une production flexible en sous-traitant l’intégralité du processus de production à Servaly, un sous-traitant français situé en Normandie et depuis 2019 à Asteelflash, un sous-traitant basé à Soissons. Afin de concevoir des produits toujours plus innovants et d’autonomiser davantage les véhicules industriels, la R&D fait partie intégrante de l’ADN d’Arcure. Ainsi, la société consacre en moyenne 25% de son chiffre d’affaires par an en R&D depuis 2016. La société a également noué un partenariat exclusif de recherche avec le CEA avec qui elle a depuis 2010 un laboratoire commun sur ses thématiques.

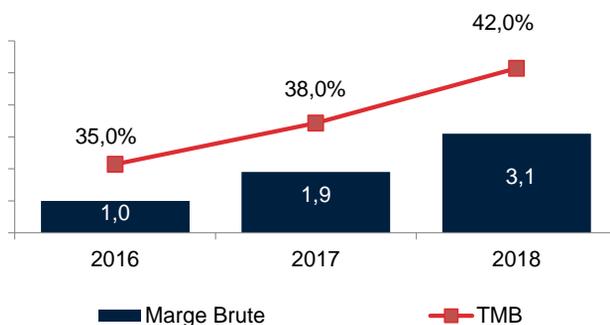
Répartition du CA 2019 par géographie (%)



source : société

S'appuyant sur une filiale américaine et un réseau de 12 distributeurs répartis en France et à l'international (58% du CA à l'international) et des partenariats avec des leaders de la construction d'engins industriels (exemple: Liebherr, Jungheinrich, Kalmar), Arcure a réalisé 7,6 M€ de chiffre d'affaires en 2019 (+2,0% vs 2018) dont 58% à l'international. Arcure affiche depuis 2016 un TCAM de CA de +39,5%, traduisant la pertinence de son positionnement. De plus, la société a vu son taux de marge brute progresser passant de 35,0% en 2016 à 42,0% en 2018 compte tenu de la progression de l'activité couplée à la baisse du coût de production du Blaxtair. A terme, l'accélération du chiffre d'affaires et la maîtrise des coûts constituent selon nous les principaux leviers sur la rentabilité.

Evolution de la marge brute depuis 2016 (en M€) et TMB (en %)



source : Euroland Corporate

Historique d’Arcure

2009

Création de la société à la suite d'un accord de collaboration avec le CEA-list en vue de mettre en place un laboratoire de R&D;

2010

Présentation du premier prototype de Blaxtair. Signature de l'accord de collaboration définitif avec le CEA et d'un contrat de licence concédé par le CEA à la société. Réalisation de deux levées de fonds pour un produit brut total d'environ 276 K€;

2011

Réalisation d'une levée de fonds pour un produit brut d'environ 322 K€ menée auprès d'investisseurs individuels ; Premières ventes et installations dans une définition « pré-série »;

2012

Démarrage de la production de série et commercialisation du Blaxtair de première génération ; Réalisation d'une levée de fonds de 2 550 K€ permettant notamment l'entrée au capital des FIA gérés par Inocap Gestion;

2013

Travaux d'amélioration des performances du Blaxtair afin de préparer son industrialisation avec notamment un affichage en couleurs et une baisse de son coût de production de l'ordre de 30% ;

2014

Levée de fonds d'un produit brut de 1 484 K€ réalisée majoritairement auprès d'investisseurs financiers permettant notamment l'entrée au capital de Siparex ; partenariat industriel et commercial avec la société Sick, pour le développement et la production de Visionary B. Le Blaxtair est commercialisé dans 15 pays ;

2015

Signature d'un contrat de distribution du Blaxtair au Japon avec Eureka ; Levée de fonds d'un produit brut de 677K€ réalisée auprès d'actionnaires existants ;

2016

Intégration et validation du Blaxtair par Jungheinrich, 3e fabricant mondial de chariots élévateurs;

2017

Lancement du Blaxtair V3; Le Blaxtair est commercialisé dans plus de 30 pays ;

2018

Présentation du nouveau produit Oméga au Salon Vision de Stuttgart ;

2019

Introduction en bourse sur Euronext Growth et levée de fonds de 7,9 M€. Ouverture de la filiale américaine à Chicago. Partenariat avec Faurecia pour l'équipement de l'ensemble de la flotte.

Arcure, un pionnier de la vision intelligente

Une légitimité forte sur la vision industrielle

Depuis 2009, les équipes d'Arcure mettent leur savoir-faire au service des industriels pour qu'ils bénéficient de technologies de vision industrielles robustes et fiables. Arcure propose 3 modèles, dont les prix moyens varient de 3 000 € à 4 500€ par unité.

Solutions développées par Arcure

Solutions de détection

BLAXTAIR



Système de détection de piétons propriétaire ARCURE

Brique technologique et solutions de visions

OMÉGA



Capteur 3D intégrable dans des systèmes tiers

source : société

Véritable pionnier de la vision industrielle, Arcure développe depuis 10 ans une technologie de pointe alliant: 1/ une caméra stéréoscopique robuste, 2/ un algorithme d'intelligence artificielle puissant et 3/ une base de données et des composants hardware propriétaires.

La société a conçu le Blaxtair, un dispositif d'aide à la détection des piétons et d'obstacles destiné à équiper les engins industriels et de construction capable de fonctionner dans les conditions les plus contraignantes. La société s'est appuyée sur le succès des ventes de son modèle phare afin de développer une offre de solutions de vision embarquée pour l'industrie (ligne de produit Oméga), à destination des intégrateurs d'automatismes industriels ou des constructeurs de machines. Ces solutions sont généralement fournies sous marque blanche et Visionary-B, développé pour l'allemand Sick, en est un exemple.

Le Blaxtair :une caméra stéréoscopique à l'épreuve des contraintes

Le Blaxtair est composé d'une caméra stéréoscopique (composé de deux optiques) captant deux images 2D d'une même scène sous deux angles légèrement différents, permettant de reconstituer cette scène en 3D (principe de la vision humaine). Cette image 3D est ensuite utilisée pour détecter les obstacles et les localiser de manière précise par rapport à l'engin. Le Blaxtair identifie ensuite l'obstacle comme étant ou non un piéton grâce à son algorithme d'intelligence artificielle embarquée. Ce processus est réalisé jusqu'à 20x par seconde afin d'avoir une précision et une fiabilité extrême.



Conçu pour évoluer dans des environnements off-road, des efforts importants de développement ont été faits afin que le Blaxtair affiche robustesse et solidité. Le produit phare d'Arcure peut ainsi fonctionner aussi bien dans des environnements exigeants (matériel exposé à des chocs, vibrations, variation de températures, etc.) qu'avec des conditions de prise de vue dégradées (poussière, pluie, projections liquides, etc.). A date, sur les 7 000 Blaxtair vendus, aucun n'a nécessité un quelconque recalibrage.

Un algorithme d'intelligence artificielle puissant

Outre la caméra stéréoscopique, le Blaxtair d'Arcure embarque une intelligence artificielle basée sur le machine learning. Celle-ci analyse les images captées par la caméra et procède à la reconnaissance morphologique des piétons en 2 étapes:

- l'analyse en temps réel de l'environnement grâce aux images stéréoscopiques, l'algorithme distingue le sol et les formes distinctes du sol;
- la classification en temps réel grâce à l'algorithme qui permet de distinguer et classifier les différents obstacles. Si l'obstacle détecté est identifié comme une personne dans la zone de danger, le Blaxtair déclenche automatiquement une alarme et/ou un signal au véhicule afin de le stopper.



Une base de données unique

Arcure dispose de sa propre base de données d'images stéréoscopiques dont elle est propriétaire. Celle-ci est alimentée à partir des images captées par la base installée de Blaxtair (7 000 actuellement en opération) et compte plusieurs centaines de milliers d'images 3D capturées en environnements industriels réels. Cette base constitue un enjeu essentiel pour Arcure pour de multiples raisons: 1/ l'intelligence artificielle n'est possible qu'avec l'apprentissage de l'algorithme à partir d'une base de données, 2/ la performance du Blaxtair et sa fiabilité dépendent directement de la qualité de la base de données d'apprentissage. De ce fait, cette base constitue un actif majeur d'Arcure. La société a développé une version connectée du Blaxtair qui permettra très prochainement de récupérer les images captées par le Blaxtair à distance.



Omega

La société s'est appuyée sur le succès des ventes de son modèle phare pour le décliner. Lancé en novembre 2018, Omega intègre la technologie développée par Arcure (plateforme commune) et est produit spécifiquement pour les besoins d'engins autonomes off-road et intégrateurs robotiques. Oméga est une solution de vision regroupant une caméra 3D robuste dédiée aux environnements difficiles et une bibliothèque de fonctions basées sur la vision 3D (guidage, contrôle de surface, suivi de chemin, classification d'objets, calcul de volumes, etc.) nécessaires aux constructeurs de systèmes autonomes. Avec un effort R&D marginal pour son développement, l'Omega positionne Arcure sur le marché des systèmes de vision industrielle. Avec ce produit, Arcure cible les acteurs de l'automatisation industrielle. Son prix de vente par unité est compris entre 3 000 et 5 000€.



Le Visionary-B

Visionary-b est le premier exemple de vente sous marque blanche d'une solution Omega. La société a développé et produit pour le compte de Sick (spécialiste allemand de capteurs pour l'automatisation industrielle) un système de détection d'obstacle en temps réel. Le développement de ce produit spécifique commercialisé depuis novembre 2018 a permis à Arcure de bénéficier de l'expertise technique d'un industriel de renom mais également d'étendre son réseau à l'international.



Services

Pour accompagner au mieux ses clients, la société propose une offre complète de services autour de ses produits :



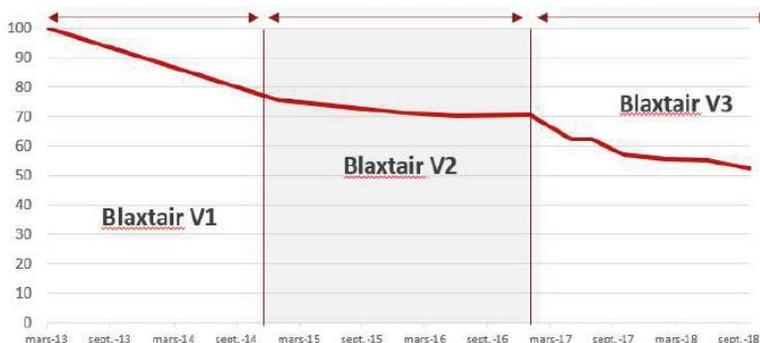
- **Installation** : elle est réalisée par les équipes d'Arcure (en cas de vente directe aux utilisateurs finaux), ou par les concessionnaires distributeurs.
- **Service après-vente** : réalisé par les équipes d'Arcure ou par les distributeurs (les opérations les plus courantes) dans le cadre de prestations dédiées aux clients n'ayant pas souscrit de contrats de maintenance.
- **R&D vendue** : développements spécifiques pour les constructeurs à l'image des travaux réalisés pour Sick (ou les constructeurs de véhicules).

Un effort d'innovation permanent

Pour proposer des produits toujours plus adaptés aux besoins des constructeurs et accroître la valeur ajoutée de son offre, Arcure réalise d'importants efforts de recherche et développement. La société a investi 6,0 M€ en cumulé depuis 2016, soit une moyenne de 25% du chiffre d'affaires chaque année. Ces efforts ont notamment permis de développer les V3 et V3+ du Blaxtair. Le département R&D emploie 20 personnes.

Si le design de la solution n'a que légèrement changé entre la V1 et la V3 (proposée actuellement), chaque génération a permis des évolutions destinées à en améliorer la production, se traduisant par une réduction régulière de son coût de production, ainsi qu'une amélioration de ses performances grâce à l'enrichissement de la base de données d'images.

Evolution du coût de production Blaxtair depuis 2013



source : société

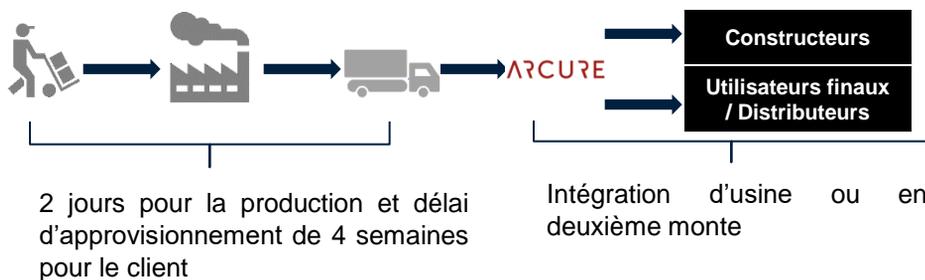
Les efforts ainsi menés depuis la 1ère génération de Blaxtair en matière de conception et d'industrialisation des solutions ont permis une réduction sensible des coûts de production estimée à environ 40% entre la deuxième et la troisième génération. Cette baisse repose sur une optimisation régulière du processus de production couplée à des choix de composants moins coûteux, dans un contexte général d'augmentation des volumes produits.

Un modèle capable d'absorber la croissance

Un cycle de production flexible et sécurisé

La chaîne logistique d'Arcure repose sur un modèle fables visant à choisir des partenaires en mesure de fournir des produits de qualité, tout en ayant la capacité de s'adapter rapidement à la demande. Ainsi, pour assembler ses produits, Arcure fait principalement appel à 2 sous-traitants français Servaly et Asteelflash. Arcure dispose en interne des fonctions de management de la production (qualité, méthodes de fabrication, supply chain et achats). Prestataire historique d'Arcure, Servaly est basé en Normandie où une équipe d'Arcure (8-10 personnes) encadre et supervise de manière permanente la chaîne de production capable de produire 300 systèmes par mois. Afin de réduire sa dépendance vis-à-vis de Servaly mais également d'augmenter significativement ses capacités de production au delà de 500 systèmes par mois, Arcure a annoncé, en novembre 2019, la signature d'un partenariat avec Asteelflash. Les produits sont contrôlés par les équipes d'Arcure sur place puis envoyés chez les différents clients pour installation dans un délai de 4 semaines après commande.

Chaîne logistique d'Arcure



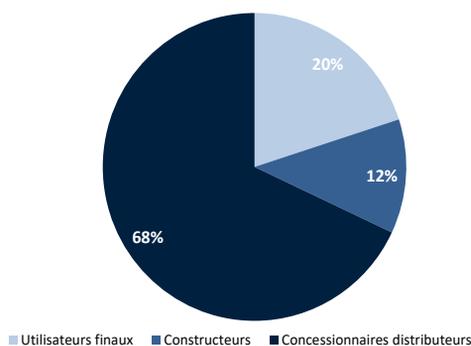
source : société, Euroland Corporate

Ce choix d'un modèle fables permet à la société de concentrer ses efforts et ses ressources sur le développement et l'amélioration de ses solutions (R&D) ainsi que sur le développement commercial de ses produits tout en gardant la maîtrise de son processus d'industrialisation voulu agile et optimisé.

Un réseau de distribution multicanal

Pour distribuer ses produits, Arcure a tissé un réseau sur l'ensemble du territoire français et à l'international et a défini 3 cibles bien distinctes. Il est composé à la fois de sa force de vente directe qui adresse les utilisateurs finaux, mais aussi de partenariats avec des concessionnaires distributeurs de l'univers industriel. La société a également noué des partenariats avec des constructeurs d'engins de chantier et de manutention qui proposent dans leur catalogue le Blaxtair monté d'usine, comme Jungheinrich. Même si le déploiement par les constructeurs est relativement long, les partenariats avec les constructeurs constitueront un fort levier de croissance à moyen terme et une forte barrière à l'entrée pour d'éventuels concurrents.

Répartition du CA Produits 2019 par clients



source : Euroland Corporate

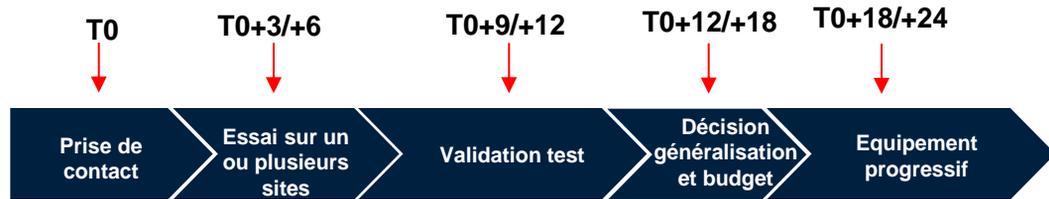
Une force de vente directe dédiée

Forte d'une équipe de 20 commerciaux à fin 2019, Arcure adresse directement les utilisateurs finaux. En 2019, 20% des ventes étaient générées par la vente directe. Celle-ci cible principalement des grands groupes industriels internationaux à l'image de suez, Heineken ou de Vinci Construction. Le cycle de vente se découpe en 4 étapes majeures:

1. Une phase de démonstration auprès des utilisateurs
2. Une phase de test sur un site pilote
3. Un déploiement à plus grande échelle sur l'ensemble de la flotte d'un site.
4. Généralisation à l'ensemble des sites d'un pays ou dans le monde.

Ce cycle de vente s'étale sur 9 à 18 mois et nécessite un investissement commercial conséquent. Cependant celui-ci est nécessaire et est au cœur de la stratégie commerciale d'Arcure. En effet, les utilisateurs finaux représentent un enjeu stratégique pour la société compte tenu de leur rôle de prescripteurs auprès des constructeurs et des distributeurs. A fin 2019, Arcure s'est constitué un portefeuille important de plus de 400 clients, dont plusieurs ont d'ores et déjà lancé l'équipement de leur flotte.

Cycle de vente (en mois)

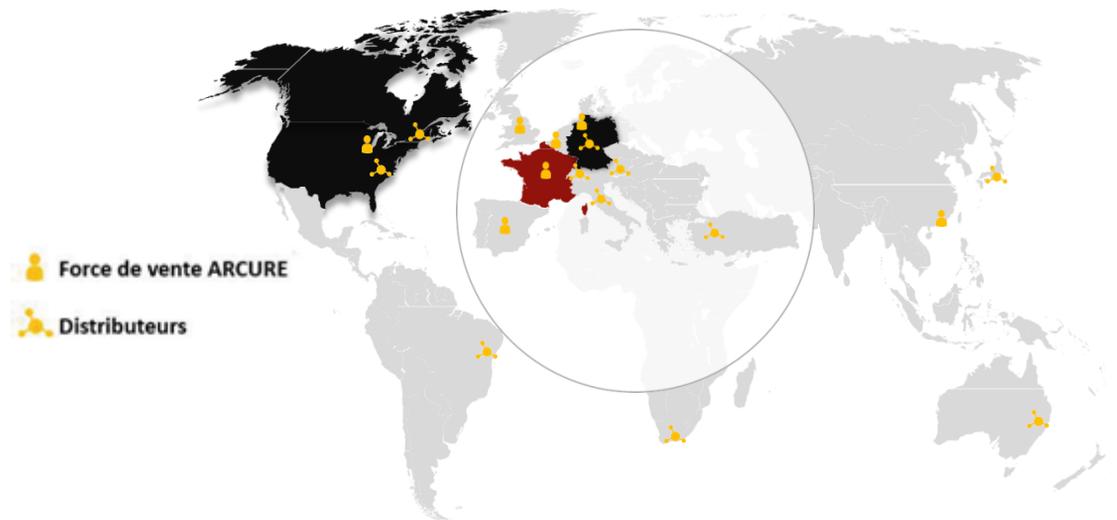


source : société, Euroland Corporate

Les concessionnaires distributeurs

A fin 2019, les produits Arcure étaient disponibles auprès de 60 concessionnaires en Europe et 12 méta-distributeurs couvrant les grands pays industriels. A ce jour, le Blaxtair a été vendu dans plus de trente pays. Les concessionnaires se chargent de la vente des produits Arcure aux utilisateurs finaux en proposant le Blaxtair dans leur catalogue d'options. Leur rôle est essentiel dans la stratégie commerciale d'Arcure. En effet, ces derniers permettent de convertir leur clients ainsi que les constructeurs qu'ils représentent tout en assurant l'installation et le service après vente des produits Arcure.

Présence d'Arcure dans le monde



source : société

Les constructeurs

Autre cible d'Arcure, les constructeurs d'engins de construction et de manutention représentent 12% des ventes en 2019. Arcure a déjà signé des partenariats avec 3 grands constructeurs de l'industrie : Jungheinrich en 2016 (3ème constructeur mondial de chariots élévateurs) et avec le leader européen Liebherr (Allemand) et Kalmar (Suédois) depuis 2019. L'objectif d'Arcure est qu'à terme les fabricants d'engins de construction et de manutention intègrent le Blaxtair en option d'usine ou en serie. De plus, Arcure veut dupliquer le partenariat avec Sick qui commercialise une solution Oméga sous sa propre marque, sous le nom de Visionary-B. Ce processus d'intégration par les constructeurs est long mais il devrait permettre une forte accélération de la croissance de l'activité dans les années à venir. A terme, la société devrait générer plus de 20% de son chiffre d'affaires 2022 grâce aux ventes constructeurs.

Canaux de distribution d'Arcure

Une force de vente directe



Une équipe de 20 commerciaux qui adressent les utilisateurs finaux

faurecia



60 références de la distribution pour la croissance



SITECH



Plus de 30 pays couverts

Des produits qui ont su convaincre les plus grands constructeurs

JUNGHEINRICH

LIEBHERR



Dès références mondiales de l'industrie

source : société, Euroland Corporate

Une réponse à des enjeux considérables



Les solutions proposées par Arcure permettent de prévenir les risques d'accident liés aux collisions entre engin et piéton dans les environnements industriels contraignants (usines, chantiers, entrepôts...). En effet, la sécurité des lieux de travail représente un enjeu majeur pour les entreprises, tant sur leur responsabilité sociale mais également sur un plan économique et pénal.



En effet, l'enjeu humain est conséquent. Selon l'INRS, en France, 1 085 accidents du travail étaient liés à une collision engin/piéton en 2011 provoquant 10 décès. Même cas de figure à l'international où le British Safety Council répertorie en moyenne 2,5 victimes par jour d'une collision impliquant un chariot élévateur et 19 000 blessées graves par an en Grande Bretagne.



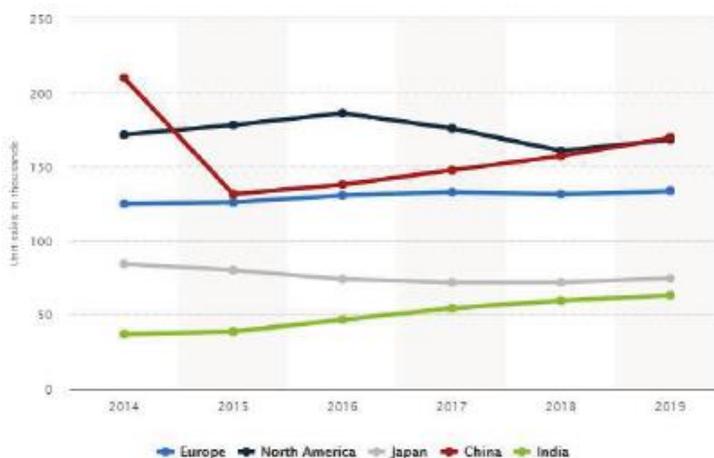
L'aspect humain engage directement la responsabilité sociale des entreprises mais les collisions ont également un fort impact économique et pénal. Un accident impliquant une incapacité permanente ou le décès du salarié peut alors représenter un coût se chiffrant à plusieurs centaines de milliers d'euros pour la sécurité sociale (500 K€ selon le projet de loi de financement de la sécurité sociale) ou encore plusieurs millions pour les grands groupes de constructions ou industriels. Aux Etats-Unis, le National Safety Council évalue l'impact financier d'un accident entre 1 M€ et 1,4 M€ par travailleur voire jusqu'à 3 M€ en cas de décès. De plus, suite à ce type d'accident, la responsabilité pénale du management est engagée. Selon le British Safety Council, au moins un dirigeant est condamné dans 75% des cas d'accidents.

Un marché cible estimé à 3 Mds €

Engins de constructions

Parmi les marchés adressés par Arcure, se trouve le marché des engins de construction (secteur des travaux public, de l'extraction...). Totalisant 630 000 unités vendues en 2017, le marché du neuf (engins de construction) affiche un niveau de production relativement stable à l'échelle internationale dont 80% des ventes sont réalisées autour de 5 zones géographiques (Europe, Amérique du Nord, Inde, Japon et Chine). La tendance devrait se poursuivre selon le Global Market Insights sur la période 2018-2024 avec une croissance attendu autour de 4% par an.

Evolution du marché des engins entre 2014 et 2019

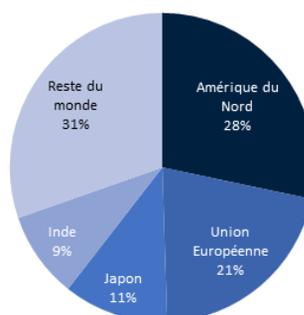


source : société

Fort de son réseau de distributeur international et de sa force de vente directe (dont sa filiale aux US), Arcure couvre les principaux marchés (Europe, Amérique du nord, Japon) où se concentrent 60% des ventes hors Chine.

A travers ces 3 zones géographiques, qui représentent un volume estimé de 400 K engins vendus en 2019, Arcure cible 25% de ce marché soit un volume cible de 100 K engins par an. A cela, s'ajoute le potentiel commercial du marché du rétrofit (engins déjà en circulation). La société ici cible les engins de moins de 3 ans. En prenant en compte le parc de moins de 3 ans, hors les 10% déjà équipés, ce marché devrait représenter 270 K engins par an soit un marché total adressable de 370K engins par an.

Répartition des ventes d'engins de construction en 2017 hors chine

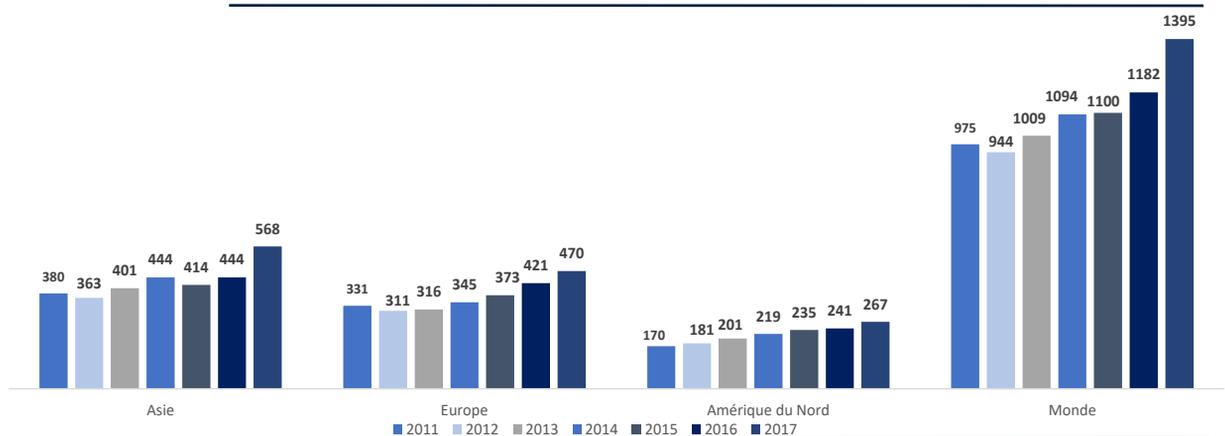


source : société

Engins de manutention

Second débouché pour Arcure, le marché des engins de manutention qui constitue un marché significatif compte tenu de la nature des secteurs concernés (logistique, grande distribution...). Fort d'une progression moyenne de 6,2% par an entre 2011 et 2017 (7,8% en Amérique du Nord, 6% en Europe, et 6.9% en Asie), le marché à atteint 1,4 M d'engins vendus en 2017.

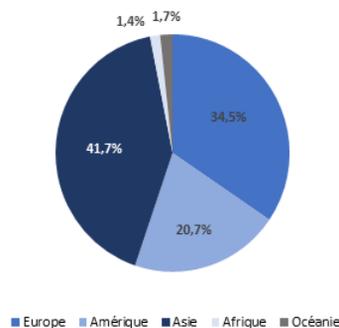
Evolution des ventes dans le monde entre 2011 et 2017



source : société

Grâce à sa solution Blaxtair, Arcure estime adresser les engins de classe 1,2,4,5 et 7 soit environ 900 K engins en 2017. Tout comme le marché des engins de construction, Arcure cible en priorité les grands comptes qui représentent 30% des volumes annuels de ventes d'équipements neufs soit 270 K engins par an. Le marché du retrofit est lui estimé à 729 K engins par an soit un total de 1 M d'engin de manutention par an.

Répartition mondiale du marché des chariots élévateurs en 2017



source : société

Environnement concurrentiel

Aujourd’hui, Arcure ne dispose pas de concurrent direct suffisamment crédible pour proposer une alternative à ses solutions (Blaxtair et Omega). Néanmoins, l’unique solution se rapprochant des caractéristiques du Blaxtair est le système « Vision Plus » embarqué par le constructeur Taylor Machine Works. Cependant, Vision Plus s’appuie sur une caméra mono-scopique qui ignore les obstacles non piétons. A ce jour, il est donc le seul système suffisamment performant et robuste pour répondre aux besoins des acteurs industriels « off road ».

Environnement concurrentiel Blaxtair

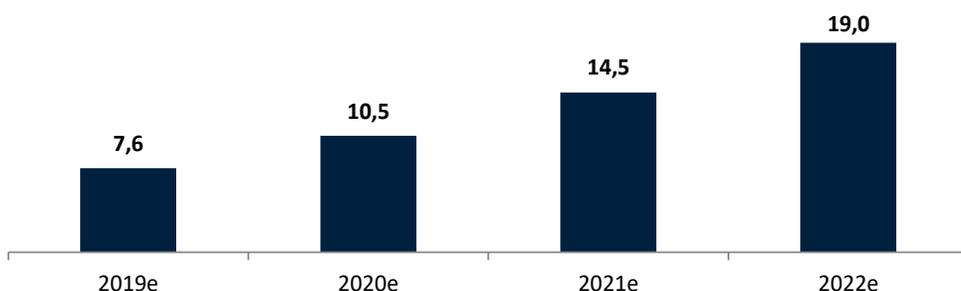
Concurrents	Technologie	Description	Avantages	Inconvénients	
U-Tech	 Maschinensicherheit	Détection par badge	Badge nécessaire pour être détecté	Adaptée aux environnements ON ROAD/OFF ROAD Système d'alarme	Difficulté de mise en place Ne distingue pas piéton et objet
Motec	 SAFETY VISION® MOBILE VIDEO SURVEILLANCE SOLUTIONS	Caméra simple	Caméra placé sur le véhicule industriel	Adaptée aux environnements ON ROAD/OFF ROAD Système d'alarme	Nécessite l'attention du conducteur Ne distingue pas piéton et objet
Orlaco	 ORLACO INDUSTRIAL TRUCK SOLUTIONS				
Sick	 SICK Sensor Intelligence.	Détecteur ultrason			
Brigade	 BRIGADE	Hyperfréquence	Détection des mouvements	Adaptée aux environnements ON ROAD/OFF ROAD Système d'alarme	Solution qui peut s'avérer fragile pour les environnements difficiles
Groeneveld	 GROENEVELD	Laser			Ne distingue pas piéton et objet
Preco	 PRECO ELECTRONICS				
Hydrosystem	 HYDROSYSTEM				

source : société, Euroland Corporate

Perspectives stratégiques et financières

Référent sur le marché de la vision industrielle en France, Arcure entend accélérer le développement de son activité sur les prochaines années. Pour ce faire, la société s'appuiera sur une stratégie claire dont les principaux leviers sont 1/ l'extension de son réseau de distribution en France et à l'international (US, Japon, Allemagne), 2/ le renouvellement et de l'élargissement de son catalogue produits (commercialisation du Blaxtair V4 , solutions Oméga d'applicatifs de vision pour l'industrie), 3/ la signature de nouveaux partenariats avec des constructeurs et 4/ la réalisation de croissances externes opportunistes (non pris en compte dans nos estimations). Par ailleurs, la société maintiendra ses efforts de R&D (20% du CA en moyenne) pour maintenir son avance technologique. Sur la période 2019-22e, nous anticipons un TCAM du CA de +35,7%.

Prévisions de CA pour la période 2019-22 (en M€)



source : Euroland Corporate

Des objectifs ambitieux et une stratégie en ordre de marche

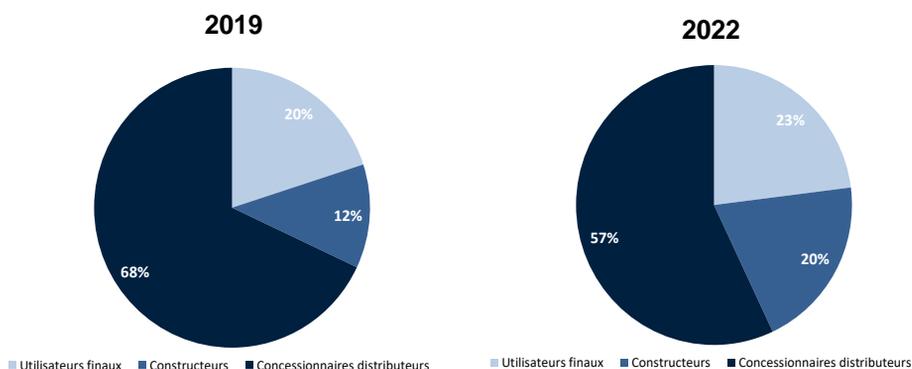
Les leviers identifiés par Arcure vont permettre d'afficher une accélération de l'activité dans les prochaines années. La croissance sera principalement tirée par la montée en puissance des solutions Blaxtair et Omega auprès des concessionnaires et des constructeurs d'engins.

Cette croissance sera alimentée par :

L'accélération du déploiement commercial en France et à l'international. Déjà présent chez 12 méta-distributeurs, Arcure s'attachera à étendre sa couverture nationale et internationale avec l'extension de son réseau de vente. De plus, après avoir ouvert sa filiale américaine en 2019, ainsi qu'un bureau commercial en Allemagne et en Espagne, Arcure prévoit également d'ouvrir une implantation à Hong-Kong début 2020. Ces implantations visent à accélérer le déploiement commercial de ses solutions en approchant directement les principaux grands groupes industriels de ces pays ou régions, en développant les partenariats avec de nouveaux constructeurs mais également en accroissant la notoriété de la société à travers des salons spécialisés ainsi qu'en animant les réseaux de distributeurs.

Le **renouvellement et l'élargissement produits** avec notamment, la commercialisation du Blaxtair V4, qui devrait permettre à la société de voir son coût de production baisser de nouveau grâce à une optimisation du processus de production couplée à des choix de composants moins coûteux. De plus, la société ambitionne de décliner son produit phare en proposant une gamme de prix multiples et des fonctionnalités diverses. La société s'attachera également à développer sur la base de sa solutions Oméga de nouveaux produits destinés aux constructeurs à l'image du développement du Visionary-b pour Sick.

Prévisions de CA par segment pour la période 2019-22 (en M€)



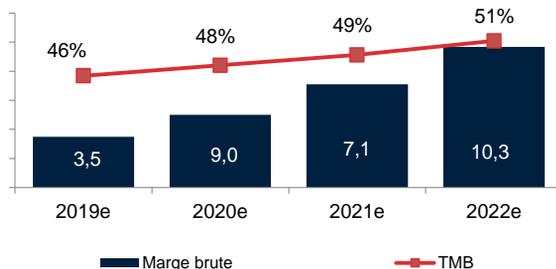
source : Euroland Corporate

Parallèlement à ces différents leviers, le management sera attentif aux opportunités de croissance externe en France. Les cibles privilégiées permettront de compléter son offre technologique.

Une rentabilité portée par la croissance

Si nous anticipons une amélioration du taux de marge brute sur les prochains exercices compte tenu du lancement du Blaxtair V4, la MOC devrait rester sous pression sur les 3 prochains exercices compte tenu des efforts de structuration consentis. Elle devrait néanmoins bénéficier : 1/ de la forte croissance du chiffre d'affaires et 2/ de la baisse des coûts du Blaxtair. Ajustée de la créance du crédit d'impôt recherche, la MOC devrait ressortir à 9%.

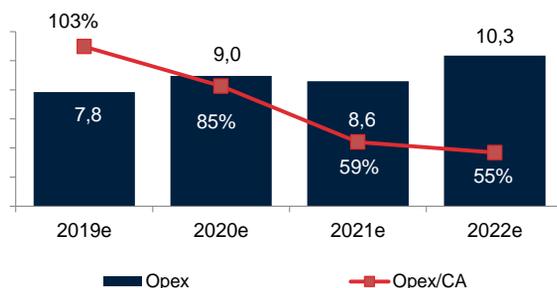
Evolution de la marge brute (en M€) et du TMB (%)



source : Euroland Corporate

Afin d'accompagner son développement, Arcure entend renforcer ses capacités commerciales en France et à l'étranger. Les OPEX évolueront en lien avec la croissance de l'activité mais dans des proportions moindres (TCAM 2019-22^e de +9,7%).

Evolution des charges (en %)

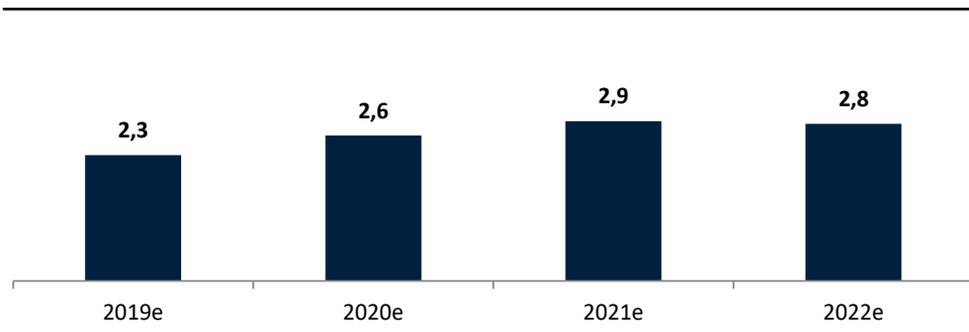


source : Euroland Corporate

Des investissements pour soutenir la croissance

Le développement commercial d'Arcure va impliquer d'importants investissements d'ici 2022. A ce titre, le management prévoit de maintenir à un niveau élevé ses dépenses de R&D (immobilisés à environ 80%) et les effectifs associés mais aussi de recruter dans les fonctions commerciales.

Prévisions des dépenses de R&D (M€)



source : Euroland Corporate

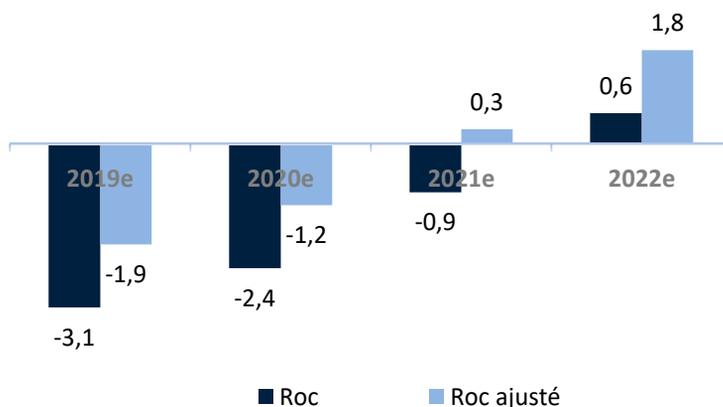
Plusieurs chantiers de R&D seront lancés pour enrichir sa gamme de produits et services tout en maintenant son avance technologique. La société devrait dans un premier temps procéder au lancement du Blaxtair V3+ au cours de 2020. L'autre priorité consistera à développer le Blaxtair V4, dont les performances seront accrues en matière de reconnaissance et de classification grâce à son intelligence artificielle embarquée basée sur le deep-learning. Cette nouvelle version devrait également permettre de faire baisser à nouveau le prix de revient de ce dernier. Enfin, la société poursuivra l'enrichissement de son offre Omega avec pour objectif de multiplier ses partenariats avec les intégrateurs industriels, acteurs de l'industrie 4.0.

Au final, l'effort de R&D devrait rester important pour représenter en moyenne un peu plus 20% du CA entre 2019 et 2022, soit environ 10,0 M€. Cet effort consenti par la société est néanmoins financé en partie par le crédit d'impôt recherche (~30% des dépenses R&D engagées).

Sur le plan humain, les effectifs d'Arcure (64 collaborateurs en au 31/12/19 vs 33 à fin 2018) devraient augmenter modérément d'ici 2022, la plus grande partie des recrutements ayant eu lieu en 2019. L'effort de recrutement portera essentiellement sur la force commerciale (~10 commerciaux), en lien avec la volonté de la société d'accroître sa présence en France et à l'international. De son côté, le département R&D affichera une vingtaine de collaborateurs à terme.

Ainsi, l'ensemble des ces investissements pèseront sur le ROC au cours des prochains exercices. Cependant, la société affichera une amélioration de sa rentabilité avec une MOC à 3% en 2022 (vs -7,7% en 2018) et de 9% après majoration du CIR.

Prévision de ROC et de ROC ajusté 2019-22_e



source : Euroland Corporate

Compte de résultat prévisionnel

	2019e	2020e	2021e	2022e
Chiffre d'affaires	7,6	10,5	14,5	19,0
Var %	2%	39%	37%	31%
EBE	-2,3	-0,9	0,6	2,1
ROC	-3,1	-2,4	-0,9	0,6
MOC (%)	-41%	-22%	-6%	3%
ROC ajusté du CIR	-1,9	-1,2	0,3	1,8
Impôts	0,6	0,8	1,1	1,3
Résultat net	-2,7	-1,6	0,0	1,6
Marge nette (%)	-35%	-15%	0%	8%

source : Euroland Corporate

Une situation financière saine

En janvier 2019, Arcure a procédé à son introduction en bourse qui lui a permis de lever 7,9 M€. Cette levée va lui permettre de financer la forte hausse de son activité au cours des 3 prochains exercices. Avec une trésorerie estimée de 8,0 M€ pour des fonds propres de 9,2 M€ au 31/12/2019, Arcure présente une situation bilancielle solide. Néanmoins les efforts d'investissements consentis par la société viendront grever la génération de cash selon nos estimations.

Structure financière prévisionnelle

	2019e	2020e	2021e	2022e
Y compris 7,9M€ de l'IPO	8,0	4,2	0,8	0,3
Trésorerie	8,0	4,2	0,8	0,3
Dette financière	4,9	4,4	3,2	3,2
Endettement net	-3,1	0,2	2,4	3,0
Capitaux propres	9,2	7,6	7,6	9,2
Gearing (%)	-34%	3%	32%	32%

source : Euroland Corporate

Valorisation de Arcure

Valorisation par les DCF

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

- **Croissance du chiffre d'affaires** : nous retenons un TCAM de +35,7% entre 2019 et 2022 qui prend en compte un effet et volume en lien avec la montée en puissance des partenariats avec les constructeurs et le renforcement de la force commerciale.
- **Rentabilité opérationnelle** : la marge opérationnelle est attendue en amélioration d'ici 2022 compte tenu de la croissance et de la montée en puissance progressive des partenariats constructeurs. Nous prenons l'hypothèse d'une marge normative de 12,0% à horizon 2029.
- **Impôts**: nous ajustons les impôt de la créance de Crédit d'impôt Recherche.
- **Besoin en fonds de roulement** : un BFR de 18,0% du CA à partir de l'exercice 2022
- **Investissements** : dans notre scénario, l'effort d'investissement est important au cours des 3 prochains exercices (en moyenne 20% du CA) pour finalement converger à 8% du CA.
- **Un taux d'actualisation (WACC) de 13,0% basé sur :**
 - un taux sans risque de 0,0 % ;
 - une dette financière nette estimée de -3,1 M€ au 31/12/2019
 - une prime de risque de 6,0%
 - un bêta de 2,16

Tableau des DCF

En K€	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Chiffre d'affaires	10,5	14,5	19,0	24,1	29,5	35,4	41,0	45,7	49,1	49,8
<i>variation (%)</i>	38,6%	37,3%	31,1%	26,9%	22,6%	20,0%	15,8%	11,5%	7,3%	1,5%
Résultat opérationnel courant	-2,4	-0,9	0,6	1,9	3,0	3,9	4,9	5,5	5,9	6,0
<i>Taux de marge opérationnelle courant</i>	-22,5%	-6,4%	3,1%	8,0%	10,0%	11,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
- Impôts	0,8	1,1	1,3	0,7	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
+ DAP nettes	1,5	1,5	1,5	1,9	2,4	2,8	3,3	3,2	2,9	2,5
Cash Flow opérationnel	0,0	1,7	3,4	4,5	5,9	6,9	8,2	8,7	8,8	8,4
BFR	2,0	2,8	3,6	4,3	5,3	6,4	7,4	8,2	9,1	9,2
- Variation du BFR	-0,6	-0,8	-0,8	-0,7	-1,0	-1,1	-1,0	-0,9	-0,8	-0,1
- Investissements opérationnels	-2,6	-2,9	-2,8	-1,9	-2,4	-2,1	-2,1	-2,3	-2,5	-2,5
en % du CA	25,0%	20,0%	15,0%	8,0%	8,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Free Cash flow	-3,3	-2,0	-0,3	1,9	2,6	3,7	5,2	5,5	5,5	5,8
Free Cash flow actualisé	-2,9	-1,6	-0,2	1,1	1,4	1,8	2,2	2,1	1,8	1,7

source : Euroland Corporate

Matrice de sensibilité

		Taux de croissance à l'infini				
		0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%
C	12,0%	5,6	5,7	5,9	6,2	6,4
M	12,5%	5,2	5,4	5,5	5,7	5,9
P	13,0%	4,9	5,0	5,2	5,3	5,5
C	13,5%	4,6	4,7	4,9	5,0	5,2
	14,0%	4,3	4,4	4,6	4,7	4,8

source : Euroland Corporate

Conclusion

Notre valorisation d'Arcure par DCF ressort à 5,20 € par action avec un WACC à 13,0% et une croissance à l'infini de 1,5%. Nous initions la couverture avec une opinion à Accumuler.

Compte de résultat (M€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Chiffre d'affaires	2,8	5,0	7,4	7,6	10,5	14,5	19,0
Excédent brut d'exploitation	-0,6	-0,5	0,2	-2,3	-0,9	0,6	2,1
Résultat opérationnel courant	-0,7	-0,5	-0,6	-3,1	-2,4	-0,9	0,6
Résultat opérationnel courant ajusté	nc	nc	nc	-1,9	-1,2	0,3	1,8
Résultat opérationnel	-0,7	-0,5	-0,6	-3,1	-2,4	-0,9	0,6
Résultat financier	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,0	-0,2	-0,3
Impôts	0,4	0,3	0,5	0,6	0,8	1,1	1,3
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-0,3	-0,1	-0,1	-2,7	-1,6	0,0	1,6
Bilan (M€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Actifs non courants	3,0	3,1	3,3	4,8	5,9	7,3	8,6
<i>dont goodwill</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	0,1	-0,2	1,2	1,4	2,0	2,8	3,6
Disponibilités + VMP	0,3	1,1	0,6	8,0	4,2	0,8	0,3
Capitaux propres	2,2	2,0	2,4	9,2	7,6	7,6	9,2
Emprunts et dettes financières	1,0	1,9	2,7	4,9	4,4	3,2	3,2
Total Bilan	5,2	6,9	8,0	17,6	17,0	17,5	21,2
Tableau de flux (M€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Marge Brute d'autofinancement	0,1	0,6	-0,1	-1,9	-0,1	1,5	3,1
Variation de BFR	0,2	0,3	-0,6	-0,2	-0,6	-0,8	-0,8
Flux net de trésorerie généré par l'activité	0,3	0,9	-0,7	-2,1	-0,6	0,7	2,3
Investissements opérationnels nets	-1,0	-0,8	-0,9	-2,3	-2,6	-2,9	-2,8
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements:	-1,0	-0,8	-1,0	-2,3	-2,6	-2,9	-2,8
Augmentation de capital	0,3	0,0	0,0	9,5	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,4	0,4	0,9	2,2	-0,5	-1,2	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	0,7	0,6	1,2	11,7	-0,5	-1,2	0,0
Variation de l'endettement financier net	0,0	0,7	-0,5	7,3	-3,7	-3,4	-0,5
Ratios (%)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Variation chiffre d'affaires	0,0%	79,1%	48,5%	2,0%	38,6%	37,3%	31,1%
Marge EBE	-20%	-11%	3%	-30%	-8%	4%	11%
Marge opérationnelle courante	-24%	-10%	-8%	-41%	-22%	-6%	3%
Marge opérationnelle	-24%	-10%	-8%	-41%	-22%	-6%	3%
Marge nette	-9%	-2%	-1%	-35%	-15%	0%	8%
Investissements opérationnels nets/CA	35%	17%	13%	30%	25%	20%	15%
BFR/CA	3%	-4%	16%	19%	19%	19%	19%
ROCE	-14%	-12%	-8%	-34%	-20%	-6%	3%
ROCE hors GW	-14%	-12%	-8%	-34%	-20%	-6%	3%
ROE	-15%	-6%	-4%	-30%	-21%	-1%	18%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Gearing (%)	34%	39%	86%	-34%	3%	32%	32%
Dettes nette/EBE	-1,3	-1,4	10,5	1,3	-0,2	4,2	1,4
EBE/charges financières	8,3	30,5	4,2	10,8	31,3	2,9	7,2
Valorisation	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Nombre d'actions (en millions)	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Nombre d'actions moyen (en millions)	7,5	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Cours (moyenne annuelle en euros)	0,0	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7
(1) Capitalisation boursière moyenne	0,0	23,4	23,4	23,4	23,4	23,4	23,4
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	0,8	0,8	2,1	-3,1	0,2	2,4	3,0
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	0,8	24,2	25,5	20,3	22,6	23,9	23,4
PER	ns	0,0	0,0	ns	ns	ns	13,3
VE / EBE	ns	ns	11,4	ns	ns	41,5	11,7
VE / ROC	ns	ns	ns	ns	ns	ns	42,0
VE / CA	0,5	0,3	0,3	2,4	2,1	1,6	1,3
P/B	0,0	0,0	0,0	2,3	2,8	2,8	2,3
Données par action (€)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Bnpa	-0,05	-0,02	-0,02	-0,54	-0,31	-0,01	0,32
Book value/action	0,4	0,4	0,5	1,8	1,5	1,5	1,8
Dividende /action	0,00	0,00	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 : (-)

Accumuler : depuis le 06/02/2020

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*
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui

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

Disclaimer

Situation de conflit d'intérêt :

*EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, certains de ses dirigeants ou salariés **ont des liens familiaux proches avec un mandataire social et/ou un actionnaire de référence de la société objet de la présente étude**, 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.*

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre. Il est important de noter qu'EuroLand Corporate conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

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 objet de la présente étude, 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 mentionnée dans la présente étude, 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. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Corporate, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée 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, seules les personnes considérées comme « personnes autorisées ou exemptées » selon le « Financial Services Act 1986 » du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du « Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997 » peuvent avoir accès à ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux États-Unis ni à ses ressortissants. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

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